



2018年第一期上栗县投资公司企业债券、 2019年第一期上栗县投资公司企业债券 2022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.

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员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2018年第一期上栗县投资公司¹企业债券、2019年第一期上栗县投资公司企业债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 上栗债 01	AA	AA
19 上栗债 01/PR 上栗 01	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持上栗县赣湘城市投资有限公司（以下简称“上栗投资”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“18 上栗债 01”、“19 上栗债 01/PR 上栗 01”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到上栗县有一定的产业基础，近年持续转型升级拓宽产业空间，公司业务持续性较好，继续获得当地政府较大力度的支持，跟踪期公司资本实力明显提升；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力、筹资压力和偿债压力较大，且存在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。

评级日期

2022 年 6 月 22 日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：徐宁怡
xuny@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	2022.03	2021	2020	2019
总资产	250.56	240.25	155.88	142.00
所有者权益	139.58	135.69	83.47	78.02
总债务	87.80	86.43	60.62	56.74
资产负债率	44.29%	43.52%	46.45%	45.05%
现金短期债务比	0.52	0.56	0.44	2.35
营业收入	0.00	5.90	6.10	5.50
其他收益	0.00	1.65	1.60	1.21
利润总额	0.03	2.50	2.49	2.35
销售毛利率	-	15.76%	12.72%	16.95%
EBITDA	-	2.50	2.49	2.35
EBITDA 利息保障倍数	-	0.59	-	-
经营活动现金流净额	-7.26	-20.59	-11.86	-8.72
收现比	-	96.16%	57.03%	124.80%

注：2019-2020 年由于公司资本化利息和费用化利息均为 0.00 元，故无法计算 EBITDA 利息保障倍数。

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 2022 年 3 月，公司名称由“上栗县投资公司”变更为“上栗县赣湘城市投资有限公司”。



优势

- **上栗县有一定的产业基础，近年转型升级拓宽产业空间。**上栗县隶属萍乡市，地处赣湘边境，位于“长株潭”国家级都市圈的辐射核心区域，近年经济增速较快，积极推进产业转型，聚焦电子信息、装备制造双首位产业、烟花爆竹和建材两大传统产业。
- **业务持续性较好。**公司负责上栗县土地一级开发与基础设施建设业务，主要在建、拟建项目以及在开发土地规模较大，业务持续性较好，待土地移交以及基础设施项目完工结算，公司业务收入有较好保障。
- **获得当地政府较大力度的支持，资本实力明显提升。**地方政府在资本金、资产注入以及财政补贴等方面给予公司较大力度的支持。2021 年，上栗县财政局同意公司资本公积转增实收资本 11.00 亿元；因政府注入资本和资产以及公司资产评估增值，公司资本公积大幅增加，资本实力增强；公司收到政府补贴，提升公司利润水平。

关注

- **资产流动性较弱。**公司资产以应收款项和存货为主，应收款项回收时间不确定，存货即时变现能力较弱，且部分资产受限。
- **面临较大的资金压力和筹资压力。**截至 2021 年末，公司主要在建、拟建项目和土地开发项目尚需投入的资金规模较大，且项目建设资金依赖于外部融资。
- **面临较大的偿债压力。**公司总债务增长较快且规模较大，考虑到公司自身盈利能力较弱，经营性现金流持续大幅流出，且资产流动性较弱。
- **面临一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保金额为 33.86 亿元，占同期末净资产比重为 24.95%。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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	3
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	2		现金短期债务比	6
	公共财政收入	2		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小



指示性信用评分	aa
调整因素	无 调整幅度 0
独立信用状况	aa
外部特殊支持调整	0
公司主体信用等级	AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-10	党雨曦、朱磊	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2018-5-7	田珊、张伟亚	城投公司主体长期信用评级方法 (pv_ff_2018V1.0)、城投公司主体长期信用评级模型 (pv_ff_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
18 上栗债 01	12.00	7.20	2021-6-10	2025-06-01
19 上栗债 01/PR 上栗 01	3.00	2.40	2021-6-10	2026-01-22



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2018年6月发行7年期12.00亿元的企业债券，募集资金原计划9.00亿元用于上栗县保障性安居工程项目，3.00亿元用于补充营运资金。公司于2019年1月发行7年期3.00亿元的企业债券，募集资金原计划2.50亿元用于上栗县保障性安居工程项目，0.50亿元用于补充营运资金。截至2022年3月21日，债券募集资金专项账户余额为2.49万元；两个上栗县投资公司保障性安居工程项目指挥部账户²余额分别为9.10万元和206.69万元。

三、发行主体概况

2021年12月，上栗县财政局将公司全部股权转让给江西省赣湘发展投资集团有限公司³（以下简称“赣湘发展”），企业类型由全民所有制变更为有限责任公司。截至2022年3月末，公司控股股东变更为赣湘发展，实控人仍为上栗县财政局，公司由一级子公司变更为二级子公司，股权结构详见附录二。2021年，公司通过资本公积转增实收资本的形式新增注册资本11.00亿元，截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为12.00亿元。

2021年公司人员结构进行了调整，法定代表人、董事长兼总经理由冯胜变更为邢娜娜，董事会成员调整为邢娜娜、李培强、李彬，监事调整任命为李红萍，冯胜和况海波不再于公司任职。2022年3月，公司名称由“上栗县投资公司”变更为“上栗县赣湘城市投资有限公司”。

公司作为上栗县重要的基础设施与土地开发投融资和建设主体，仍主要负责上栗县土地整理和基础设施建设任务。2021年公司合并范围新增两家子公司，截至2022年3月末，公司合并范围子公司共3家，具体情况见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
萍乡盛栗建设开发有限公司	100%	2.46	市政设施管理	新设
上栗县城市建设投资有限公司	100%	3.33	城市建设投资	划拨

²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。

³赣湘发展成立于2016年11月25日，注册资本为100,000.00万元人民币，主要业务为国有资产投资管理；收购、管理、处置、经营国有经营性资产；产业化项目、基础设施建设及市政公用项目的投资。截至2021年末，赣湘发展总资产为298.05亿元。



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽



松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。行业及区域经济环境

区域经济环境

上栗县地处赣湘边际，城镇化率不高，经济总量不高但增速较快，经济发展水平较弱，未来将坚持工业强县战略，积极推进产业转型、培育新兴产业，聚焦电子信息及装备制造两大首位产业、烟花爆竹和建材两大传统产业

区位特征：上栗县地处湘赣边际，人口密度较高，城镇化率偏低。上栗县为江西省萍乡市下辖5个行政区县之一，地处赣湘边界，位于“长株潭”国家级都市圈的辐射核心区域。上栗县6镇4乡，拥有1个省级工业园上栗工业园（规划面积42平方千米）。上栗县全区总面积702平方千米，根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日零时，上栗县常住人口为47.00万人，为全省人口高密度县区之一，七普



人口较六普有所增加，2020年末常住人口城镇化率52.33%，大幅低于全国、全省及全市平均水平。上栗县交通较为便利，高铁站萍乡北站坐落于上栗县，距南昌230公里，距长沙99公里，319国道、沪昆铁路、长南杭高铁均穿境而过，萍洪高速、昌栗高速已顺利通车，十四五期间，将做好上栗通用机场前期工作，重点建设上栗高铁站汽车站。

经济发展水平：上栗县经济总量不高但增速较快。上栗县近年来经济总量虽规模不高，在萍乡市下辖区县中排名第二。上栗县紧扣“奋力迈进赣湘边区域发展第一方阵”目标，经济发展较快增长，2019-2020年GDP增速均高于全国平均水平，形成了“二三一”的产业结构，2020年三次产业结构为11.1:49.9:39.0。上栗县经济发展水平较弱，人均GDP大幅低于全国平均水平。上栗县消费较为疲软，“虹吸效应”负面影响较大，出现“南边走萍乡、北边跑长沙”的消费局面。

表1 2021年萍乡市下辖区县经济财政指标情况（单位：亿元、%）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
安源区	260.90	-	47,154	29.65	-
上栗县	195.03	8.8	41,496	16.30	-
湘东区	146.37	8.6	48,081	13.27	29.49
芦溪县	132.20	8.6	50,808	12.37	-
莲花县	75.20	-	34,664	6.28	-

注：（1）人均GDP=2021年GDP/七普常住人口；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：各区县政府工作报告，中证鹏元整理

表2 上栗县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	195.03	8.80%	168.52	3.60%	163.38	7.20%
固定资产投资	-	-	127.66	8.40%	117.82	10.20%
社会消费品零售总额	-	-	37.68	3.50%	-	10.70%
进出口总额（亿美元）	-	-	3.02	-	-	-
人均 GDP（元）	41,496		38,845		35,634	
人均 GDP/全国人均 GDP	51.24%		53.62%		50.27%	

注：（1）2020/2021 年人均 GDP=2020/2021 年 GDP/七普常住人口；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：萍乡市 2020-2021 年统计年鉴、上栗县人民政府，中证鹏元整理

产业情况：鞭炮烟花、建材、机械、电子四大支柱产业推动上栗经济发展。鞭炮烟花、建材、机械、电子为上栗县四大支柱产业，2020年1-5月，上述四大产业工业产值41.55亿元，占同期规模以上工业企业产值的83.89%。上栗县是中国烟花爆竹之乡，现为我四大花炮主产区之一，同时，上栗县在加快传统花炮产业数字化转型过程中先后淘汰342家落后花炮企业，烟花爆竹产品国家监督抽查合格率由2016年的22.7%跃升至2020年的92.7%，新增规模以上花炮企业42家，花炮出口增长52%；建筑是重要纳税产业之一，2020年纳税2.03亿元，占当年上栗县总税收收入的9.42%。2021年，江西鑫通机械有限公司成功创评国家级专精特新“小巨人”企业，战略性新兴产业占规模以上工业增加值比重达37.4%，电子信

息产业增加值增长221.5%，对工业增长贡献率达到30.4%。

发展规划及机遇：坚持工业强县战略，加速产业转型升级。根据《上栗县国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，上栗县拟在空间布局上构建“一心三区⁴”的县域产业格局，坚持工业强县战略，基本形成具有上栗特色的“2+2+N”现代工业产业体系，聚焦电子信息及装备制造两大首位产业、烟花爆竹和建材两大传统产业，从而推动当地经济发展。力争2025年产业电子信息（电子电路）和装备制造产业规模均达到100亿元、烟花爆竹产业规模达150亿元、建材产业规模达100亿元。

财政及债务水平：近年来上栗县地方财政收入持续恢复，财政收入质量尚可，土地市场景气度较差，偿债压力加大。上栗县经历十三五期间传统烟花爆竹产业转型阵痛期，产值税收大幅减少后，2020年以来财税收入开始回升，2021年财政总收入为30.69亿元，同比增长15.5%，工业增值税增长37.4%。2019-2020年，上栗县税收收入占比在70%左右，财政收入质量尚可。2019-2020年以来上栗县政府性基金收入波动性下降，且城投公司摘地金额较大，未来政府性基金收入稳定性和持续性有待观察。区域债务方面，近年来地方政府债务规模持续增加，偿债压力加大。

表3 上栗县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	16.30	15.88	15.51
税收收入占比	-	68.26%	70.88%
财政自给率	-	-	-
政府性基金收入	-	10.00	7.00
地方政府债务余额	44.11	32.10	-

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：江西省财政厅、上栗县人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：上栗县融资平台为“1+N”模式，其中江西省赣湘发展投资集团有限公司为上栗县重要的平台公司，暂未发债，拥有一家发债子公司上栗县赣湘城市投资有限公司，具体如下表所示。

表4 截至 2021 年末上栗县发债平台情况（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
江西省赣湘发展投资集团有限公司	上栗县财政局	164.86	44.69%	20.09	-	为上栗县最核心的平台，主要业务为国有资产投资管理；收购、管理、处置、经营国有经营性资产；产业化项目、基础设施建设及市政公用项目的投资
上栗县赣湘城市投资有限公司	江西省赣湘发展投资集团有限公司	135.69	43.52%	5.90	86.43	上栗县重要的城市资源开发和运营的投融资和建设主体，主要从事土地一级开发、城市基础设施建设和保障房建设等业务

资料来源：Wind，中证鹏元评级报告，公司提供，中证鹏元整理

⁴ “一心”即上栗县城，“三区”即北部赣湘开放合作核心区、中部生态旅游休闲区、南部高铁经济区。



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。代建施工为公司主要收入来源，2021年代建收入相对稳定，土地一级开发收入有所下滑。2021年，公司毛利率虽有所上升但整体的盈利能力一般，其中土地一级开发业务的盈利能力较强，对利润贡献较大。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级开发	7,569.72	87.45%	9,309.49	62.01%
代建施工	51,347.38	5.05%	51,498.22	3.54%
租金	83.82	100.00%	157.30	100.00%
合计	59,000.92	15.76%	60,965.01	12.72%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地一级开发业务持续性较好，但区域内土地市场景气度较差，且土地一级开发易受土地整理进度以及政府出让计划等影响，收入和盈利缺乏稳定性

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》，公司自筹资金进行征地拆迁、土地平整和修建道路等土建工程，工程完工后由土储中心验收，再交由上栗县国土资源局依法组织招标、挂牌、拍卖、出让。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。

2021年受政府土地出让安排影响，公司出让面积大幅减少，导致土地一级开发收入下降，出让地块为上栗县赤山镇丰泉村地块（0.46亿元）和上栗县丰泉管理处J-2-1地块（0.29亿元），土地性质为商业和住宅。截至2021年末，公司主要在开发土地预计总投资15.71亿元，累计总投资10.99亿元，业务持续性较好，未来收入有保障。毛利率方面，公司土地一级开发收入盈利较强。值得关注的是，区域内土地市场景气度较差，且公司土地一级开发易受土地整理进度以及政府出让计划等因素影响，收入和盈利缺乏稳定性。

表6 2019-2021 年公司出让土地情况

项目	2021 年	2020 年
出让面积（亩）	112.348	142.74
土地出让金（万元）	12,354.00	12,736.00
平均出让单价（万元/亩）	109.96	89.22
确认收入（万元）	7,569.72	9,309.49



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 截至 2021 年末公司主要在开发土地情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	累计总投资
萍乡市中心城区田中组团 B-2-15-1-1 地块	47,000.00	32,900.00
萍乡市主城区 C 编制单元 C-9-4-1 地块	32,000.00	22,400.00
萍乡市中心城区田中组团 B-1-14-3-1 地块	31,000.00	21,700.00
G3-03-03-01 地块	28,232.00	19,760.00
上栗县赤山丰泉管理处 K-1-3 地块	8,010.00	5,607.00
上栗县赤山丰泉管理处 K-1-2 地块	6,953.00	4,867.00
上栗县赣湘开放合作试验区工业园区 A-71 地块	3,609.13	2,520.00
鸡冠山乡豆田村 JGS-DT-01 地块	280.80	190.00
合计	157,084.93	109,944.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司代建业务持续性较好，但存在较大的资金压力；因高铁规划以及疫情因素，部分项目建设进度受到影响

根据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范围内基础设施建设项目，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，项目代建款由上栗县财政局安排支付。但实际操作过程中，公司每年根据完工进度确认收入。

2021年公司代建收入相对稳定，收入来源于城建项目、栗江公园项目、平安路建设项目、城镇化建设项目和零星工程，但该业务盈利能力仍较弱。随着上栗县基础设施开发建设进程的推进，公司在基础设施建设方面的业务量较充足。截至2021年末，公司主要的在建项目和拟建项目总投资为70.05亿元，累计总投资31.35亿元，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，业务持续性较好。考虑到公司主要在建和拟建项目尚需投入38.69亿元，经营性现金流持续大幅流出，面临较大的资金支出压力。值得关注的是，高铁片区路网因高铁规划原因已暂停施工，2017年棚户区改造项目以及市中心北路项目（上栗路段）项目受疫情影响，建设进度放缓。

表8 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	累计总投资
产业基地建设项目	143,500.00	61,835.50
2017 年棚户区改造项目	88,995.70	57,091.93
赣湘合作产业园标准厂房建设项目	80,000.00	58,309.23
上栗县 2019 年棚户区改造项目（一、二期）	41,548.92	32,623.00
杨宣公路项目	35,000.00	2,500.00
高铁片区路网	35,000.00	24,904.29



市中环北路项目（上栗路段）	28,000.00	21,759.16
上栗县医疗卫生提升项目	26,757.37	6,757.37
上栗县农村生活污水处理项目	25,000.00	5,698.70
赣湘合作示范区建设项目	20,000.00	19,277.18
平安路建设项目	15,000.00	12,095.26
栗江公园项目	13,000.00	9,897.84
上栗县栗水河生态防洪工程	9,500.00	800.00
合计	561,301.99	313,549.46

注：本期债券募投项目部分位于产业基地建设项目中，上述表格已投资数据已剔除募投项目已投资部分。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至 2021 年末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	建设周期
上栗县赣湘边区域合作产业园（一期）基础设施建设项目	60,921.62	24 个月
上栗县农村水环境综合治理项目	42,978.95	24 个月
上栗县学前教育建设项目	35,270.00	36 个月
合计	139,170.57	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司获得较大力度的外部支持

公司作为上栗县重要的基础设施建设和土地整理主体，获得政府在资本金注入和财政补贴等方面较大力度支持。2021年，上栗县财政局同意公司资本公积转增实收资本11.00亿元，且当期末公司资本公积较上年末增加38.93亿元，公司资本实力增强。财政补贴方面，2021年公司持续收到政府补贴，提升公司利润水平。

表10 2021 年公司资本公积增加情况（单位：亿元）

支持事项	相关文件	对资本公积影响
上栗县财政局转入资金充实资本金	栗府办抄字【2021】559 号	+8.41
财政局同意公司改制，公司资产评估增值	栗财字【2021】306 号、赣方维评报字【2021】第 086 号评估报告	+32.07
无偿划转上栗县城市建设投资有限公司股权	栗府办抄字【2021】556 号	+9.16
上栗县财政局拨付资金至上栗县城市建设投资有限公司作为项目资本金	栗府办抄字【2021】307 号	+0.29

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告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

2020年审计报告、经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）⁵审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围子公司变化情况详见表1，截至2022年3月末，公司合并范围子公司共3家，详见附录四。

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，且部分资产受限，资产流动性较弱

受益于公司经营积累以及政府支持，2021年公司总资产同比增长54.12%，规模增长较快。公司资产以流动资产为主，占总资产比重在99%以上。

截至2021年末，公司货币资金受限部分为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，受限规模为6.52亿元，占货币资金总额的比重为63.36%，受限比例较高。应收账款为上栗县财政局的工程款和土地开发款，回款易受财政支付安排以及土地出让计划的影响。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，考虑到应收款项对象性质，回收风险相对可控，但其他应收款规模较大且回收时间不确定，对公司营运资金形成较大占用。2021年公司存货同比增长64.05%，增速较快且占总资产的比例较高；公司存货为拟开发土地和代建施工成本，其中拟开发土地主要为土地使用权，截至2021年末公司拟开发土地账面价值达137.41亿元，土地性质主要为商住用地，已抵押的土地账面价值达38.38亿元，另外，公司部分土地未补缴增容出让金；代建施工成本主要为公司代建业务投入形成；考虑到区域内土地市场景气度较差，且公司土地使用权变现易受土地整理进度以及政府出让安排的影响，且部分土地使用权被抵押，代建施工成本变现取决于委托方的结算计划与支付安排，即时变现能力较弱。

总体来看，公司资产以应收款项和存货为主，其中应收款项回款时间不确定，存货即时变现能力较弱，对营运资金占用较大，并且44.90亿元的资产受限，整体资产流动性较弱。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.44	2.97%	10.29	4.28%	6.25	4.01%
应收账款	5.58	2.23%	5.58	2.23%	4.22	2.71%
其他应收款	25.82	10.30%	24.26	10.10%	22.85	14.66%
存货	209.67	83.68%	198.48	82.61%	120.99	77.62%
流动资产合计	248.90	99.34%	238.61	99.32%	154.72	99.26%
非流动资产合计	1.66	0.66%	1.65	0.68%	1.16	0.74%
资产总计	250.56	100.00%	240.25	100.00%	155.88	100.00%

⁵ 根据公司2022年3月30日发布的《上栗县赣湘城市投资有限公司关于中介机构发生变更的公告》，公司原审计机构中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计业务服务期限届满，因公司审计工作需要，聘请亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2021年度审计机构。

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

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

受土地出让规划安排及委托方资金使用安排影响，2021年公司营业收入下降，但收入所形成的经营性回款情况得到改善。2021年整体的盈利能力提升，但对政府补助有较强的依赖，自身盈利能力较弱。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年
收现比	--	96.16%	57.03%
营业收入	--	5.90	6.10
营业利润	0.04	2.50	2.38
其他收益	0.00	1.65	1.60
利润总额	0.03	2.50	2.49
销售毛利率	--	15.76%	12.72%

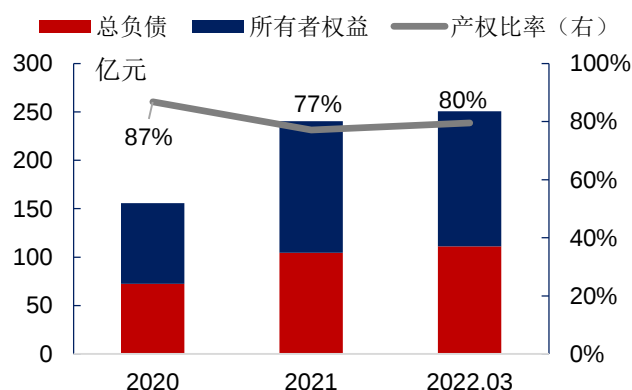
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息债务规模增长较快，债务偿付压力增加

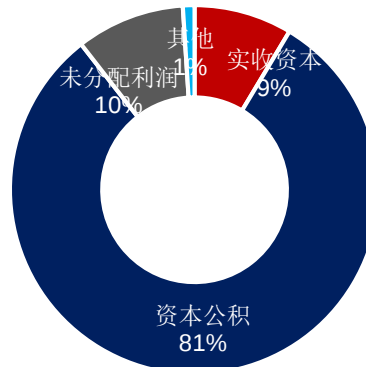
得益于公司经营积累以及地方政府的大力支持，2021年公司所有者权益增加，资本公积占所有者权益比重达到81%。由于公司自身盈利能力较弱且经营活动现金流持续大幅流出，对外筹资依赖性较强，公司负债总额快速增长，净资产对负债的保障程度一般。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主。2021年末，公司应付票据快速增长，应付票据为银行承兑汇票和国内信用证；其他应付款主要为与当地国有企业之间的往来款；公司一年内到期的非流动负债主要为一年内

即将到期的长期借款和应付债券；长期借款占负债总额的比例在50%以上，以抵押借款、保证借款和抵押加保证借款为主；公司应付债券为“18上栗债01”和“19上栗债01/ PR上栗01”，2021年偿还“18上栗债01”2.40亿元；截至2021年末，“18上栗债01”和“19上栗债01/ PR上栗01”的债券余额12.60亿元。

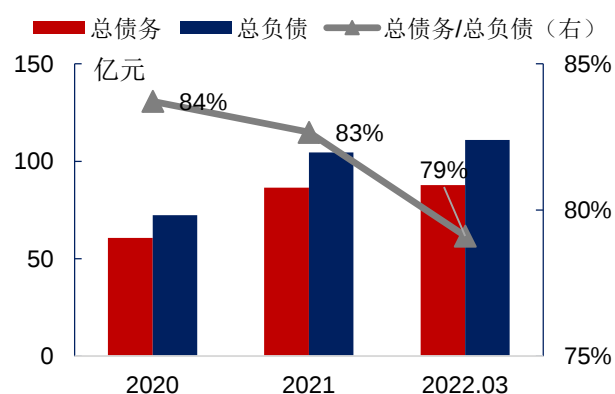
表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	4.01	3.61%	6.51	6.22%	0.58	0.80%
其他应付款	20.36	18.34%	15.75	15.07%	10.62	14.67%
一年内到期的非流动负债	9.90	8.92%	11.40	10.90%	11.55	15.96%
流动负债合计	37.53	33.81%	36.52	34.93%	25.92	35.80%
长期借款	62.12	55.98%	56.10	53.66%	33.89	46.80%
应付债券	9.00	8.11%	9.60	9.18%	12.60	17.40%
非流动负债合计	73.46	66.19%	68.04	65.07%	46.49	64.20%
负债合计	110.98	100.00%	104.56	100.00%	72.41	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

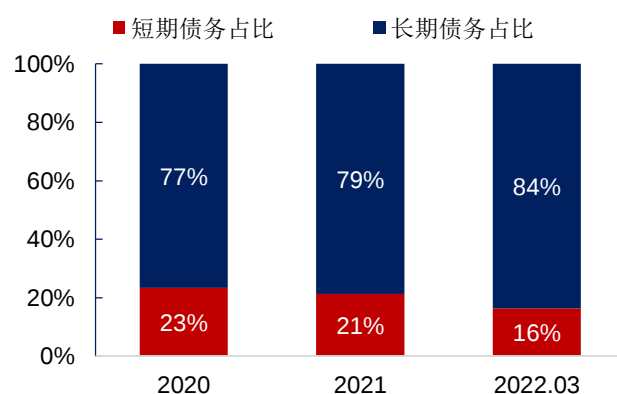
2021年公司息债务快速增长，有息债务占总负债的比重较高，债务结构以长期债务为主。考虑到公司自身盈利能力较弱，经营活动现金流持续大幅流出，资产流动性较弱，公司债务偿付压力较大。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2021年末，公司资产负债率为43.52%，财务杠杆表现尚可，现金类资产对短期有息债务的保障程度较弱。2021年公司改制，相关融资费用不再由上栗县人民政府承担，2021年EBITDA利息保障倍数为0.59，盈利对利息的保障程度较弱。考虑到公司目前剩余银行授信额度不高，且资产流动性较弱，公司再融资弹性一般。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
------	---------	-------	-------



资产负债率	44.29%	43.52%	46.45%
现金短期债务比	0.52	0.56	0.44
EBITDA 利息保障倍数	--	0.59	--

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月20日），公司本部未结清账户中存在4笔关注类贷款记录，其中3笔关注贷款记录系中国农业银行股份有限公司上栗县支行的系统原因所致，剩余1笔关注贷款记录根据中国工商银行股份有限公司上栗支行出局的说明，公司该笔贷款正常还本付息，无欠息、垫款等情况。公司已结清信贷信息无不良类账户，公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额为33.86亿元，占同期末净资产比重为24.95%。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15 截至 2021 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
杨岐山旅游发展有限公司	7,900.00	2024.01.31	否
	7,900.00	2024.02.01	否
	6,500.00	2024.02.05	否
	1,000.00	2022.04.21	否
上栗县振兴物资供应链有限公司	500.00	2022.07.01	否
上栗县乡村振兴综合开发有限公司	50,000.00	2038.09.16	否
	80,000.00	2027.12.27	否
	3,000.00	2024.04.19	否
上栗县人民医院	3,000.00	2026.04.18	否
萍乡市城市建设投资集团有限公司	56,000.00	2039.12.27	否
萍乡嘉昌建设工程有限公司	90,000.00	2041.08.18	否
上栗县嘉和投资有限公司	32,800.00	2036.01.24	否
合计	338,600.00	--	--

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司作为上栗县重要的基础设施与土地开发投融资和建设主体，主要负责上栗县土地整理和基础设



施建设任务。截至2021年末，公司主要在开发土地及在建和拟建基础设施项目规模较大，业务持续性较好，待土地移交以及基础设施项目完工结算，业务收入有较好保障。值得关注的是，区域内土地市场景气度较差，且公司土地一级开发易受土地整理进度以及政府出让计划等影响，收入和盈利缺乏稳定性；因高铁规划及疫情因素，部分代建项目建设进度受到影响。此外，公司主要在开发土地及在建和拟建基础设施项目尚需投入的资金规模较大，项目建设资金依赖于外部的融资，公司面临较大的资金压力和筹资压力。公司债务增长较快且规模较大，考虑到公司资产流动性较弱，自身盈利能力较弱且经营性现金流持续大幅流出，公司面临较大的偿债压力。

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“18上栗债01”和“19上栗债01/PR上栗01”的信用等级为AA。



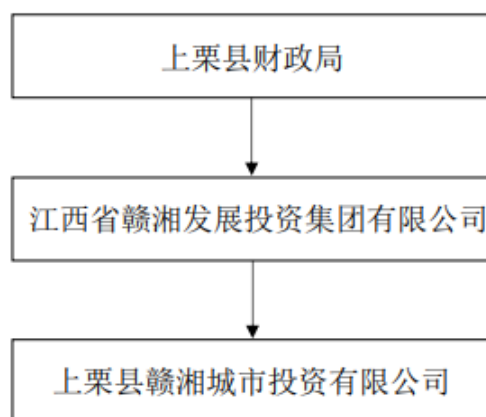
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	7.44	10.29	6.25	14.00
其他应收款	25.82	24.26	22.85	19.11
存货	209.67	198.48	120.99	106.90
流动资产合计	248.90	238.61	154.72	140.88
非流动资产合计	1.66	1.65	1.16	1.13
资产总计	250.56	240.25	155.88	142.00
短期借款	0.44	0.49	2.00	0.00
其他应付款	20.36	15.75	10.62	6.76
一年内到期的非流动负债	9.90	11.40	11.55	5.94
流动负债合计	37.53	36.52	25.92	13.18
长期借款	62.12	56.10	33.89	35.79
应付债券	9.00	9.60	12.60	15.00
长期应付款	2.33	2.33	0.00	0.00
非流动负债合计	73.46	68.04	46.49	50.79
负债合计	110.98	104.56	72.41	63.98
总债务	87.80	86.43	60.62	56.74
营业收入	0.00	5.90	6.10	5.50
所有者权益	139.58	135.69	83.47	78.02
营业利润	0.04	2.50	2.38	2.36
其他收益	0.00	1.65	1.60	1.21
利润总额	0.03	2.50	2.49	2.35
经营活动产生的现金流量净额	-7.26	-20.59	-11.86	-8.72
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.03	0.06	0.06
筹资活动产生的现金流量净额	6.71	17.98	3.47	6.52
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	-	15.76%	12.72%	16.95%
收现比	-	96.16%	57.03%	124.80%
资产负债率	44.29%	43.52%	46.45%	45.05%
现金短期债务比	0.52	0.56	0.44	2.35
EBITDA	-	2.50	2.49	2.35
EBITDA 利息保障倍数	-	0.59	-	-

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

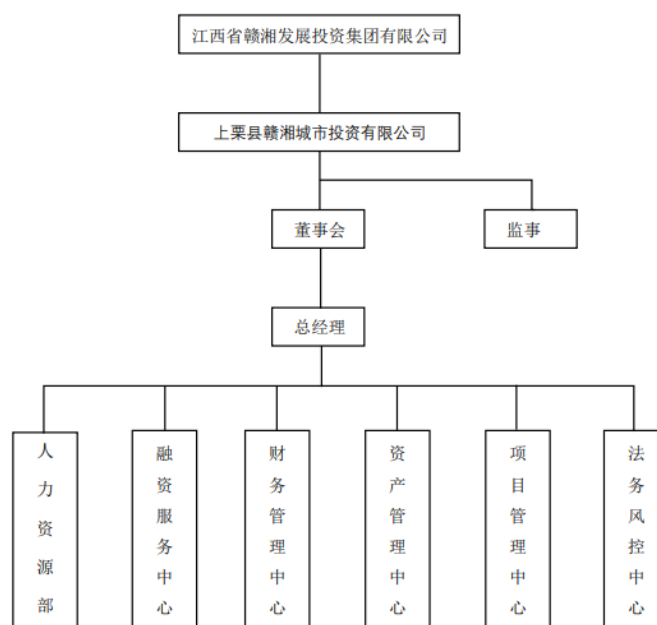


附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	成立方式	主营业务
萍乡市嘉达环保工程有限公司	1,000.00	80.00%	新设	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包
萍乡盛栗建设开发有限公司	24,578.50	100.00%	新设	市政设施管理
上栗县城市建设投资有限公司	33,320.00	100.00%	划拨	城市建设投资

注：中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）对公司投资，根据投资协议约定，农发基金享有固定收益，增资后不向被投资单位派董事、监事、高级管理人员，不直接参与被投资单位的日常正常经营，除被投资单位修改公司章程、合并、分立、解散、清算、破产、变更公司形式、增加或减少注册资本、对农发基金权益造成重大不利影响的事项外，农发基金不享有表决权，且在投资期满后，农发基金有权要求公司或公司股东以固定价格回购相关股份。公司根据上述协议具有“向其他方交付现金或其他金融资产的合同义务”，故将收到的上述投资款分类为金融负债。

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。