



萍乡创新发展投资集团有限公司2023年公司 债券（第一期）信用评级报告

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：

萍乡创新发展投资集团有限公司2023年公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2023-7-13

债券概况

发行规模：8 亿元

发行期限：7 年期，在第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，固定利率

偿还方式：在本期债券存续期内，每年付息一次，本期债券设置提前还本条款。在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。在本期债券存续期的第 3 个计息年度末，如投资者行使回售选择权，则回售部分债券本金在当期兑付日兑付；未回售部分债券在本期债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度，分别按照剩余债券每百元本金值的 20%的比例偿还债券本金

发行目的：7.20 亿元用于赣湘合作萍乡数字产业园（一期）建设项目，0.80 亿元用于补充营运资金

增信方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

担保主体：三峡担保

联系方式

项目负责人：游云星
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到萍乡市近年来推动产业转型升级，新兴产业加速发展，而萍乡创新发展投资集团有限公司（以下简称“萍乡创投”或“公司”）作为萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一，在土地一级开发、基础设施建设项目等业务方面竞争力较强，上级政府在股权划转、资本金注入、财政补贴等方面为公司业务发展提供有力支撑。此外，公司本次拟发行 8 亿元的公司债券（以下简称“本期债券”）由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其信用水平获得有效提升。但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，总债务规模持续增加以及面临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，公司作为萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一，在未来较长一段时期内能够维持在土地一级开发、基础设施项目建设等业务方面的竞争力，且将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	700.53	695.25	586.61	549.08
所有者权益	374.15	373.24	302.74	275.02
总债务	284.94	279.44	247.19	216.38
资产负债率	46.59%	46.32%	48.39%	49.91%
现金短期债务比	0.24	0.19	0.26	0.58
营业收入	10.45	36.15	28.62	20.14
其他收益	0.00	3.72	2.45	1.08
利润总额	-1.15	8.10	8.96	8.76
销售毛利率	0.29%	19.28%	24.01%	39.38%
EBITDA	--	9.93	9.06	9.16
EBITDA 利息保障倍数	--	0.52	0.73	0.81
经营活动现金流净额	4.18	0.71	-5.98	-63.96

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **近年来萍乡市积极推动产业转型升级，为公司发展提供了良好基础。**萍乡市以五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-水泥、红-烟花鞭炮、金-冶金）为主，近年来推动产业转型升级，新兴产业加速发展，高耗能行业增加值占规模以上工业增加值的比重大幅下降，战略性新兴产业增加值占比有所提升。
- **公司是萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一，业务持续性较好。**公司实际控制人为萍乡市国有资产监督管理委员会（以下简称“萍乡国资委”），公司主要负责萍乡市基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设等业务，土地业务收入、安置房业务收入以及代建业务收入合计规模在区域内排名靠前。截至 2022 年末，公司可供出售的土地资产、代建项目和在建的安置房规模仍较大，业务可持续性较好。
- **获得的外部支持力度较大。**在资产注入方面，公司成立以来陆续获得了萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“汇丰投资”）和江西汇恒置业有限公司（以下简称“汇恒置业”）等股权、政府专项拨款和资本金注入，资本实力大幅提升，业务范围得以扩大；上级政府对公司提供的补助一定程度上改善了公司盈利水平。
- **三峡担保提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，三峡担保的主体信用等级为 AAA，三峡担保为本期债券提供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。

关注

- **资产流动性较弱。**公司资产主要为应收款项、在建项目投入和土地资产，其中六成以上的土地资产已抵押，应收款项回收时间不确定，对营运资金形成明显占用；在建项目投入受制于项目建设进度、结算安排等因素，回款速度较慢，公司自建项目众多，未来收益的实现尚存在不确定性。
- **项目支出和总债务规模持续增加。**近年来公司持续在基础设施建设项目与安置房项目投入资金，由于公司项目回款速度慢，近年来公司经营活动现金整体呈大额净流出态势。且公司与其他单位的往来款有所增加，为满足项目投入资金需求，公司通过外部融资平衡资金缺口，近年来总债务规模大幅增加。公司主要基础设施建设项目与安置房项目后续计划投资资金规模较大，未来融资压力仍较大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司提供的对外担保数量和规模较大，对 3 个民企提供的对外担保余额合计 0.25 亿元，且均未采取反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
萍乡投发	萍乡市重要的基础设施建设和国有资本运营主体，负责萍乡市范围内的基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设、公共事业及相关国有资产经营、运作等业务	1,010.21	476.36	61.68
萍乡创投	在萍乡市范围内从事基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设等业务	695.25	373.24	36.15
萍乡城投	主要从事萍乡市范围内的基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设、公共事业及相关国有资产经营、运作等业务	621.30	260.09	46.77
萍乡国投	公司定位于萍乡市重要的基础设施建设和国有资本运营主体，并着力打造成为市级产业投资平台，业务范围覆盖安源区和湘东区	282.77	151.80	15.79

注：萍乡投发为萍乡市投资发展集团有限公司的简称、萍乡城投为萍乡市城市建设投资集团有限公司的简称、萍乡国投为萍乡市国有资本投资集团有限公司的简称；以上数据为 2022 年年度数据；

资料来源：iFind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	5/7
	行政层级	3/5			
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					aa-
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 aa-，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是萍乡市重要的基础设施建设投融资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，萍乡市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与萍乡市人民政府的联系非常紧密以及对萍乡市政府非常重要。同时，中证鹏元认为萍乡市人民政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、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
无	-	-	-	-	-

一、发行主体概况

公司前身为萍乡经济技术开发区集团有限公司，系2019年8月由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”）出资设立的国有控股有限责任公司，初始注册资本为10.00亿元。2020年7月，依据萍府办抄字【2020】6号文件，萍乡经开区管委会将其持有公司的51%股权转让给萍乡国资委，公司控股股东和实际控制人均变更为萍乡国资委。2020年10月，公司更为现名。

根据萍开党政联抄字【2019】220号文件，萍乡经开区管委会将萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“汇丰投资”）、萍乡市汇清科技投资有限公司（以下简称“汇清科技”）、江西汇恒置业有限公司（以下简称“汇恒置业”）等公司股权按账面价值划转至公司，其中10亿元作为实收资本出资，剩余部分作为资本公积入账，公司业务范围得到扩大，资本实力有所增强。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，控股股东和实际控制人均为萍乡国资委，持股比例51%，萍乡经开区管委会持有公司49%的股权，股权结构图见附录二。

根据萍乡市人民政府文件，公司在萍乡市范围内从事基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设等业务，是萍乡市重要的基础设施建设主体之一。截至2023年3月末，公司下属子公司数量较多，具体见附录四，其中含3家发债子公司，发债子公司见下表所示。

表1 公司已发债子公司2022年度财务数据（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
汇丰投资	96.28%	229.61	49.23%	13.62	3.86
汇恒置业	100.00%	48.31	64.10%	11.20	1.68
汇翔建设	93.64%	116.94	48.82%	6.70	2.74

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：2023年江西省萍乡创新发展投资集团有限公司公司债券（第一期）；

发行规模：本期债券募集资金为8.00亿元，其中7.20亿元用于赣湘合作萍乡数字产业园（一期）建设项目，0.80亿元用于补充营运资金；

债券期限和利率：7年期，在第3年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，固定利率；

还本付息方式：在本期债券存续期内，每年付息一次，本期债券设置提前还本条款。在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。在本期债券存续期的第3个计息年度末，如投资者行使回售选择权，则回售部分债券本金在当期兑付日兑付；未回售部分债券在本期债券存续期的第3至第7个计息年度，分别按照剩余债券每百元本金值的20%的比例偿还债券本金。

增信方式：由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金为8.00亿元，其中7.20亿元用于赣湘合作萍乡数字产业园（一期）建设项目，0.80亿元用于补充营运资金。资金投向明细如下表所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
赣湘合作萍乡数字产业园（一期）建设项目	26.79	7.20	26.88%
补充营运资金	-	0.80	-
合计	26.79	8.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）项目基本情况

项目规划总用地面积2,050.78亩(道路及停车场用地面积约451亩)，总建筑面积1,173,052.03m²；其中：标准厂房1,101,360.46m²；展览中心9,500.00m²；配套商业15,000.00m²；办公用房12,000.00m²；宿舍楼24,634.09m²；食堂10,557.47m²；绿化率28%，绿化面积382,814.18平方米，机动车停车位2,040个，充电桩224个。配套建设给排水、供电、消防、广告牌、挡土墙等基础设施。

（二）项目批复情况

本期债券募投项目取得的备案情况如下表所示。

表3 本期债券募投项目审批情况

批复文件名称	文号	发文机关	印发时间
赣湘合作萍乡数字产业园（一期）建设项目项目建议书的批复	萍开发改字（2022）67号	萍乡经济技术开发区经济发展局	2022-03-07
建设项目用地预审与选址意见书	用字第 2022-6-1-48号	萍乡市自然资源和规划局经济技术开发区分局	2022-03-28
关于赣湘合作萍乡数字产业园（一期）建设项目节能审查的说明	-	萍乡经济技术开发区经济发展局	2022-04-13
关于赣湘合作萍乡数字产业园（一期）建设项目可行性研究报告的批复	萍开发改项目字（2022）132号	萍乡经济技术开发区经济发展局	2022-04-22
建设用地规划许可证	地字第 2022-6-2-58号	萍乡市自然资源和规划局经济技术开发区分局	2022-04-26
建设工程规划许可证	建字第 2022-6-3-58号	萍乡市自然资源和规划局经济技术开发区分局	2022-05-17
江西省社会稳定风险评估评审表	-	中共萍乡经济技术开发区工作委员会政法委员会	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）项目建设进度

募投项目由公司本部具体组织实施，截至2023年3月末，本期债券对应的募投项目尚未开工建设。

（四）项目经济效益

根据募投项目可行性研究报告。募投项目经营期为17年，收入来源包括厂房出租收入、展览中心出

租收入、配套商业出租收入、办公用房出租收入、宿舍楼出租收入等。项目经济效益情况如下表所示。

表4 本期债券募投项目经济效益情况

收入来源	标准	金额（万元）
标准厂房出租	20 元/平方米/月，每三年增长 3%	318,163.56
标准厂房出售	3600 元/平方米，按比例 6 年售出	72,000.00
展览中心出租	25 元/平方米/月，每三年增长 3%	3,554.57
配套商业出租	30 元/平方米/月，每三年增长 3%	6,734.97
办公用房出租	25 元/平方米/月，每三年增长 3%	4,489.98
宿舍楼出租	15 元/平方米/月，每三年增长 3%	5,530.33
食堂出租	15 元/平方米/月，每三年增长 3%	2,370.14
停车位出租	白天按每日平均使用 3 次/车位，每次 5 元/车位计算，白天使用率设定为投入运营第 1 年为 50%，第 2 年为 60%，第 3 年及之后为 70%；夜晚平均使用 1 次/车位，每次 10 元/车位计算，使用率设定为投入运营第 1 年为 10%，第 2 年为 20%，第 3 年及之后为 30%	16,530.12
充电桩收费	1.07 元/度，每三年增涨 5%，充电车位每天使用时间按 5 小时计算，每小时充电量为 30 度，平均约 2 小时充满。充电车位使用率按照第 1 年 10%，第 2 年 20%，第 3 年及以后 30%	6,789.27
广告位出租	80 元/个/月，每三年增涨 3%	3,247.43
合计	-	439,410.37

资料来源：《赣湘合作萍乡数字产业园（一期）建设项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

根据募投项目可行性研究报告估算，项目投资税后财务内部收益率为 1.63%；合计所得税后净现金流量为 38,190.7 万元；项目税后静态投资回收期为 17.67 年。需要注意的是，受项目建设安排、资金到位情况等影响，募投项目存在不能按期竣工的风险，同时募投项目收入主要来自厂房出售、出租以及配套设施租赁等市场化业务，受市场需求及销售价格变化影响，募投项目能否实现预期收益存在一定不确定性。

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

萍乡地处湘赣边际，因煤立市，老工业基地之一，城镇化率高，工业园区为萍乡经济增长的重要引擎，但受制于生产开发空间与高耗能产业占比较大，萍乡市经济规模较小，近年来萍乡市积极推进资源枯竭型城市转型，但经济总量与地方财政收入增速有所放缓，面临一定转型压力

区位特征：萍乡市以煤立市，地处湘赣边际，属长株潭国家级都市圈辐射区域，近年积极推进资源枯竭型城市转型。萍乡是江西的“西大门”，位于湘、赣二省交界处，在赣西经济发展格局中处于中心位置，具有联系长株潭国家级都市圈、大南昌都市圈的区位优势，市中心城区距湖南长沙黄花机场120千米。近年来萍乡全面改善与提速交通大环境，通过构建完善的高铁、城际、普铁和高速公路干线网络，全面融入长株潭，实现了1小时到达南昌、长株潭城市群，区域优势开始彰显。萍乡市是典型的资源型城市，因煤立市，创办于1898年、中国近代煤炭工业化程度最高的煤炭基地之一的安源煤矿坐落于此。但随着煤炭资源枯竭，2008年萍乡市被确定为全国首批资源枯竭转型城市。在经济发展方式转变的大背景下，萍乡开启资源枯竭型城市转型，在第二批国家产业转型升级示范区建设评估中居全国第一。萍乡下辖三县两区及一个国家开发区（芦溪县、上栗县、莲花县、安源区、湘东区及萍乡经济技术开发区（以下简称“萍乡经开区”）），全市土地面积3,823.99平方公里，截至2022年末，常住人口180.88万人，江西“四小龙”中人口总数第一，但仍属于小城市人口及规模。受周边城市人口吸附效应等因素影响，2022年末常住人口较2010年的185.45万人小幅下降。

图1 萍乡市区位图



资料来源：萍乡市人民政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：萍乡市 GDP 总量处于省内最后梯队，经济发展水平相对落后。受制于生产开发空间小、以煤炭资源为依托的高耗能产业占比较大，单位面积产出较高，但萍乡市经济发展水平相对落后。随着近年国家产业转型升级示范区的提出、赣湘边区域合作示范区上升为国家战略，为区域经济提供了新的发展机遇。但萍乡市经济总量在省内排名仍靠后，并且近年来萍乡市经济增速波动较大，2020 年与 2021 年 GDP 增速均高于全国平均水平，但低于江西省平均水平，受国家统计数据督查、数据核查等多重因素影响，2022 年 7 月开始，工业经济数据出现塌陷，由此拖累经济增速水平较低，2022 年萍乡市 GDP 增速在江西省内也排名末位。产业结构方面，萍乡三次产业结构为“三二一”，二三产业占比较高，2022 年三次产业结构占比为 7.0：44.4：48.6。近年来萍乡市人均 GDP 有所提升，但仍处较低水平。

萍乡市房地产开发投资体量较小，对经济增长贡献有限。萍乡市房地产销售面积和销售金额在 2015-2016 年经历了快速增长，2017-2019 年仍保持了 15% 以上的增速，2020 年以后，地产景气度下行，成交均价和销售金额总体水平均有所回落，并且除 2021 年房地产开发投资略有增长外，2019 年与 2022 年房地产开发投资均为负增长。

表5 2022年江西省部分地级行政区经济财政指标情况（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
南昌市	7,203.50	4.1%	110,177	457.68	-
赣州市	4,523.63	5.2%	50,329	306.06	-
宜春市	3,473.12	5.3%	69,886	277.48	208.14
上饶市	3,309.70	5.1%	51,430	250.86	-
抚州市	1,945.62	5.0%	54,362	136.42	170.75
新余市	1,252.15	4.8%	104,103	88.94	-
鹰潭市	1,237.55	4.9%	107,073	100.57	155.25
景德镇市	1,192.19	4.7%	73,510	94.00	222.87
萍乡市	1,160.33	2.0%	64,201	107.11	-

注：“-”数据未公告；部分地区人均 GDP=2022 年地区生产总值/2022 年末各地区常住人口。

资料来源：各市财政预算执行情况报告与统计公报、江西省人民政府网站、江西省统计局，中证鹏元整理

表6 萍乡市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）	1,160.33	2.0%	1,108.30	8.30%	963.6	3.60%
固定资产投资	-	7.8%	-	10.9%	-	8.0%
社会消费品零售总额	-	5.4%	389.78	17.3%	332.3	2.90%
进出口总额	-	-	184.80	28.0%	147.47	25.40%
人均 GDP（元）	64,201		61,386		53,302	
人均 GDP/全国人均 GDP	74.85%		75.42%		74.21%	

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取；

资料来源：萍乡市 2020-2022 年统计公报、萍乡市 2020 年统计年鉴、萍乡市统计局、江西省人民政府、江西省统计局，中证鹏元整理

表7 萍乡市房地产投资主要指标情况

项目	2022 年	2021 年	2020 年
房地产开发投资增速	-21.5%	3.0%	-10.30%
销售面积（万平方米）	180.01	221.39	221.48
待售面积（万平方米）	-	37.47	50.34
销售金额（亿元）	96.06	119.60	120.47
销售单价（万元/㎡）	0.53	0.54	0.54

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：萍乡市 2020-2022 年统计年鉴、萍乡市统计局，中证鹏元整理

产业情况：萍乡市五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-建材、红-烟花爆竹、金-冶金）占据主导地位且转型升级压力较大，持续推动老工业基地改造、资源枯竭城市转型升级，新兴产业发展态势良好。萍乡市作为老工业基地之一，培育出五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-建材、红-烟花爆竹、金-冶金），诞生了上市公司安源煤业（股票代码：600397.SH），均为高耗能行业，曾一度占到萍乡工业经济总量的八成以上。近年来萍乡市推动转型升级，2021 年高耗能行业增加值占规模以上工业增加值的比重下降 4.9 个百分点至 55.9%，仍占据主导地位，增速低于规模以上工业增加值，传统产业转型升级压力较大。与此同时，确定了打造电子信息产业，重点提升节能环保、装备制造特色优势产业，积极发展新材料、食品医药、海绵建材等产业的“1+2+N”主导产业发展方向，战略性新兴产业已成为萍乡市工业经济增长的重要引擎，2022 年电子信息产业、锂电新能源产业工业营业收入分别同比增长 19.25%、307%，战略性新兴产业营业收入占规上工业比重超过 30%，其中特色优势产业电子信息产业同比增长 24.7%，在规上工业中的比重达到 12.2%。工业园区经济效益拉动作用较为明显，2021 年全市 6 个工业园区（萍乡经开区、安源工业园区、湘东工业园区、莲花工业园区、上栗工业园区、芦溪工业园区）的营业收入和利润总额在全市中的比重分别为 85.83%和 79.24%。

发展规划及机遇：萍乡坚持工业强市战略，积极推进产业转型。根据《萍乡市人民政府关于印发萍乡市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的通知》，萍乡市经济综合实力和发展质量效益实现进位赶超，全力打造“三区”（国家产业转型升级示范区、内陆开放赣湘合作核心区、城乡融合发展先行区）战略定位。国家产业转型升级示范区方面，以工业园为产业转型升级的主平台，围绕“1+2+N”¹现代工业体系，改造提升传统动能，培育新兴动能。目标是到2025年，电子信息产业营业收入力争迈上千亿级，节能环保、装备制造2个产业营业收入达到五百亿级，金属材料、食品医药、海绵建材、花炮文创等N个产业达到百亿级水平。内陆开放赣湘合作核心区方面，要建设赣西门户，与长株潭深度融合，承接长株潭产业转移。城镇化发展方面，2020年萍乡市常住人口城镇化率为 69.36%，高于全国平均水平的63.89%和江西省的60.44%，位列全省第三。2025年城镇化率目标为70%，

¹“1”是指高成长性产业—电子信息、“2”是指特色优势产业—节能环保和装备制造（陶瓷电气）、“N”是指基础良好产业—金属材料、食品医药及海绵建材和花炮文创。

城镇化速度放缓。

财政及债务水平：近年来萍乡市地方财政收入虽逐年提升，但增速较慢，且财政自给能力较弱，**债务率较高**。受供给侧改革及资源枯竭型城市转型等因素影响，萍乡市“十三五”期间钢铁行业去产能265万吨、关闭煤矿88个、去产能545万吨。产业转型阵痛期下，2016-2018年萍乡市一般公共预算收入负增长，2019年走出下降趋势之后2020-2021年连续回升，2022年受减税降费政策等多方面因素的叠加影响，萍乡市实现一般公共预算收入107.11亿元，同比下降1.4%，但剔除留抵退税及其分担调库因素，一般公共预算收入同比增长9.3%。近年来萍乡市税收收入占比均低于70%，且呈下降趋势，财政收入质量有待改善，并且财政自给率较低，财政平衡能力有待进一步提升。区域债务方面，2018年以来萍乡市地方政府债务余额开始大幅扩张，同比增速均高于30%，2022年地方政府债务余额达486.09亿元，地方政府债务率水平省内排名靠前，并且萍乡市平台公司发债利差水平远高于全国与全省水平，其中AA+平台利差水平位列全省第二位，仅次于景德镇。

表8 萍乡市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	107.11	108.63	106.11
税收收入占比	60.22%	64.85%	66.36%
财政自给率	34.91%	37.46%	37.72%
政府性基金收入	133.56	106.60	-
地方政府债务余额	486.09	366.63	270.63

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：江西省财政厅、萍乡市人民政府网站、企业预警通，中证鹏元整理

萍乡经开区为全国百强经开区，是萍乡市人民政府驻地，亦是未来萍乡市城区的主要拓展方向。萍乡经开区原名安源经济开发区，创建于1992年，1995年经省政府批准为省级开发区，2010年12月经国务院批准为国家级经济技术开发区。2021年，在国家级经济技术开发区综合发展水平考核中，萍乡经济技术开发区综合排名第74位，较2019年前进23位，连续四年位列全国百强经开区。萍乡经开区锚定电子信息、新能源新材料双首位产业，适度发展节能环保、智能制造、食品医药等多个基础较好的产业，加快构建“2+N”现代产业体系。萍乡经开区拥有国家高新技术企业49家，国家级众创空间、国家小型微型企业创新创业示范基地、省级科技企业孵化器各1家，省级科技协同创新体4家，省级创新技术联盟3家，博士后科研工作站1家，博士后科研创新实践基地2家，国家专精特新小巨人6家，省级专业化小巨人7家，省专精特新有27家。

萍乡经开区扩容以后，有利于优化区域经济发展格局，增强产业项目承载能力，做强经济发展“主战场”，做大市级产业平台。2021年12月，中共萍乡市委办公室、萍乡市人民政府办公室印发了《上栗县彭高镇、福田镇、赤山镇丰泉村和五丰湾社区、安源区下柳源村委托萍乡经开区管理工作方案》，在维持安源区、上栗县行政区划不变的前提下，将上栗县彭高镇和福田镇建制委托至萍乡经开区管理，将与萍乡经开区紧密相连、互为一体的上栗县丰泉村和五丰湾社区、安源区下柳源村委托至萍乡经开区

管理。萍乡经开区扩容后，辖区总面积增至119.57平方公里，下辖52个行政村（居委会），常住人口约25万。

五、经营与竞争

公司是萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一，主要业务包括土地一级开发、基础设施与安置房建设等，区域内业务竞争力较强，且公司仍有较大规模的土地可供开发，代建项目与安置房项目计划总投资规模较大，较大规模的业务储备为后续业务的可持续性提供了有力支撑

公司在萍乡市范围内从事土地一级开发及基础设施建设、安置房建设等业务，还有部分商品房开发等业务。近年来公司营业收入规模持续增长，2021年公司营业收入规模增长主要系自有土地转让规模相对较大所致，2022年公司营业收入增长主要系当年贸易业务收入放量增长所致。从收入结构来看，2020-2022年土地业务收入、安置房业务收入以及贸易业务收入是公司营业收入的主要来源，同期合计占比超过70%，但贸易业务毛利率水平较低，土地业务收入及安置房业务收入是公司毛利润的主要来源。近年来随着公司自营楼盘交房结转收入，以及2022年公司贸易业务收入放量增长，土地业务收入与安置房业务收入的占比有所下降。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元；%）

项目	2022 年			2021 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地一级开发	13.38	37.01	33.99	15.29	53.41	26.65	11.92	59.19	39.10
贸易业务	11.19	30.96	0.20	0.20	0.70	6.23	-	-	-
安置房业务	6.27	17.35	38.84	6.62	23.13	43.74	7.65	37.96	41.75
商品房销售	4.92	13.62	-4.80	5.73	20.03	-5.34	0.18	0.88	-110.29
项目代建	0.13	0.36	100.00	0.24	0.82	100.00	0.20	1.00	100.00
其他业务收入	0.25	0.70	27.23	0.55	1.91	-7.22	0.20	0.97	36.39
合计	36.15	100.00	19.28	28.62	100.00	24.01	20.14	100.00	39.38

资料来源：公司提供

（一）土地业务

公司承担了萍乡市较多的土地一级开发任务，目前公司仍有较大规模的土地可供开发，未来业务持续性较好，但相关收入易受政府规划和土地市场波动影响存在波动性，并且项目资金来源需要由公司自筹，需关注后续资金支出压力

公司土地业务基本由子公司汇丰投资及其下属子公司萍乡市汇翔建设发展有限公司（以下简称“汇翔建设”）负责。2020年，根据公司、萍乡市土地收购储备中心（以下简称“市土储中心”）和萍乡市财政局签订的《土地一级开发合作合同》及公司、萍乡市人民政府和市土储中心签订的《土地一级开发整理委托合同》，公司在萍乡市进行国有一级土地综合开发（基础设施建设），包括平整土地、修建道

路、建设路网、排水系统、公共绿化等。土地综合开发项目所需资金由公司自筹，项目土地出让后，土地出让净收益市政府与公司按2:8的比例分成。

2021年，根据公司、萍乡市自然资源储备中心（以下简称“市资储中心”）、萍乡市财政局和萍乡经开区财政局签订的《土地一级开发合作合同》，公司在萍乡市进行国有一级土地综合开发（基础设施建设），包括平整土地、修建道路、建设路网、排水系统、公共绿化等。土地综合开发项目所需资金由公司自筹，公司进行上述土地开发的收益按市资储中心将土地进行出让后所得全部净收益确定（具体以公司、市资储中心与萍乡市财政局所签订的土地一级开发合作收益分成确认单为准）。

另外，公司也会将部分自有土地转让给政府相关单位（2020年为市土储中心，2021年与2022年为萍乡经开区管委会），政府相关单位根据有关部门出具决议文件，该土地资产以评估价结算。

近年来受土地性质、土地出让面积、地块位置及拿地时间等因素影响，土地业务收入和毛利率波动性较大，具体明细见下表所示。

表10 2020-2022年公司土地一级开发收入明细情况（单位：亩、万元、万元/亩）

年份	编号	宗地位置	土地面积	收入	单价
2022 年	DJF2022005	尚贤中路以南、萍福南路以东	126.29	42,342.34	335.28
	DJF2022011	宝鼎中路以北、紫云路以西	67.36	24,234.24	359.77
	合计	-	193.65	66,576.58	343.80
2021 年	DJF2021063	中环西路以西、兴园路以北	87.29	28,863.79	330.67
	DJF2021062	吴楚北大道以南、尚贤中路以北	73.50	24,348.83	331.28
	合计	-	160.79	53,212.62	330.94
2020 年	DJF2020048	高站路以南、高铁站东路以西	38.18	12,840.54	336.32
	DJF2020047	高站路以南、高铁站西路以东	42.89	14,299.10	333.39
	DJF2020049	沪昆高速公路以南、沪昆高速铁路以北	93.23	29,633.33	317.85
	合计	-	174.30	56,772.97	325.72

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 2020-2022年公司土地转让收入明细情况（单位：亩、万元、万元/亩）

年份	编号	宗地位置	土地面积	收入	单价
2022 年	萍国用(2011)第99335号	开发区中环路以南	195.73	42,732.11	218.32
	萍国用(2011)第99336号	开发区广兴东路以南	97.90	24,498.73	250.24
	合计	-	293.63	67,230.84	228.96
2021 年	萍国用(2011)第99123号	开发区洪山大道西侧与齐名路北侧	72.26	20,388.74	282.16
	萍国用(2012)第104585号	开发区萍福路以东、洪山大道以南	126.58	59,539.64	470.37
	萍国用(2011)第99332号	开发区经二路西侧	60.07	13,113.64	218.31

2020 年	萍国用（2013）第 113838 号	开发区家兴小区后面黄塘小区旁	84.34	6,615.45	78.44
	合计	-	343.25	99,657.47	290.33
	萍国用（2011）字第 99333 号	开发区经二路两侧	131.63	35,922.35	272.90
	萍国用（2011）字第 99334 号	开发区经一路西侧	75.71	20,660.59	272.89
	萍国用（2013）字第 109468 号	开发区政和路北侧	34.78	1,404.00	40.37
	萍国用（2013）字第 109469 号	开发区政和路北侧	110.22	4,450.83	40.38
	合计	-	352.34	62,437.77	177.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年末公司未受限的土地资产规模较大，且目前仍有较大规模的土地可供开发，未来可通过转让土地获得一定规模的出让收入，业务持续性较好。但值得注意的是，公司土地的转让规模及价格易受当地土地规划及土地一级市场影响而存在一定不确定性。

（二）安置房业务

公司受萍乡市人民政府的委托在萍乡市范围内从事安置房项目建设，并在项目竣工验收后由萍乡市人民政府负责结算，公司在建安置房总投资规模尚可，未来安置房业务可持续性较好，但项目建设资金由公司自筹，并且近年来安置房业务回款情况不佳，公司面临较大资金压力

公司房地产业务由下属子公司汇恒置业负责。2020年，公司与萍乡市人民政府、萍乡市财政局签订了安置房业务协议，萍乡市人民政府将萍乡市范围内的安置房项目（实物安置和货币化安置）委托公司实施，并按项目进度将安置房建设和货币化安置的资金列入财政预算。实物安置在工程竣工验收后由萍乡市政府负责结算，货币化安置在签订安置协议并支付货币化安置款后由市政府负责结算。结算金额包括安置房建设项目和货币化安置项目的结算款，结算单价为完成任务年度的萍乡市普通商品住房平均成交价格（以萍乡市统计局统计数据为准）。

近年来公司安置房收入规模有所下降，主要原因是结算面积逐年下降。毛利率方面，受房地产行情等因素的影响，近年来政府结算单价有所波动，对公司安置房业务的毛利率水平也造成一定的影响。截至2023年3月末，公司应收萍乡市财政局结算款57.10亿元，是2020-2022年结算金额的2.65倍，安置房业务回款情况不佳，安置房资金建设压力较大。

表12 2020-2022年公司安置房项目结算情况（单位：万平方米、元/平方米、万元）

项目	2022 年			2021 年			2020 年		
	面积	单价	金额	面积	单价	金额	面积	单价	金额
清泉安置区	3.00	5,115.52	15,346.56	3.70	5,312.85	19,655.69	-	-	-
三田管理处*	0.73	5,115.52	3,756.77	0.21	5,312.85	1,110.56	1.00	5,233.22	5,218.26
田中管理处*	0.64	5,115.52	3,262.19	0.34	5,312.85	1,817.05	0.73	5,233.22	3,796.41
大星管理处*	-	-	-	1.64	5,312.85	8,714.13	2.67	5,233.22	13,960.54
高丰管理处	0.07	5,115.52	333.33	-	-	-	0.58	5,233.22	3,026.08
清泉管理处	0.89	5,115.52	4,527.24	0.42	5,312.85	2,233.14	1.87	5,233.22	9,783.37

上柳源管理处	0.93	5,115.52	4,757.43	0.58	5312.85	3,104.03	2.88	5,233.22	15,062.59
田中二期（一标段）	-	--	-	-	-	-	2.88	5,233.22	15,047.56
三田安置小区（三期）	-	--	-	-	-	-	2.75	5,233.22	14,382.45
万新管理处	0.30	5,115.52	1,534.66	0.84	5,312.85	4,443.14	-	-	-
周江管理处	3.85	5,115.52	19,694.10	5.09	5,312.85	27,064.97	-	-	-
东壁管理处	-	-	-	-	-	-	-	-	-
联洪管理处	-	-	-	-	-	-	-	-	-
硃石管理处	0.55	5,115.52	2,813.54	0.26	5,312.85	1358.19	-	-	-
横板管理处	0.69	5,115.52	3,507.36	-	-	-	-	-	-
鹅湖管理处	0.52	5,115.52	2,677.25	-	-	-	-	-	-
高丰一期	0.71	5,115.52	3,643.67	-	-	-	-	-	-
合计	12.87	-	65,854.09	13.08	5,312.85	69,500.90	15.34	5,233.22	80,277.28

注：上表收入为含税收入。

资料来源：公司提供

截至2023年3月末，公司主要在建安置房项目计划总投资合计为16.73亿元，已投资13.97亿元，未来可通过政府结算实现收入，但在建的安置房后续需求资金为2.76亿元，且政府结算时间具有较大的不确定性，使得公司面临着较大的资金压力。

表13 截至2023年3月末公司主要在建安置房项目明细（单位：亿元、万平方米）

项目名称	预计总投资	累计已投资	建筑面积
三田安置小区（四期）	4.55	4.41	9.44
周江安置区（一期）	3.79	3.57	9.36
大星安置区（二期）	3.20	1.43	8.42
田中二期（二标段）	2.68	2.08	5.9
杨梅塘安置区（一期）	2.51	2.48	5.61
合计	16.73	13.97	38.73

注：已投资不含土地费用。

资料来源：公司提供

（三）商品房业务

公司商品房业务收入对营业收入规模形成一定补充，但公司自营地产储备项目少，需关注公司未来商品房业务的可持续性，并且公司大部分商品房的销售对象为萍乡市公务员，商品房销售收入难以覆盖成本，从而对公司盈利水平形成侵蚀

自营地产项目方面，公司目前仅拥有汇恒小区（开发区团购房）、翠湖花园（全市公务员团购房项目）以及萍湖湾三个楼盘项目，其中汇恒小区与翠湖花园大部分销售对象面向萍乡市公务员，售价大幅低于市场价格，少量市场化销售的住宅和商铺等难以覆盖定向销售的成本，盈利能力远低于行业平均水平，2020-2022年商品房业务亏损。2021-2022年受翠湖花园陆续交房的影响，公司商品房出售业务收入规模总体水平大幅提升。截至2023年3月末，公司自营楼盘预收款项为19.86亿元，未来随着翠湖花园的

完工、交房，预计可结转较大规模的地产销售收入，但公司商品房业务储备项目较少，业务持续性有待观察。

表14 公司商品房结转情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2022 年			2021 年			2020 年		
	面积	单价	收入	面积	单价	收入	面积	单价	收入
汇恒小区	0.04	3,309.00	0.01	4.55	3,348.70	1.52	0.38	4,600.00	0.18
翠湖花园	13.69	3,586.92	4.91	11.38	3,697.59	4.21	-	-	-
萍湖湾	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	13.73	3,586.12	4.92	15.93	3,597.94	5.73	0.38	4,600.00	0.18

资料来源：公司提供

（四）代建业务

公司受萍乡市人民政府的委托从事基础设施建设业务，项目完工后由政府负责结算，业务模式清晰，公司基础设施建设项目总投资规模较大，业务有较好的持续性，但公司在建项目尚需投资金额较大，并且自营项目数量较多且规模较大，未来收益实现存在不确定性，需关注项目建设进度、结算及回款情况

公司市政基础设施代建项目由子公司汇丰投资负责。

2020年，公司与萍乡市人民政府和萍乡市财政局签订了代建业务相关协议，萍乡市人民政府将本市范围内的基础设施建设委托公司建设，并按工程进度将结算资金列入财政预算，工程竣工验收后由政府负责结算，同时授权萍乡市财政局根据各项目的具体情况与公司签订代建协议，结算金额包括代建项目的代建款、投资回报及未偿付的代建项目款应计利息。

由于公司按照净收益确认代建收入，近年来公司代建收入毛利率维持在100%，同时单个项目规模不大，收入规模较小。

表15 2020-2022年公司代建项目明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入	依据文件
2022 年	中环路（开发区段）工程	682.98	萍府办抄字（2020）14号
	三田煤矿采煤沉陷园区一路/二路工程	234.73	
	2019 年创建工程（小区改造等）	74.54	
	其他	315.93	
	小计	1,308.18	
2021 年	返乡农民工创业就业园车间 A1/B1/B2/B3/B4 栋工程	921.26	萍府办抄字（2020）14号
	清石路（经三路）交通道路工程	591.77	
	完善通久路绿化/亮化工程	115.27	
	返乡农民工产业园一期零星工程	90.40	
	其他	642.43	
	小计	2,361.13	
2020 年	玉湖路工程	941.87	

规划一路\规划二路及土石方工程	53.63	萍府办抄字（2020）14号
其他	1,025.75	
小计	2,021.25	
合计	-	5,690.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要代建的基础设施项目预计总投资32.78亿元，已投资33.69亿元，项目代建业务有较好的持续性。但由于项目建设周期一般较长，未来需关注项目建设进度、结算及回款情况。

公司自营项目数量较多规模较大，且多为债券的募投项目。具体来看，自营项目“田中湖生态水库综合开发项目”、“萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房建设（二期）项目”、“萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房项目”建成后主要通过招商引资和租赁等方式实现收入，“海绵城市及城市建筑节能建设项目”、“萍乡经济技术开发区地下综合管廊建设项目”建成后自身不产生收益，主要依靠中水利用、供暖供冷等费用的收缴来实现一定的经济效益，未来需关注相关项目建设进度、招商引资情况和租赁情况。

2022年末，公司主要的在建基础设施项目总投资174.61亿元，至少尚需投资55.43亿元，未来面临较大的资金压力。

表16 截至2022年末公司主要的在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	业务模式
田中湖生态水库综合开发项目	50.26	37.96	自营
海绵城市及城市建筑节能建设项目	25.96	12.85	自营
中环路项目	24.34	23.69	代建
萍乡经开区智能制造产业园标准化厂房项目	13.28	9.53	自营
萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）	12.56	6.31	政府采购
萍乡经济技术开发区地下综合管廊建设项目	12.38	9.61	自营
金融中心综合体	12.00	6.72	施工总承包
武功山中大道改造工程（320道路）	8.44	10.00	代建
奥体中心	15.39	4.07	自营
合计	174.61	120.74	-

注：13汇丰投资债募投项目“田中湖生态水库综合开发项目”，初始预计总投资额23.70亿元，2015年追加至40亿元，2017年追加至50.26亿元，13汇丰投资债已到期兑付。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自成立以来在资产注入和政府补助方面获得了政府的大力支持

公司自成立以来，在资产注入和政府补助方面获得了政府的大力支持。资产注入方面，公司得到了市、经开区两级政府的大力支持，公司陆续获得了萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“汇丰投资”）和江西汇恒置业有限公司（以下简称“汇恒置业”）等股权、棚户区改造项目的政府专项拨款及资本金追加投入等，公司自成立以来接受资本金、资产以及股权注入等合计投入数为302.37亿元，具体如下表所示。

政府补助方面，公司政府补助主要来自下属子公司，2020-2022年获得的政府补助合计数分别为1.08亿元、2.33亿元以及3.72亿元，分别占同期利润总额的12.33%、26.02%和45.93%。

表17 公司自成立以来获得的政府支持情况（单位：万元）

时间	公司名称	文号	摘要	金额
2022 年	萍乡创投	萍开党政办抄字【2022】13 号	注入子公司萍乡市赣湘产业园区发展有限公司等股权	385,505.85
2022 年	萍乡创投	萍开财字【2022】246 号	广告位与停车位经营权	162,826.58
2022 年	萍乡创投	萍开财字【2022】104 号	萍乡经济技术开发区智能安防产业园（一期）建设项目资金	56,400.00
2021 年	萍乡创投	萍开党政办抄字【2021】31 号	追加投资款	200,000.00
2021 年	汇恒置业	萍财债字【2021】19 号；萍财债字【2021】43 号；萍开财字【2021】132 号	棚户区改造项目政府专项拨款	23,158.00
2020 年	萍乡创投	-	同一控制下企业合并	34,820.05
2020 年	萍乡创投	萍府办抄字（2020）17 号	追加投资款	188,000.00
2020 年	汇丰投资	萍开党政办抄字（2020）4 号	无偿划出持有的江西星星科技有限责任公司 48.75%股权	-150,000.00
2019 年	汇恒置业	《关于上缴 2018 年度利润的通	追加投资款	11,000.00
2019 年	汇丰投资	《关于上缴 2018 年度利润的通	追加投资款	5,117.87
2019 年	汇恒置业	萍开党政联抄字【2019】215 号	划拨资产	45,504.91
2019 年	萍乡创投	股东会决议	资本公积转增实收资本	-100,000.00
2019 年	萍乡创投	-	同一控制下企业合并	-23.16
2018 年	萍乡创投	萍开党政联抄字【2019】220 号	注入子公司汇恒置业等股权	1,946,593.45
2018 年	汇丰投资	萍开管办抄字【2018】37 号抄	追加投资款	100,021.68
2018 年	汇丰投资	萍开党政联抄字【2018】98 号	追加投资款	3,350.87
2018 年	汇恒置业	-	追加投资款	51,446.93
2018 年	汇丰投资	国发【2014】43 号、财库【2015】102 号	置换贷款	60,000.00
合计				3,023,723.03

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兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年连审审计报告、2021年审计报告，以及经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告以及2023年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增2家子公司，无减少子公司，2021年新增1家子公司，并减少1家子公司，2022年公司新增8家子公司，合并报表范围变化情况具体见下表所示。

表18 公司2020-2022年合并范围变化情况

项目	新增子公司	减少子公司
2022 年	萍乡市赣湘产业园区发展有限公司 萍乡市汇隆实业有限公司	-

2021 年	江西汇隆康健医疗管理有限公司	
	萍乡创新智慧城市运营管理有限公司	
	萍乡创新科技产业发展有限公司	
	萍乡创新发展建设工程有限公司	
	萍乡市云霄建设发展有限公司	
	萍乡市创源自然资源发展有限公司	
	萍乡汇发商业管理有限公司	萍乡市悦恒市政工程有限公司
2020 年	萍乡新澳环保科技有限公司	
	萍乡市汇茂建材贸易有限公司	-

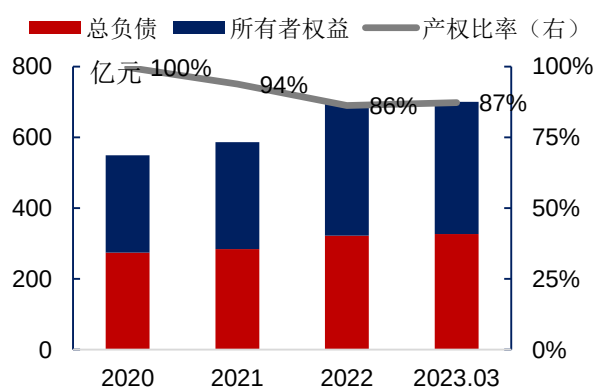
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

公司资产增长速度较快，资本实力有所增强；资产以公司与政府单位、当地国企的往来款、土地资产，以及公司对基础设施建设项目投入为主，近年随着项目投资而增长；但公司大量资金沉淀于项目中，对营运资金占用规模较大，其中委托代建项目结算进度取决于当地政府统筹安排，部分自营项目收益实现方式尚存在不确定性，并且公司受限资产比例较高，整体资产流动性较弱

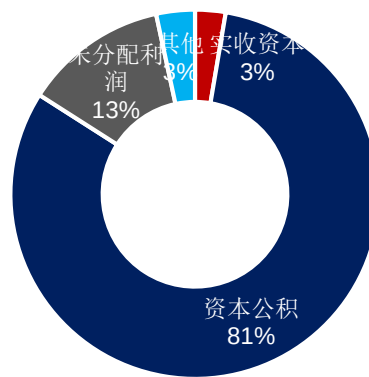
近年来公司在资产注入、政府补助等方面得到上级政府的支持，公司资本实力有所增强，为了满足公司在项目建设的投入所带来的资金需求，近年来公司债务融资持续扩张，综合影响下，2023年3月末公司产权比率较2020年末下降13个百分点至87%，财务杠杆总体水平略有下降。从权益结构来看，公司所有者权益以政府通过股权划转形式注入的土地使用权等资产、以及股东注入的货币资金所形成的实收资本与资本公积为主，同时未分配利润也占一定比重。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产规模增长迅速，2023年3月末资产规模系2020年末的1.28倍，公司资产以其他应收款、存货为主要构成，2023年3月末上述资产合计在公司资产总额中的占比为78.98%。其他应收款方面，主要系公司与萍乡市新区建筑安装总公司（全民所有制，以下简称“建安公司”）等单位的往来款，近年来

账面价值逐年增加，截至2023年3月末，公司其他应收款前五大应收对象分别为萍乡市财政局、萍乡市新区建筑安装总公司、萍乡晟达建设有限公司、萍乡淼鑫企业管理有限公司与江西省汇颐康贸易有限公司，前五大应收对象合计账款余额为157.12亿元，占公司其他应收款账面余额的比重为83.83%，前五大应收对象集中度较高，但考虑到公司主要应收对象为萍乡市财政局等政府部门单位，并且萍乡晟达建设有限公司、萍乡淼鑫企业管理有限公司以及江西省汇颐康贸易有限公司均由萍乡经开区管委会100%控股，公司其他应收款回收风险较低，但回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成占用。截至2023年3月末，公司对其他应收款计提的坏账准备金额合计为2.54亿元，其中对江西卡曼铝业有限公司、江西省溢香食品有限公司、萍乡市城北房地产公司以及江西省星星科技股份有限公司的其他应收款坏账风险较高，公司已全额计提坏账准备，合计金额为0.81亿元。存货方面，存货基本由开发项目和开发成本组成，近年来账面价值逐年增加，主要系土地资产和在建项目投入增加所致。开发项目为公司在建的工程项目投入，截至2023年3月末账面价值为157.37亿元，主要为田中水库、周江产业园和海绵城市项目等项目的投入，开发成本主要为土地资产，土地资产主要分布在汇丰投资及其子公司汇翔建设，主要通过出让和作价出资获得，土地用途主要为商住和商服等，截至2022年末开发成本中的土地资产账面价值为143.90亿元，其中已抵押的土地61宗、账面价值合计99.16亿元，68.91%的土地资产已被抵押，集中变现存在一定困难。

其他资产方面，公司货币资金主要为银行存款，截至2023年3月末，7.10亿元货币资金因用于定期存款和保证金等原因受限。应收账款基本为应收萍乡市财政局的安置房结算款，随着安置房移交规模增加，近年来账面价值大幅增加。公司其他权益工具投资账面余额主要为持有的江西银行股份有限公司（以下简称“江西银行”，股票代码：1916.HK）4.00%股权，其账面价值为10.06亿元，2020-2022年获得的江西银行现金分红合计0.40亿元，资产质量较好。公司其他权益工具投资2021年末的账面价值较2021年初大幅下降的主要原因是萍乡经开区管委会将公司持有的汇盛投资的29.93%的股权划转至萍乡经开区财政局。

受限资产方面，公司受限资产以业务开展及对外融资而抵质押的货币资金及土地资产为主，截至2022年末，公司受限资产账面价值合计为106.25亿元，受限资产规模较大，占总资产的15.28%，整体来看公司资产流动性较弱。

表19 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.56	2.65%	13.93	2.00%	17.24	2.94%	20.13	3.67%
应收账款	59.99	8.56%	58.18	8.37%	50.30	8.58%	43.23	7.87%
其他应收款	184.88	26.39%	199.79	28.74%	188.51	32.14%	161.82	29.47%
存货	368.43	52.59%	358.01	51.49%	302.74	51.61%	283.85	51.70%
流动资产合计	637.83	91.05%	637.80	91.74%	562.83	95.95%	516.80	94.12%

可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	18.19	3.31%
其他权益工具投资	12.07	1.72	11.19	1.61%	10.99	1.87%	0.00	0.00%
非流动资产合计	62.70	8.95%	57.45	8.26%	23.78	4.05%	32.28	5.88%
资产总计	700.53	100.00%	695.25	100.00%	586.61	100.00%	549.08	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

近年来公司营业收入规模持续增长，且业务持续性较好，政府补助和投资收益对利润总额形成有效补充

近年来公司营业收入规模持续增长，其中2021年公司营业收入同比有所增长主要系公司当年自有土地转让规模较大所致，2022年公司营业收入规模继续增长的主要系2022年贸易业务放量增长所致。截至2023年3月末，公司可供出让的土地资产账面价值规模较大，在建的安置房和代建项目规模较大，公司业务持续性较好。

受近年来公司土地业务与商品房收入毛利率有所波动以及2022年公司低毛利的贸易业务放量增长的影响，同期营业利润和利润总额均呈现一定的波动性。作为当地重要的市政基础设施建设平台，公司近年来均获得了一定的政府补贴，2020-2022年政府补助合计数是同期利润总额合计数的25.03%。此外，公司对杭南长沪昆专高铁枢纽工程的投资²每年可为公司带来一定规模的投资收益，2020-2022年投资收益合计数是同期利润总额合计数的10.35%，政府补助和投资收益是公司利润总额的有效补充。

毛利率方面，2020-2022年公司综合毛利率水平持续下降，其中2021年毛利率相较于2020年毛利率降低的主要原因是公司自有土地转让业务毛利率较低，2022年综合毛利率较低主要系公司当年低毛利的贸易业务放量增长所致。

表20 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年	2020 年
营业收入	10.45	36.15	28.62	20.14
营业利润	-1.15	8.11	8.97	8.80
其他收益	0.00	3.72	2.45	1.08
利润总额	-1.15	8.10	8.96	8.76
销售毛利率	0.29%	19.28%	24.01%	39.38%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

²根据协议，公司按杭南长沪昆客专高铁枢纽工程项目投入资金的实际占用时间乘 20%的收益率确认当期投资收益。

近年来公司总债务规模持续增长，EBITDA利息保障倍数等偿债能力指标有所弱化，偿债压力有所增加

受项目投资规模增加的影响，近年来公司加大了对外融资的力度，使得债务规模逐年增长，2022年末公司总负债与总债务规模分别为2020年末水平的1.17倍与1.29倍。从债务期限结构来看，长期债务为公司的主要融资方式，但短期债务集中度近年来有所上升。从各项债务类型来看，公司债务包括银行借款、债券融资、信用融资、融资租赁等，从各类型债务占比来看，银行借款与债券融资系公司主要的融资方式，其中银行借款多有抵质押等担保措施，但公司部分债务融资成本偏高，融资租赁、保理等融资合计在公司总债务占比超过10%。

表21 截至2022年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行借款	3.46-8.10%	161.58	25.52	14.81	23.34	97.91
债券融资	3.51-8.00%	76.80	35.50	30.30	6.20	4.80
融资租赁	5.39-6.70%	18.20	5.72	5.71	3.20	3.57
其他有息负债	--	22.86	6.85	8.96	3.65	3.40
合计	--	279.44	73.59	59.78	36.39	109.77

注：公司其他有息负债包括保理融资、应付票据等

资料来源：公司提供

表22 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.33	3.47%	12.23	3.80%	5.16	1.82%	0.61	0.22%
合同负债	19.86	6.09%	19.69	6.11%	22.60	7.96%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	60.12	18.42%	62.84	19.51%	52.13	18.36%	30.20	11.02%
流动负债合计	122.85	37.64%	127.70	39.66%	103.68	36.52%	91.99	33.57%
长期借款	136.93	41.95%	126.58	39.31%	101.21	35.65%	97.04	35.41%
应付债券	41.23	12.63%	41.21	12.80%	49.02	17.27%	61.62	22.49%
长期应付款	25.38	7.78%	26.03	8.08%	29.66	10.45%	23.41	8.54%
非流动负债合计	203.54	62.36%	194.32	60.34%	180.20	63.48%	182.07	66.43%
负债合计	326.39	100.00%	322.02	100.00%	283.88	100.00%	274.06	100.00%
总债务	284.94	87.30%	279.44	86.78%	247.19	87.08%	216.38	78.95%
其中：短期债务	81.90	25.09%	85.62	26.59%	67.29	23.70%	34.61	12.63%
长期债务	203.04	62.21%	193.82	60.19%	179.90	63.37%	181.77	66.32%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，受公司本部与子公司债务规模增加以及股东资本投入的综合影响下，近年来公司资产负债率略有下降，但现金短期债务比总体水平较低，且2020-2022年持续下降，短期债务偿债压力加大，并且公司债务规模快速攀升使得公司利息支出大幅增加，EBITDA利息保障倍数有所弱化。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。公司经营活动现金流表现较差，2020-2022年

以及2023年1-3月经营活动现金流量合计净流出65.05亿元，考虑到公司在建项目建设和回收周期较长，未来仍有新增外部融资的需求，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。公司作为萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一，公司与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，截至2022年末，银行授信总额达348.64亿元，尚未使用授信额度为73.41亿元，尚有一定流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表23 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
资产负债率	46.59%	46.32%	48.39%	49.91%
现金短期债务比	0.24	0.19	0.26	0.58
EBITDA 利息保障倍数	--	0.52	0.73	0.81

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，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 表现对其经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《萍乡创新发展投资集团有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》以及公开信息查询结果，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《萍乡创新发展投资集团有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》以及公开查询结果，公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司按照相关法律法规及公司章程等要求建立了法人治理机构，并对董事、监事和高级管理人员的职权和义务进行了明确的规定。公司股东会由全体股东组成，由各出资方依法共同行使相关职权。公司设董事会，成员 7 人，设 1 名董事长。公司设监事会，成员 5 人，设主席一人。公司设经理 1 人，经理对董事会负责。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。但中证鹏元注意到，公司与政府部门及当地国企的往来款较多，对公司的治理水平形成挑战。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部（报告查询日为2023年4月10日）、汇丰投资（报告查询日为2023年4月4日）、汇翔建设（报告查询日为2023年4月4日）均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；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司面临一定的或有负债风险

截至2022年末，公司提供的对外担保数量和规模较大，公司共为7个单位提供了22.60亿元的对外担保，占同期末净资产的3.25%，其中对3个民企提供的对外担保余额合计0.25亿元，且均未采取反担保措施。

表24 截至2022年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保终止日	是否存在反担保措施	企业性质
萍乡市新区建筑安装总公司	20,000.00	2023.10.21	否	全民所有制
	17,000.00	2023.1.28	否	
	12,000.00	2023.9.15	否	
	10,000.00	2023.6.26	否	
	10,000.00	2023.10.31	否	
	9,500.00	2023.2.21	否	
	9,000.00	2024.5.30	否	
	5,900.00	2023.8.4	否	
	5,000.00	2023.6.29	否	
	4,800.00	2024.1.13	否	
	2,000.00	2025.9.26	否	
	1,200.00	2024.10.31	否	
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	1,000.00	2023.6.29	否	国企
	26,800.00	2027.12.30	否	
	11,000.00	2028.4.19	否	
	10,909.37	2026.1.29	否	
	10,909.37	2026.1.30	否	
	8,750.00	2030.02.25	否	
芦溪县浩康工业发展有限公司	5,000.00	2023.8.4	否	国企
	3,744.35	2024.8.24	否	
江西省义耀贸易有限公司	30,000.00	2023.11.25	否	国企
江西省如利机械租赁有限公司	999.00	2023.12.15	否	民企
江西汇达电业发展有限公司	999.00	2023.12.15	否	民企
江西贵得科技有限公司	8,981.08	2034.3.15	否	国企
合计	500.00	2023.5.20	否	民企
合计	225,992.17	-	-	-

资料来源：公司 2022 年审计报告

八、外部特殊支持分析

公司是萍乡市人民政府下属重要企业，萍乡市国资委直接持有公司51.00%的股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，萍乡市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) 公司与萍乡市人民政府的联系非常紧密。公司由萍乡市国资委直接持有51.00%股权，公司董事长由萍乡市国资委任命，公司主要业务收入来源于土地业务收入、安置房业务收入与代建收入，公司业务均来源于政府安排，因此萍乡市人民政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权，并且公司90%以上的业务收入来源于萍乡市人民政府，此外，近三年公司收到萍乡市、萍乡市经开区两级政府在资本金注入、财政补贴的次数较多，公司与萍乡市人民政府的联系比较稳定。

(2) 公司对萍乡市人民政府非常重要。公司在萍乡市范围内从事基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设等业务，公司是萍乡市最重要的基础设施建设主体之一，在基础设施建设方面对政府贡献很大，公司下属三家已发行债券的子公司，分别为汇丰投资、汇翔建设与汇恒置业，公司的违约必然会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性的影响。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源及主要风险包括以下几个方面：

(1) 本期债券募投项目产生的收入：本期债券募投项目总投资为26.79亿元，该项目计算期为20年。拟使用本期债券募集资金7.20亿元。募投项目计算期内预计可实现营业收入43.94亿元，扣除成本费用，可实现净利润18.90亿元。需要注意的是，受项目建设进度、市场需求情况和销售价格情况等因素影响，募投项目存在不能按期竣工的风险、销售不达预期等风险，能否实现预期收益存在一定不确定性。

(2) 公司经营收入。2020-2022年公司分别实现营业收入20.14亿元、28.62亿元和36.15亿元，目前公司在建代建项目规模较大，未来代建收入有较强的可持续性。但2020-2022年以及2023年1-3月公司经营现金流量合计净流出65.05亿元，净流出规模较大。未来是否有足够的现金流可供调剂存在一定不确定性，需关注公司未来主业回款情况及现金流表现不佳对偿债的不利影响。

(3) 公司资产变现。公司土地资产变现也可作为偿债资金来源，截至2022年末，存货中开发成本的土地资产账面价值为143.90亿元，其中已抵押的土地61宗、账面价值合计99.16亿元，极端情况下，公司可以通过处置土地或者抵押融资的方式筹措偿债资金。但土地价值易受当地土地市场波动影响，未来土地能否集中变现或抵押融资存在不确定性。

本期债券保障措施分析

三峡担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性

三峡担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括本期债券本金及利息，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。三峡担保承担保证责任的期间为

债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人、债权代理人在此期间内未要求三峡担保承担保证责任的，或其在保证期间主张债券后未在保证债务诉讼时效期限届满之前向担保人追偿或发生其他法定担保人免责情形的，担保人免除保证责任。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理集团有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2022年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务板块主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。虽然 2021 年债券类担保和借款类担保规模大幅增长，但同期解除担保规模较大，三峡担保的期末担保余额增幅不大。2022 年三峡担保进行了业务调整，借款类融资担保发生额大幅下降，非融资担保业务发生额大幅增长。截至 2022 年末，三峡担保的担保余额为 952.79 亿元，其中债券类担保余额占比为 71.89%。

表25 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	584.35	658.33	284.35
其中：债券类担保	178.90	192.48	44.27
借款类担保	153.61	315.59	104.44
其他融资担保	4.50	0.00	0.00
非融资担保	247.34	150.26	135.64
当期解除担保额	532.67	605.66	276.97
期末担保余额	952.79	901.12	848.44
其中：债券类担保余额	684.96	651.32	619.81
借款类担保余额	161.04	165.98	135.27
其他融资担保	4.17	1.25	2.41
非融资担保余额	102.63	82.57	90.96
融资担保责任余额	494.87	480.20	356.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.19	8.49	6.33

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以 AA 为主，客户主要分布在重庆、湖北、四川、江西、山东和湖南等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN 等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市，相关业务余额基本保持稳定。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2022 年末，三峡担保的借款类担保余额为 161.04 亿元。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020 年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模快速增长，2022 年非融资担保发生额为 247.34 亿元，期末余额为 102.63 亿元。

截至 2022 年末三峡担保的资产总额为 119.83 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金、和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 18.20 亿元、38.22 亿元、31.51 亿元和 10.56 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信，截至 2022 年末委托贷款和债券投资的账面价值分别为 8.29 亿元和 27.89 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.21 亿元和 0.03 亿元，考虑到逾期委托贷款比例较高，需关注委托贷款的信用风险。

截至 2022 年末三峡担保的负债总额为 41.21 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 17.94 亿元、11.10 亿元、3.40 亿元和 2.38 亿元，其中其他应付款主要包括应付债权受让款 1.71 亿元和应付借款 1.09 亿元。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022 年三峡担保实现营业收入 11.34 亿元，其中已赚担保费的收入占比为 74.95%，当期实现净利润 4.49 亿元，净资产收益率为 6.17%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，近年来三峡担保的当期代偿额持续增长，2022 年发生代偿 6.70 亿元，当期回收 2.20 亿元。截至 2022 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.34% 和 40.19%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。

表26 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	119.83	110.25	108.61
其中：货币资金	18.20	18.09	17.82
应收代偿款净额	10.56	9.28	7.29
所有者权益合计	78.63	66.85	67.90
营业收入	15.13	12.95	10.74
其中：已赚担保费	11.34	9.04	6.92
利息收入	3.32	3.31	2.18
净利润	4.49	3.76	2.95
净资产收益率	6.17%	5.57%	4.30%

累计担保代偿率	1.34%	1.35%	1.44%
累计代偿回收率	40.19%	40.87%	34.81%
拨备覆盖率	329.56%	350.74%	379.05%

资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；受益于担保业务规模的较快增长，近年来三峡担保已赚担保费持续攀升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供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。

十、结论

公司是萍乡市最重要的基础设施建设主体之一，在萍乡市范围内从事基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设等业务。萍乡市作为老工业基地之一，培育出五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-建材、红-烟花鞭炮、金-冶金），传统产业占据主导地位。近年来萍乡市推动转型升级，新兴产业加速发展，近年来经济增速较快，为公司发展提供了良好基础。截至2022年末，公司持有的土地使用权资产规模较大，公司土地业务可持续性较好，后续收入来源较有保障。公司持续获得市、萍乡经开区两级政府的大力支持，提升了公司的资本实力和盈利水平。综合判断，公司抗风险能力较强。

但公司资产主要是应收款项、在建工程项目投入和土地资产，其中应收款项对营运资金造成明显占用、在建工程项目收益实现及回款时间存在不确定性、大部分土地资产已抵押。近年来公司经营活动现金流合计净流出，且在建项目和安置房项目后续资金需求较大，并且总债务增长较快。截至2023年3月末，公司提供的对外担保数量和规模较大，并且均未设置反担保措施，使得公司面临一定的或有负债风险。

此外，三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升本期债券的安全性。

综上，中证鹏元评定萍乡创新发展投资集团有限公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

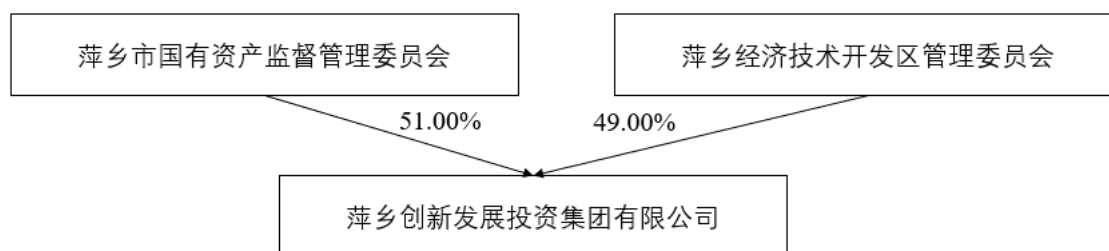
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	18.56	13.93	17.24	20.13
其他应收款	184.88	199.79	188.46	161.82
存货	368.43	358.01	302.74	283.85
流动资产合计	637.83	637.80	562.83	516.80
固定资产	0.08	0.07	0.08	0.08
在建工程	24.84	20.37	3.17	5.64
非流动资产合计	62.70	57.45	23.78	32.28
资产总计	700.53	695.25	586.61	549.08
短期借款	11.33	12.23	5.16	0.61
应付账款	4.91	1.67	0.51	5.75
一年内到期的非流动负债	60.12	62.84	52.13	30.20
流动负债合计	122.85	127.70	103.68	91.99
长期借款	136.93	126.58	101.21	97.04
应付债券	41.23	41.21	49.02	61.62
长期应付款	25.38	26.03	29.66	23.41
非流动负债合计	203.54	194.32	180.20	182.07
负债合计	326.39	322.02	283.88	274.06
其中：短期债务	81.90	85.62	67.29	34.61
总债务	284.94	279.44	247.19	216.38
所有者权益	374.15	373.24	302.74	275.02
营业收入	10.45	36.15	28.62	20.14
营业利润	-1.15	8.11	8.97	8.80
其他收益	0.00	3.72	2.45	1.08
利润总额	-1.15	8.10	8.96	8.76
经营活动产生的现金流量净额	4.18	0.71	-5.98	-63.96
投资活动产生的现金流量净额	-6.54	-45.83	-0.07	0.53
筹资活动产生的现金流量净额	6.40	43.39	-0.64	59.35
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	0.29%	19.28%	24.01%	39.38%
资产负债率	46.59%	46.32%	48.39%	49.91%
短期债务/总债务	28.74%	30.64%	27.22%	15.99%
现金短期债务比	0.24	0.19	0.26	0.58
EBITDA（亿元）	--	9.93	9.06	9.16
EBITDA 利息保障倍数	--	0.52	0.73	0.81

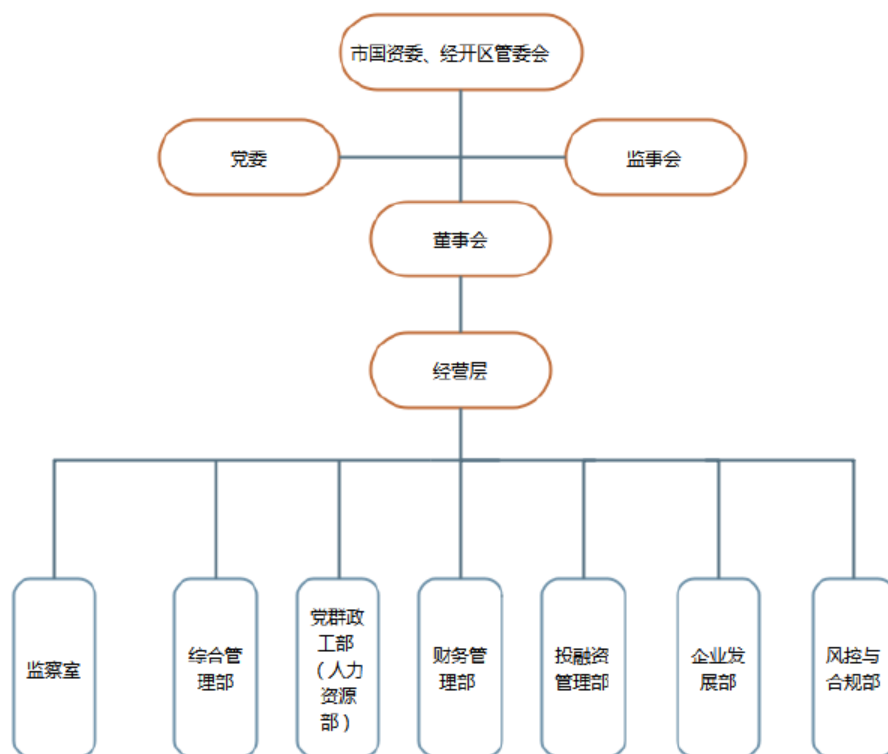
资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：%）

子公司名称	持股比例	业务性质	取得方式
萍乡市赣湘产业园区发展有限公司	100.00	商务服务业	划拨
萍乡创新智慧城市运营管理有限公司	100.00	商务服务业	设立
萍乡创新科技产业发展有限公司	100.00	科技推广和应用服务业	设立
萍乡创新发展建设工程有限公司	100.00	建筑装饰、装修和其他建筑业	设立
江西汇恒控股管理有限公司	100.00	商务服务业	划拨
江西汇恒置业有限公司	100.00	房地产业	划拨
萍乡市汇恒投资管理有限公司	100.00	商务服务业	划拨
萍乡市汇发商业管理有限公司	100.00	商务服务业	设立
萍乡市汇恒物业管理服务有限公司	100.00	房地产业	划拨
萍乡市汇茂建材贸易有限公司	100.00	批发业	购买
萍乡新澳环保科技有限公司	100.00	生态保护和环境治理业	设立
江西汇隆康健医疗管理有限公司	100.00	商务服务业	划拨
萍乡市云霁建设发展有限公司	100.00	批发业	设立
萍乡市创源自然资源发展有限公司	100.00	生态保护和环境治理业	设立
萍乡市汇丰投资有限公司	96.28	房地产业	划拨
萍乡市汇怡建设发展有限公司	96.28	建筑业	划拨
萍乡市海新建筑有限公司	96.28	建筑业	设立
萍乡市汇翔建设发展有限公司	93.64	商务服务业	划拨
萍乡市建宇置业有限公司	91.77	房地产业	划拨
萍乡市汇辉建筑有限公司	86.65	建筑业	设立
萍乡致远私募股权投资基金（有限合伙）	80.00	商务服务业	设立
萍乡市汇隆实业有限公司	50.97	商务服务业	划拨
萍乡市汇清科技投资有限公司	50.05	公共设施管理业	划拨
江西振兴发展汇翔一号投资中心(有限合伙)	41.08	商务服务业	设立

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表附注，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。