



2019年江西万年国有资源投资发展股份有限公司公司债券2023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。

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：

2019年江西万年国有资源投资发展股份有限公司公司债券2023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
19 万年国投债/ 19 万年债	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：万年县矿产资源丰富，近年以纺织新材料为代表的主导产业发展态势良好，区域经济保持增长，江西万年国有资源投资发展股份有限公司（以下简称“万年国投”或“公司”）作为万年县重要的基础设施和道路工程的建设主体，代建业务可持续性较好，并继续获得万年县财政局的大力支持，此外，上饶市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“上饶城投”）提供的保证担保仍有效提升“19 万年国投债/19 万年债”的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产沉淀在土地资产、项目投资成本和其他应收款，资产流动性较弱，项目建设较依赖于外部融资，仍面临一定的资金压力且存在一定或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来较长一段时间仍为万年县重要的基础设施建设主体，代建业务可持续性较好，且将持续获得外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 28 日

联系方式

项目负责人：邹火雄
 zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：朱小万
 zhuxw@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	2021	2020
总资产	106.43	111.43	98.10
所有者权益	51.61	51.21	51.12
总债务	25.80	30.18	23.63
资产负债率	51.51%	54.04%	47.89%
现金短期债务比	0.99	1.28	1.97
营业收入	6.90	8.88	7.78
其他收益	1.50	1.22	1.00
利润总额	1.15	0.83	1.68
销售毛利率	16.42%	13.35%	14.40%
EBITDA	2.66	2.07	2.11
EBITDA 利息保障倍数	1.75	1.34	1.65
经营活动现金流净额	3.57	2.87	2.78

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **万年县矿产资源丰富，近年紧抓产业转移机遇，以纺织新材料为代表的主导产业发展态势良好。**万年县矿产资源丰富，拥有矿山 10 座，其中银金矿 2 个、水泥用灰岩矿 2 个、水泥用千枚岩矿 1 个、建筑石料用灰岩矿 5 个。目前万年县已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，其中机械电子、纺织新材料产业集群跻身省级重点产业集群，2022 年全县实现地区生产总值 209.88 亿元，同比增长 4.6%。
- **公司是万年县重要的基础设施和道路工程建设主体，代建业务可持续性较好。**公司作为万年县重要的基础设施和道路工程建设主体，是万年县目前唯一的发债平台，在当地项目资源的获取上具有较强的竞争优势。截至 2022 年末，公司主要在建的代建项目投资规模仍较大。
- **公司继续获得万年县财政局较大力度的支持。**2022 年公司获得万年县财政局拨付的经营性补贴 1.50 亿元，为当期利润总额的 1.30 倍，对公司利润贡献仍较大。
- **上饶城投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，上饶城投的主体信用等级为 AA+，其为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

关注

- **公司资产沉淀在土地资产、项目投资成本和其他应收款中，部分资产抵押受限，整体资产流动性较弱。**2022 年末公司存货、在建工程和其他应收款账面价值合计占期末总资产的比重为 76.91%，其中其他应收款主要为应收当地国有企业的往来款，回款时间受相关单位资金安排影响不确定，占用公司营运资金；期末受限资产账面价值合计 12.24 亿元，占期末总资产的比重为 11.50%。
- **公司项目建设较依赖于外部融资，仍面临一定的资金压力。**截至 2022 年末，公司现金类资产已不足以覆盖短期债务，在建项目仍需投资 7.57 亿元，伴随万年县基础设施建设的持续推进，公司作为万年县重要的基础设施和道路工程建设主体，仍具有一定的项目融资需求，面临一定的资金压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额合计为 32.66 亿元，占期末净资产的 63.29%，被担保对象均为当地国企和事业单位，但相关担保均未设置反担保措施。

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	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是万年县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，万年县人民政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现在公司与万年县人民政府的联系非常紧密以及对万年县人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为万年县人民政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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+/19 万年国投债/19 万年债	2022-7-29	邹火雄、汪永乐	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+/19 万年国投债/19 万年债	2019-5-14	陈刚、何卫平	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_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
19 万年国投债/19 万年债	10.00	6.00	2022-7-29	2026-6-3

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2019年6月发行7年期10亿元公司债券，募集资金计划7亿元用于万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目，2亿元用于万年县城市小游园停车场建设项目，1亿元用于补充运营资金。截至2023年3月末，本期债券募集资金专项账户余额为7,163.22元。

三、发行主体概况

2022年公司股东中国农发重点建设基金有限公司因项目建设期届满收回投资金额0.69亿元，期末公司实收资本降至6.92亿元，注册资本仍为8.31亿元，万年县神农投资开发有限公司、中国农发重点建设基金有限公司、万年县国有资产监督管理委员会（以下简称“万年国资办”）、万年县公共资源投资开发有限公司和万年县资产经营投资有限公司分别持有公司36.10%、21.78%、18.06%、12.03%和12.03%股权，公司实际控制人仍为万年国资办。

2022年公司仍主要负责万年县基础设施和道路工程建设、房屋租赁等业务。2022年公司合并范围内的子公司无变动，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政

策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投投融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底

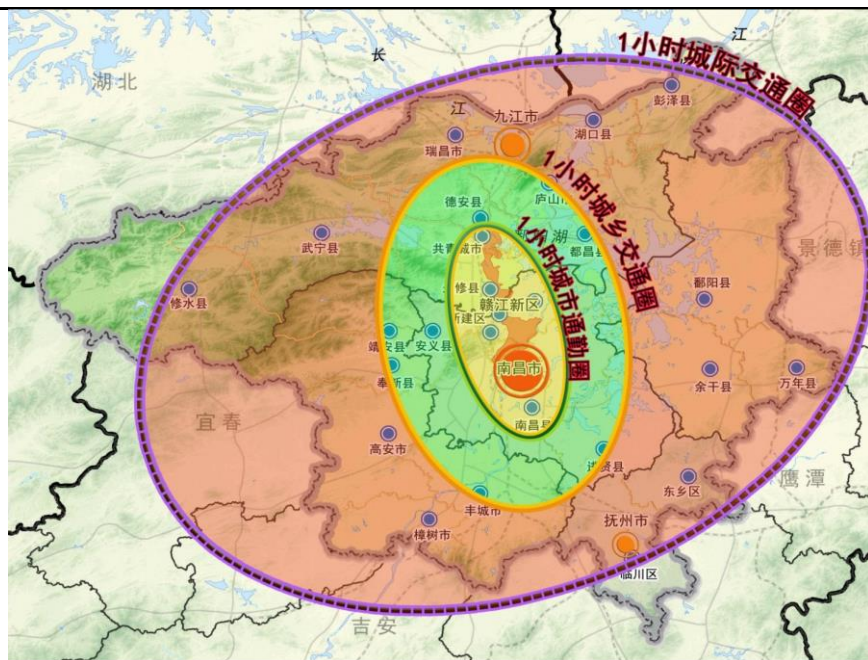
线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

万年县地处鄱阳湖东南岸，已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，经济总量在上饶市排名中等，一般公共预算收入规模较小，财政自给率较低，且地方政府债务率较高

区位特征：万年县地处鄱阳湖东南岸，在南昌大都市经济圈1小时城际交通圈内。万年县为上饶市下辖县，地处江西省东北部、鄱阳湖（中国第一大淡水湖）东南岸，属于丘陵地区，地势由东南向西北倾斜，山地面积占比61.42%。万年县土地面积1,140.76平方公里，是世界稻作文化、中华农耕文明的发源地、中国贡米之乡、中国优质淡水珍珠之乡和纺织新材料产业聚集区，2021年末常住人口35.45万人，较2020年第六次全国人口普查常住人口数35.91万人略有下降。万年矿产资源丰富，拥有矿山有10座，其中银金矿2个、水泥用灰岩矿2个、水泥用千枚岩矿1个、建筑石料用灰岩矿5个。万年县地处南昌大都市经济圈1小时城际交通圈内，皖赣铁路纵贯南北，境内拥有3条高速、2条国道，万年至鹰潭北高铁站一级公路建成后，将进入沪昆高铁半小时经济圈。

图1 大南昌“1小时都市圈”交通圈层示意



资料来源：公开资料

经济发展水平：万年县经济总量偏小，在上饶市排名中等，主要依赖投资拉动。万年县经济总量偏小，2022年全县地区生产总值（GDP）完成209.88亿元，同比增长4.6%，经济规模居上饶市各区县中

等水平。从产业结构来看，2021年万年县三次产业结构由2020年的11.8：48.6：39.6调整为10.0：50.3：39.7，其中以第二产业为主，且占比有所提升。2021年全县实现规模以上工业主营业务收入513.55亿元，首次突破500亿元大关，总量全市第三。2022年全县新增落户企业40家，新增规上工业企业31家，全年招引项目77个，总投资额467.7亿元，工业投资规模持续扩大有效带动当地经济稳步发展。

表1 2022年江西省上饶市部分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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
广丰区	629.02	5.7%	8.18	31.73	37.84
信州区	416.27	5.1%	7.69	20.60	25.28
广信区	360.29	5.6%	4.85	20.46	31.94
万年县	209.88	4.6%	5.93	15.31	-
铅山县	197.37	4.8%	5.16	15.41	15.77
婺源县	165.73	4.5%	5.31	10.53	10.49
弋阳县	151.32	4.8%	4.51	13.05	14.42
横峰县	111.60	4.7%	6.01	8.30	9.81

注：“-”数据未公告；人均GDP按2021年年末常住人口计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站，中证鹏元整理

表2 万年县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	209.88	4.6%	199.39	9.1%	174.26	4.4%
固定资产投资	135.7	8%	-	11.9%	-	9.4%
社会消费品零售总额	86.3	5.3%	81.98	18.6%	69.14	13.2%
进出口总额（亿美元）	-	-	-	-	2.12	-
人均 GDP（元）	59,305		56,245		48,758	
人均 GDP/全国人均 GDP	69.20%		69.46%		67.71%	

注：“-”数据未公告，2020 年人均 GDP 根据七普人口数计算，2021-2022 年人均 GDP 根据年末常住人口数计算。

资料来源：2020-2021 年万年县国民经济与社会发展统计公报、万年县政府网站，中证鹏元整理

产业情况：万年县已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业。万年县已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，其中机械电子、纺织新材料产业集群跻身省级重点产业集群，是上饶市唯一拥有两个省级重点产业集群的县。万年县抓住沿海发达地区纺织产业加速向中西部转移的机遇，初步形成了聚酯纤维—加弹—织造—印染及后整理—纺织新材料、家纺、成衣、户外休闲用品等为一体的产业集群，先后获批为江西新型工业化产业基地（纺织新材料产业）、江西省级重点产业集群，万年高新区被授予“全国纺织产业转移示范园区”和“中国功能纺织品产业承接转移示范基地”，代表性企业包括江西华纺昌硕科技有限公司等。2022年万年县工业主营业务收入531.9亿元，同比增长1.4%，2022年新增高新技术企业8家，总数达65家，新增省级“专精特新”企业13家，总数达32家，均位居全市前列。

发展规划：根据万年县十四五规划，在“十四五”期间将加快构建具有万年特色的现代产业体系，大力发展农业，提质增效制造业，提升现代服务业发展能级，努力发展数字经济。2023年万年县将聚焦发展新型工业，大力发展战略新兴产业，紧盯电子信息、新材料、智能装备、生物医药等战略新兴产业，招强引优，不断提升产业层次。

财政及债务：万年县一般公共预算收入规模较小，全市排名中等靠后，财政自给率较低，地方政府债务余额大幅增长，债务率较高。近年万年县一般公共预算收入持续增长，但整体规模仍较小，财政自给率较低，地方政府综合财力较依赖于政府性基金收入，近年地方政府债务余额大幅增长。

表3 万年县财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	15.31	14.62	13.98
税收收入占比	67.4%	67.78%	69.8%
财政自给率	32.74%	31.63%	27.84%
政府性基金收入	33.93	12.06	11.82
地方政府债务余额	56.92	45.21	35.03

资料来源：万年县政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是万年县重要的基础设施建设和国有资产运营主体，是目前全县唯一的发债平台，2022年营业收入仍主要来源于代建业务，在当地项目资源的获取上具有较强的竞争优势

公司是万年县唯一的发债城投平台和重要的基础设施和道路工程建设主体，继续承担万年县基础设施建设、国有资产经营等职能，2022年营业收入主要来自于代建业务。受项目建设进度影响，2022年公司代建业务确认收入6.25亿元，较上年有所下降，由于代建收入结算时资本化利息不参与成本加成，且2022年结算项目的成本中资本化利息金额较小，当期业务毛利率有所提升。此外，公司还经营房屋租赁、汽车租赁和发电业务等其他业务，对公司营业收入和利润形成一定补充。受营业收入结构调整影响，2022年公司销售毛利率有所提升。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建业务	6.25	90.49%	10.17%	8.15	91.70%	8.26%
其他	0.66	9.51%	75.84%	0.74	8.30%	69.51%
合计	6.90	100.00%	16.42%	8.88	100.00%	13.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受项目建设进度影响，2022年公司代建业务收入有所下降，公司作为万年县重要的基础设施建设主体，基础设施和道路工程建设项目投资规模仍较大，代建业务可持续性较好，但仍面临一定的资金

压力

公司作为万年县基础设施建设的投融资主体，承担着包括道路、教育基础设施、厂房等在内的基础设施和道路工程建设。根据《项目委托代建合同》，万年县住房和城乡建设局（以下简称“万年县建设局”）及万年县交通运输局（以下简称“万年县交通局”）分别委托公司进行工程项目的投资建设，项目完工后，根据代建合同及双方认定的代建成本，加成12%作为工程项目总价款。公司根据委托方及项目性质对应确认代建业务收入。

2022年公司代建业务确认收入6.25亿元，主要来源于秀美乡村等项目，受项目建设进度影响，业务收入较上年有所下降，由于代建收入结算时资本化利息不参与成本加成，且当期结算项目的成本中资本化利息金额较小，当期业务毛利率有所提升。

截至2022年末，公司代建项目包括贫困村建档立卡、万年县四好农村路建设工程等，预计总投资13.00亿元，累计已投资5.63亿元，公司作为万年县重要的基础设施建设主体，在当地项目资源的获取上具有较强的竞争优势，项目代建业务可持续性较好。截至2022年末，公司在建项目合计尚需投资7.57亿元，仍面临一定的资金压力。

截至2022年末，公司自营的本期债券募投项目万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目已投资10.11亿元，万年县城市小游园停车场建设项目已投资2.79亿元，目前项目均已完工，但尚未实现收益，未来可实现厂房租赁收入、人才公寓租赁收入、会议中心租赁收入、停车位租赁收入、广告位收入以及配套服务用房租赁收入等，同时中证鹏元关注到，募投项目收入来源受当地经济以及公司运营能力影响较大，项目未来收益及现金流存在一定不确定性。

表5 截至 2022 年末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	委托单位	预计总投资	累计已投资	尚需投资
贫困村建档立卡	万年县建设局	38,000.00	14,439.56	23,560.44
万年县四好农村路建设工程	万年县交通局	27,200.00	2,244.07	24,955.93
江西万年高新区返乡创业标准厂房及配套设施建设项目	万年县建设局	26,000.00	28,040.76	-
万年高新区凤巢千亩纺织产业园基础设施建设项目	万年县建设局	14,963.00	2,268.00	12,695.00
万年县现代纺织产业园基础设施项目	万年县建设局	7,290.00	606.87	6,683.13
万年县凤巢工业园石镇片区污水处理厂工程	万年县建设局	6,320.00	3,517.12	2,802.88
仙人洞项目	万年县建设局	6,000.00	2,965.50	3,034.50
完中、六〇小学总部、智慧学校管理中心、第三幼儿园二次装修及室外工程	万年县建设局	2,733.00	2,000.00	733.00
全民健身中心	万年县建设局	1,500.00	231.22	1,268.78
合计		130,006.00	56,313.10	75,733.66

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

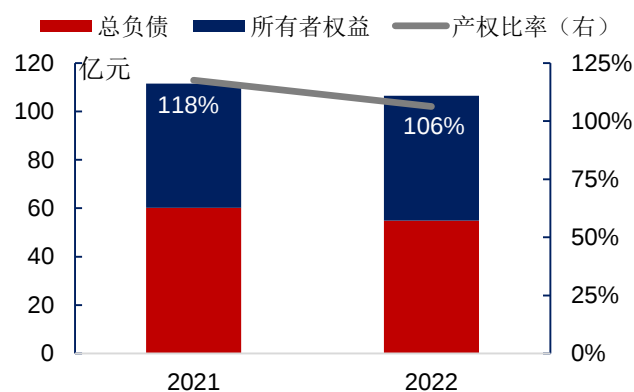
以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围内的子公司无变动，详见附录四。

资本实力与资产质量

2022年末公司总资产伴随债务的偿还有所下降，仍以土地资产、项目投资成本和其他应收款为主，其中其他应收款回款时间受相关单位资金安排影响不确定，占用公司营运资金，部分资产抵押受限，整体资产流动性较弱

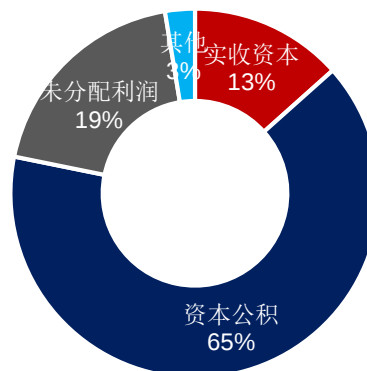
2022年公司偿还部分银行借款及应付债券，期末总负债规模有所下降；受益于公司自身经营积累，2022年末公司所有者权益同比小幅增至51.61亿元。综合来看，2022年末公司产权比率同比有所下降，所有者权益以股东划拨的土地等资产形成的资本公积为主，对负债的覆盖程度一般。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以存货（主要为土地资产和在建项目成本）、在建工程（自营项目成本）和其他应收款（主要为应收国有企业往来款）为主，2022年末上述资产账面价值合计占期末总资产的比重为76.91%。公司存货由开发成本、生产成本和库存商品构成，其中开发成本主要为土地资产，主要为商业、商服和工业用地，2022年末账面价值为34.48亿元；生产成本为贫困村建档立卡等在建项目的建设支出，2022年末账面价值为6.75亿元。2022年公司将生产成本中核算的万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目和万年县城市小游园停车场建设项目等自营项目重新分类至在建工程，期末在建工程账面价值为12.92亿元。公司其他应收款主要为应收万年县稻源投资开发有限公司等国有企业的往来款，回款时间受相关单位资金安排影响不确定，占用公司营运资金，此外其他应收款中包含应收民营企业江西旭腾科

技集团有限公司往来款0.59亿元，相关企业已被列为被执行人，存在一定回款风险。

其他资产方面，2022年末公司货币资金余额同比有所下降；长期股权投资系对联营企业的投资，2022年公司追加对万年县万投美信产业基金（有限合伙）投资0.67亿元，期末长期股权投资账面价值有所增长；公司投资性房地产为对外租赁的房屋建筑物，2022年末公允价值略有增长。

截至2022年末，公司受限资产包括票据保证金3.00亿元，借款抵押的存货5.86亿元和投资性房地产3.38亿元，账面价值合计12.24亿元，占期末总资产的比重为11.50%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.92	7.44%	11.05	9.92%
其他应收款	23.88	22.44%	23.77	21.34%
存货	45.05	42.33%	58.00	52.05%
流动资产合计	80.05	75.22%	96.49	86.59%
在建工程	12.92	12.14%	0.00	0.00%
长期股权投资	3.23	3.04%	2.60	2.33%
投资性房地产	6.90	6.49%	6.90	6.19%
非流动资产合计	26.37	24.78%	14.94	13.41%
资产总计	106.43	100.00%	111.43	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入有所下降，但销售毛利率有所提升，其中代建业务可持续性较好，房屋租赁等其他业务对公司营业收入和利润仍具有一定补充，政府补助对公司利润贡献仍较大

代建业务仍为公司收入和利润的主要来源，受项目建设进度影响，2022年公司代建业务收入有所下降，但业务毛利率有所提升。公司作为万年县重要的基础设施建设主体，基础设施和道路工程建设项目投资规模仍较大，代建业务可持续性较好。此外，房屋租赁、汽车租赁和发电业务等其他业务对公司营业收入和利润仍具有一定补充。2022年公司获得万年县财政局拨付的经营性补贴1.50亿元，为当期利润总额的1.30倍，对公司利润贡献仍较大。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	6.90	8.88
营业利润	1.16	0.87
其他收益	1.50	1.22
利润总额	1.15	0.83
销售毛利率	16.42%	13.35%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年末公司总债务规模有所下降，但现金类资产已不足以覆盖短期债务，伴随万年县基础设施建设的持续推进，公司仍具有一定的项目融资需求

伴随公司偿还部分到期债务，2022年末公司总债务规模同比下降14.52%至25.80亿元，主要包括银行借款、应付票据和应付债券。2022年末公司长、短期银行借款同比均有所下降，大部分借款均有当地国有企业保证、自有房产土地抵押等担保措施，借款单位包括中国农业发展银行万年县支行、国家开发银行江西省分行、上饶银行万年支行等。公司应付票据为应付银行承兑汇票，2022年末余额仍为3.00亿元；应付债券即本期债券，于2022年6月开始分五年每年偿还本金2.00亿元。公司长期应付款均为融资租赁款，2022年末余额大幅下降，借款单位为江西省鄱阳湖融资租赁有限公司和江西金融租赁股份有限公司，对应的实际融资利率分别为5.765%和6.575%。公司其他应付款主要为当地国有企业往来款，实际偿付压力不大。

表8 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	10.76	2.25	1.18	1.40	5.93
债券融资	8.40	2.00	2.00	2.00	2.40
非标融资	1.08	0.77	0.31	0.00	0.00
合计	20.24	5.01	3.50	3.40	8.33

注：上表债务不包含应付票据 3.00 亿元和其他应付款中对江西省行政事业资产集团公司借款 2.56 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.05	1.92%	1.35	2.24%
应付票据	3.00	5.47%	3.00	4.98%
其他应付款	27.92	50.93%	29.50	48.98%
一年内到期的非流动负债	3.96	7.23%	4.29	7.12%
流动负债合计	38.99	71.12%	41.13	68.29%
长期借款	8.52	15.53%	9.11	15.12%
应付债券	6.40	11.67%	8.38	13.92%
长期应付款	0.31	0.57%	1.08	1.80%
非流动负债合计	15.83	28.88%	19.10	31.71%
负债合计	54.82	100.00%	60.22	100.00%
总债务	25.80	47.07%	30.18	50.12%
其中：短期债务	8.01	14.62%	8.64	14.34%
长期债务	17.79	32.45%	21.55	35.78%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，随着公司偿还部分债务，2022年末公司资产负债率下降至51.51%，但现金类资产已不足以覆盖短期债务，同期EBITDA利息保障倍数有所提升。

公司流动性需求主要来自代建项目投资及债务的还本付息。2022年经营活动现金流持续净流入，2022年末公司获得银行授信总额15.10亿元，尚未使用授信额度为7.85亿元，可为公司提供一定流动性，但考虑到公司作为万年县唯一的发债城投以及重要的基础设施和道路工程建设主体，2022年末在建项目仍需投资7.57亿元，伴随万年县基础设施建设的持续推进，仍具有一定的融资需求。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	51.51%	54.04%
现金短期债务比	0.99	1.28
EBITDA 利息保障倍数	1.75	1.34

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的相关情况的说明，公司过去一年未因空气污染或温室气体、废水排放、废弃物排放等方面受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的相关情况的说明，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，未发生拖欠员工工资、社保以及员工安全事故等。

治理方面，根据公司提供的相关情况的说明，公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，未因信息披露不合规而受到处罚。近年来未曾出现董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月18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；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。

公司存在一定的或有负债风险

截至2022年末，公司对外担保金额合计为32.66亿元，占期末净资产的63.29%，被担保对象均为当地国企和事业单位，但相关担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表11 截至 2022 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
万年县妇幼保健院	13,000.00	2027.10.27	否
万年县稻源投资开发有限公司	13,000.00	2027.12.8	否
万年县稻源投资开发有限公司	20,000.00	2027.1.16	否
万年县稻源投资开发有限公司	65,000.00	2036.11.17	否
万年县城市建设开发有限公司	9,000.00	2024.1.19	否
万年县城市建设开发有限公司	10,000.00	2035.2.23	否
万年县绿色投资发展有限公司	28,000.00	2029.8.29	否
万年县绿色投资发展有限公司	7,000.00	2027.12.20	否
万年县发展投资建设集团有限公司*	21,000.00	2023.3.17	否
万年县博鑫建材有限公司	7,000.00	2024.7.6	否
万年县国有资产经营管理有限公司	99,622.60	2035.6.15	否
万年县城市建设开发有限公司	28,016.75	2035.2.23	否
万年县工业发展有限公司	3,000.00	2030.12.31	否
万年县工业发展有限公司	2,000.00	2034.12.31	否
万年县工业发展有限公司	1,000.00	2036.7.1	否
合计	326,639.35	--	--

注：公司为万年县发展投资建设集团有限公司提供 2.10 亿元借款担保，相关借款已于 2023 年 3 月 17 日偿还。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是万年县人民政府下属重要企业，万年县国有资产监督管理委员会直接加间接合计持有公司 78.22% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，万年县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与万年县人民政府的联系非常紧密。万年县国有资产监督管理委员会直接加间接合计持有公司 78.22% 股权，对公司经营战略和业务运营拥有强大影响力，公司业务基本来源于政府及其相关单位，近年获得政府支持次数多且力度较大。预计未来公司与万年县人民政府联系将比较稳定。

（2）公司对万年县人民政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，可替代性一般，在基础设施建设上对万年县人民政府有很大贡献，公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

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

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

上饶城投系经上饶市人民政府批准，由上饶市国资委于2002年6月18日出资成立的国有独资企业，经过多次增资及股权变更，截至2023年3月末，上饶城投注册资本为30.00亿元，实收资本为25.00亿元，上饶市城市运营（控股）集团有限公司（以下简称“上饶城控”）持有上饶城投96.67%的股权，为上饶城投控股股东，上饶市国有资产监督管理委员会（以下简称“上饶市国资委”）为上饶城投实际控制人。

上饶城投作为上饶市重要的基础设施建设和国有资产运营管理主体，承担了上饶市城区核心区域重要的基础设施、安置房、土地整理等的建设任务，在上饶市基建领域占有较大的市场份额，具有很强的业务竞争力。同时，上饶城投也逐步拓展市场化业务，2020年收购了上市公司闽发铝业（股票代码：002578.SZ），形成基础设施建设、铝业、光伏发电、高速公路、商品销售等多元化的业务布局。2022年上饶城投主营业务收入持续增长，其中基础设施建设和铝业板块为公司最大的收入及利润来源，上饶城投各业务运营模式相对稳定、多项业务具有区域的专营性，业务稳定性和可持续性很强。

表12 上饶城投主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023年3月	2022年	2021年
总资产	1,238.46	1,210.33	1,149.87
所有者权益	428.57	428.05	417.90
总债务	--	--	639.57
资产负债率	65.39%	64.63%	63.66%
现金短期债务比	--	--	0.10
营业收入	13.54	55.60	50.26
其他收益	0.05	4.47	3.96
利润总额	0.54	8.23	5.87
销售毛利率	10.63%	7.99%	7.72%
EBITDA	--	13.31	11.88
EBITDA 利息保障倍数	--	--	0.35
经营活动现金流净额	-15.34	11.13	-4.86

资料来源：上饶城投 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2022年3月末，上饶城投资产总额为1,238.46亿元，所有者权益为428.57亿元。2022年上饶城投实现营业收入55.60亿元，实现利润总额8.23亿元，经营活动现金流净流入11.13亿元。

经中证鹏元综合评定，上饶城投主体信用等级为AA+，由上饶城投提供的连带责任担保有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

万年县矿产资源丰富，近年紧抓产业转移机遇，以纺织新材料为代表的主导产业发展态势良好，2022年全县实现地区生产总值209.88亿元，同比增长4.6%，公司作为万年县重要的基础设施和道路工程建设主体，代建业务可持续性较好，虽然公司整体资产流动性较弱，同时项目建设较依赖于外部融资，仍面临一定的资金压力且存在一定或有负债风险，但考虑到公司作为万年县唯一的公开发债平台，预计未来仍将继续获得万年县人民政府较大力度的支持，整体来看公司抗风险能力尚可。

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“19万年国投债/19万年债”的信用等级为AA+。

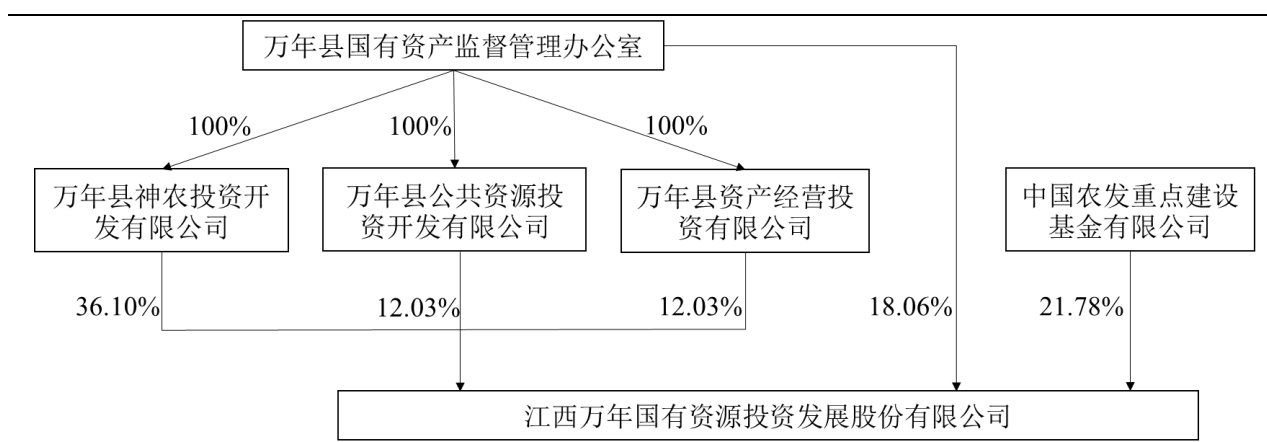
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	7.92	11.05	4.11
应收账款	2.92	3.40	0.01
其他应收款	23.88	23.77	16.67
存货	45.05	58.00	62.30
流动资产合计	80.05	96.49	83.29
固定资产	2.37	2.50	2.55
在建工程	12.92	0.00	0.00
长期股权投资	3.23	2.60	2.59
投资性房地产	6.90	6.90	6.88
非流动资产合计	26.37	14.94	14.81
资产总计	106.43	111.43	98.10
短期借款	1.05	1.35	0.80
应付票据	3.00	3.00	0.00
其他应付款	27.92	29.50	22.26
一年内到期的非流动负债	3.96	4.29	0.92
流动负债合计	38.99	41.13	27.96
长期借款	8.52	9.11	8.62
应付债券	6.40	8.38	9.94
长期应付款	0.31	1.08	0.00
非流动负债合计	15.83	19.10	19.01
负债合计	54.82	60.22	46.98
其中：短期债务	8.01	8.64	2.08
总债务	25.80	30.18	23.63
所有者权益	51.61	51.21	51.12
营业收入	6.90	8.88	7.78
营业利润	1.16	0.87	1.79
其他收益	1.50	1.22	1.00
利润总额	1.15	0.83	1.68
经营活动产生的现金流量净额	3.57	2.87	2.78
投资活动产生的现金流量净额	-0.68	-0.12	-1.18
筹资活动产生的现金流量净额	-5.18	0.35	0.17
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	16.42%	13.35%	14.40%
资产负债率	51.51%	54.04%	47.89%
短期债务/总债务	31.06%	28.61%	8.81%
现金短期债务比	0.99	1.28	1.97

EBITDA（亿元）	2.66	2.07	2.11
EBITDA 利息保障倍数	1.75	1.34	1.65

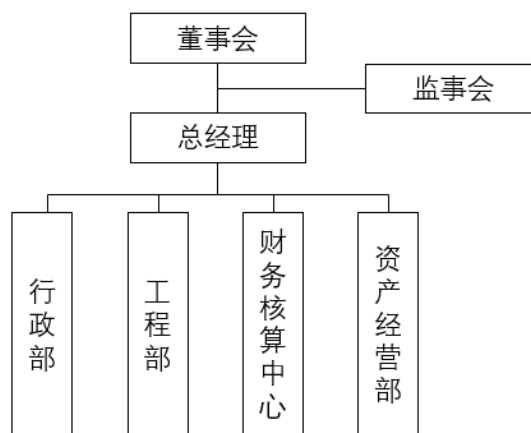
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



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 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
万年县久赢投资管理中心（有限合伙）	99.998%	商务服务业
万年县稻盛投资开发有限公司	100.00%	商务服务业
万年县路兴建设工程管理有限公司	100.00%	土木工程建筑业
万年县万年港综合码头有限公司	100.00%	土木工程建筑业
万年县旭腾投资管理中心（有限合伙）	100.00%	商务服务业
万年县神农源文化旅游发展有限公司	100.00%	公共设施管理业
万年县公务用车服务有限公司	100.00%	商务服务业
万年县饶光新能源发电有限公司	95.00%	电力、热力燃气及水生产
万年县万阳新能源发电有限公司	95.00%	电力、热力燃气及水生产
万年县万众汽车租赁有限公司	100.00%	商务服务业

资料来源：公司 2022 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。