

# 2020年万载县国有资产营运公司公司债券 2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2020年万载县国有资产营运公司公司债券2024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
20万国债/20万国资债	AA+	AA+

## 评级观点

本次结果是考虑到万载县近年经济总量保持较快增长，锂电新能源、新型建材等战略新兴产业的发展较快，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”）作为万载县重要的城市基础设施建设和保障性住房建设投融资主体，基础设施建设业务可持续性较好且近年来外部支持力度较大，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地提升“20万国债/20万国资债”的安全性；同时中证鹏元也关注到公司代建项目与房地产项目沉淀了大量资金，资产流动性较弱，商业类物业的去化进度缓慢，面临较大的资金压力、一定的偿债压力和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。我们认为公司基础设施代建业务可持续性较好，且将持续获得外部支持。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	271.33	269.47	244.54
所有者权益	122.76	118.88	113.51
总债务	104.59	109.39	96.09
资产负债率	54.75%	55.88%	53.58%
现金短期债务比	0.80	1.24	2.43
营业收入	6.04	6.27	6.41
其他收益	1.50	1.06	0.94
利润总额	2.02	2.21	2.29
销售毛利率	19.81%	27.25%	24.19%
EBITDA	2.78	3.03	3.27
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.67	1.29
经营活动现金流净额	-10.30	-21.41	-19.38

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 评级日期

2024 年 7 月 11 日

## 联系方式

项目负责人：赵婧  
zhaoj@cspengyuan.com

项目组成员：李莹莉  
liyl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

<sup>1</sup> 2021 年 3 月，公司由万载县国有资产营运公司更为现名。

## 优势

- 万载县近年经济总量保持较快增长，锂电新能源、新型建材等战略新兴产业**发展较快。2023 年万载县地区生产总值 264.57 亿元，增速为 4.5%，高于江西省平均水平（4.1%）；2023 年被评为全省工业高质量发展二类先进县（市、区），实现花炮总产值 202.6 亿元，较上年增长 34.8%；锂电新能源产业全产业链产值达 230 亿元，万载动力电池材料及综合循环利用产业集群获评省级产业集群，天阜新材料入选国家科技领军入库企业，睿达新能源获评江西省智能制造标杆企业；数字经济核心产业实现营收 152.01 亿元，居宜春市第二位。
- 公司基础设施建设业务可持续性较好。**公司作为万载县重要的城市基础设施建设和保障性住房建设投融资主体，在县域范围内业务专营性强，截至 2023 年末，主要在建基础设施建设项目计划总投资 131.59 亿元，尚需投资 67.93 亿元，业务可持续性较好。
- 公司继续获得较大力度的外部支持。**2023 年万载县财政局向子公司万载投资发展集团有限公司（以下简称“万投集团”）拨付注资款 2.00 亿元计入资本公积，提升了公司资本实力；同期公司收到政府补助 1.50 亿元，占利润总额的 74.34%，有效提升了公司的利润水平。
- 保证担保有效提升了“20 万国债/20 万国资债”的信用水平。**经中证鹏元评定，宜春发投主体信用等级为 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“20 万国债/20 万国资债”的信用水平。

## 关注

- 资产主要为待开发土地、代建项目形成的工程施工、房地产开发项目形成的开发成本、开发产品，资产流动性较弱。**截至 2023 年末，公司待开发土地账面价值 110.12 亿元，其中 34.40 亿元因借款抵押或对外担保抵押而受限，代建项目形成的工程施工余额为 49.33 亿元，房地产项目形成的开发成本和开发产品余额为 44.21 亿元；公司代建项目与房地产项目沉淀了大量资金，资产流动性较弱。
- 基础设施建设业务和房地产开发业务尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。**2023 年公司主要在建基础设施建设项目和房地产开发项目尚需投资规模较大，考虑到近年经营现金流持续大额净流出，公司面临较大的资金压力。
- 商业类物业的去化进度缓慢。**截至 2023 年末，公司商业类型的物业去化率为 30.90%，去化率相对较低，受房地产市场影响存在一定的销售压力。
- 公司债务规模较大，偿债指标表现有所下滑，面临一定偿债压力。**2023 年末公司总债务余额为 104.59 亿元，规模较大；现金短期债务比大幅下降至 0.80，EBITDA 无法覆盖利息支出，面临一定偿债压力。
- 公司面临一定的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额为 49.65 亿元，被担保对象均为地方国企，占同期末公司净资产规模的比重为 40.44%，且均未设置反担保措施。

## 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
万载国资	万载县重要的城市基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体	271.33	122.76	6.04
万投集团	万载县主要的城市基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体，同时也承担保障性住房投融资建设任务	242.21	93.76	5.69

注：以上各指标均为 2023 年度/2023 年末数据。

资料来源：iFinD，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
-----------	-----

基础设施投资类企业信用评级方法和模型

[cspy\\_ffmx\\_2024V1.0](#)

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	评分要素	评分
区域状况	区域状况评分	经营&财务状况	经营状况
	4/7	状况	财务状况
			6/7
			5/7
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
<b>个体信用状况</b>			<b>a+</b>
<b>外部特殊支持</b>			2
<b>主体信用等级</b>			<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 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

- 公司是万载县地区重要的基础设施投资企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，万载县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为万载国资办持有公司 100% 股权，公司董事会成员均由万载国资办任命，万载县人民政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对的控制权；公司业务基本来源于政府及相关单位，近年得到当地政府大力支持，预计未来与政府的联系将保持稳定。公司是万载县重要的基础设施建设和保障房建设投融资主体，在基础设施建设方面对当地政府的贡献很大；公司是发债主体，其违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为万载县政府提供支持的能力较强，主要体现为万载县近年经济总量保持较快增长，锂电新能源、新型建材等战略新兴产业发展较快，近年地方综合财力持续增长。

### 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
20 万国债/ 20 万国 资债	10.00	6.00	2023-6-27	2027-03-26

## 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

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（以下简称“江工安置小区”）。截至2024年3月31日，募集资金已使用完毕。

## 三、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2023年末，公司注册资本及实收资本仍为11,520万元，万载县国有资产监督管理办公室（以下简称“万载国资办”）为公司唯一股东和实际控制人，公司产权及实际控制关系如附录二所示。

公司系万载县重要的城市基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体，同时也承担保障性住房建设。2023年公司合并范围无变化，截至2023年末，纳入合并范围的子公司共21家，详细情况见附录四。

## 四、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，

今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展战略性新兴产业，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

**随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识**

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净

融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

## 区域经济环境

万载县地处湘赣交界区域，2023年全县地区生产总值持续增长，消费是拉动经济增长的主要动力；区域传统优势产业烟花爆竹转型升级初见成效，锂电新能源、新型建材等战略新兴产业发展较快；但万载县经济总量较小，财政实力偏弱，政府性基金收入对当地财政贡献较大，财政自给能力较弱

**区位特征：**万载县地处赣西北，湘赣交界区域。万载县位于宜春市西北部，县城距江西省南昌昌北国际机场185公里，距湖南省长沙黄花国际机场168公里，距宜春明月山机场42公里，距浙赣铁路宜春站39公里，距昌金高速26公里，320国道和“湘赣”“芳万”两条省道穿境而过。全县国土面积约1,719.63平方公里，2023年末城镇化率为54.1%，处于较低水平。万载县森林资源丰富，森林覆盖率67.45%，拥有2个4A级旅游景区和5个3A级旅游景区。万载县坚持发展有机农业20余年，被评为“国家有机产品认证示范区”，有机认证土地面积达41.2万亩，富硒土壤面积达715平方千米，富硒资源位列全市第二。截至2023年末，万载县常住人口48.87万人，在全国县级市排名中等，较第六次全国人口普查增长约2.48%。

图1 万载县区位图

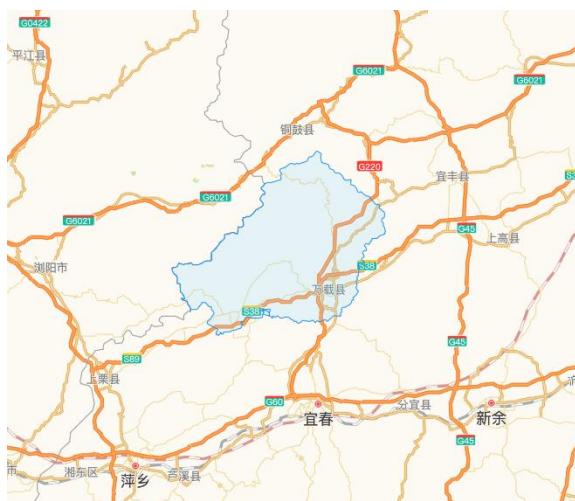
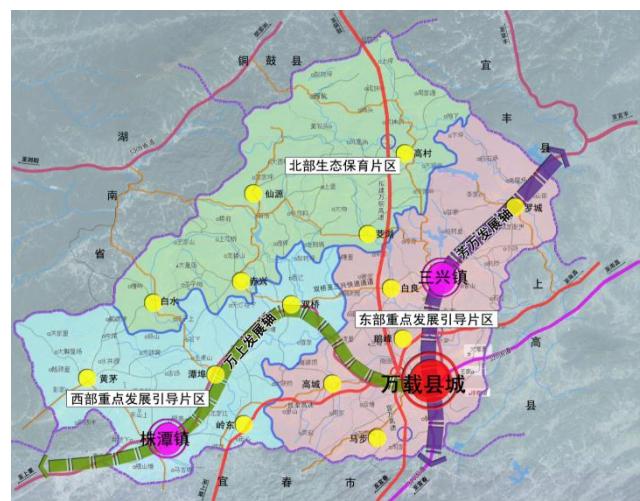


图2 万载县域城镇体系空间结构图



资料来源：万载县人民政府官网，中证鹏元整理

**经济发展水平：**2023年万载县经济总量在宜春市下辖十个区县（含县级市）中排名第六，经济总量保持较快增长，但整体经济发展水平较弱，消费是拉动经济增长的主要动力。2023年万载县地区生产总值达264.57亿元，在宜春市下属十个区县（含县级市）中排名第六，地区生产总值增速为4.5%，高于

江西省平均水平（4.1%），经济总量保持较快增长。2023年万载县人均生产总值约为5.41万元，为全国平均水平的60.59%，经济发展水平较弱。万载县产业结构以第二、三产业为主，2023年末三次产业占比为8.6: 48.0: 43.4。投资方面，2023年500万以上固定资产投资同比下降11.6%，其中工业投资下降30.1%，房地产开发投资下降17%，对经济增长造成一定拖累。消费方面，万载县2023年社会消费品零售总额增长5.9%，是拉动经济增长的主要动力。

**表1 2023年宜春市下属区县（市）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
丰城市	688.76	5.5%	66,260	50.83	47.04
高安市	586.91	3.5%	80,321	31.94	28.85
袁州区	545.90	0.5%	48,318	28.53	23.36
樟树市	510.81	3.4%	107,864	36.45	5.40
上高县	282.12	2.9%	81,852	21.71	7.99
<b>万载县</b>	<b>264.57</b>	<b>4.5%</b>	<b>54,141</b>	<b>19.28</b>	<b>31.44</b>
奉新县	236.47	5.6%	89,669	17.91	5.74
宜丰县	191.46	5.4%	75,684	21.81	4.18
靖安县	84.67	4.2%	69,516	8.41	6.83
铜鼓县	75.82	5.3%	66,204	6.88	1.34

注：万载县人均GDP根据2023年末常住人口数计算；高安市、袁州区、铜鼓县人均GDP根据2022年末常住人口数计算；宜丰县、靖安县人均GDP根据第七次人口普查数计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预算报告等，中证鹏元整理

**表2 万载县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	264.57	4.5%	262.56	5.3%	240.46	9.1%
固定资产投资	-	-11.6%	-	10%	--	10.8%
社会消费品零售总额	85.58	5.9%	80.85	5.2%	76.89	17.5%
进出口总额（亿美元）	29.38	-46.6%	8.25	80.2%	4.58	81.1%
人均GDP（元）	54,141		53,759		49,270	
人均GDP/全国人均GDP	60.59%		62.73%		60.85%	

注：1、人均GDP根据当年年末常住人口计算；2、固定资产投资计算口径为500万以上；3、2023年进出口总额单位为亿元。

资料来源：2021-2023年万载县国民经济和社会发展统计公报，万载县人民政府网站，中证鹏元整理

**产业情况：万载县传统优势产业转型升级已初见成效，锂电新能源、新型建材等战略新兴产业发展较快。**工业经济是万载县发展的主力军，万载县正构建以新型烟花爆竹为竞争优势，以新能源、安全环保和电子信息为主导，多类型工业产业为补充的“1+3+N”新型工业体系，2023年万载县被评为全省工业高质量发展二类先进县（市、区）。万载县是中国四大花炮主产区之一，烟花爆竹是万载县的传统优势产业，万载花炮畅销全国及出口100多个国家和地区。2021年应急管理部启动全国烟花爆竹转型升级集中区建设项目，万载县借助全国烟花爆竹转型升级集中区建设契机，对全县烟花爆竹企业进行全面整

顿，2023年颁发第五轮烟花爆竹国标行政许可证168家，并完成5G+花炮产业数字化平台建设工作。2023年万载县实现花炮总产值202.6亿元，较上年增长34.8%，贡献税收4.28亿元。传统优势产业转型升级初见成效的同时，万载县锂电新能源、新型建材等战略新兴产业蓬勃发展，2023年万载县锂电新能源产业全产业链产值达230亿元，万载动力电池材料及综合循环利用产业集群获评省级产业集群，天卓新材料入选国家科技领军入库企业，睿达新能源获评江西省智能制造标杆企业。2023年万载县数字经济核心产业实现营收152.01亿元，居宜春市第二位。

**财政及债务水平：**近年万载县地方综合财力持续增长，政府基金收入对当地财政贡献较大，但综合财力偏弱且财政自给能力较弱，地方政府债务余额扩张迅速。2023年万载县实现一般公共预算收入19.28亿元，同比增长7.65%，综合财力在宜春市下辖十个区县（含县级市）中排名靠后，近三年税收收入占比呈波动上升趋势，总体维持在60%以上。近年万载县政府性基金收入逐年下降，主要是土地出让收入有所下降，但仍远大于一般公共预算收入，对当地财政贡献较大。2023年全县一般公共预算支出达到53.37亿元，财政自给率为36.13%，财政自给能力较弱。区域债务方面，近年万载县政府债务余额快速扩张，2023年末达到86.09亿元，三年复合增长率为22.57%。

**表3 万载县主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	19.28	17.91	16.48
税收收入占比	75.63%	62.23%	66.81%
财政自给率	36.13%	33.73%	32.99%
政府性基金收入	31.44	35.96	43.97
地方政府债务余额	86.09	71.11	57.30

注：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：万载县人民政府官网，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2023年末，万载县主要发债平台有2家，分别为万载国资和万投集团，其中万投集团为万载国资全资子公司。

**表4 截至2023年末万载县主要平台公司（单位：亿元）**

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
万载国资	万载县国有资产监督管理办公室	122.76	54.75%	6.04	104.59	万载县重要的城市基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体
万投集团	万载国资	93.76	61.29%	5.69	96.10	万载县主要的城市基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体，同时也承担保障性住房投融资建设任务

注：财务数据为2023年度/2023年末数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司作为万载县重要的城市基础设施建设和保障性住房建设投融资主体，在县域范围内业务专营性强。2023年营业收入主要来源于基础设施建设业务，业务可持续性较好，房地产开发业务易受市场行情和交房进度影响，未来存在较大的不确定性

公司系万载县重要的城市基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体，同时也承担保障性住房投融资任务，公司主要业务包括基础设施建设业务、房地产开发业务、园区管理业务及租赁业务。2023年基础设施建设业务结算量有所增加，基础设施建设收入较上年同期增长57.74%。受房地产开发业务交房进度影响，公司2023年结转房地产开发项目金额减少，房地产开发业务收入有所下降。随着标准化厂房入驻企业增加，公司2023年租赁收入有所增长，园区管理业务收入较上年变化不大。毛利率方面，受毛利率较高的房地产开发业务收入下降影响，公司综合毛利率下降7.44个百分点。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设业务	41,071.56	67.95%	9.17%	26,037.86	41.52%	9.17%
房地产开发业务	497.21	0.82%	43.36%	22,900.60	36.52%	41.07%
园区管理业务	2,832.25	4.69%	100.00%	2,697.38	4.30%	100.00%
租赁业务	8,196.61	13.56%	40.38%	5,676.23	9.05%	34.54%
其他业务收入	7,850.17	12.99%	23.60%	5,400.47	8.61%	11.80%
合计	<b>60,447.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.81%</b>	<b>62,712.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.25%</b>

注：2023年其他业务收入主要为卖地收入，属于偶然性发生的收入。

资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

### （一）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务收入同比大幅增长，业务可持续性较好，后续项目投入资金压力较大

公司基础设施建设业务主要由子公司万投集团、二级子公司万载县创业投资有限公司（以下简称“万载创投”）、万载县鑫荣投资有限公司、万载县惠民有机农业综合开发有限公司、万载县城乡建设发展投资有限公司负责。万载县政府授权公司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，由万载县财政局安排支付。根据协议内容，付款期限不超过5年。

公司在每年末收到万载县政府出具的《工程项目工作量完成确认表》，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。2023年随着政府结算的工程项目数量增加，当年公司实现基础设施建设收入4.11亿元，较上年增长57.74%。

表6 2023年公司主要基础设施建设业务收入确认情况（单位：亿元）

项目名称	确认收入（含税）	结转成本
万载新能源新材料产业园建设项目	1.38	1.15
智慧停车场	0.68	0.57
万载县企业孵化基地项目	0.59	0.49

万载县城区智慧停车场	0.46	0.39
线路环境整治	0.32	0.26
<b>合计</b>	<b>3.43</b>	<b>2.86</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建基础设施建设项目计划总投资131.59亿元，尚需投资67.93亿元，基础设施建设业务可持续性较好，但随着在建项目的推进，公司未来仍存在较大的资金压力。

**表7 截至2023年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资	项目类型
万载县棚户区改造项目	36.32	27.75	8.57	政府购买
万载工业园区产业孵化园标准厂房及配套设施建设项目	26.92	10.75	16.17	代建
万载县标准厂房建设项目	14.59	12.69	1.90	自营
万载新能源新材料产业园建设项目	13.41	1.51	11.90	代建
万载县高端制造产业园建设	9.99	4.53	5.46	代建
新型城镇化二期项目	6.71	0.25	6.46	代建
万载县人民医院南部新城院区建设项目	6.67	2.45	4.22	代建
产城融合区基础设施及配套项目	6.00	0.04	5.96	代建
万载县南部新城环湖南大道、康南路、龙湖路工程建设项 目	4.87	1.80	3.07	代建
万载县城区智慧停车场建设项目	3.23	0.39	2.85	代建
万载县第二污水处理厂建设项目	2.88	1.50	1.38	代建
<b>合计</b>	<b>131.59</b>	<b>63.66</b>	<b>67.93</b>	-

注：上表所有代建协议均为框架协议。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）房地产开发业务

公司房地产开发业务当期预售规模仍较大，且仍有较大规模的待售房地产，商业类物业的去化进度缓慢

公司房地产开发业务主要由三级子公司万载县城达建设投资有限公司负责。截至2023年末公司已取得《商品房预售许可证》的房地产项目共8个，分别为和谐佳园一期、和谐佳园二期、城北农产品综合市场、龙湖佳园（含三四期）、江工安置小区、城北安置小区、龙山佳园和锦秀苑，房地产项目计划销售总面积83.97万平方米，截至2023年末总去化率78.99%，其中商业去化率30.90%，普通住宅去化率99.16%，安置房去化率89.69%，商业类型的物业去化率相对较低。截至2023年末，本期债券募投项目江工安置小区（南区）计划销售面积13.12万平方米，累计已销售9.93万平方米，去化率为75.67%。

截至2023年末，公司主要在建房地产项目6个，预计总投资32.81亿元，已投资18.62亿元。受房地产市场的影响，公司房地产业务存在一定的销售压力，未来收入存在一定的不确定性。后续公司房地产项目尚需投资14.19亿元，仍面临较大的资金压力。

**表8 截至 2023 年末公司房地产开发业务情况 (单位: 平方米、万元)**

项目	业态	计划销售面积	累计已售面积	未售面积	2023 年销售面积
和谐佳园一期	商业	16,555.00	6,465.43	10,089.57	-
	住宅 (安置房)	36,156.81	36,156.81	-	-
和谐佳园二期	商业	26,186.00	3,139.73	23,046.27	-
	住宅 (安置房)	70,084.64	70,084.64	-	-
城北农产品综合市场	商业	34,962.76	21,974.18	12,988.58	-
	住宅	4,215.60	4,215.60	-	-
龙湖佳园 (含三四期)	商业	23,872.82	11,444.44	12,428.38	250.77
	住宅 (安置房)	122,208.89	120,748.32	1,460.57	3,234.88
城北安置小区	商业	28,376.62	4,111.69	24,264.93	433.27
	住宅 (安置房)	164,225.41	130,760.51	33,464.90	27,563.90
龙山佳园	商业	8,813.26	2,553.26	6,260.00	-
	住宅 (安置房)	83,293.19	74,076.17	9,217.02	125.76
锦绣苑	商业	11,921.79	1,309.11	10,612.68	320.85
	住宅	77,620.85	76,931.37	689.48	3,498.78
江工安置小区 (南区) *	商业	15,412.85	325.85	15,087.00	252.41
	住宅 (安置房)	115,813.01	98,971.19	16,841.82	72,701.66
<b>合计</b>		<b>839,719.50</b>	<b>663,268.30</b>	<b>176,451.20</b>	<b>108,382.28</b>

注: 带\*的项目为本期债券募投项目。

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

**表9 截至 2023 年末公司在建房地产项目情况 (单位: 万元)**

项目名称	预计总投资	累计已投资
万投蓝城·凤起潮鸣	110,000.00	33,734.75
锦绣苑	60,000.00	42,721.95
龙湖佳园四期	47,000.00	40,640.28
幸福佳苑	43,000.00	24,410.38
荷塘小苑	39,125.17	23,647.79
墨香园	28,955.76	21,069.91
<b>合计</b>	<b>328,080.93</b>	<b>186,225.06</b>

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

### (三) 其他业务

公司租赁业务和园区管理业务继续对公司收入和利润提供一定补充, 园区管理业务回款略有滞后, 租赁业务收入稳定性有待观察

园区管理业务由公司的二级子公司万载创投负责, 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”) 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。2023年公司园区管理费回款0.28亿元；截至2023年末，公司应收万载工业园管委会的园区管理费累计1.85亿元尚未实现回款，园区管理业务回款略有滞后。

2023年公司实现租赁收入0.82亿元，较上年有所增长。公司租赁业务收入来源于两部分，一部分由公司本部负责，租金收入来源于公司持有的投资性房地产及商业房产，成本为折旧费用，该部分收入易受租赁市场行情影响，未来收益存在不确定性。另一部分来源于子公司万投集团自建标准化厂房的出租收入及其部分自持商业的租金收入，标准厂房租金收入受宏观经济环境和当地产业引进政策的影响较大，稳定性有待观察。

#### （四）外部支持

##### 公司获得外部支持力度较大，有效提升了公司的资本实力和利润水平

公司作为万载县重要的城市基础设施建设投融资主体和国有资产运营主体，在资本注入和财政补贴方面获得地方政府较大的支持。2023年，万载县财政局向子公司万投集团拨付注资款2.00亿元计入资本公积，提升了公司资本实力；同期公司收到政府补助1.50亿元，占利润总额的74.34%，有效提升了公司的利润水平。

## 六、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下财务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2022年审计报告，经北京澄宇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告，公司财务报表均按照新会计准则编制。2023年公司合并范围无变化。

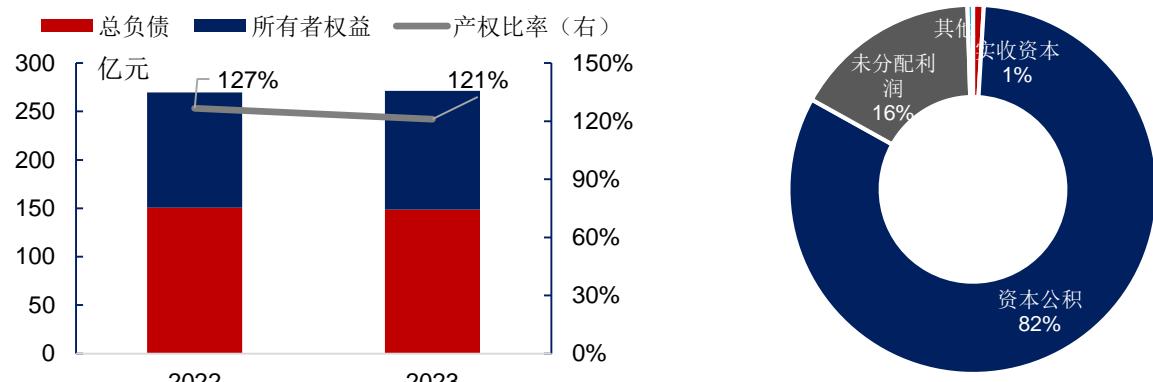
### 资本实力与资产质量

公司资产仍以待开发土地、代建项目形成的工程施工、房地产开发项目形成的开发成本和开发产品为主，代建项目的变现依赖于政府资金安排，房地产开发项目回款受市场行情影响较大，资产流动性较弱

2023年公司资产规模略有增长，得益于经营利润的积累及收到万载县财政局拨付的资本金2.00亿元，期末所有者权益有所增长，产权比率略有下降，但仍处于较高水平，权益对负债的保障程度较弱。截至2023年末，公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，其中资本公积为政府注入的土地和资本金。

图3 公司资本结构

图4 2023年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末公司资产主要由待开发土地、代建项目形成的工程施工和房地产开发项目形成的开发成本和开发产品构成。

随着公司代建项目和房地产开发项目的持续投入，2023年工程施工和开发成本分别增加4.45亿元和8.20亿元，新增投入房地产开发项目主要为幸福佳苑、荷塘小苑和墨香园等项目。2023年公司房地产项目完工面积和结转规模均较小，开发产品变动不大，2023年末为8.63亿元。截至2023年末，公司代建项目形成的工程施工余额为49.33亿元，代建项目的变现依赖于政府资金安排；房地产项目形成的开发成本和开发产品余额为44.21亿元，其回款情况受当地房地产市场行情影响较大；公司代建项目与房地产项目沉淀了大量资金，资产流动性较弱。

待开发土地仍为公司占比最大的资产，截至2023年末，公司待开发土地账面价值110.12亿元，较上年增加9.42亿元；待开发土地主要为招拍挂取得的住宅和商住用地，其中政府注入的住宅和商住用地账面价值为26.30亿元。公司账面还有两宗通过招拍挂取得的科教用地，账面价值0.12亿元，暂未给公司带来经营性收益。此外，公司土地中有账面价值为34.40亿元的土地因借款抵押或对外担保抵押而受限，影响了公司土地资产的流动性。

公司在建工程为万载县标准厂房建设项目，随着工程进度的推进，2023年新增投入0.70亿元，导致在建工程有所增加。公司应收账款主要对手方为万载县财政局和万载县工业园区管委会，回收风险较小，2023年末余额较上年基本保持稳定。公司其他应收款主要为应收万载县国企、事业单位和少部分民企的往来款，前五大应收对象金额占其他应收款比重为59.08%，其中应收江西省振泰房地产开发有限公司2.29亿元，2023年末计提坏账准备114.29万元，存在一定回收风险。2023年随着公司持有的南氏实业投资集团有限公司的私募可转债到期收回资金2.00亿元，期末其他非流动金融资产账面价值减少至1.06亿元，为对江西省信用担保股份有限公司的股权投资。

表10公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
待开发土地	110.12	100%	90.70	100%
在建工程	0.70	100%	0.50	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33.70	100%
其他应收款	2.29	100%	2.00	100%
其他非流动金融资产	1.06	100%	2.00	100%
存货	8.63	100%	8.33	100%
开发产品	44.21	100%	41.21	100%
待开发土地	26.30	100%	20.80	100%
在建工程	0.12	100%	0.05	100%
应收账款	34.40	100%	33	

货币资金	11.94	4.40%	30.15	11.19%
应收账款	7.82	2.88%	7.57	2.81%
其他应收款	21.61	7.96%	22.25	8.26%
存货	203.66	75.06%	181.60	67.39%
<b>流动资产合计</b>	<b>248.01</b>	<b>91.41%</b>	<b>244.66</b>	<b>90.79%</b>
固定资产	2.49	0.92%	2.52	0.93%
在建工程	12.69	4.68%	11.99	4.45%
其他非流动金融资产	1.06	0.39%	3.06	1.14%
投资性房地产	5.99	2.21%	6.16	2.28%
<b>非流动资产合计</b>	<b>23.31</b>	<b>8.59%</b>	<b>24.82</b>	<b>9.21%</b>
<b>资产总计</b>	<b>271.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>269.47</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

跟踪期内公司基础设施建设业务结算量大幅增加，房地产开发业务受交房进度影响收入存在一定波动，随着标准厂房投入运营租赁业务收入实现增长，政府补助有效提升了公司利润水平

公司营业收入主要来源于基础设施建设业务，2023年公司实现基础设施建设收入4.11亿元，较上年增长57.74%，主要系当年结算的工程项目数量增加所致。受项目建设进度影响，2023年房地产开发业务结转收入金额较上年大幅减少。2023年因标准厂房租金收入增加，租赁业务收入有所增长，园区管理业务收入较上年基本保持稳定。因毛利率较高的房地产开发业务收入结转规模有所下降，2023年公司综合毛利率下降7.44个百分点。公司房地产开发业务收入易受当地房地产市场景气度与工程建设进度影响，未来收入或存在一定波动。2023年公司收到政府补贴1.50亿元，占利润总额的74.34%，有效提升了公司的利润水平。

表11公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	6.04	6.27
营业利润	1.99	2.20
其他收益	1.50	1.06
利润总额	2.02	2.21
销售毛利率	19.81%	27.25%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

2023年公司仍以长期债务为主，总债务规模略有下降，现金短期债务比下降明显，EBITDA难以覆盖利息支出，面临一定偿债压力

2023年末公司总债务余额为104.59亿元，长短期债务比约为86: 14，以长期债务为主。从债务结构来看，公司债务主要为银行借款和债券融资，银行借款主要为抵押借款、质押借款和保证借款，授信方主要为中国农业发展银行万载县支行、国家开发银行江西省分行、赣州银行股份有限公司万载支行等，借款利率为4.10%-5.45%；应付债券为“PR万投01”、“22万投01”和“20万国资债”，票面利率为4.40%-6.30%。合同负债主要为房地产开发项目预售的购房款，2023年较上年增加0.79亿元，其他应付款主要为往来款，与上年变动不大。

**表12公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.80	1.88%	2.80	1.86%
应付账款	9.53	6.41%	8.74	5.80%
合同负债	16.73	11.26%	15.93	10.58%
其他应付款	14.16	9.53%	13.36	8.87%
一年内到期的非流动负债	11.56	7.78%	15.42	10.24%
<b>流动负债合计</b>	<b>58.94</b>	<b>39.67%</b>	<b>65.42</b>	<b>43.44%</b>
长期借款	71.00	47.79%	63.72	42.31%
应付债券	18.63	12.54%	21.45	14.24%
<b>非流动负债合计</b>	<b>89.63</b>	<b>60.33%</b>	<b>85.17</b>	<b>56.56%</b>
<b>负债合计</b>	<b>148.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>150.59</b>	<b>100.00%</b>
总债务	104.59	70.40%	109.39	72.64%
其中：短期债务	14.96	10.07%	24.22	16.08%
长期债务	89.63	60.33%	85.17	56.56%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，因货币资金陆续投入项目建设，2023年末现金短期债务比下降至0.80，货币资金不足以覆盖短期债务。因公司2023年房地产开发业务收入大幅下降，盈利能力有所下滑，期末EBITDA利息保障倍数进一步下降，EBITDA难以覆盖利息支出。总体来看，公司面临一定偿债压力。

截至2023年末，公司获得银行等金融机构授信额度合计115.05亿元，未使用授信额度19.70亿元，尚有一定流动性储备，考虑到公司的职能定位重要，预计未来其再融资渠道将保持畅通。

**表13 公司偿债能力指标**

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	54.75%	55.88%
现金短期债务比	0.80	1.24
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.67

资料来源：公司 2022-2023 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 表现对其经营和信用水平基本无重大负面影响

环境方面，根据公开查询信息和公司于 2024 年 06 月 20 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等情形受到政府部门处罚。

社会方面，根据公开查询信息和公司于 2024 年 06 月 20 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司未因违规经营、违反政策法规、产品质量与安全受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了由股东、党支部、董事会、监事会和经营层构成的现代法人治理结构。组织结构方面，公司根据业务需要，设综合管理部、资产管理部、风控法务部、监察审计部、投融资部和财务管理部 6 个部门，公司组织结构图见附录三。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2024 年 5 月 15 日）、子公司万投集团（报告查询日：2024 年 5 月 6 日）不存在未结清不良类信贷记录；公司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 2023 年末，公司对外担保余额为 49.65 亿元，占同期公司净资产规模的比重为 40.44%，被担保对象均为地方国企，均未设置反担保措施。总体来看，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

**表14 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	企业性质	担保余额	起止日期	是否有反担保
万载县建信项目管理有限公司	国有企业	36,625	2019/1/25-2028/1/24	无
万载县万锦建设发展有限公司	国有企业	50,632	2016/1/29-2031/1/28	无
万载县城鑫农业投资有限公司	国有企业	40,000	2016/5/31-2036/5/30	无
万载县赣西置业有限公司	国有企业	16,600	2018/4/16-2033/4/15	无
万载县万锦建设发展有限公司	国有企业	7,000	2019/9/3-2024/9/3	无
万载县万锦建设发展有限公司	国有企业	25,400	2019/12/30-2034/12/29	无
万载县城鑫农业投资有限公司	国有企业	13,700	2020/7/27-2034/7/26	无
万载县万锦建设发展有限公司	国有企业	27,900	2020/12/11-2035/11/19	无
万载县万兴投资集团有限公司	国有企业	48,500	2021/11/10-2026/11/9	无

万载县万锦建设发展有限公司	国有企业	18,000	2021/11/19-2026/11/18	无
万载县万锦建设发展有限公司	国有企业	19,000	2022/2/17-2039/1/20	无
万载县万兴投资集团有限公司	国有企业	7,920	2022/9/6-2036/9/6	无
万载县万锦建设发展有限公司	国有企业	33,600	2022/9/22-2036/9/21	无
万载万投建设工程有限公司	国有企业	10,000	2023/4/6-2024/4/5	无
万载县城鑫农业投资有限公司	国有企业	10,630	2023/5/25-2037/5/24	无
江西立万建设有限公司	国有企业	4,000	2023/6/27-2037/5/24	无
万载县万锦建设发展有限公司	国有企业	19,000	2023/10/10-2042/10/10	无
万载县城鑫农业投资有限公司	国有企业	54,000	2017/11/30-2035/11/29	无
万载县万锦建设发展有限公司	国有企业	54,000	2017/11/30-2035/11/29	无
<b>合计</b>	-	<b>496,507</b>		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、 外部特殊支持分析

公司是宜春市万载县政府下属重要企业，万载国资办持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，万载县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与万载县政府的联系非常紧密。万载国资办持有公司100%股权，公司董事会成员均由万载国资办任命，万载县人民政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对的控制权；公司业务基本来源于政府及相关单位，近年得到当地政府大力支持，预计未来与政府的联系将保持稳定。

(2) 公司对万载县人民政府非常重要。公司是万载县重要的基础设施建设和保障房建设投融资主体，在基础设施建设方面对当地政府的贡献很大；政府在付出一定努力和成本的情况下可以取代公司；公司是发债主体，其违约将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

### 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，根据《宜春市人民政府关于同意宜春市发展投资集团有限公司组建方案的批复》（宜府字[2014]70号），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1.2亿元。根据宜春市委、市政府颁布的《宜春市市本级政府投融资企业转型发展实施意见》文件规定，2017年11月至12月，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（以下简称“宜春创投”）的100%股权无偿划入宜春发投，同时，更名为现名。根据《关于优化推进市本级国资国企改革实施方案（试行）》（宜办字[2020]27号），宜春市将宜春交通投资集团有限公司（以下简称“宜春交投”）100.00%股权无偿划入宜春发投，于2021年12月29日完成工商变更，同时将宜春发投持有的宜春创投100.00%股权无偿划出，于2022年6月30日完成工商变更。2022年2月宜春市国资委将宜春发投10%股权划转给江西省行政事业资产集团有限公司。截至2024年3月末，宜春发投注册资本和实收资本均为20.00亿元，宜春市国资委持有宜春发投90%股权，为宜春发投的控股股东和实际控制人。

宜春发投主要从事城市基础设施建设、房地产开发、房屋出租和测绘等业务，近年宜春发投收入规模整体呈增长趋势。从收入构成来看，近年宜春发投工程建设业务收入占营业收入的比重均在70.00%以上，是收入的主要来源，房地产开发、房屋出租和测量图审等业务对收入形成补充。毛利率方面，近年宜春发投销售毛利率波动下降，其中2023年降幅较大主要系工程建设业务毛利率下降所致。

表15宜春发投营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	70.16	88.96%	7.51%	64.08	82.43%	14.91%	33.73	74.55%	9.04%
房地产开发	1.74	2.21%	3.47%	2.54	3.27%	13.22%	0.69	1.52%	15.77%
房屋出租	0.96	1.22%	72.63%	0.56	0.72%	75.03%	1.15	2.55%	60.30%
测量图审	1.40	1.78%	49.38%	0.32	0.41%	50.93%	0.42	0.92%	43.19%
贸易	1.53	1.94%	6.48%	5.45	7.01%	5.21%	4.64	10.27%	9.48%
其他	3.07	3.89%	9.79%	4.79	6.16%	17.75%	4.61	10.20%	2.26%
<b>合计</b>	<b>78.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.03%</b>	<b>77.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.93%</b>	<b>45.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.12%</b>

注：其他收入主要为物业管理、贸易业务、园林绿化、劳务服务等收入。

资料来源：宜春发投提供，中证鹏元整理

截至2024年3月末，宜春发投总资产为1,644.50亿元，所有者权益为593.90亿元；2023年度，宜春发投实现营业收入78.87亿元，实现利润总额10.90亿元。

表16宜春发投主要财务指标（单位：亿元）

项目	2024年3月	2023年	2022年	2021年
总资产	1,644.50	1,624.09	1,559.03	1,707.66
所有者权益	593.90	587.23	589.92	707.64
资产负债率	63.89%	63.84%	62.16%	58.56%
营业收入	9.03	78.87	77.74	45.24
其他收益	0.52	5.07	6.56	3.94
利润总额	0.48	10.90	15.50	7.85
销售毛利率	9.03%	9.03%	14.93%	10.12%

EBITDA	-	16.94	17.76	13.5
经营活动现金流净额	-11.98	-6.63	-15.80	-23.69
收现比	-	-	81.14%	95.08%

资料来源：宜春发投 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，宜发城投主体信用评级为AA+，其提供的保证担保能有效提升“20万国债/20万国资债”的安全性。

## 十、 结论

万载县近年经济总量保持较快增长，锂电新能源、新型建材等战略新兴产业的发展较快，但经济总量较小，财政实力偏弱。公司作为万载县重要的城市基础设施建设和保障性住房建设投融资主体，在县域范围内业务专营性强，虽然代建项目与房地产项目沉淀了大量资金，资产流动性较弱，商业类物业的去化进度缓慢，面临较大的资金压力、一定的偿债压力和或有负债风险；但基础设施建设业务可持续性较好且近年来受到外部支持力度较大，整体而言，公司具有一定的抗风险能力。此外，宜春发投提供的保证担保仍能有效地提升“20万国债/20万国资债”的安全性。

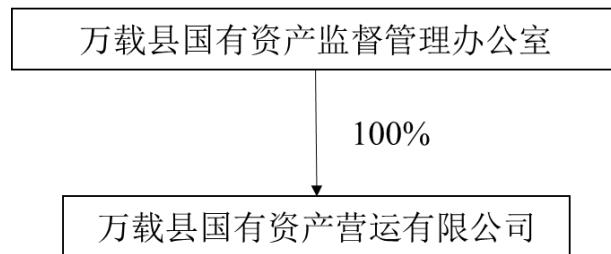
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20万国债/20万国资债”的信用等级为AA+。

## 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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	11.94	30.15	39.37
其他应收款	21.61	22.25	19.98
存货	203.66	181.60	154.75
流动资产合计	248.01	244.66	223.46
固定资产	2.49	2.52	2.52
在建工程	12.69	11.99	7.18
非流动资产合计	23.31	24.82	21.08
资产总计	271.33	269.47	244.54
短期借款	2.80	2.80	2.80
应付账款	9.53	8.74	7.99
合同负债	16.73	15.93	11.54
其他应付款	14.16	13.36	13.08
一年内到期的非流动负债	11.56	15.42	10.36
流动负债合计	58.94	65.42	51.15
长期借款	71.00	63.72	58.69
应付债券	18.63	21.45	21.19
非流动负债合计	89.63	85.17	79.88
负债合计	148.57	150.59	131.03
所有者权益	122.76	118.88	113.51
营业收入	6.04	6.27	6.41
营业利润	1.99	2.20	2.30
其他收益	1.50	1.06	0.94
利润总额	2.02	2.21	2.29
经营活动产生的现金流量净额	-10.30	-21.41	-19.38
投资活动产生的现金流量净额	0.00	2.24	1.15
筹资活动产生的现金流量净额	-2.51	7.00	14.67
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	19.81%	27.25%	24.19%
资产负债率	54.75%	55.88%	53.58%
短期债务/总债务	14.30%	22.14%	16.87%
现金短期债务比	0.80	1.24	2.43
EBITDA（亿元）	2.78	3.03	3.27
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.67	1.29

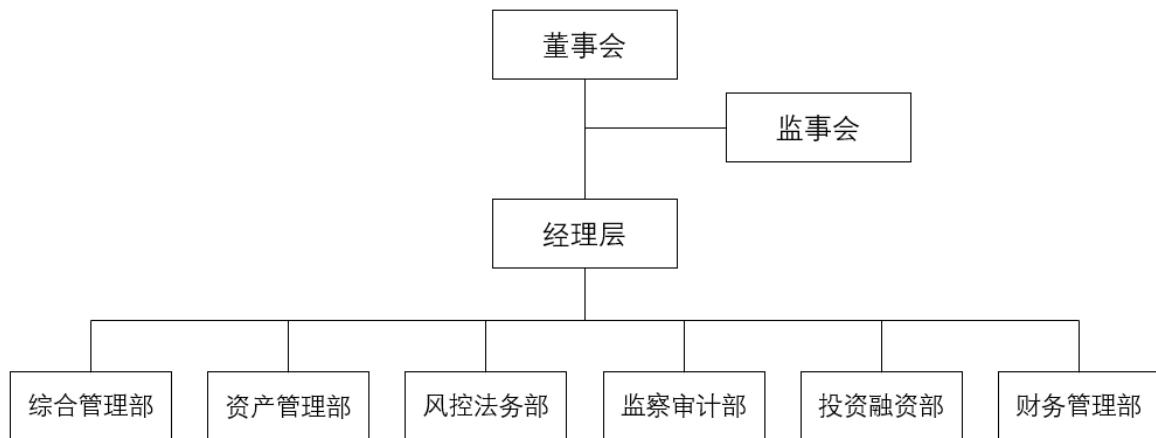
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例(%)		主营业务
		直接	间接	
万载投资发展有限公司	10.00	100.00		基础设施投资和建设
万载县城达建设投资有限公司	22.00	100.00	-	房地产开发
万载县城鸣房产销售有限公司	0.10	-	100.00	房产中介服务
万载县城瑞物业有限公司	0.06	-	100.00	物业管理
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
万载县聚丰建筑工程有限公司	0.30	-	100.00	工业与民用建筑工程施工
万载万鑫经济发展有限公司	0.10	-	51.00	人力资源等
万载县城乡建设发展投资有限公司	15.28	100.00		基础设施投资和建设
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
万载县城远建筑工程有限公司	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
万载县鼎实贸易有限公司	0.50	-	100.00	建筑材料贸易
江西城投弘睿物业服务有限公司	0.02	-	51.00	物业服务
万载县万锋投资有限公司	1.00	100.00	-	基础设施投资和建设
万载县鑫农产业扶贫开发有限公司	0.05	-	100.00	扶贫相关
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
万载县万宏房地产开发有限公司	1.00	100.00	-	房地产开发
万载万泰投资建设有限公司	2.25	100.00	-	建设工程施工
万载万卓人力资源统筹服务有限公司	0.30	100.00	-	互联网信息服务

资料来源：公司 2023 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	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/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	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。