



2019 年江西万年国有资源投资发展股份有限公司公司债券 2021 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.

技术领先，服务全球，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与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





2019年江西万年国有资源投资发展股份有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-12-1	2020-6-28

评级观点

- 中证鹏元对江西万年国有资源投资发展股份有限公司（以下简称“万年国投”或“公司”）及其 2019 年 6 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，公司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：公司未来收入有一定持续性，财政补贴有效提升了公司利润水平，以及上饶市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“上饶城投”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司 2020 年净资产规模同比下降，资产流动性较弱，面临一定资金压力，存在一定的短期偿债压力及较大的或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：19 万年国投债/19 万年债

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2026-6-3

偿还方式：按年付息，同时设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3-7 年末分别按照发行总额 20%的比例偿还债券本金

增信方式：保证担保

担保主体：上饶市城市建设投资开发集团有限公司

未来展望

- 预计公司基础设施建设业务有一定的持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	98.10	92.80	82.76
所有者权益	51.12	55.06	58.09
总债务	23.63	21.85	11.94
资产负债率	47.89%	40.66%	29.81%
现金短期债务比	1.97	0.65	0.72
营业收入	7.78	7.70	7.57
其他收益	1.00	1.00	1.10
利润总额	1.68	1.77	2.06
销售毛利率	14.40%	14.60%	15.91%
EBITDA	2.11	2.07	2.25
EBITDA 利息保障倍数	1.65	1.98	3.91
经营活动现金流净额	2.78	-7.68	-3.99
收现比	1.06	1.00	1.22

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司未来收入有一定的持续性。**2020年，公司的市政基础设施工程业务收入大幅增加，截至2020年末，公司主要在建代建项目计划总投资22.00亿元。
- **公司持续获得财政补贴，提升了公司的利润水平。**2020年公司获得政府拨付的补贴资金10,025.00万元，占公司利润总额的比重较大，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**上饶城投是上饶市重要的国有资产管理和基础设施建设投融资主体，经中证鹏元综合评定，上饶城投的主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产中土地资产和工程施工成本占比较高，其中部分土地已抵押，较多土地资产未缴纳土地出让金，其他应收款存在资金占用情形。
- **公司总债务规模持续增长，存在一定的短期偿债压力。**2020年末公司总债务规模同比有所增长，存在一定的短期偿债压力，短期偿债压力的变化值得密切关注。
- **公司存在不良类担保，面临较大的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额较大，被担保对象主要系当地国有企业，均未设置反担保措施。此外，公司对民营企业江西天润天和新材料科技有限公司担保的1,000.00万元贷款已发生违约，公司尚未代偿，存在较大的或有负债风险。
- **股东收回土地减少公司净资产。**2020年万年县人民政府收回4宗土地使用权，减少资本公积4.89亿元。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年6月发行7年期10亿元公司债券，募集资金计划7亿元用于万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目，2亿元用于万年县城市小游园停车场建设项目，1亿元用于补充运营资金。截至2021年6月17日，本期债券募集资金专项账户余额为7,118.40元。

三、发行主体概况

2020年，公司名称、控股股东和实际控制人均无变化，截至2020年末，公司注册资本及实收资本仍为8.31亿元，控股股东和实际控制人仍为万年县国有资产监督管理办公室。2020年5月，公司董事长、总经理、法定代表人变更为肖永健，董事变更为金友谊、段煌琪、徐军，监事会主席变更为凌镇，监事变更为黄天喜、胡悦。

2020年，公司合并范围内的子公司增加4家，减少1家，纳入合并范围的子公司共10家。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	取得方式
万年县久赢投资管理中心（有限合伙）	99.99%	50,001.00	商务服务业	原权益法核算
万年县饶光新能源发电有限公司	95.00%	100.00	电力、热力燃气及水生产	原权益法核算
万年县万阳新能源发电有限公司	95.00%	100.00	电力、热力燃气及水生产	原权益法核算
万年县路兴建设工程管理有限公司	100.00%	19,643.90	土木工程建筑业	投资设立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
万年县正德建设工程档案咨询服务有限公司	100.00%	5.00	建设工程档案整理、收集、保管、咨询服务	注销

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实

施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

万年县经济保持增长，但经济总量偏小

万年县为江西省上饶市下辖县，2020年万年县地区生产总值保持较快增长，全县实现地区生产总值增长率为4.4%，较上年增速下降，经济总量偏小。2020年万年县人均GDP为48,751元，人均GDP仍低于全国平均水平。

分产业看，万年县三次产业结构由2019年的11.0:49.3:39.7调整为2020年的11.8:48.6:39.6，第二产业是万年县主导产业。万年县代表性的产业园区有凤巢工业园、丰收工业园、万年青工业园，并初步形成以机械电子、纺织服装及食品加工三大支柱产业，主要知名企业包括佳维诚电子有限公司、江西昌硕户外休闲用品有限公司及万年贡米集团等。2020年万年县工业生产保持稳定增长，全县规模以上工业增加值增速4.8%。

固定资产投资方面，2020年万年县固定资产投资完成额增速为9.4%，固定资产投资增速仍然较快，是推动区域经济增长的主要动力。社会消费方面，2020年万年县社会消费品零售总额增速同比降低了8个百分点。2020年，万年县存款余额增速较上年度基本保持稳定，继续保持较快增长；贷款余额增速加快，增速同比提高14.6个百分点。

表2 2019-2020 万年县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	174.26	4.4%	165.55	7.8%

第一产业增加值	20.58	2.3%	18.15	3.1%
第二产业增加值	84.68	5.1%	82.58	8.5%
第三产业增加值	69.0	4.0%	64.82	8.1%
规模以上工业增加值	-	4.8%	-	9.0%
固定资产投资	-	9.4%	-	10.1%
社会消费品零售总额	69.14	3.6%	62.57	11.6%
进出口总额（亿美元）	-	-	1.63	-44.1%
存款余额	234.72	11.7%	210.15	12.2%
贷款余额	156.25	20.8%	129.34	6.2%
人均 GDP（元）	48,751		44,419	
人均 GDP/全国人均 GDP	67.29%		62.66%	

注：“-”表示数据未公开披露

资料来源：2020年万年县经济运行情况、2019年万年县国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年，万年县一般公共预算收入15.08亿元，增长7.2%；全年财政支出47.95亿元，增长24.1%。2020年，万年县财政总收入累计完成22.48亿元，同比增长1.3%，其中税收收入完成18.26亿元，增长2.0%，占财政总收入的81.2%。全县财政总支出50.18亿元，同比增长4.7%。

五、经营与竞争

公司是万年县基础设施建设方面的重要主体，主要负责县域内基础设施建设等业务。2020年公司营业收入同比增长1.05%。从收入构成来看，基础设施工程及道路工程业务是公司收入的主要来源，2020年合计占营业收入比重93.15%，同比增加7.94个百分点，主要系市政基础设施收入大幅增加所致。2020年无土地整理业务收入。其他业务收入主要包括房屋租赁、汽车租赁和发电业务，对公司营业收入形成一定补充。房屋租赁与汽车租赁业务的收入规模与毛利率同比保持相对稳定，2020年新增发电业务，系公司将自有的饶光光伏电站、万阳光伏电站并入国网江西省电力有限公司赣东北供电分公司所经营管理的电网运行，并为之签订购售电合同，2020年度该业务毛利率为13.73%。公司综合毛利率基本保持稳定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政基础设施	64,728.27	10.40%	35,982.44	10.19%
道路工程	7,709.26	10.14%	29,592.85	10.38%
土地整理	0.00	-	7,371.81	16.25%
其他收入	5,330.87	69.12%	4,010.14	82.28%
合计	77,768.39	14.40%	76,957.23	14.60%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

市政基础设施工程和道路工程业务是公司收入主要来源，目前公司在建项目计划总投资规模同比

降低，且面临一定的资金压力

公司作为万年县基础设施建设的投融资主体，承担着包括市政、教育基础设施以及廉租房等在内的基础设施建设。市政基础设施方面，根据《项目委托代建合同》，万年县建设局委托公司进行工程项目的建设、投资，项目完工后，根据代建合同及双方认定的代建成本，加成12%作为工程项目总价款。2020年公司完成的基础设施建设项目增加，受此影响，该项业务收入同比增长79.89%。

道路工程方面，公司与万年县交通局签订《项目委托代建合同》，受托进行工程项目的投资、建设，项目完工后，根据代建合同及双方认定的代建成本，加成12%作为工程项目总价款。2020年公司完成S207罗锦线万盛大道六0路至正街段项目，工程项目数量较上年减少，受此影响，道路工程收入同比降低73.95%。

表4 2020年公司市政基础设施和道路工程项目收入明细（单位：万元）

项目名称	成本	收入
万年工业园化工产业区	7,018.74	7,804.40
标准农田建设项目	17,697.66	19,762.09
万年村庄建设规划提升项目	239.00	266.88
完全中学、六0总部、智慧校园及第三幼儿园建项项目	30,859.73	34,459.51
世界稻作文化公园基础设施建设项目	274.64	306.68
万年县城南水厂管网一期工程	194.39	217.07
S207罗锦线万盛大道六0路至正街段	6,927.17	7,709.26
零星工程	1,711.94	1,911.64
合计	64,923.27	72,437.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建项目有秀美乡村、万年县夏营水库建设、万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目、万年县城市小游园停车场建设项目等，其中万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目和城市小游园停车场建设项目为本期债券募投项目，2020年末尚未完工，未来可实现厂房租赁收入、人才公寓租赁收入、会议中心租赁收入、停车位租赁收入、广告位收入以及配套服务用房租赁收入等，同时中证鹏元关注到募投项目收入来源受当地经济以及公司运营能力影响较大，项目未来收益及现金流存在一定不确定性。

截至2020年末，公司主要在建项目计划总投资34.92亿元，其中代建项目总投资22.00亿元，公司未来代建收入具有一定的持续性。截至2020年末，公司在建项目尚需投资8.62亿元，面临一定的资金压力。

表5 截至2020年末公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资
万年县城区污水管网改造工程	18,500.00	13,811.32	4,688.68
万年县夏营水库建设	31,869.58	25,991.78	5,877.80
秀美乡村	62,600.00	52,824.85	9,775.15

乡村公路	35,500.00	30,332.75	5,167.25
贫困村建档立卡	38,000.00	14,372.52	23,627.48
江西万年高新区返乡创业标准厂房及配套设施建设项目	26,000.00	24,033.33	1,966.67
仙人洞项目	6,000.00	2,965.50	3,034.50
全民健身中心	1,500.00	210.00	1,290.00
万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目	100,269.04	76,055.97	24,213.07
万年县城市小游园停车场建设项目	28,948.93	22,381.91	6,567.02
合计	349,187.55	262,979.94	86,207.61

注：万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目、万年县城市小游园停车场建设项目为自营项目，其他为代建项目。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司无土地整理收入，该业务收入存在不确定性

公司土地整理业务主要是受万年县土地储备委员会项目部委托，对万年县城乡规划范围内的开发土地进行整理实施和管理，土地项目总价款按照实际投资金额及加成20%进行确认。2020年公司未结算土地整理项目，该项业务无收入。公司的土地整理业务受政府征地计划的影响，业务收入存在较大波动与不确定性，对公司的收入稳定性造成影响。

公司持续获得财政补贴，提升了公司的利润水平，同时存在土地资产划出的情况

2020年度根据万财发【2020】49号文件，万年县财政局拨付10,025.00万元经营性补贴收入计入公司其他收益，占利润总额的59.60%，有效提升了公司的利润水平。与此同时，公司存在资产划出的情况，2020年，根据“万府办抄字【2020】1386号”抄告单，万年县人民政府收回“万国用（2013）第1730号”等4块土地，合计账面价值4.89亿元。

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天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告和经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围子公司变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但资产中土地资产和代建工程成本占比较高，其他应收款存在资金占用情形，整体资产流动性较弱

截至2020年末，公司资产总规模同比增加5.71%，资产结构整体保持稳定，仍以流动资产为主。

2020年末公司货币资金余额同比增长55.09%，主要为银行存款；其他应收款主要系与其他单位的往

来款，截至2020年末账面价值同比增长46.35%，主要系本期往来款增加所致，前五名欠款对象应收账款余额合计占比为63.52%，其中第五大应收款为个人的借款，其余均为当地国有企业。2020年末公司其他应收款累计计提坏账准备2,115.61万元，其他应收款规模相对较大且部分账龄偏长，存在一定的资金占用及坏账损失风险。

存货是公司的最主要资产，主要由开发成本和工程施工投入成本构成，2020年万年县人民政府收回4宗土地使用权共计4.89亿元，新增并表子公司万年县久赢投资管理中心（有限合伙）名下土地使用权共计5.39亿元，综合影响下，2020年末公司存货中土地资产账面价值为32.78亿元，同比增加2.21%，其中价值为5.12亿元的土地已抵押，19.97亿元的土地未缴纳出让金，土地资产性质主要为商业、商服用地；工程施工成本规模为26.30亿元，包括秀美乡村、万年县夏营水库建设及丰收工业园区等项目的建设支出；库存商品系持有待售的商铺，成本法入账价值为2.28亿元。

公司长期股权投资系向联营企业的投资，2020年末账面价值为同比减少25.41%，主要系万年县久赢投资管理中心（有限合伙）由权益法转为成本法核算所致；公司投资性房地产采用公允价值方式计量，2020年末账面价值同比增加1.47%，3.38亿元的投资性房地产已用于银行借款抵押。其他非流动资产主要系对江西振兴发展（万年县）私募投资基金的投资。

总的来说，公司资产规模持续增长，资产中土地资产和工程施工成本占比较高，较多土地资产未缴纳土地出让金，5.12亿元的土地及3.38亿元的投资性房地产已抵押，合计占总资产的8.66%，其他应收款存在资金占用情形，整体资产流动性较弱。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.11	4.18%	2.65	2.86%
其他应收款	16.67	17.00%	11.39	12.28%
存货	62.30	63.51%	64.71	69.73%
流动资产合计	83.29	84.91%	78.90	85.03%
长期股权投资	2.59	2.64%	3.46	3.73%
投资性房地产	6.88	7.01%	6.78	7.31%
其他非流动资产	2.32	2.36%	2.00	2.16%
非流动资产合计	14.81	15.09%	13.89	14.97%
资产总计	98.10	100.00%	92.80	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入小幅增长，政府补助对利润贡献较大

公司主要从事万年县内基础设施建设业务，2020年营业收入同比增长1.04%；其中基础设施工程和

道路工程业务是公司收入主要来源。截至2020年末，公司代建项目计划总投资规模22.00亿元，未来代建收入仍具有一定的持续性；此外，本期债券募投项目未来可为公司带来一定规模的标准厂房租赁收入、人才公寓租赁收入以及停车位租赁收入等。2020年公司获得10,025.00万元经营性补贴收入，占利润总额的59.60%，政府补助对公司利润总额贡献大。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
营业收入	7.78	7.70
收现比	1.06	1.00
营业利润	1.79	1.77
其他收益	1.00	1.00
利润总额	1.68	1.77
销售毛利率	14.40%	14.60%

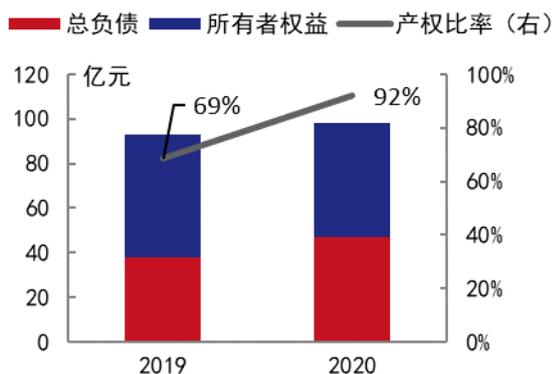
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务持续增长，仍存在一定的短期偿债压力

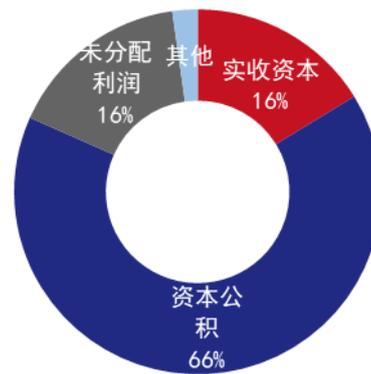
受股东收回土地减少资本公积的影响，2020年末公司所有者权益同比减少7.16%；2020年末公司负债规模同比增加24.52%。综合影响下，2020年末产权比率增长至92%，公司自有资本对负债的保障程度进一步下降。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2020年末流动负债占总负债的比重同比上升7.61个百分点。预收款项为预收万年县财政局的工程款，2020年其规模有所上升，但总额依然很小；其他应付款同比增长37.44%，主要为应付万年县城市建设开发有限公司、万年县秀美乡村工程建设项目部等当地国有企业的往来款；一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。

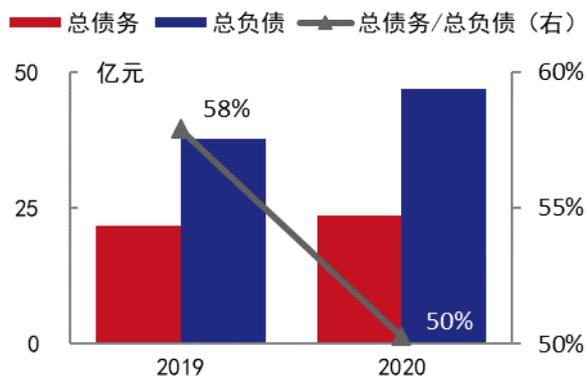
公司长期借款同比增长9.53%，全部为向中国农业发展银行万年县支行、北京银行万年青支行的借款，均为抵押、质押、保证及信用借款；应付债券系本期债券。截至2020年末，公司总债务规模为23.63亿元，占负债总额的50.30%，同比基本保持稳定。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.80	1.70%	0.00	0.00%
预收款项	1.12	2.39%	0.75	1.99%
其他应付款	21.84	46.49%	15.89	42.10%
一年内到期的非流动负债	0.92	1.95%	0.57	1.50%
流动负债合计	27.96	59.53%	19.59	51.92%
长期借款	8.62	18.35%	7.87	20.84%
应付债券	9.94	21.17%	9.93	26.31%
非流动负债合计	19.01	40.47%	18.14	48.08%
负债合计	46.98	100.00%	37.73	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力方面，2020年末公司现金短期债务比同比大幅上升，现金类资产对短期有息债务的保障程度有所提高。从长期偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率同比进一步上升。2020年EBITDA利息保障倍数降至1.65，EBITDA仍足以覆盖当年的利息支出。公司总债务规模相较2019年末有所增长，总的来看，公司仍存在一定的短期偿债压力。

表9 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	47.89%	40.66%
现金短期债务比	1.97	0.65

EBITDA 利息保障倍数	1.65	1.98
---------------	------	------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、债券偿还保障分析

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

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

上饶城投前身为“上饶市城市建设投资开发有限公司”，系由上饶市国有资产监督管理委员会（以下简称“上饶市国资委”）于2002年6月18日出资设立的国有独资公司，初始注册资本为5,000万元。截至2019年末，上饶城投注册资本、实收资本仍为10.00亿元，控股股东仍为上投集团，持股比例为100%，实际控制人仍为上饶市国资委。

上饶城投是上饶市国有资产管理和运营平台，承担了上饶市国有资产运营、土地开发和基础设施建设的任务，2020年实现主营业务收入47.73亿元，同比下降3.62%。其中，代建项目业务收入是上饶城投主营业务收入的主要来源，2020年占主营业务收入的比重为66.20%；土地出让收入、商品销售业务、营运业务、餐饮客房业务等对上饶城投营业收入形成较好的补充。毛利率方面，2020年上饶城投主营业务毛利率为2.92%。

表10 上饶城投主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
代建项目收入	316,012.15	6.36%	409,909.89	6.44%	316,817.05	6.36%
土地出让收入	-	-	-	-	80,963.96	14.30%
光伏发电收入	26,324.39	17.42%	35,896.17	24.93%	24,345.90	29.43%
营运收入	2,115.56	-696.02%	9,682.70	-42.55%	14,761.02	23.85%
商品销售收入	23,045.32	2.32%	17,951.53	8.93%	12,654.14	22.53%
车辆通行费收入	3,716.89	43.77%	4,439.46	68.38%	4,347.56	64.57%
餐饮收入	3,290.63	33.20%	3,579.00	57.39%	3,419.66	56.79%
客房收入	1,449.37	24.71%	1,485.53	-26.44%	1,535.04	95.70%
污水处理收入	-	-	946.48	-26.26%	1,620.00	-5.06%
LNG 液化天然气	27.74	100.00%	1,740.24	35.76%	1,469.17	26.59%
其他板块收入	101,361.66	0.32%	9,631.99	55.11%	3,060.47	48.67%
主营业务收入合计	477,343.70	2.92%	495,262.99	8.72%	464,993.97	11.46%

资料来源：上饶城投 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

表11 上饶城投主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	10,092,035.24	9,079,464.39	7,298,310.08
所有者权益	3,577,224.11	3,567,104.26	3,078,274.41
总债务	-	4,609,031.00	3,745,343.29
资产负债率	64.55%	60.71%	57.82%
现金短期债务比	-	0.78	2.01
营业收入	491,157.33	507,913.66	469,886.82
其他收益	38,593.58	14,043.06	11,213.40
利润总额	63,176.87	55,751.83	36,318.87
销售毛利率	5.65%	9.83%	12.01%
EBITDA	116,687.24	101,195.62	77,434.71
EBITDA 利息保障倍数	-	0.42	0.43
经营活动现金流净额	-100,072.25	-107,334.56	17,650.57
收现比	-	0.26	0.61

资料来源：上饶城投 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

上饶城投所处外部环境较好，为其发展提供了良好基础，上饶城投未来业务收入较有保障，同时获得的外部支持力度较大。但中证鹏元也关注到，上饶城投资产流动性较弱、资金支出压力较大、偿债压力较大、存在一定的或有负债等风险因素。经中证鹏元综合评定，上饶城投主体长期信用等级为AA+，其提供的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信用水平。

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部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

截至2020年末，公司对外担保金额合计为30.16亿元，占期末净资产的59.00%，被担保主要系当地国企和事业单位，但相关担保均未设置反担保措施。此外，公司对民营企业江西天润天和新材料科技有限公司担保的1,000.00万元贷款已发生违约，借款银行已函告公司要求代偿，公司拟为其代偿该笔借款后起诉被担保公司赔偿损失，公司存在较大的或有负债风险。

表12 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
万年县妇幼保健院	13,000.00	2027.10.27	否
江西省万年中学	13,000.00	2021.7.15	否
万年县稻源投资开发有限公司	13,000.00	2027.12.8	否
万年县稻源投资开发有限公司	30,000.00	2022.1.4	否
江西省万年中学	4,000.00	2020.12.29	否
万年县稻源投资开发有限公司	20,000.00	2027.1.16	否
万年珠溪河投资开发有限公司	50,000.00	2032.7.20	否
万年县稻源投资开发有限公司	95,000.00	2036.11.17	否
万年县城市建设开发有限公司	12,000.00	2021.12.31	否
万年县六〇总校	1,300.00	2021.12.31	否
万年县第一中学	1,300.00	2021.12.31	否
万年县国有资产经营管理有限公司	20,000.00	2035.6.15	否
万年县城市建设开发有限公司	10,000.00	2021.12.24	否
万年县城市建设开发有限公司	18,000.00	2035.2.23	否
江西天润天和新材料科技有限公司	1,000.00	2021.2.26	否
合计	301,600.00	-	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

九、结论

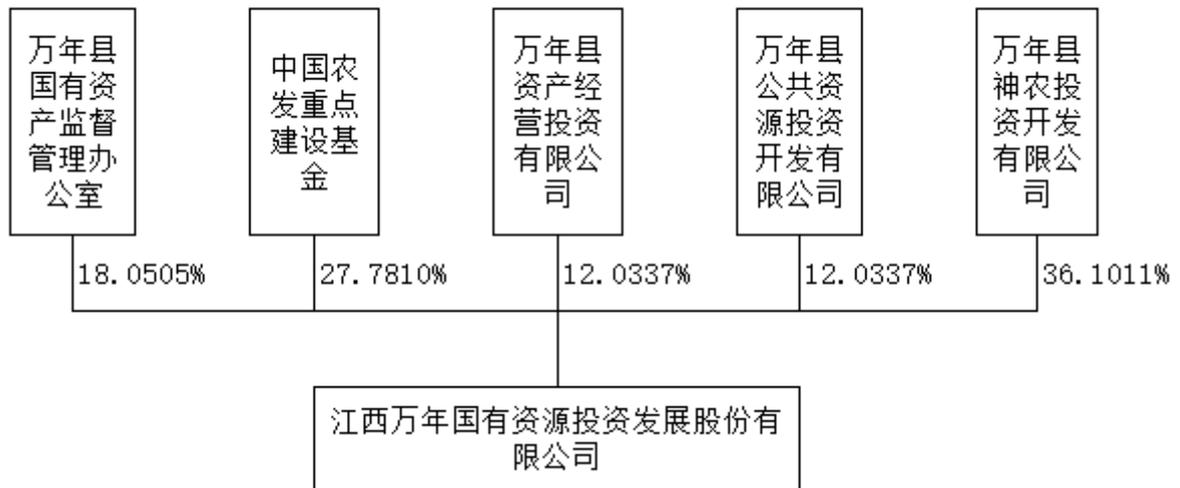
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.11	2.65	3.24
其他应收款（合计）	16.67	11.39	7.77
其他应收款	16.67	11.39	7.77
存货	62.30	64.71	59.99
流动资产合计	83.29	78.90	71.00
非流动资产合计	14.81	13.89	11.75
资产总计	98.10	92.80	82.76
短期借款	0.80	0.00	0.00
其他应付款（合计）	22.26	16.31	11.92
其他应付款	21.84	15.89	11.92
一年内到期的非流动负债	0.92	0.57	0.57
流动负债合计	27.96	19.59	16.99
长期借款	8.62	7.87	7.43
应付债券	9.94	9.93	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	19.01	18.14	7.68
负债合计	46.98	37.73	24.67
总债务	23.63	21.85	11.94
所有者权益	51.12	55.06	58.09
营业收入	7.78	7.70	7.57
营业利润	1.79	1.77	2.06
其他收益	1.00	1.00	1.10
利润总额	1.68	1.77	2.06
经营活动产生的现金流量净额	2.78	-7.68	-3.99
投资活动产生的现金流量净额	-1.18	-2.06	-0.82
筹资活动产生的现金流量净额	0.17	9.25	1.68
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	14.40%	14.60%	15.91%
收现比	1.06	1.00	1.22
资产负债率	47.89%	40.66%	29.81%
现金短期债务比	1.97	0.65	0.72
EBITDA（亿元）	2.11	2.07	2.25
EBITDA 利息保障倍数	1.65	1.98	3.91

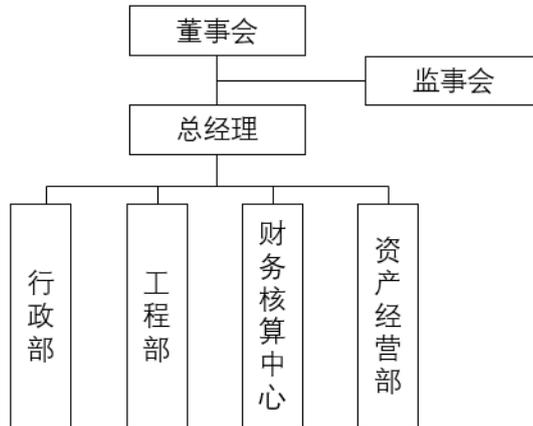
资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
万年县神农源文化旅游发展有限公司	500.00	100%	旅游景点的建设、经
万年县公务用车服务有限公司	200.00	100%	公务用车服务
万年县旭腾投资管理中心（有限合伙）	5,000.00	100%	商务服务业
万年县万年港综合码头有限公司	10,000.00	100%	码头工程开发与建设
万年县稻盛投资开发有限公司	20,000.00	100%	基础建设投资
万年县万众汽车租赁有限公司	50.00	100%	汽车租赁服务
万年县饶光新能源发电有限公司	100.00	95.00%	电力、热力燃气及水生产
万年县万阳新能源发电有限公司	100.00	95.00%	电力、热力燃气及水生产
万年县路兴建设工程管理有限公司	19,643.90	100.00%	土木工程建筑业
万年县久赢投资管理中心（有限合伙）	50,001.00	99.99%	商务服务业

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。