

2014 年江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【303】号 01

债券简称：14 萍昌盛债
/PR 萍昌盛

增信方式：土地使用权
抵押

债券剩余规模：2.0 亿元

债券到期日期：
2021 年 5 月 22 日

债券偿还方式：每年付
息一次，自债券发行后
第 3 年末起，每年分别
按照债券发行总额的
20%偿还债券本金

分析师

姓名：
邓凌宇 蒋申

电话：
0755-82872940

邮箱：
dengly@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2014 年江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 20 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司（以下简称“萍乡昌盛”或“公司”）及其 2014 年 5 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到较好的外部环境为公司发展提供了良好基础，公司基础设施建设业务可持续性较好，并且获得的外部支持仍然较大，同时土地使用权抵押担保仍有效提升了本期债券的信用水平。但是中证鹏元也关注到公司资产流动性偏弱，经营活动现金流表现较差，面临的资金压力较大，偿债压力加大，且对外担保存在或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年萍乡市全市实现地区生产总值 1,009.05 亿元，较上年增长 8.7%；湘东区实现地区生产总值 184.69 亿元，固定资产投资同比增长 10.3%。区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司基础设施建设业务可持续性较好。截至 2018 年末，公司主要在建基础设施项目预计总投资 110.92 亿元，大部分已签订代建或回购协议，建设项目投资规模较大，未来业务可持续性较好。
- 2018 年公司获得的外部支持仍然较大。2018 年地方政府继续通过资产注入（主要为货币资金 8.21 亿元，其余为公司股权和土地）以及财政补贴继续给予了公司较大支持，资产注入增加的资本公积和补贴金额分别为 8.50 亿元和 2.41 亿元。

- **土地使用权抵押担保仍有效提升了本期债券信用水平。**公司以 67.13 万平方米的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，抵押资产评估价值为 16.95 亿元（评估基准日：2016 年 10 月 15 日）。截至 2019 年 5 月末，抵押资产评估价值为本期债券本金余额及一年利息之和的 7.84 倍，有效地提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产整体流动性偏弱。**截至 2018 年末，公司应收款项（应收账款、其他应收款和长期应收款）和存货账面价值在总资产中的占比分别达到 31.73% 和 52.58%。其中，土地资产账面价值为 85.82 亿元，已抵押的土地账面价值占比为 48.92%；工程施工、开发成本和开发产品账面价值合计为 22.23 亿元。
- **公司经营活动现金流表现较差，且在建项目资金需求较高、资金压力较大。**近年公司经营活动产生的现金流呈持续净流出状态，2018 年净流出 1.52 亿元；截至 2018 年末，公司主要在建项目仍需投资 38.83 亿元，使公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模继续增加，偿债压力加大。**2018 年末公司有息债务规模达 84.72 亿元，较上年末增长 25.44%，占负债总额的 83.34%；EBITDA 利息保障倍数由上年的 1.65 下降至 1.27，整体偿债压力加大。
- **公司对外担保存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司为江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司提供了 3 笔担保，担保余额合计 9.12 亿元，占 2018 年末公司净资产的 8.78%，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,054,964.75	1,772,609.91	1,271,436.01
所有者权益	1,038,421.91	936,486.10	921,205.40
有息债务	847,177.61	675,382.38	315,457.85
资产负债率	49.47%	47.17%	27.55%
流动比率	7.14	8.86	18.84
营业收入	417,563.65	244,536.84	239,108.95
其他收益	24,132.69	20,179.34	0.00
利润总额（万元）	18,421.19	15,723.79	54,651.96
综合毛利率	7.94%	6.95%	27.27%
EBITDA（万元）	60,080.33	39,311.50	65,306.29
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.65	4.41
经营活动现金流净额（万元）	-15,178.34	-303,481.38	-392,670.78

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

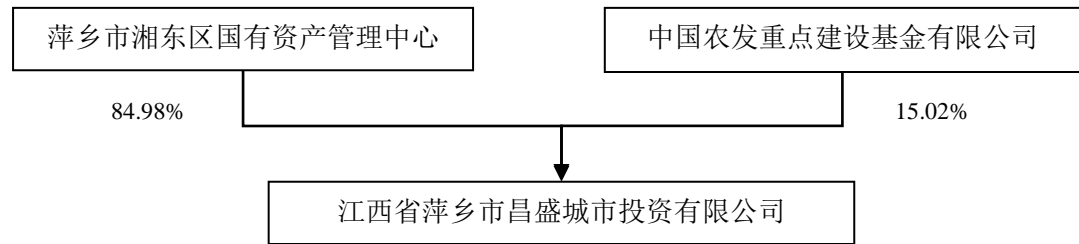
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年5月22日发行了7年期5亿元公司债券，募集资金用于萍乡市麻山新区（一期）建设项目。截至2018年末，本期债券募集资金专项账户余额为60.22万元。

二、发行主体概况

2018 年公司名称、控股股东、实际控制人、注册资本和实收资本未发生变化。截至2019年4月末公司注册资本为242,400.00万元，实收资本为228,700.00万元，股权关系如图1所示。

图1 截至2019年4月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年度公司主营业务未发生变化，新增纳入公司合并范围子公司2家，如下表所示。截至2018年末，纳入公司合并范围子公司共6家，具体情况详见附录三。

表1 2018年末公司新纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
萍乡市东荣建筑工程有限公司	100%	5,000.00	建筑施工	新设成立
萍乡市旺盛供水有限公司	100%	45.00	工业供水以及工业用水管道安装、维护及维修，服务	政府注入

资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当

建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通

	对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)		过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年萍乡市经济持续增长,经济实力进一步增强

2018年,萍乡市实现地区生产总值(GDP)1,009.05亿元,比上年增长8.7%。其中,第一产业增加值59.36亿元,增长3.6%;第二产业增加值469.27亿元,增长8.1%;第三产业增加值480.42亿元,增长10.4%。三次产业结构由上年的5.4:50.3:44.3调整为5.9:46.5:47.6;三次产业对经济增长的贡献率分别为2.2%、52.0%和45.8%,第二、第三产业贡献率较上年分别提升0.5和0.3个百分点。2018年人均生产总值52,307元,比上年增长8.2%,为全国人均GDP的80.92%,经济发展水平一般。

工业方面,2018年萍乡市实现工业增加值394.97亿元,比上年增长8.3%,增速保持稳定,占生产总值比重为39.1%;其中,规模以上工业增加值增长8.6%。分行业看,供应业规模以上工业增加值增长12.5%,制造业规模以上工业增加值增长8.7%,高新技术产业增加值增长10.7%,占规模以上工业增加值比重为33.5%;装备制造业增加值增长20.3%;战略性新兴产业增加值增长18.9%,占规模以上工业增加值比重为15.9%,新兴产业发展较快。

2018年萍乡市完成固定资产投资比上年增长10.5%。分产业看,第一产业投资下降33.0%;第二产业投资增长11.4%,其中工业投资增长11.4%,占全部投资的54.2%;第三产业投资增长13.2%。基础设施投资增长20.3%,占全部投资的26.8%。房地产开发投资比上年增长2.8%,其中,住宅投资增长12.0%。消费方面,社会消费品零售总额384.83亿元,

比上年增长10.9%。对外贸易方面，全市货物进出口总值112.67亿元，比上年增长9.4%。其中，出口值111.19亿元，增长11.0%。

表3 萍乡市主要经济数据（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,009.05	8.7%	1,070.50	8.9%
第一产业增加值	59.36	3.6%	57.46	4.0%
第二产业增加值	469.27	8.1%	538.63	8.1%
第三产业增加值	480.42	10.4%	474.41	10.8%
工业增加值	394.97	8.3%	474.09	8.4%
固定资产投资	-	10.5%	1,311.90	12.8%
社会消费品零售总额	384.83	10.9%	379.15	12.2%
进出口总额	112.67	9.4%	102.98	12.9%
存款余额	1,203.71	7.7%	1,117.44	18.7%
贷款余额	847.85	17.1%	723.86	17.1%
地区人均 GDP（元）		52,307		55,767
地区人均 GDP/全国人均 GDP		80.92%		94.20%

注：经济增速按可比价格计算。

资料来源：萍乡市 2017-2018 年国民经济与社会发展统计公报

根据《关于萍乡市2018年全市和市级预算执行情况与2019年全市和市级预算草案的报告》，2018年萍乡全市公共财政收入完成99.7亿元，同比下降2.9%，其中税收收入67.59亿元，占比67.79%；公共财政支出完成245.3亿元，同比增长9.0%，财政自给率为40.64%，财政自给能力较弱。因土地成交量增加，2018年市本级政府性基金收入完成35.91亿元，同比增长148.9%。

湘东区经济继续保持较快增长，经济实力不断增强

2018年萍乡市湘东区实现生产总值184.69亿元，其中第一产业增加值13.29亿元，同比增长4.0%；第二产业增加值84.93亿元，同比增长8.0%；第三产业增加值86.47亿元，同比增长11.0%。规模以上工业增加值同比增长8.0%；固定资产投资同比增长10.3%；社会消费品零售总额55.40亿元，同比增长11.1%。

表4 湘东区主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	184.69	8.7%	224.35	8.9%
第一产业增加值	13.29	4.0%	-	-

第二产业增加值	84.93	8.0%	-	-
第三产业增加值	86.47	11.0%	-	-
固定资产投资	-	10.3%	265.82	13.0%
社会消费品零售总额	55.40	11.1%	54.63	12.7%

注：经济增速按可比价格计算。

资料来源：湘东区政府网站，中证鹏元整理

根据湘东区财政局提供的数据，2018年湘东区完成公共财政收入11.98亿元，同比下降17.6%，其中税收收入8.07亿元，在公共财政收入中的占比为67.36%；公共财政支出38.62亿元，财政自给率为31.02%，自给程度较低。2018年湘东区土地出让量较少，以国有土地使用权出让为主的政府性基金收入为4.04亿元，较上年减少74.4%，仅为预算数的24.8%。

四、经营与竞争

公司是萍乡市湘东区重要的城市开发建设主体，主要负责湘东区范围内基础设施投资与建设、土地开发整理等业务。近年公司营业收入主要来源于基础设施项目收入和土地整理转让收入，2018年公司实现营业收入41.76亿元，同比增长70.76%；其中，基础设施项目收入39.40亿元，同比增长61.15%；2018年政府将公司13块土地按照成本价收回，实现土地整理转让收入2.30亿元。另外，公司还有旅游咨询服务、劳务收入和供水收入，该部分收入较少，对整体收入规模影响不大。其他业务收入主要为房屋租赁，因房屋折旧和其他相关支出较高，毛利亏损。

毛利率方面，2018年公司基础设施项目业务的毛利率受具体项目的结算费率影响，较上年提升1.61个百分点；政府将公司13块土地按照成本价收回，土地整理收入未实现毛利；旅游咨询服务、劳务和供水业务毛利大幅亏损，主要系子公司相关收入减少而人工成本较高。基础设施项目收入的毛利率回升，带动公司2018年综合毛利率由上年的6.95%升至7.94%。

表5 公司营业收入构成（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施项目收入	394,009.44	8.63%	244,501.15	7.02%
土地整理转让收入	23,037.68	0.00%	-	-
旅游咨询服务收入	30.63	-89.14%	22.00	-166.81%
劳务收入	45.16	-399.72%	13.69	-999.91%
供水收入	87.61	-27.89%	-	-

主营业务收入小计	417,210.52	8.10%	244,536.84	6.95%
其他业务收入	353.13	-177.07%	-	-
合计	417,563.65	7.94%	244,536.84	6.95%

资料来源：公司2017-2018审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施项目代建项目较多，未来业务可持续性较好，但在建项目投资规模较大，面临较大的资金支出压力

公司作为萍乡市湘东区重要的基础设施建设主体，承建了湘东区大量的基础设施建设项目。基础设施建设项目主要通过委托代建方式和回购进行投资与建设。委托代建即公司与湘东区人民政府签订委托代建协议，协议约定在项目建设期内，湘东区人民政府每年按照经审核确认的工程进度和实际成本向公司支付代建工程款，并在此基础上加成一定比例作为公司的代建服务费，各项目费率根据具体协议有所不同。回购即公司与湘东区人民政府签订回购合同，约定湘东区人民政府按项目总投资的一定比例支付服务费，在约定的付款期限内向公司按年度支付回购款（含项目成本和服务费），其余资金由公司筹措，服务费率根据具体项目的协议确定。

从实际操作上看，部分项目每年末由湘东区人民政府委托湘东区财政局进行工程结算，公司根据工程结算单将代建工程款和代建服务费共同确认为基础设施项目收入；2017-2018年签订的棚改项目以回购模式为主，公司根据工程进度单按完工百分比法确认成本和收入。

2018年公司确认收入的主要项目包括滨河新区棚户区改造、萍乡市麻山新区（一期）建设项目（本期募投项目）、湘东区城区基础设施建设、湘东区城区基础设施建设项目（一期）、麻山旅游基础设施建设项目、湘东至麻山道路项目等，合计39.40亿元，各个项目根据协议的不同毛利率有所差异，从4%至16%不等，整体毛利率为8.63%。

表6 2018年公司基础设施项目收入确认情况（单位：万元）

项目名称	结转成本	确认收入	毛利率
萍乡市麻山新区（一期）建设项目	52,941.83	59,109.81	11.65%
湘东区城区基础设施建设	31,349.00	32,773.95	4.55%
湘东区城区基础设施建设项目（一期）	27,740.85	29,758.36	7.27%
麻山旅游基础设施建设项目	25,284.74	26,195.90	3.60%
湘东至麻山道路项目	20,058.87	23,218.43	15.75%
下埠镇采煤沉陷区综合治理项目	12,650.00	13,509.74	6.80%
旧城区棚户区改造一期	10,605.00	11,325.63	6.80%
五里至桐田公路建设	9,876.73	11,315.09	14.56%
陶瓷产业基地西区扩区工程	10,000.00	10,679.30	6.79%

陶瓷产业基地（三期）	7,150.00	8,191.26	14.56%
城区路网工程	6,183.66	6,904.09	11.65%
其他（回购）	140,427.97	154,624.08	10.11%
合计	360,003.14	394,009.43	8.63%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司拥有萍乡市麻山新区（一期）建设项目（本期债券募投项目）、麻山新区建设二期、陶瓷产业基地西区扩区工程、旧城区棚户区改造二期项目（“17 萍昌盛债”募投项目）等二十余个主要在建项目，大部分采用委托代建或回购模式。

2018 年公司与湘东区房产管理局签订了《湘东河洲棚户区片区（城中村）改造项目政府购买服务合同》和《湘东区棚户区（城中村）改造项目政府购买服务合同》。其中，湘东河洲棚户区片区（城中村）改造项目建设期限为 2018 年元月至 2018 年末，约定湘东区房产管理局按项目总投资的 3% 支付服务费，政府购买服务款合计 188,037 万元（含项目投资、财务成本和服务费），由湘东区财政资金拨付，在 20 年内向公司按年度支付，其余资金由公司筹措。湘东区棚户区（城中村）改造项目建设期为 2018 年元月至 2019 年 12 月，服务费和支付方式与上述合同相同，服务款合计 150,302 万元。

截至 2018 年末，公司主要在建项目，预计总投资 110.92 亿元，已完成投资 70.90 亿元，未来尚需投资 38.83 亿元。公司目前基础设施建设项目投资规模较大，未来业务可持续性较好，但收入回款情况易受到财政预算以及项目结算时点的不确定性而存在波动，同时随着项目建设进度的不断推进，公司将面临较大的资金压力。

表7 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	业务模式
萍乡市麻山新区（一期）建设项目	151,262.00	131,397.37	19,864.63	代建
滨河新区棚户区改造	284,196.38	128,659.00	155,537.38	回购
湘东区城区基础设施建设项目	125,396.00	112,904.17	12,491.83	代建
麻山旅游基础设施建设项目	72,242.00	69,244.89	2,997.11	代建
湘东区城区基础设施建设项目一期	69,352.00	62,989.68	6,362.32	代建
湘东区棚户区（城中村）改造项目	126,362.00	29,001.08	125,173.00	回购
陈广线公路改建工程	27,920.00	24,970.97	2,949.03	代建
陶瓷产业基地（三期）	28,600.00	22,027.26	6,572.74	代建
麻山冷潭湾防洪工程项目	25,670.00	5,700.00	19,970.00	代建
双月湾湿地公园项目	11,000.00	5,653.00	5,347.00	代建
采煤沉陷区路网改造工程	14,300.00	5,100.00	9,200.00	代建
老工业区搬迁	30,374.00	4,239.70	26,134.30	代建
安置小区	26,857.02	3,388.70	23,468.32	代建
旧城区棚户区改造二期	115,638.00	103,755.11	-	自营
合计	1,109,169.40	709,030.93	388,255.58	

注：旧城区棚户区改造二期项目基本竣工，验收工作尚未完成。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

另外，关于本期募投项目萍乡市麻山新区（一期）建设项目，根据公司与萍乡市人民政府 2014 年签署的《债券募集资金投资项目投资建设与转让收购（BT）协议书》，本期债券募集资金投向的固定资产投资项目均已纳入到萍乡市人民政府回购范围内，回购款总额为人民币 18.20 亿元，萍乡市人民政府向公司分 7 期支付回购款，在 2014 年至 2020 年内于还本或付息日前第十个工作日支付，如支付当日为法定节假日的，顺延至下一工作日支付，具体安排如表 9 所示。截至 2018 年末，本期募投项目累计回款 13.05 亿元，与协议约定的 2018 年累积支付额 12.23 亿元基本匹配，但业务模式上有所变化，该项目每年末按工程结算单将代建成本和代建服务费确认为收入。

表8 本期债券募投项目回购款各期支付情况表（单位：亿元）

支付时间（年）	约定支付比例	约定支付额
2014	5.17%	0.94
2015	5.17%	0.94
2016	20.00%	3.64
2017	18.96%	3.45
2018	17.90%	3.26
2019	16.92%	3.08
2020	15.88%	2.89
合计	100.00%	18.20

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

“17 萍昌盛债”募投项目旧城区棚户区改造二期预计总投资 11.56 亿元，截至 2018 年末已投资 10.38 亿元。该项目建成后计划由公司运营，收入主要来源于财政补贴收入和商铺、车位的销售收入。该项目已基本竣工，验收工作未完成，尚未实现销售收入，2017-2018 年财政补贴收入已拨付，合计 4.43 亿元。

2018 年公司 13 宗土地被当地政府收回，按成本价确认收入；土地整理转让业务受土地市场环境和当地政府土地出让计划的影响较大，稳定性较弱

公司承担了湘东区土地整理开发业务，根据湘东区财政局《关于返还土地出让金的通知》湘财字【2013】205 号、【2014】262 号文，经公司整理的土地出让后，所获得土地出让金 70% 部分返还给公司作为土地整理转让收入，业务成本根据实际土地整理所发生的成本确认。由于土地整理转让业务的土地主要以公司拥有的存量土地为主，成本仅为施工成本，公司往年获得的土地整理出让收入毛利率较高，但该业务受土地市场环境和当地政府土地出让计划的影响较大，稳定性较弱。

根据湘府办抄字[2018]14号，2018年湘东区人民政府决定收回公司11宗土地使用权，面积合计140亩，土地收回后进行网上挂牌出让，出让所得除上缴财政20%外，剩余部分返还给公司，用于基础设施建设，2018年公司已按成本价获得补偿。相关土地未来挂牌出让后若公司应享有的出让所得高于成本价，公司仍可获得额外补偿。

根据湘土字[2018]121号，萍乡市国土资源局湘东土地管理分局决定向公司子公司萍乡市湘旺投资有限公司收回2宗土地的《国有建设用地使用权出让合同》，总面积3.2837公顷。

上述土地收回事项均按成本价确认2018年度土地整理转让收入23,037.68万元，未实现毛利。

2018年公司仍获得了较大的外部支持

公司是湘东区政府重要的城市开发建设主体，在湘东区基础设施建设上投入了大量的人力、物力，为让公司更好地服务湘东区经济建设，2018年地方政府通过资产注入和财政补贴继续给予了公司较大支持，见下表。

表9 2018年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入			
年份	资产类型	增加资本公积	依据文件
2018年	资金	82,140.37	湘财自[2018]404号、湘财自[2018]404号
	萍乡市旺盛供水有限公司100%股权	1,028.42	《关于萍乡市旺盛供水有限公司整体移交工作实施方案（草案）》
	土地使用权	1,870.07	湘府办抄字[2019]27号
合计	-	85,038.86 ¹	
2、财政补贴			
年份	补贴项目	补贴金额	依据文件
2018年	基础设施建设补助	24,131.84	湘财字[2018]399号、湘财字[2018]400号
	小规模纳税人未达起征点减免增值税	0.84	湘府办抄字[2019]8号
合计	-	24,132.69	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

以下财务分析是基于公司提供的由中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，财务报告按新会计准则编制。2018年新纳入公司合并范围的子公司共2家，具体情况见表1。

¹ 2018年资本公积减少995.00万元系偿还中国农发重点建设基金有限公司借款减少资本公积所致。

资产构成与质量

2018 年公司资产规模保持增长，以土地、工程施工成本、应收款项为主，资产整体流动性偏弱

2018 年公司融资规模和股东注资进一步增加，带动公司资产规模增长，期末总资产达 205.50 亿元，同比增长 15.93%。其中，流动资产占比为 78.89%，较上年下降 18.25 个百分点。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	268,785.90	13.08%	219,462.83	12.38%
应收账款	22,568.64	1.10%	33,760.83	1.90%
其他应收款	237,435.94	11.55%	70,061.34	3.95%
存货	1,080,523.70	52.58%	1,398,644.81	78.90%
流动资产合计	1,621,243.41	78.89%	1,722,031.17	97.15%
长期应收款	391,967.23	19.07%	8,528.58	0.48%
投资性房地产	31,760.92	1.55%	32,388.22	1.83%
非流动资产合计	433,721.34	21.11%	50,578.74	2.85%
资产总计	2,054,964.75	100.00%	1,772,609.91	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。截至2018年末，公司货币资金余额26.88亿元，同比增长22.47%，主要系当期融资取得的现金增加；构成上主要为银行存款和少量库存现金，其中大额存单共4.00亿元，到期日集中于2020年，无其他受限资金。2018年公司应收账款主要系应收湘东区财政局的工程款项，账龄均在1年以内，占到应收账款总额的99.95%；因部分款项结清，期末账面价值同比下降33.15%。其他应收款主要系与江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司的往来款，占比达95.77%，账龄在1年以内，该公司为国有企业，主营业务是萍乡陶瓷工业园的基础设施建设，因该笔往来款金额较大，使其他应收款账面价值同比增长238.90%。

存货为公司的重要资产，主要包括土地、工程施工成本、开发成本和开发产品，截至2018年末，三者占比分别为79.42%、8.74%、2.23%和9.60%。因工程施工项目结算并结转成本，存货账面价值同比下降22.74%。土地资产账面价值为85.82亿元，较上年下降1.89%，主要系土地被政府收回的影响，面积合计401.43万平方米，土地用途以商住和工业用地为主，土地性质以出让用地为主，其中15宗地土地权证尚在办理中，账面价值共计5.26

亿元；已抵押的土地账面价值为41.98亿元，占土地账面价值的48.92%。

公司非流动资产主要包括长期应收款和投资性房地产。长期应收款较上年增加 38.34 亿元，主要为萍乡市湘东区房产管理局和萍乡市湘东区住房和城乡建设局款项的项目款（主要系公司为 2017-2018 年棚改项目垫付的征迁款项，相关部门按回购协议在约定期限内每年向公司支付一定服务款），占比 91.40%，其余为借出款项，借款对象主要系民营企业并可收取一定利息，但存在回收风险。投资性房地产采用成本模式计量，系由湘东区国资中心向公司注入的萍乡市湘东区幸福花园、春风小区、阳光家园、瓷都小区等房产，总建筑面积为 22.41 万平方米，除正常折旧外较上年无变化，账面价值为 3.18 亿元。

盈利能力

2018 年公司营业收入大幅增长，并获得了较高的政府补助，公司盈利能力提升

2018年公司实现营业收入41.76亿元，同比增长70.76%，其中基础设施项目收入占比达94.36%，公司代建项目充足，未来可持续性较好；因政府将公司13块土地按照成本价收回，获得土地整理收入2.30亿元，但未实现毛利润，该业务收入的实现受到土地市场环境和当地政府土地出让计划的影响较大，可持续性较弱。另外，公司还有旅游咨询服务和劳务收入，规模较小，对整体收入影响较小。

毛利率方面，基础设施项目代建毛利率因每年结算的项目不同而有所差异，2018年毛利率较上年上升 1.61 个百分点；旅游咨询服务收入和劳务收入毛利大幅亏损，原因系收入减少且人工成本上升。综上，主要受益于基础设施项目代建毛利率提升，公司综合毛利率较上年提高 0.99 个百分点。

公司作为湘东区重要的城市开发建设主体，2018 年获得政府补助收入 24,132.69 万元，计入其他收益，有效提升了公司的盈利水平。

综上，受益于政府补助力度加大、主营业务增长，公司利润总额同比增长 17.15%。

表11 公司盈利情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	417,563.65	244,536.84
其他收益	24,132.69	20,179.34
营业利润	18,601.58	15,684.79
利润总额	18,421.19	15,723.79
净利润	17,263.27	15,280.70
综合毛利率	7.94%	6.95%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018 年公司经营活动现金流仍处于持续净流出状态，其对筹资活动依赖较大；未来随着在建项目的推进，公司存在较大的资金支出压力

2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 32.73 亿元，收现比为 0.78，较上年下降；公司项目投入较上年减少，购买商品、接受劳务支付的现金为 15.87 亿元，同比下降 76.49%。另一方面，以往来款为主的其他与经营活动有关的现金净流出 18.36 亿元。综上，公司经营活动现金净流出 1.52 亿元。

2018 年投资活动现金净流出 13.21 亿元，主要系借出的委托借款。随着公司融资规模进一步增加，筹资活动表现为净流入 21.56 亿元，主要系当期收到湘东区财政局投入的资金 8.21 亿元和净增加的借款 17.36 亿元，筹资活动现金支出主要用于偿付本息。截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 38.83 亿元，投资规模较大，随着工程施工的持续推进，公司面临较大的资金压力。

表12 公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.78	1.10
销售商品、提供劳务收到的现金	327,348.76	270,147.89
收到的其他与经营活动有关的现金	448,888.63	537,887.28
现金流入小计	776,237.39	808,035.16
购买商品、接受劳务支付的现金	158,695.78	675,110.72
支付的其他与经营活动有关的现金	632,486.92	436,005.44
现金流出小计	791,415.72	1,111,516.54
经营活动产生的现金流量净额	-15,178.34	-303,481.38
投资活动产生的现金流量净额	-132,121.96	-21,647.39
筹资活动产生的现金流量净额	215,623.37	362,257.62
现金及现金等价物净增加额	68,323.07	37,128.85

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司有关债务规模继续增加，偿债压力加大

2018 年公司融资规模继续增加，期末负债总额同比增长 21.58% 至 101.65 亿元；因收到湘东区财政局的资金投入和未分配利润积累，所有者权益同比增长 10.88%。综合来看，公司的产权比率上升 8.61 个百分点至 97.89%，所有者权益对负债的保障程度下降。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,016,542.83	836,123.81
所有者权益	1,038,421.91	936,486.10
产权比率	97.89%	89.28%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至 2018 年末，其他应付款主要系与湘东区滨河新区指挥部、湘东区财政局等政府部门以及江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司的往来款，金额分别为 4.34 亿元、1.87 亿元和 1.69 亿元，账龄分布以 1 年内和 1-2 年为主，分别占到 76.49% 和 17.95%；因部分往来款结清，其他应付款期末账面价值同比下降 29.00%。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券和国开基金借款，金额分别为 4.76 亿元、0.37 亿元和 1.00 亿元，因将到期的质押借款较多，账面价值同比增长 59.03%。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券以及长期应付款构成。截至 2018 年末，长期借款主要系保证借款、抵质押借款和基金借款，金额分别为 12.76 亿元、50.00 亿元和 3.83 亿元，其中基金借款主要系国开基金和农发基金的借款，金额分别为 1.13 亿元和 2.70 亿元，期限均为 10 年，利率分别为 1.2% 和 2.8%；期末长期借款余额同比增加 31.88%，主要系抵质押借款增加较多。公司应付债券为本期债券和“17 萍昌盛债”。截至 2018 年末，本期债券剩余本金 2.00 亿元；“17 萍昌盛债” 剩余本金 8.8 亿元。期末公司长期应付款系包括应付江西省行政事业资产集团有限公司易地扶贫项目资本金 0.36 亿元（无利息）；应付江西省城镇开发投资有限公司棚户区改造项目资金 1.48 亿元（有息）。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	86,633.37	8.52%	122,016.22	14.59%
一年内到期的非流动负债	61,330.00	6.03%	38,565.00	4.61%
流动负债合计	227,058.55	22.34%	194,410.93	23.25%
长期借款	665,495.00	65.47%	504,625.00	60.35%
应付债券	105,504.61	10.38%	116,044.38	13.88%
长期应付款	18,484.67	1.82%	21,043.50	2.52%
非流动负债合计	789,484.28	77.66%	641,712.88	76.75%
负债合计	1,016,542.83	100.00%	836,123.81	100.00%
有息债务	847,177.61	83.34%	675,382.38	80.78%

注：2017-2018 年长期应付款中的有息借款分别为 16,148.00 万元和 14,848.00 万元。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及长期应付款中的有息部分构成。2018 年公司有息债务规模大幅增加，期末余额达 84.72 亿元，较上年末增长 25.44%，占负债总额的 83.34%。

表15 截至 2019 年 4 月末公司有息债务还本付息计划表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后	合计
本金	47,600.00	78,200.00	92,650.00	628,727.61	847,177.61

资料来源：公司提供

2018 年末公司资产负债率由上年的 47.17% 快速升至 49.47%；流动比率由上年的 8.86 下降至 7.14，速动比率由上年的 1.66 升至 2.38。需要注意的是，公司流动资产主要为土地使用权和基建开发成本，实际流动性偏弱。2018 年公司 EBITDA 较上年增长 52.83%，但利息支出大幅增长导致 EBITDA 利息保障倍数由上年的 1.65 下降至 1.27，有息债务/EBITDA 则由 17.51 降至 14.35。整体而言，公司偿债压力依然较大。

表16 公司偿债能力指标

偿债能力	2018 年	2017 年
资产负债率	49.47%	47.17%
流动比率	7.14	8.86
速动比率	2.38	1.66
EBITDA（万元）	60,080.33	39,311.50
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.65
有息债务/EBITDA	14.10	17.18

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平

根据公司与中信银行股份有限公司萍乡分行（作为“债权代理人”）签订的《资产抵押协议》，为保障本期债券按时足额还本付息，并保护债券持有人的合法权益，公司以自身合法拥有的面积为 67.13 万平方米的 34 宗国有土地使用权抵押给本期债券全体持有人；抵押期限为自抵押生效之日起至本期债券足额还本付息后终止。抵押担保范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用。该 34 宗国有土地使用权已于 2014 年 7 月 8 日办妥抵押。

根据中水致远资产评估有限公司于 2016 年 11 月 6 日出具的资产评估说明（中水致远评报字【2016】第 2270-2272 号），以 2016 年 10 月 15 日作为评估基准日，以上用于抵押

的 34 宗商住用地评估价值总计 169,532.74 万元。截至 2019 年 5 末，抵押资产评估价值为本期债券本金余额及一年利息之和的 7.84 倍，为本期债券的偿付提供了较好的保障，有效地提高了本期债券的信用水平。但我们同时注意到本期债券抵押担保的土地使用权规模较大，集中变现及变现价值易受市场价格波动影响具有一定的不确定性。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年3月14日），公司本部于2018年2月22日发生一笔欠息，金额为21.90元，根据上海浦东发展银行股份有限公司南昌分行出具的情况说明，该笔利息已于次日还清，除此之外公司本部不存在未结清不良类信贷记录。同期内，子公司萍乡市湘旺投资有限公司分别于2016年9月21日和2018年3月21日发生欠息，金额分别为11.92万元和22.68万元，根据中国农业银行股份有限公司萍乡湘东支行出具的证明，欠息原因是结息时余额不足未能扣手，已于次日结清，非恶意拖欠；除此之外该公司不存在未结清不良类信贷记录。

（二）或有事项分析

公司对外担保存在一定的或有负债风险

截至 2018 年末，公司为江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司提供了 3 笔担保，该公司的主要业务为陶瓷工业园的基础设施建设；3 笔担保余额合计 91,200.00 万元，占 2018 年末公司净资产的 8.78%，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表17 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	企业性质	担保余额	担保期限	是否反担保
江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司	国有企业	17,000.00	2017/07/11 至 2022/07/10	否
		60,000.00	2017/6/23 至 2037/6/22	否
		14,200.00	2015/09/06 至 2025/09/06	否
合计	-	91,200.00	-	-

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

作为湘东区重要的城市开发建设主体，2018 年萍乡市全市和湘东区较快的经济增长继续为公司发展提供了良好基础。公司在湘东区的基础设施项目规模较大、项目储备充足，未来业务可持续性较好。为支持公司基础设施建设业务顺利进行，地方政府继续通过财政补贴给予公司较大支持。此外，评估价值为 16.95 亿元（评估基准日：2016 年 10 月 15 日）的土地使用权继续为本期债券提供抵押担保，有效提升了本期债券的信用水平

另一方面，中证鹏元也关注到公司资产中应收款项、土地和施工成本占比较高，土地抵押比例较高，整体流动性偏弱。近年公司经营活动产生的现金流呈持续净流出状态，2018 年净流出 1.52 亿元，且在建项目资金需求较高、资金压力较大。另外，公司有息债务规模继续增加，偿债压力加大。对外担保也使公司面临一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为 AA+，维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	268,785.90	219,462.83	163,333.98
应收账款	22,568.64	33,760.83	44,679.37
其他应收款	237,435.94	70,155.88	72,000.49
存货	1,080,523.70	1,398,644.81	858,828.64
长期应收款	391,967.23	8,528.58	2,490.00
投资性房地产	31,760.92	32,388.22	33,015.51
总资产	2,054,964.75	1,772,609.91	1,271,436.01
其他应付款	86,633.37	122,016.22	17,011.40
一年内到期的非流动负债	61,330.00	38,565.00	33,000.00
长期借款	665,495.00	504,625.00	229,670.00
应付债券	105,504.61	116,044.38	39,787.85
长期应付款	18,484.67	21,043.50	15,512.00
总负债	1,016,542.83	836,123.81	350,230.60
有息债务	847,177.61	675,382.38	315,457.85
所有者权益	1,038,421.91	936,486.10	921,205.40
营业收入	417,563.65	244,536.84	239,108.95
其他收益	24,132.69	20,179.34	0.00
营业利润	18,601.58	15,684.79	54,635.50
利润总额	18,421.19	15,723.79	54,651.96
净利润	17,263.27	15,280.70	53,589.36
经营活动产生的现金流量净额	-15,178.34	-303,481.38	-392,670.78
投资活动产生的现金流量净额	-132,121.96	-21,647.39	-62,305.27
筹资活动产生的现金流量净额	215,623.37	362,257.62	514,782.75
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	7.94%	6.95%	27.27%
收现比	0.78	1.10	1.29
产权比率	97.89%	89.28%	38.02%
EBITDA（万元）	60,080.33	39,311.50	65,306.30
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.65	4.41
有息债务/EBITDA	14.10	17.18	4.83
资产负债率	49.47%	47.17%	27.55%
流动比率	7.14	8.86	18.84
速动比率	2.38	1.66	5.68

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+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)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息部分

附录三 截至2018年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式	纳入时间
萍乡市湘旺投资有限公司	129,975.40	98.46%	城乡建设投资、土地收储整理	设立	2014年
萍乡市湘东区麻山生态新区开发建设投资有限公司	102,900.00	100.00%	基础建设项目投资和开发建设	划拨	2016年
江西萍实旅游发展有限公司	50,000.00	70.00%	旅游资源和景区开发、旅游景区园林规划、设计及施工	设立	2016年
萍乡市五峰林业发展有限公司	20,000.00	95.00%	荒山造林、苗木、花卉、盆景、草坪，种植、销售；种植业、养殖业，销售；园林绿化、道路绿化、市政公用工程，服务；园林绿化技术及信息服务；竹、木原材料，加工、销售；劳务服务	设立	2017年
萍乡市东荣建筑工程有限公司	5,000.00	100.00%	建筑施工	设立	2018年
萍乡市旺盛供水有限公司	45.00	100.00%	工业供水以及工业用水管道安装、维护及维修，服务	划拨	2018年

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。