

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)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

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)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
23萍创债/23萍乡创投债 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：萍乡市近年来积极推动产业转型升级，并取得一定的工作成效，新兴产业加速发展，战略性新兴产业增加值占比有所提升，而跟踪期内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的地位未变，在土地一级开发、基础设施建设项目等业务方面竞争力仍较强，业务范围覆盖萍乡市工业发展的主战场-萍乡经济技术开发区（以下简称“萍乡经开区”）；且 2023 年继续获得上级政府在财政补贴方面的大力支持，同时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仍有效提升本期债券的信用水平。但中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大的偿债压力、资金压力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，并且有望继续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 07 月 17 日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：张一鸣
zhangym@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	781.55	757.13	695.25	586.61
所有者权益	370.56	379.11	373.24	302.74
总债务	366.59	350.88	279.44	247.19
资产负债率	52.59%	49.93%	46.32%	48.39%
现金短期债务比	0.61	0.47	0.19	0.26
营业收入	4.81	40.62	36.15	28.62
其他收益	0.85	4.46	3.72	2.45
利润总额	-1.23	6.76	8.10	8.96
销售毛利率	0.99%	13.85%	19.28%	24.01%
EBITDA	--	8.65	9.93	9.06
EBITDA 利息保障倍数	--	0.62	0.52	0.73
经营活动现金流净额	0.91	6.97	0.71	-5.98

资料来源：公司 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

优势

- 近年来萍乡市积极推动产业转型升级，并取得一定的工作成效，新兴产业发展趋势良好。萍乡市产业结构以五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-水泥、红-烟花鞭炮、金-冶金）为主，为实现“最美转型城市”的战略目标，近年来以萍乡经开区为工业发展的主战场，推动产业转型升级，构建“1+2+N”主导产业结构，新兴产业加速发展，战略性新兴产业增加值占比有所提升，2023年战略性新兴产业营业收入占规上工业比重28.6%。
- 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，业务范围覆盖萍乡市工业发展的主战场-萍乡经开区，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，业务竞争力较强。截至2023年末，公司可供出售的土地资产与代建项目规模仍较大，业务可持续性较好。
- 跟踪期内公司继续获得上级政府在财政补助方面的大力支持。上级政府对公司提供的补助大幅提升了公司的盈利水平，2023年公司继续获得的政府补助金额为4.46亿元，占同期利润总额的65.92%。
- 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，三峡主体信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- 公司在建项目与土地资产变现速度受制于政府统筹安排，应收款项占用资金较大，资产流动性较弱。公司资产集中在应收款项、在建项目投入和土地资产上，截至2023年末，上述资产合计在总资产中的占比达到74.17%，其中公司与萍乡市财政局、萍乡市新区建筑安装总公司（以下简称“建安公司”）等单位的往来款账面余额较大，回收时间不确定，对营运资金形成明显占用；对在建项目投入成本与土地资产的资产流动性受制于政府结算安排等因素，变现速度较慢；并且公司自建项目众多，未来收益的实现尚存在不确定性。
- 公司仍面临一定的偿债压力与资金支出压力。2023年公司继续在基础设施建设项目与安置房项目投入资金，并且由于公司债务规模较大，利息负担较重，经营活动现金净流入不足以覆盖公司的资金需求，因此跟踪期内公司仍通过外部融资平衡资金缺口，2023年末总债务规模继续保持增长态势。考虑到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，且主要由公司自筹资金满足项目开支资金需求，未来融资压力仍较大。
- 公司面临一定的或有负债风险。截至2023年末，公司提供的对外担保数量和规模较大，共为10家公司提供了23.35亿元的对外担保，占同期末净资产的6.16%，其中对2个民企提供的对外担保余额合计0.20亿元，均未采取反担保措施，且被担保人江西省义耀贸易有限公司已被纳入失信被执行人，担保余额999.00万元，存在较大的代偿风险。

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	1,070.51	505.30	70.33
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	757.13	379.11	40.62
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	621.42	288.91	50.32
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	328.09	169.33	16.67

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2023年年度（末）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
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	经营&财务状况	经营状况	6/7
	ESG因素			财务状况	5/7
调整因素	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+

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 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

- 中证鹏元认为公司作为萍乡市重要的基础设施建设投融资主体, 在面临债务困难时, 萍乡市人民政府提供特殊支持的意愿极其强, 主要是考虑到公司业务范围覆盖萍乡市工业发展的主战场-萍乡经开区, 在萍乡经开区范围内的基础设施建设、土地一级开发、安置房建设等业务中占据主导地位, 公司所从事的业务对萍乡市实现“最美转型城市”的战略目标起到了助推作用, 对萍乡市人民政府非常重要; 并且作为发债主体, 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。同时, 中证鹏元认为萍乡市人民政府提供支持的能力很强, 主要是考虑到近年来推动产业转型升级, 战略性新兴产业增加值占比有所提升, 地区生产总值与财政收入呈现恢复性增长态势。

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
23萍创债/23萍乡创投债01	8.00	8.00	2023-7-13	2030-8-30

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2023年8月31日发行7年期（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）8.00亿元企业债券，募集资金原计划用于赣湘合作萍乡数字产业园（一期）建设项目与补充营运资金。截至2024年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为651.63元。

三、 发行主体概况

跟踪期内，公司实际控制人、控股股东、董监高、实收资本以及注册资本均未发生变动，截至2024年3月末，公司注册资本与实收资本仍为10.00亿元，控股股东与实际控制人仍为萍乡市国资委，持股比例51.00%。

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、土地一级开发等业务，业务范围覆盖萍乡市工业发展的主战场-萍乡经开区，是萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一。2023年公司新设两家子公司，分别为萍乡创新产业投资促进有限公司与萍乡经开区创新产业招商集团有限公司。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共27家，详见附录四。

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

萍乡地处湘赣边际，因煤立市，老工业基地之一，城镇化率高，但受制于生产开发空间小，经济规模亦较小；近年来萍乡市以萍乡经开区为工业发展的主战场，以实现“最美转型城市”为战略目标，积极推进产业转型，并取得一定的工作成效

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2023年末，常住人口180.16万人，城镇化率70.42%，省内排名靠前。

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：“转型阵痛期”下萍乡市地区生产总值规模与增速省内排名均靠后，经济发展水平较低。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过大，萍乡市地区经济总量省内排名靠后，并且作为老工矿城市，“转型阵痛期”下地区生产总值增长较慢，2021-2023年GDP增速均低于全省平均水平。从支出视角来看，受国家统计数据督查、数据核查等多重因素影响，萍乡市固定资产投资增速波动大，2023年调整为负增长，比上年下降7.5%，其中工业投资下降29.6%。社会零售消费品总额增速较快，2022-2023年均超过全省平均增速，分结构来看，限额以上单位商品零售额中大部分名录商品增速均较快，其中新能源汽车类商品在萍乡市新能源电动汽车推广应用项目的助力下，2022年大幅增长197.0%。从生产视角来看，萍乡三次产业结构为“三二一”，2023年三次产业结构占比为6.7:41.3:52.0，二三产业占比较高。

表1 2023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 (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
南昌市	-	4.1	-	500.18	270.81
赣州市	4,606.21	5.3	5.12	319.59	326.72
九江市	-	1.1	-	322.40	177.50
宜春市	3,467.50	3.7	7.00	290.02	187.35
上饶市	3,401.60	6.7	5.30	270.70	244.10
吉安市	2,735.07	3.7	6.21	204.83	106.75
抚州市	2,034.91	6.3	5.69	141.63	155.93
新余市	1,261.89	2.5	10.51	91.60	51.60
鹰潭市	1,282.25	7.0	11.12	108.56	73.10
景德镇市	1,201.10	3.5	7.41	90.30	213.41
萍乡市	1,151.66	3.0	6.38	112.20	-

注：（1）“-”为数据未公告；（2）人均GDP=2023年GDP/2022年末常住人口。

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

表2 萍乡市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	增长率	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值 (GDP)	1,151.66	3.0%	1,160.33	2.0%	1,108.30	8.30%
固定资产投资	-	-7.5%	-	7.8%	-	10.9%
社会消费品零售总额	438.51	6.8%	410.64	5.4%	389.78	17.3%
进出口总额	-	-	-	-	184.80	28.0%
人均 GDP (元)	63,796		64,201		61,386	
人均 GDP/全国人均 GDP	71.39%		74.85%		75.42%	

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取；2023 年人均 GDP=2023 年 GDP/2023 年末全市常住人口；

资料来源：萍乡市 2021-2022 年统计公报、萍乡市人民政府网站，中证鹏元整理

产业情况：萍乡市近年来持续推动资源枯竭城市转型升级，新动能产业培育工作取得一定成效，但高耗能传统产业占据主导地位，转型升级压力仍较大。萍乡市矿产资源丰富，以煤立市，作为老工业基地之一，培育出五大传统产业（煤炭、陶瓷、水泥、烟花鞭炮、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，一度占到萍乡工业经济总量的八成以上。然而经多年开采，萍乡市煤炭资源进入严重枯竭期，2008 年被列入全国首批资源枯竭型城市。为推动经济水平高质量发展，萍乡市“十三五”期间累计完成煤炭去产能 433 万吨，钢铁去产能 215 万吨，整顿退出花炮企业 328 家。

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，近年来萍乡市以萍乡经开区为工业发展的主战场，以实现“最美转型城市”为战略目标，积极推进产业转型。经多年摸索、调整，基于自身比较优势与产业定位，萍乡市委于 2023 年确立了以材料加工和装备制造产业集群为发展龙头，推动新材料、智能制造、食品、电子信息细分领域，以及湘赣边仓储物流基地、农产品加工基地“4+2”新动能培育，2023 年，“4+2”新动能中的智能制造产业、电子信息细分领域、食品产业规上工业增加值分别增长 21.0%、16.3% 以及 6.2%，材料加工、装备制造 2 个制造业集群增加值增速 4.2%，均高于全市规模上工业增加值 2.8% 的增速，有效拉动了全市工业经济的增长。但高耗能产业仍占据主导地位，2023 年五大传统产业产值占规上工业总产值比重 42.9%，传统产业转型升级压力仍然较大。

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。根据江西省人民政府 2022 年 5 月印发的《江西省推动湘赣边区域合作示范区建设行动方案》，要充分发挥萍乡市全境纳入湘赣边区域合作示范区的主体优势，以建设长株潭国家自主创新示范区的技术成果转化区和产业协作配套区为导向，依托湘赣合作产业园，加快转型升级步伐，深化与其他区域设施互通、产业协同、生态共治、服务共享等合作，建设联结湘赣两省的开放门户和新时代创新驱动转型升级标杆城市。国家产业转型升级示范区方面，萍乡市委对标江西省委确定的制造业重点产业链现代化建设“1269”¹行动计划，结合萍乡产业

¹ 所谓“1269”行动目标，即：电子信息、有色金属、装备制造、新能源、石化化工、建材、钢铁、航空、食品、纺织服装、医药、现代家具 12 条制造业重点产业链现代化水平全面提升，打造电子信息、铜基新材料、锂电和光伏新能源、钨和稀土金属新材料、航空、炼化一体化和化工新材料 6 个综合实力和竞争力强的先进制造业集群，全省规模以上工业营业收入年均增长 9% 左右，统筹制造业质的有效提升和量的合理增长取得明显成效。

发展实际,提出了“4+2”新动能培育方向,目标是到2026年,全面提升金属材料及资源循环利用、装备制造、节能环保、电子信息、新能源、花炮、建材、食品、服装家居、医药10条重点产业链现代化水平,打造材料加工、装备制造两个综合实力和竞争力强的先进制造业集群,规上工业营收达到1,620亿元,年均增长10%左右。

财政及债务水平:近年来萍乡市地方财政收入有所提升,但财政自给能力较弱,政府债务余额增速较快。受减税降费政策等多方面因素的叠加影响,2022年萍乡市一般公共预算收入同比下降1.4%,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%。2023年在税收收入增长带动下,一般公共预算收入同比增长4.8%。近年来萍乡市税收收入占比均低于70%,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,近年来萍乡市地方政府债务余额增速较快,2021-2023年复合增长率超过20%,2023年地方政府债务余额达572.12亿元,资金用途主要用于萍乡市区县的交通道路、污水管网等基础设施项目建设。

表3 萍乡市主要财政指标情况(单位:亿元)

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	112.20	107.11	108.63
税收收入占比	63.46%	60.22%	64.85%
财政自给率	34.45%	34.91%	37.46%
政府性基金收入	-	133.56	106.60
地方政府债务余额	572.12	486.09	366.63

注:(1)财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出;(2)萍乡市未披露2022年全市政府性基金收入,仅披露市本级政府性基金收入,上表中2022年政府性基金收入来源于萍乡市本级与各区县政府性基金收入合计数。

资料来源:江西省财政厅、萍乡市人民政府网站、萍乡市财政局,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,是未来萍乡工业发展的主战场,是承接萍乡市高端产业的主载体。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。萍乡经开区连续五年稳定在全国百强经开区行列,2022年全国排名第62位,比上前进12位。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。

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成建制委托至萍乡经开区管理,将与萍乡经开区相连、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,产业项目承载能力进一步增强。

五、经营与竞争

跟踪期内，公司作为萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一的平台地位未变，业务规模在同类型公司中位列第二，仅次于萍乡投发，在区域内业务竞争力仍较强；此外，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，较好的业务储备为后续业务的可持续性提供了有力支撑

跟踪期内，公司业务范围未变，仍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，此外还有部分商品房开发等业务。主要受贸易规模扩大等因素的影响，2023年公司营业收入规模保持增长。从收入结构来看，2023年贸易业务、土地业务收入以及商品房销售仍是公司营业收入的主要来源，合计占比93.26%。毛利润方面，土地业务收入与安置房业务收入盈利水平相对较高，2023年仍为公司毛利润的主要来源。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
贸易业务	16.70	41.13	1.50	11.19	30.96	0.20
土地业务	14.69	36.17	26.22	13.38	37.01	33.99
商品房销售	6.48	15.96	5.22	4.92	13.62	-4.80
安置房业务	2.16	5.31	49.26	6.27	17.35	38.84
项目代建	0.02	0.06	100.00	0.13	0.36	100.00
其他业务	0.57	1.38	17.53	0.25	0.70	27.23
合计	40.62	100.00	13.85	36.15	100.00	19.28

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，且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

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。公司土地业务包含两种业务模式，分别为土地转让业务模式与土地一级开发业务模式。

在土地转让业务模式下，公司及子公司汇翔建设将自有土地转让给萍乡经开区管委会等政府部门，由萍乡自然资源局及其下属单位根据有关部门出具的决议文件，办理土地收回、注销土地证等手续。

在土地一级开发业务模式下，根据公司、萍乡自然资源局下属部门单位萍乡市自然资源储备中心（以下简称“市资储中心”）、萍乡市财政局和经开区财政局2021年签订的《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出让土地后净收益确定。

受结算规模扩大的影响，2023年土地业务收入同比增长9.79%。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，2023年土地业务毛利率低于2022年水平。

截至2023年末，公司存货中仍有较大规模的土地资产可供开发，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。

表5 2022-2023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
2023年	DJF2023013	兴贤西路以南、吴楚西大道以东	83.40	29,549.55	354.31
	DJF2023016	兴贤西路以南、吴楚西大道以东	80.36	28,213.51	351.09
	合计	-	163.76	57,763.06	352.73
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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 2022-2023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
2023年	赣（2020）萍乡市不动产权第0018324号	宝鼎西路以南，中环西路以西	118.14	20,611.13	174.46
	赣（2020）萍乡市不动产权第0004662号	开发区尚贤西路和兴贤西路交叉口东北侧	102.87	38,513.97	374.39
	萍国用（2011）第91790号	开发区齐民路与紫云路交汇处	127.18	24,265.75	190.80
	萍国用（2013）第114867号	开发区吴楚北大道以南、尚贤中路以北	12.31	5,773.81	469.03
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	-	360.50	89,164.66	247.34
	合计	-	293.63	67,230.84	228.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（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，跟踪期内在建安置房总投资规模仍较大，业务可持续性较好，但项目建设资金由公司自筹，2023年安置房业务回款速度仍较慢

公司房地产业务由下属子公司汇恒置业负责。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）。

2023年公司安置房收入规模同比下降65.59%，主要原因是结算面积明显下降。毛利率方面，虽然受房地产行情等因素的影响，2023年政府结算单价有所下滑，但受结算的安置房建设成本相对较低的影响，2023年公司安置房结算业务的毛利率水平有所上升。

表7 2022-2023年公司安置房项目结算情况（单位：平方米、元/平方米、万元）

项目	2023年				2022年			
	面积	成本	单价	收入	面积	成本	单价	收入
鹅湖管理处	2,093.43	508.99	5,074.88	1,011.80	5,233.59	1,272.47	5,115.52	2,549.76
高丰管理处	890.12	208.93	5,074.88	430.21	651.6	149.67	5,115.52	317.45
横板管理处	2,056.89	490.38	5,074.88	994.14	6,856.31	1,634.61	5,115.52	3,340.34
清泉管理处	3,655.74	903.07	5,074.88	1,766.90	8,850.00	2,188.22	5,115.52	4,311.65
三田管理处	6,854.28	1,770.02	5,074.88	3,312.82	7,343.87	1,896.45	5,115.52	3,577.88
上柳源管理处	8,680.00	2,110.41	5,074.88	4,195.23	9,300.00	2,261.16	5,115.52	4,530.89
田中管理处	6,887.33	1,702.85	5,074.88	3,328.80	6,377.05	1,580.38	5,115.52	3,106.85
万新管理处	3,000.00	695.47	5,074.88	1,449.97	3,000.00	695.47	5,115.52	1,461.58
硖石管理处	3,850.00	936.07	5,074.88	1,860.79	5,500.00	1,337.24	5,115.52	2,679.56
周江管理处	6,679.97	1,623.32	5,074.88	3,228.57	38,498.72	9,420.87	5,115.52	18,756.29
高丰一期	-	-	-	-	7,122.78	2,368.71	5,115.52	3,470.16
清泉安置区	-	-	-	-	30,000.00	12,041.25	5,115.52	14,615.77
合计	44,647.76	10,949.51	5,074.88	21,579.24	128,733.92	36,846.49	5,115.52	62,718.18

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司存货中主要在建安置房项目尚需投入2.23亿元，未来可通过政府结算实现收入，但政府结算时间具有较大的不确定性，安置房业务回款情况不佳。

表8 截至2023年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	1.65	8.42
田中二期（二标段）	2.68	2.38	5.9
杨梅塘安置区（一期）	2.51	2.48	5.61
合计	16.73	14.50	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

跟踪期内受市场化楼盘萍湖湾交房的影响，2023年商品房销售业务扭亏为盈，且收入规模有所增长，但目前公司储备项目仍较少，仍需关注商品房业务的可持续性

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，盈利能力较弱，萍湖湾主要系市场化商品房。受益于萍湖湾陆续交房，2023年商品房业务扭亏为盈，且收入规模有所增长。截至2023年末，公司自营楼盘预收款项为13.90亿元，未来随着商品房项目的完工、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9 2022-2023年公司商品房结转情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2023年			2022年		
	面积	单价	收入	面积	单价	收入
汇恒小区	-	-	-	0.04	3,309.00	0.01
翠湖花园	8.50	4,009.52	3.41	13.69	3,586.92	4.91
萍湖湾	6.95	4,421.06	3.07	-	-	-
合计	15.45	4,194.76	6.48	13.73	3,586.12	4.92

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，跟踪期内在建项目总投资规模仍较大，业务持续性较好，但在建项目尚需较大规模投入，并且自营项目数量较多且规模大，未来收益实现存在不确定性，后续需关注代建项目的建设进度、结算及回款情况，以及自营项目的建设进度与运营效益情况

公司市政基础设施代建项目由子公司汇丰投资负责。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，2023年公司代建收入毛利率仍维持在100%，同时单个项目规模不大，收入规模较小。

表10 近年公司代建项目明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入
2023年	2020年创建工程（道路修补等）工程	74.68
	翠湖公园EPC建设项目设计费	68.47
	2020年创建工程（小区改造等）工程	58.45
	萍乡市光丰铁路电力线路迁改工程	21.61
	其他	0.79
合计		224.01
2022年	中环路（开发区段）工程	682.98
	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
	合计	1,308.18

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司尚有较大规模代建的基础设施项目投入成本待与政府结算，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，其中赣湘合作萍乡电子信息产业园一期建设项目系本期债券募投项目，自营项目“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，未来需关注相关项目建设进度、招商引资情况和租赁情况。

2023年末，公司主要的在建基础设施项目总投资109.05亿元，尚需投资41.84亿元，未来面临较大的资金压力。

表11 截至2023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
赣湘合作市级工业平台项目	15.00	8.80	自营
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	6.45	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	6.85	施工总承包
赣湘合作萍乡电子信息产业园一期建设项目	10.00	5.93	自营
萍乡创投科技产业园	10.00	5.75	自营
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	4.29	自营
合计	109.05	67.21	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司在政府补助方面继续获得较大力度的外部支持

作为萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一，2023年公司继续获得的政府补助金额为4.46亿元，占同期利润总额的65.92%，对利润水平形成了有效补充。

六、 财务分析

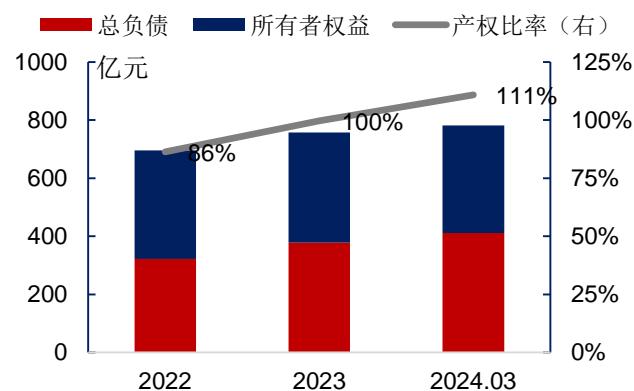
以下分析基于公司公告的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告以及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围新增2家子公司，分别为萍乡经开区创新产业招商集团有限公司与萍乡创新产业投资促进有限公司，纳入合并范围原因均为新设成立。跟踪期内合并范围无减少子公司情况。

资本实力与资产质量

跟踪期内，公司债务规模持续增加，所有者权益规模变动不大，综合影响下，财务杠杆水平有所提升；资产以公司与政府单位、当地国企的往来款、土地资产以及项目投入成本为主，其中项目投入成本与土地资产的变现情况受制于当地政府统筹安排，部分往来款账龄较长，对营运资金占用规模大，整体来看，资产流动性较弱。

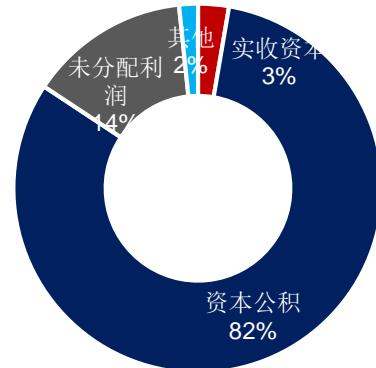
跟踪期内，为了满足公司在项目建设的投入所带来的资金需求，公司加大外部融资力度，债务规模持续扩张，所有者权益规模变动不大，综合影响下，2024年3月末产权比率较2022年末提升25个百分点至111%，所有者权益对债务的覆盖程度有所下降。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 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

图3 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年末公司资产规模较2022年末同比增长8.90%。公司资产主要由应收款项（应收的安置房结算款、萍乡市财政局与建安公司等单位的往来款）、存货（土地资产、代建项目投入成本）所构成，截至2023年末，上述资产合计在总资产中的占比为74.17%。

应收账款基本为应收萍乡市财政局的安置房结算款，其他应收款主要系公司与萍乡市财政局、建安公司等单位的往来款，坏账风险较低，但部分款项账龄较长，资金回收时间不确定，对营运资金占用规模大。存货包括开发项目与开发成本，开发项目主要系代建项目投入成本，开发成本主要为土地资产，土地性质主要包括商服、住宅与工业用地；截至2024年3月末，公司全部土地资产账面价值为188.91亿元，其中已抵押的土地71宗、账面价值合计108.53亿元，57.45%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，2023年末账面余额同比去年同期大幅增长，主要原因是长期借款资金集中年底到位，截至2023年末，16.77亿元货币资金因银行承兑汇票保证金、借款保证金、定期存款等原因受限。在建工程为公司在建的自营项目，2023年末账面余额大幅增加，主要系公司对赣湘合作产业园一期、赣湘合作市级工业平台项目及萍乡创投科技产业园投入增加所致。

受限资产方面，受限资产主要为因融资抵质押而受限货币资金与土地资产，截至2023年末，公司受限资产账面价值合计为128.17亿元，占总资产的16.93%，规模较大，整体来看，资产流动性较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	63.95	8.18%	54.59	7.21%	13.93	2.00%
应收账款	55.77	7.14%	56.65	7.48%	58.18	8.37%
其他应收款	181.36	23.21%	180.73	23.87%	199.88	28.75%
存货	396.72	50.76%	380.86	50.30%	358.01	51.49%
流动资产合计	704.84	90.19%	680.51	89.88%	637.80	91.74%
在建工程	37.44	4.79%	37.46	4.95%	20.37	2.93%
非流动资产合计	76.71	9.81%	76.62	10.12%	57.45	8.26%
资产总计	781.55	100.00%	757.13	100.00%	695.25	100.00%

资料来源：公司2022-2023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

盈利能力

2023年公司营业收入规模保持增长态势，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

公司主要业务包括基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设等，截至2023年末，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，业务持续性较好，受结算安排等因素影响，2023年相关业务规模均有所波动，营业收入增长主要靠贸易业务拉动。毛利率方面，主要受

低毛利的贸易业务占比提升的影响，2023年公司销售毛利率水平有所下降。

作为当地重要的基础设施建设主体之一，2023年公司继续获得政府给予的财政补助，2023年财政补贴是同期利润总额的65.92%。此外，跟踪期内公司对杭南长沪昆专高铁枢纽工程等项目的投资继续为公司带来一定规模的投资收益，2023年投资收益规模0.99亿元，是同期利润总额的14.64%，政府补助和投资收益是公司利润总额的有效补充。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024年1-3月	2023年	2022年
营业收入	4.81	40.62	36.15
营业利润	-1.24	6.81	8.11
其他收益	0.85	4.46	3.72
利润总额	-1.23	6.76	8.10
销售毛利率	0.99%	13.85%	19.28%

资料来源：公司2022-2023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

偿债能力

跟踪期内公司总债务规模继续增长，EBITDA利息保障倍数等偿债能力指标仍处于较低水平，偿债压力仍较大

受项目投资规模增加的影响，跟踪期内公司加大了对外融资的力度，债务规模保持增长态势，截至2024年3月末，总债务规模达到366.59亿元，系2022年末水平的1.31倍，在总负债中的占比达到89.20%。从债务期限结构来看，长期债务仍为公司的主要融资方式，偿债压力主要集中在长期，但主要受23萍乡创新CP001短期融资券、23萍乡汇丰SCP002短期融资券以及23萍创D1（体现在其他流动负债）等短期债务资金到位的影响，公司短期债务集中度有所上升。从各项债务类型来看，公司债务包括银行借款、债券融资、非标融资等，银行借款与债券融资系公司主要的融资方式，融资租赁、保理等非标融资合计在公司总债务占比不超过10%。从融资成本情况来看，银行借款多提供资产抵质押，综合融资成本相对较低，但公司部分非标债务融资成本偏高。

非经营性负债方面，合同负债主要为公司商品房业务所形成的预收房款，跟踪期内受翠湖花园与萍湖湾交房的影响，公司将预收房款确认为收入，因此2023年末合同负债账面余额有所减少。其他应付款主要为公司与萍乡经开区财政局、当地国企等单位的往来款，款项结算时间受政府统筹安排因素影响大。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	17.43	4.24%	17.09	4.52%	12.23	3.80%
应付票据	14.79	3.60%	14.54	3.85%	10.55	3.27%
应付账款	2.08	0.51%	2.04	0.54%	1.67	0.52%

合同负债	13.98	3.40%	13.90	3.68%	19.69	6.11%
其他应付款	23.78	5.79%	4.75	1.26%	13.62	4.23%
一年内到期的非流动负债	55.32	13.46%	66.13	17.49%	62.84	19.51%
其他流动负债	19.83	4.82%	19.82	5.24%	2.00	0.62%
流动负债合计	149.43	36.36%	142.40	37.67%	127.70	39.66%
长期借款	181.50	44.16%	170.02	44.98%	126.58	39.31%
应付债券	66.63	16.21%	42.89	11.35%	41.21	12.80%
长期应付款	13.42	3.27%	22.70	6.01%	26.53	8.24%
非流动负债合计	261.55	63.64%	235.62	62.33%	194.32	60.34%
负债合计	410.99	100.00%	378.02	100.00%	322.02	100.00%
总债务	366.59	89.20%	350.88	92.82%	279.44	86.78%
其中：短期债务	105.54	25.68%	115.76	30.62%	85.62	26.59%
长期债务	261.05	63.52%	235.12	62.20%	193.82	60.19%

资料来源：公司 2022-2023 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

跟踪期内受债务规模持续增加的影响，2023年末公司资产负债率水平有所提升；因债务规模较大，利息支出负担重，因此EBITDA利息保障倍数仍较低，主要受长期借款资金年底集中到位的影响，2023年现金短期债务比有所提升，但总体水平仍较低。整体来看，公司偿债压力仍较大。

跟踪期内公司经营活动现金流持续净流入，但公司债务还本付息和项目开支规模较大，经营活动现金流仍不足以弥补上述支出，预计未来公司仍有新增外部融资的需求。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，截至2023年末，公司共获得银行授信额度为379.52亿元，剩余未使用额度为81.41亿元，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15 公司偿债能力指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
资产负债率	52.59%	49.93%	46.32%
现金短期债务比	0.61	0.47	0.19
EBITDA 利息保障倍数	--	0.62	0.52

资料来源：公司 2022-2023 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

七、 其他事项分析

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，根据公司提供的相关说明文件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，根据公司提供的相关说明文件以及公开查询结果，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。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2021年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2024年4月2日）、汇丰投资（报告查询日为2024年4月2日）、汇翔建设（报告查询日为2024年4月2日）、汇恒置业（报告查询日为2024年5月6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2023年末，公司提供的对外担保数量和规模较大，公司共为10家公司提供了23.35亿元的对外担保，占同期末净资产的6.16%，且均未采取反担保措施，其中存在对民营企业的担保，合计0.20亿元，被担保方江西省义耀贸易有限公司已被纳入失信被执行人，公司对其担保存在较大的代偿风险。

表16 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保余额	担保到期日期	是否有反担保措施	企业性质
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	23,600.00	2027.12.30	否	国企
	9,000.00	2028.4.19		
	8,000.00	2030.2.25		
	7,987.46	2026.1.29		
	7,987.46	2026.1.30		
	1,657.29	2024.8.24		
萍乡市新区建筑安装总公司	15,200.00	2025.1.29	否	全民所有制
	15,000.00	2024.10.29		
	10,000.00	2024.1.10		
	10,000.00	2024.2.19		
	10,000.00	2024.6.24		
	10,000.00	2024.9.3		
	9,500.00	2024.2.20		
	9,000.00	2024.5.30		
	5,000.00	2025.6.25		

	4,000.00	2024.8.17		
	3,600.00	2024.1.13		
	3,000.00	2024.9.27		
	3,000.00	2024.6.27		
	2,000.00	2025.9.26		
	600.00	2024.10.31		
芦溪县浩康工业发展有限公司	30,000.00	2035.11.25	否	国企
江西省萍乡市湘通建设发展投资集团有限公司	13,000.00	2036.3.21	否	国企
江西汇达电业发展有限公司	8,110.10	2034.3.15	否	国企
萍乡市萍悦商业管理有限公司	6,251.71	2033.7.12	否	国企
萍乡市昌盛贸易有限公司	5,000.00	2024.6.18	否	国企
萍乡东豪矿业有限公司	1,000.00	2024.11.30	否	国企
江西省如利机械租赁有限公司	999.00	2024.12.14	否	民企
江西省义耀贸易有限公司	999.00	2024.12.14	否	民企
合计	233,492.02	-	-	-

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

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。公司由萍乡国资委和萍乡经开区管委会共同持股，且萍乡经开区管委会主任担任萍乡市委常委，公司根据萍乡市人民政府及其相关单位文件开展土地业务收入、安置房业务收入与代建收入，近年来在公司营业收入占比超过90%，因此萍乡市人民政府对公司经营战略和业务运营均具有绝对的控制权，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，是萍乡市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，政府需在付出一定的努力和成本的情况下才能取代公司；并且公司系公开发债主体，并且存续债余额较大，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。

中证鹏元认为萍乡市人民政府提供支持的能力很强。主要体现为：萍乡市产业转型工作已取得初步成效，战略性新兴产业已成为萍乡市工业经济增长的重要引擎，2023年，萍乡市智能制造产业、电子信

息细分领域、食品产业规上工业增加值分别增长21.0%、16.3%以及 6.2%，材料加工、装备制造2个制造业集群增加值增速4.2%，战略性新兴产业营业收入占规上工业比重达到28.6%， “4+2”新动能构建初具成效，为萍乡市的经济发展奠定了良好基础，近年来萍乡市地区生产总值与财政收入呈现恢复性增长态势。

九、本期债券偿还保障分析

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仍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2023年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，实缴资本为30亿元，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。

三峡担保的业务主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。截至 2023 年末，三峡担保的担保余额为 941.67 亿元，其中债券类担保余额占比为 67.72%；融资担保责任余额 704.33 亿元，同比增长 42.33%，期末融资担保责任余额放大倍数增长至 8.56。

表17 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
当期担保发生额	489.17	584.35	658.33
其中：债券类担保	115.15	178.90	192.48
借款类担保	190.66	153.61	315.59
其他融资担保	0.00	4.50	0.00
非融资担保	183.36	247.34	150.26
当期解除担保额	500.29	532.67	605.66
期末担保余额	941.67	952.79	901.12
其中：债券类担保余额	637.66	684.96	651.32
借款类担保余额	185.89	161.04	165.98
其他融资担保	3.68	4.17	1.25

非融资担保余额	114.45	102.63	82.57
融资担保责任余额	704.33	494.87	480.20
融资担保责任余额放大倍数 (X)	8.56	7.19	8.49

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、四川、山东、湖北、湖南和江西等地，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，需关注该类客户信用风险的变化情况。另外，随着一揽子化债方案和国办“35号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定业务转型压力。

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。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 2023 年末，三峡担保的借款类担保余额为 185.89 亿元，同比增长 15.43%。

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保持增长，2023 年非融资担保发生额为 183.36 亿元，期末余额为 114.45 亿元，同比增长 11.60%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，2023 年发生代偿 4.75 亿元，同比下降 29.10%，当期回收 2.22 亿元，同比小幅上涨。截至 2023 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 1.29% 和 42.23%，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。截至 2023 年末，三峡担保的担保风险准备金合计为 35.24 亿元，同比增长 1.26%；拨备覆盖率为 353.86%。

表18 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	130.60	119.83	110.25
其中：货币资金	21.69	18.20	18.09
应收代偿款净额	9.31	10.56	9.28
所有者权益合计	91.87	78.63	66.85
营业收入	17.43	15.13	12.95
其中：已赚担保费	12.74	11.34	9.04
利息收入	3.97	3.32	3.31
净利润	4.71	4.49	3.76
净资产收益率	5.52%	6.17%	5.57%

累计担保代偿率	1.29%	1.34%	1.35%
累计代偿回收率	42.23%	40.19%	40.87%
拨备覆盖率	353.86%	318.36%	285.00%

资料来源：三峡担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，三峡担保的资产总额为 130.60 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 21.69 亿元、40.70 亿元、41.16 亿元和 9.31 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 2023 年末，委托贷款和债券投资的账面价值分别为 3.13 亿元和 32.68 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.11 亿元和 0.05 亿元，考虑到逾期委托贷款计提减值的金额较大，需关注委托贷款的信用风险。截至 2023 年末，三峡担保本部 I 级、II 级资产之和占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 84.95%，其中 I 级资产占比为 67.65%；III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 14.58%。三峡担保 I 级资产占比较高，资产流动性良好。

截至 2023 年末，三峡担保的负债总额为 38.74 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 12.01 亿元、16.98 亿元、1.69 亿元和 1.68 亿元，其中其他应付款主要包括暂收应收款项 0.93 亿元和应付借款 0.70 亿元。

截至 2023 年末，三峡担保的所有者权益合计 91.87 亿元，其中实收资本为 51.00 亿元，其他权益工具中永续债 20.45 亿元，资本实力较强。2023 年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为 8.56，较 2022 年末有所上升。

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持续增长，2023 年三峡担保实现营业收入 17.43 亿元，同比增长 15.20%；其中已赚担保费的收入占比为 73.09%，当期实现净利润 4.71 亿元，净资产收益率为 5.52%，同比下降 0.25 个百分点。

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；近年来三峡担保已赚担保费持续上升，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，累计代偿回收率不高，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

近年来萍乡市以萍乡经开区为工业发展的主战场，以实现“最美转型城市”为战略目标，推动产业转型升级，新兴产业发展较好，地区生产总值与财政收入保持增长。公司是萍乡市重要的基础设施投融资主体之一，业务范围覆盖萍乡经开区，在萍乡经开区范围内的基础设施建设、土地一级开发、安置房建设等业务中占据主导地位。虽然公司资产流动性较弱，对在建项目和安置房项目资金支出压力大，总债务规模持续增长，且面临一定的或有负债风险，但考虑到公司所从事的业务对萍乡市实现“最美转型城市”战略目标起到了助推作用，且业务可持续性较好，在区域内有较强的业务竞争力；同时作为萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一，跟踪期内公司继续获得上级政府在财政补贴方面的大力支持，盈利水平大幅提升。

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“23萍创债/23萍乡创投债01”的信用等级为AAA。

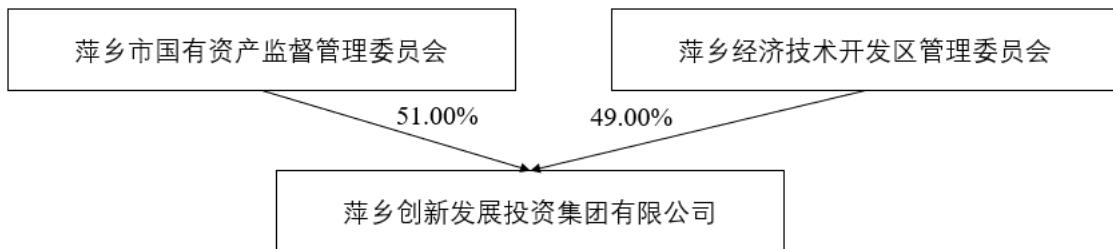
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	63.95	54.59	13.93	17.24
应收账款	55.77	56.65	58.18	50.30
其他应收款	181.36	180.73	199.88	188.51
存货	396.72	380.86	358.01	302.74
流动资产合计	704.84	680.51	637.80	562.83
固定资产	0.08	0.08	0.07	0.08
在建工程	37.44	37.46	20.37	3.17
非流动资产合计	76.71	76.62	57.45	23.78
资产总计	781.55	757.13	695.25	586.61
短期借款	17.43	17.09	12.23	5.16
应付票据	14.79	14.54	10.55	10.00
应付账款	2.08	2.04	1.67	0.51
合同负债	13.98	13.90	19.69	22.60
其他应付款	23.78	4.75	13.62	5.09
一年内到期的非流动负债	55.32	66.13	62.84	52.13
其他流动负债	19.83	19.82	2.00	2.26
流动负债合计	149.43	142.40	127.70	103.68
长期借款	181.50	170.02	126.58	101.21
应付债券	66.63	42.89	41.21	49.02
长期应付款	13.42	22.70	26.53	29.96
非流动负债合计	261.55	235.62	194.32	180.20
负债合计	410.99	378.02	322.02	283.88
所有者权益	370.56	379.11	373.24	302.74
营业收入	4.81	40.62	36.15	28.62
营业利润	-1.24	6.81	8.11	8.97
其他收益	0.85	4.46	3.72	2.45
利润总额	-1.23	6.76	8.10	8.96
经营活动产生的现金流量净额	0.91	6.97	0.71	-5.98
投资活动产生的现金流量净额	-0.14	-41.26	-45.83	-0.07
筹资活动产生的现金流量净额	11.16	65.28	43.39	-0.64
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	0.99%	13.85%	19.28%	24.01%
资产负债率	52.59%	49.93%	46.32%	48.39%
短期债务/总债务	28.79%	32.99%	30.64%	27.22%
现金短期债务比	0.61	0.47	0.19	0.26
EBITDA（亿元）	--	8.65	9.93	9.06

EBITDA 利息保障倍数	--	0.62	0.52	0.73
---------------	----	------	------	------

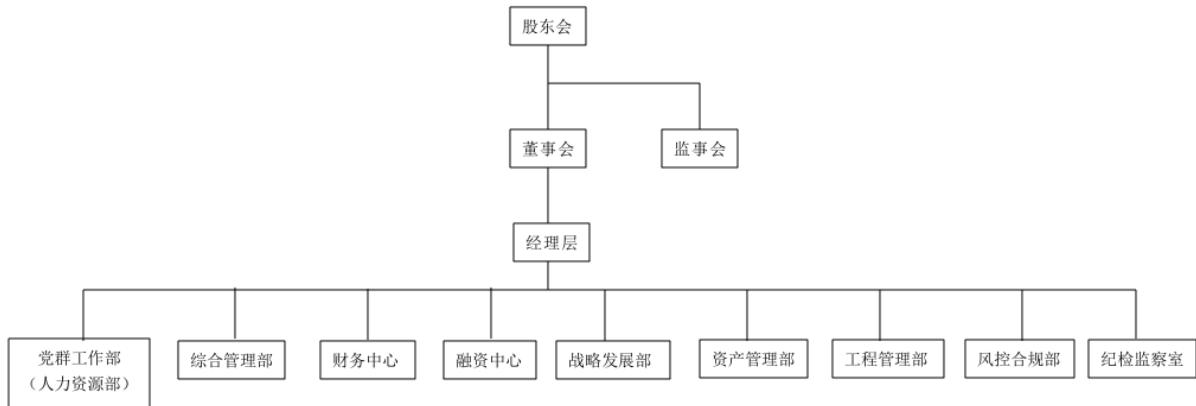
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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 末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
萍乡市赣湘产业园区发展有限公司	商务服务业	100.00	划拨
萍乡创新智慧城市运营管理有限公司	商务服务业	100.00	设立
萍乡创新科技产业发展有限公司	科技推广和应用服务业	100.00	设立
萍乡创新发展建设工程有限公司	建筑装饰、装修和其他建筑业	99.95	设立
江西汇恒控股管理有限公司	商务服务业	100.00	划拨
江西汇恒置业有限公司	房地产业	100.00	划拨
萍乡市汇恒投资管理有限公司	商务服务业	100.00	划拨
萍乡汇发商业管理有限公司	商务服务业	100.00	设立
萍乡市汇恒物业管理服务有限公司	房地产业	100.00	划拨
萍乡市汇茂建材贸易有限公司	批发业	100.00	购买
萍乡市汇清科技投资有限公司	公共设施管理业	49.46	划拨
萍乡新澳环保科技有限公司	生态保护和环境治理业	100.00	设立
萍乡市汇丰投资有限公司	房地产业	96.28	划拨
萍乡市建宇置业有限公司	房地产业	91.77	划拨
萍乡市汇辉建筑有限公司	建筑业	100.00	设立
萍乡市汇怡建设发展有限公司	建筑业	96.28	划拨
萍乡市海新建筑有限公司	建筑业	96.28	设立
萍乡市汇隆实业有限公司	商务服务业	50.97	划拨
江西汇隆康健医疗管理有限公司	商务服务业	100.00	划拨
萍乡市云雾建设发展有限公司	批发业	100.00	设立
萍乡市创源自然资源发展有限公司	生态保护和环境治理业	90.00	设立
萍乡市汇翔建设发展有限公司	商务服务业	93.64	划拨
萍乡致远私募股权投资基金（有限合伙）	商务服务业	80.00	设立
萍乡经开区创新产业招商集团有限公司	商务服务业	100.00	设立
萍乡创新产业投资促进有限公司	商务服务业	100.00	设立
萍乡市悦恒市政工程有限公司	建筑业	100.00	划拨
江西振兴发展汇翔一号投资中心(有限合伙)	商务服务业	99.997	设立

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
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。