



# 2015年梅县伟业基础设施建设投资有限公司公司债券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：



# 2015年梅县伟业基础设施建设投资有限公司公司债券 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   | 2021-06-27 | 2020-06-23 |

## 债券概况

**债券简称:** 15 梅县建投债/PR 梅建投

**债券剩余规模:** 5.20 亿元

**债券到期日期:** 2022-12-30

**偿还方式:** 按年付息, 在债券存续期的第 3 至第 7 年末逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

## 联系方式

**项目负责人:** 汪永乐  
wangyl@cspengyuan.com

**项目组成员:** 李世伶  
lishl@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对梅州市梅县区伟业基础设施建设投资有限公司<sup>1</sup>（以下简称“梅县建投”或“公司”）及其 2015 年 12 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，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司代建工程业务可持续性较好，且继续获得了股东的一定支持；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，项目回款滞后，面临较大的建设资金压力及一定的偿债压力，以及对外担保存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，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 年 | 2019 年 | 2018 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产           | 71.79  | 83.10  | 81.92  |
| 所有者权益         | 53.25  | 55.73  | 54.88  |
| 总债务           | 6.20   | 7.80   | 10.40  |
| 资产负债率         | 25.82% | 32.93% | 33.00% |
| 现金短期债务比       | 0.59   | 1.66   | 1.94   |
| 营业收入          | 5.62   | 2.43   | 5.08   |
| 其他收益          | 0.60   | 0.72   | 0.45   |
| 利润总额          | 0.96   | 0.89   | 1.26   |
| 销售毛利率         | 8.53%  | 8.39%  | 17.12% |
| EBITDA        | 0.96   | 0.89   | 1.26   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.47   | 1.71   | 1.94   |
| 经营活动现金流净额     | -0.92  | 2.83   | 6.74   |
| 收现比           | 0.00   | 0.05   | 0.61   |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 公司名称由梅县伟业基础设施建设投资有限公司变更为梅州市梅县区伟业基础设施建设投资有限公司，已于 2017 年 4 月 21 日完成工商变更手续。

## 优势

- **代建工程业务可持续性较好。**公司主要从事梅州市梅县区范围内城市基础设施建设业务等，2020 年政府加快代建工程结算进度使得公司代建工程收入同比大幅增长；截至 2020 年末公司主要在建代建项目投资规模较大，代建工程业务可持续性较好。
- **公司继续获得一定的外部支持。**2020 年梅州市梅县区财政局（以下简称“梅县财政局”）给予公司本部及子公司梅州市梅县区梅丰产业园建设投资有限公司（以下简称“梅丰产业园”）财政补贴合计 0.60 亿元。

## 关注

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2020 年末，公司资产主要由应收款项和存货构成，其中，应收款项回款时间存在不确定性；存货中土地大部分未缴纳出让金；存货中开发支出均为基础设施建设项目投入成本，受项目建设进度和政府资金安排影响，回款时间存在不确定性，整体资产流动性较弱。
- **2020 年梅县财政局收回公司 14 宗土地使用权证。**2020 年，梅县财政局收回公司 14 宗土地使用权证，被收回土地账面价值合计 21.53 亿元，上述土地的对价为：向公司支付约 15 亿元，差额计入应收款项。截至本报告出具日，公司尚未收到该款项。
- **公司面临较大的资金压力。**公司代建工程业务回款情况很差，收现比处于低水平；截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资金额较大，随着对在建工程项目的持续投入，公司面临较大的资金压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保期限较长，且均未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

## 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2015年12月发行7年期13.00亿元公司债券，募集资金原计划用于丰华兴梅产业集聚带梅县集聚区（一期）工程（11.00亿元）和梅县新城供水工程（2.00亿元）。其中，梅县新城供水工程已于2018年4月被划至粤海水务集团进行建设和管理，公司将本期债券募集资金中原计划用于梅县新城供水工程的2.00亿元调整为补充流动资金。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.63万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为7.80亿元，梅县财政局持有公司100.00%的股权，仍为公司唯一股东及实际控制人。

2021年3月11日，公司股东作出决定，同意任命张志森、王平、赖成思为公司董事，其中张志森任董事长；同意任命何诗伦、伍静兰、刘佳炜、吴华强、廖舒为公司监事，其中何诗伦为监事长；同意任命王平为公司总经理，赖成思为副经理；以上成员任期均为三年。公司于2021年3月24日完成以上工商变更手续，法定代表人相应由李发春变更为张志森。

2020年公司合并报表范围未发生变化，截至2020年末，公司合并报表范围子公司仍为3家，明细见表1。

**表1 截至 2020 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  |
|---------------------|------|---------|-------|
| 梅州市梅县区宏业房地产开发公司     | 0.05 | 69.62%  | 房地产   |
| 梅州市梅县区梅丰产业园建设投资有限公司 | 0.50 | 100.00% | 工程建设  |
| 梅州市梅县区伟恒城建发展有限公司    | 0.50 | 100.00% | 房屋建筑业 |

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，受新冠疫情（以下简称“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

### 2020年梅州市地区生产总值保持增长，但经济增速进一步下降

2020年梅州市实现地区生产总值（初步核算数）1,207.98亿元，按可比价格计算，同比增长1.5%，增速同比下降，处于较低水平。其中，第一、二、三产业增加值分别为244.96亿元、367.23亿元和595.79亿元，同比增速分别为0.7%、1.5%和1.8%，对地区生产总值增长的贡献率分别为8.3%、35.0%和56.7%，第三产业对地方经济发展贡献较大。产业结构方面，梅州市三次产业结构比例由2019年的18.5:31.2:50.3调整为2020年的20.3:30.4:49.3。2020年梅州市人均地区生产总值为27,561元，为全国人均GDP的38.04%。

产业方面，梅州市北部生态发展区绿色优势尚未有效发挥，现有支柱产业多为资源型产业，增长仍较多依赖高耗能传统行业，先进制造业基础薄弱。2020年梅州市全部工业增加值较上年增长2.1%，仍处于低位运行阶段，规模以上工业增加值同比增长0.2%，达历史低位。

投资方面，2020年梅州市完成固定资产投资同比增长0.1%，其中项目投资同比增长5.8%。房地产开发投资方面，2020年梅州市房地产开发投资232.47亿元，同比下降8.4%，按用途分，商品住宅开发投资186.61亿元，同比下降9.8%。2020年梅州市商品房销售面积为400.95万平方米，同比增长8.8%，实现商品房销售额245.54亿元，同比增长3.3%。消费方面，2020年梅州市社会消费品零售总额634.88亿元，同比下降7.9%。

贸易方面，受新冠疫情的影响，梅州市传统出口商品受冲击较大，2020年梅州市货物进出口总额为98.97亿元，同比下降17.9%。此外，2020年末金融机构本外币各项存款余额和贷款余额同比均保持增长态

势。

**表2 梅州市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）     | 1,207.98 | 1.5%   | 1,187.06 | 3.4%   |
| 第一产业增加值         | 244.96   | 0.7%   | 219.03   | 4.1%   |
| 第二产业增加值         | 367.23   | 1.5%   | 370.89   | 3.0%   |
| 第三产业增加值         | 595.79   | 1.8%   | 597.14   | 3.4%   |
| 工业增加值           | -        | 2.1%   | -        | 3.0%   |
| 固定资产投资          | -        | 0.1%   | -        | 4.0%   |
| 社会消费品零售总额       | 634.88   | -7.9%  | 775.14   | 6.7%   |
| 进出口总额           | 98.97    | -17.9% | 120.62   | -10.8% |
| 存款余额            | 2,438.24 | 8.3%   | 2,251.36 | 5.6%   |
| 贷款余额            | 1,588.81 | 17.5%  | 1,352.38 | 15.4%  |
| 人均 GDP（元）       |          | 27,561 |          | 27,096 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP |          | 38.04% |          | 38.22% |

注：2020年人均 GDP 按梅州市 2019年末常住人口（438.30万人）概算；“-”表示该数据未公开披露。

资料来源：2019-2020年梅州国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《梅州市2020年预算执行情况和2021年预算草案报告》，2020年梅州市全市实现一般公共预算收入88.18亿元，同比下降3.71%，其中税收收入56.43亿元，占一般公共预算收入的64.00%，同比下降6.84%，税收收入减少的原因主要是受新冠疫情和落实减税降费政策叠加影响；同年实现政府性基金预算收入74.7亿元，同比下降5.83%。支出方面，2020年梅州市全市一般公共预算支出为474.89亿元，同比增长7.06%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为18.57%，财政自给能力较弱。

### 2020年梅州市梅县区地区生产总值保持增长，但经济总量仍偏小

梅县区隶属广东省梅州市，位于广东省东北部，韩江上游，梅州市中部。2020年梅州市梅县区完成地区生产总值（初步核算数）219.95亿元，按可比价格计算，同比增长3.5%，但经济总量仍偏小。其中，第一产业增加值56.64亿元，同比增长2.4%，拉动GDP增长0.5个百分点；第二产业增加值70.92亿元，同比增长7.6%，拉动GDP增长2.6个百分点；第三产业增加值92.40亿元，同比增长0.8%，拉动GDP增长0.3个百分点。产业结构方面，梅州市梅县区三次产业结构由2019年的24.2:33.9:41.9调整为25.7:32.3:42.0。2020年全区人均GDP为40,433元，为全国人均GDP的55.81%。

2020年梅州市梅县区全部工业企业完成增加值59.83亿元，同比增长9.7%；97家规上工业企业完成产值153.54亿元，同比增长3.8%；完成规上工业增加值45.75亿元，同比增长3.8%。2020年梅州市梅县区规模以上工业五大支柱产业（电力生产业、建材业、电子信息业、机电制造业和纺织及服装制造业）完成产值132.39亿元，同比增长8%。固定资产投资方面，2020年梅州市梅县区固定资产投资同比增长0.1%，其中全区99家房地产企业完成房地产开发投资61.19亿元，同比下降5.0%。消费方面，2020年社会消费品



零售总额完成146.5亿元，同比下降5.4%。2020年梅州市梅县区新签外商投资项目（已批准）2个，合同利用外资金额865万美元，同比增长13.4倍；完成外贸进出口总额2.77亿美元，同比下降36%。

**表3 梅县区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）     | 219.95 | 3.5%   | 203.84 | 3.8%   |
| 第一产业增加值         | 56.64  | 2.4%   | 49.35  | 4.4%   |
| 第二产业增加值         | 70.92  | 7.6%   | 69.2   | 1.2%   |
| 第三产业增加值         | 92.40  | 0.8%   | 85.29  | 5.9%   |
| 工业增加值           | 59.83  | 9.7%   | 40.82  | -0.7%  |
| 固定资产投资          | -      | 0.1%   | -      | 6.8%   |
| 社会消费品零售总额       | 146.5  | -5.4%  | 169.14 | 6.5%   |
| 进出口总额（亿美元）      | 2.77   | -36%   | 4.34   | 30.0%  |
| 存款余额            | 390.81 | 11.2%  | 351.52 | 14.9%  |
| 贷款余额            | 240.22 | 31.9%  | 182.15 | 17.4%  |
| 人均 GDP（元）       |        | 40,433 |        | 37,484 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP |        | 55.81% |        | 52.87% |

注：2020年人均GDP按梅州市梅县区2019年末常住人口（543,982人）概算；“-”表示该数据未公开披露。

资料来源：梅州市梅县区统计局关于2019年国民经济和社会发展的统计公报、2020年梅州市梅县区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《梅州市梅县区2020年财政预算执行情况和2021年预算草案的报告》，2020年梅州市梅县区实现一般公共预算收入14.58亿元，同比下降8.18%，其中税收收入9.92亿元，同比下降5.93%，占一般公共预算收入的68.04%；同年实现政府性基金预算收入6.84亿元，同比下降15.60%。支出方面，2020年梅州市梅县区一般公共预算支出为57.82亿元，同比下降4.72%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为25.22%，财政自给能力较弱。

## 五、经营与竞争

公司主要从事梅州市梅县区范围内基础设施建设及房地产开发业务。从收入结构来看，随着2020年政府加快代建工程结算进度，当年公司代建工程收入同比大幅增长136.63%至5.40亿元，占营业收入的96.04%，是公司收入和利润的主要来源。受政府规划、区域土地及房地产市场行情波动等因素影响，2020年公司仍未确认土地开发收入。2020年因代建工程收入和房地产开发收入均较2019年大幅增加，公司营业收入同比大幅上升131.72%；房地产开发业务毛利率上升使得2020年公司销售毛利率较2019年略提高至8.53%。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

| 项目 | 2020年 | 2019年 |
|----|-------|-------|
|----|-------|-------|

|           | 金额          | 毛利率          | 金额          | 毛利率          |
|-----------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| 代建工程      | 5.40        | 7.47%        | 2.28        | 7.08%        |
| 房地产开发     | 0.22        | 34.25%       | 0.14        | 29.09%       |
| <b>合计</b> | <b>5.62</b> | <b>8.53%</b> | <b>2.43</b> | <b>8.39%</b> |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**2020年代建工程收入仍是公司收入和利润的主要来源，业务可持续性较好，同时面临较大的资金支出压力；受政府财政状况和资金安排影响，代建工程款项回款时间存在不确定性**

公司主要负责梅州市梅县区范围内城市基础设施建设业务，包括修建区域内道路、桥涵、码头和其他基础设施等。具体模式为：根据市政需要建设的基础设施，公司与梅县区政府就其指定项目签订委托代建协议，每年按照代建工程的施工成本加成一定比例确认代建工程收入，梅县区政府每年按照审核确认的施工进度与公司进行结算，公司以此确认代建工程收入及成本。

随着2020年政府加快代建工程结算进度，公司代建工程收入同比大幅增长136.63%至5.40亿元，占营业收入的96.04%，是公司收入和利润的主要来源。2020年代建工程收入毛利率为7.47%，同比小幅上升。

**表5 2020年公司代建工程收入确认明细表（单位：亿元）**

| 项目名称          | 当期确认收入      | 当期确认成本      |
|---------------|-------------|-------------|
| 基础设施及土地平整代建项目 | 5.40        | 4.50        |
| <b>合计</b>     | <b>5.40</b> | <b>4.50</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目有梅县产业集聚区基础设施项目建设、畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程等，2020年末项目预计总投资38.70亿元，尚需投资27.07亿元，大部分项目建设进度缓慢，且回款滞后，随着项目持续推进，公司面临较大的资金支出压力。其中，梅州综合保税区厂房为公司自建项目，建筑面积为5.91万平方米，项目建成后主要用于出租或者出售。2020年末公司主要在建代建项目预计总投资35.69亿元，尚需投资25.07亿元，代建工程业务可持续性较好。本期债券募投项目为丰华兴梅产业集聚带梅县集聚区（一期）工程，因公司集聚区项目较多，无法区分哪些项目属于募投项目，故未能提供募投项目建设进度及投资情况等资料，针对此情况公司已出具专项说明。

中证鹏元关注到，2020年公司代建工程业务收到的现金仅为0.02亿元，回款情况很差；截至2020年末公司应收梅县财政局代建工程款项账面价值达11.28亿元，应收账款规模较大且持续攀升，受政府财政状况和资金安排影响，代建工程款项回款时间存在不确定性。

**表6 截至2020年12月31日公司在建基础设施工程情况（单位：亿元）**

| 项目                     | 项目总投资 | 已投资  | 尚需投资  | 是否代建 |
|------------------------|-------|------|-------|------|
| 梅县产业集聚区基础设施项目          | 17.38 | 7.80 | 9.58  | 是    |
| 畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程 | 14.22 | 0.55 | 13.67 | 是    |
| 梅县西片区市政基础设施建设项目        | 3.01  | 2.22 | 0.79  | 是    |
| 梅州综合保税区厂房              | 3.01  | 1.00 | 2.01  | 否    |

|            |              |              |              |          |
|------------|--------------|--------------|--------------|----------|
| 水车镇新农村建设项目 | 1.08         | 0.05         | 1.03         | 是        |
| <b>合计</b>  | <b>38.70</b> | <b>11.62</b> | <b>27.07</b> | <b>-</b> |

注：（1）因集聚区项目较多，公司无法区分哪些项目属于募投项目，且该项目在审计报告中也不完全体现，故公司无法提供募投项目建设进度及投资情况的充分资料；（2）2020年除梅州综合保税区厂房项目外其他项目均无新增投资，主要系疫情影响暂停建设。

资料来源：公司提供

### **2020年公司仍未确认土地开发收入，但在整理土地项目为未来土地开发收入提供保障，同时需关注收入规模的波动性**

近年来，公司主要负责梅州市梅县区扶大高新区土地开发整理业务，具体模式为：梅县区政府按照年度土地利用计划每年向公司分配一级土地开发用地指标，公司对协议指定范围内的城市建设用地进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当的市政配套设施建设，使该区域范围内的土地达到符合建设的条件；待土地开发完成后，交由梅州市梅县区征地和土地储备中心以“招拍挂”方式予以出让，土地出让价款扣除相关税费及梅县财政局留存后再由其根据土地开发难易程度按一定的比率拨付给公司。

受政府规划、区域土地及房地产市场波动的影响，2020年公司仍未确认土地开发收入。截至2020年末，公司存货中在整理土地项目账面价值为20.05亿元，包括土地账面价值17.93亿元和土地平整支出2.12亿元，待该等土地未来整理完并出让后，能给公司带来土地开发收入，同时需关注收入规模的波动性。

另外，根据梅县财政局出具的《关于与梅州市梅县区伟业基础设施建设投资有限公司置换土地的决定》，2020年梅县财政局收回公司14宗土地使用权证，被收回土地账面价值合计21.53亿元，上述土地的对价为：向公司支付约15亿元，差额计入应收财政局款项。中证鹏元关注到，截至本报告出具日，公司尚未收到该款项。

### **2020年房地产开发收入规模较小，且无新增房地产开发项目，未来该业务不具有可持续性**

公司是梅州市梅县区重要的保障房建设主体，其保障房开发项目主要由子公司梅州市梅县区宏业房地产开发公司（以下简称“宏业房地产公司”）负责。具体业务模式为：公司接受梅县区政府下达的建设任务，根据任务情况安排保障房的融资、投资和建设，建设完毕后根据梅县区政府遴选的居住对象由公司自主进行定向销售，若无法完成销售预期，公司可按原有销售价格回售给梅县区政府，而商品房部分则由公司自主销售。公司建设的保障房包括安置房、经济适用房，建设完毕的保障房除居住面积外，剩余临街商铺、店面属于公司自有物业资产，由公司自主支配和经营。

目前公司开发了宏兴园和幸福家园两个项目，均集商品房、安置房、经济适用房、商铺和车位等业态于一体，已分别于2003年、2015年完工。2020年公司房地产开发收入同比增长54.16%，但规模仍较小，毛利率同比上升5.16个百分点，主要系子公司宏业房地产公司的幸福家园项目交付较多所致。截至2020年末，宏兴园剩余可售面积为1,861.14平方米，剩余部分全部为商铺，后续用于出租获得租金收入；幸福家园剩余可售面积为4.43万平方米。受政府规划及房地产市场波动等因素的影响，截至2021年5月末，公司无在建和拟建房地产开发项目，未来该业务不具有可持续性。

### 公司继续获得一定的外部支持

公司作为梅州市梅县区重要的基础设施投融资和建设主体，在财政补贴方面持续获得当地政府的支持。2020年梅县财政局给予公司本部及子公司梅丰产业园财政补贴合计0.60亿元，计入其他收益，占同期利润总额的62.25%。

## 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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年度合并报表范围无变化。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模有所下降，主要由应收款项和存货构成，整体资产流动性较弱

截至2020年末，公司资产总额同比下降13.61%，仍以流动资产为主。因偿还到期债务本息及支付梅县财政局往来款等导致资金支出较多，2020年末公司货币资金同比下降64.27%，以银行存款为主，无使用权受限货币资金。公司应收账款99.99%为应收梅县财政局的代建项目结算工程款，受2020年梅县财政局加快项目结算但项目款支付滞后的影响，年末应收账款账面价值同比大幅增长92.41%。公司预付款项主要为预付梅州市梅县区体育局的购房款。

截至2020年末，公司其他应收款为应收梅县财政局、梅州市梅县区中恒建设有限公司、中国乡村振兴论坛、梅州市梅县区住房和城乡建设局和梅县人民法院的往来款，因应收梅县财政局往来款增加10.51亿元，年末其他应收款同比大幅增至11.79亿元。2020年末公司应收款项合计23.07亿元，占资产总额的32.14%，应收对象主要为政府单位及国有企业，回收风险较小，但回款时间存在不确定性，占用公司较多营运资金。

公司存货由土地、开发支出、房地产开发项目构成，2020年末存货规模仍较大，占总资产的比重为42.14%。存货中土地包括在整理土地和土地平整支出，2019年末公司存货中土地共25宗，面积合计206.85万平方米，账面价值合计38.51亿元，均未缴纳出让金；2020年梅县财政局收回公司14宗土地使用权证，被收回土地账面价值合计21.53亿元；2020年公司新增2宗土地，面积合计3.72万平方米，账面价值合计0.95亿元，均已缴纳出让金；2020年末公司共拥有13宗土地，面积合计114.03万平方米，账面价值合计17.93亿元，占存货账面价值的59.27%，用途主要为商业用地；另外，2020年末公司土地平整支出合计2.12亿元。2020年末公司存货中开发支出账面价值合计9.42亿元，包括基础设施建设项目土地整理支出和项目投资成本，其中基础设施建设项目土地整理支出合计0.58亿元，基础设施建设项目包括梅县产业集聚区基础设施项目、畚江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程等，受政府财政状况和资金安排影

响，代建工程款项回款时间存在不确定性。2020年末公司存货中房地产开发项目账面价值合计0.78亿元，剩余货值较小。

公司长期应收款主要系应收广州增城市（梅县区）产业转移工业园管理委员会（以下简称“梅县管委会”）的往来款。公司长期股权投资主要为对梅州市梅县区棕沅项目投资管理有限公司（持股30.00%）、梅州市梅县区中冶管廊投资建设发展有限公司（以下简称“中冶管廊”，持股30.00%）、梅州市梅县区伟宏投资开发有限公司等联营企业的投资，均以权益法核算，因2020年公司追加对中冶管廊0.30亿元投资，年末长期股权投资同比小幅增长。

综合来看，截至2020年末，公司资产主要由应收款项和存货构成，其中，应收款项回款时间存在不确定性；存货中土地性质均为出让但大部分未缴纳出让金；存货中开发支出均为基础设施建设项目投入成本，受项目建设进度和政府资金安排影响，回款时间存在不确定性，因此整体资产流动性较弱。

**表7 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           | 1.54         | 2.15%          | 4.32         | 5.20%          |
| 应收账款           | 11.28        | 15.72%         | 5.86         | 7.06%          |
| 预付款项           | 4.70         | 6.55%          | 4.72         | 5.68%          |
| 其他应收款          | 11.79        | 16.42%         | 1.37         | 1.64%          |
| 存货             | 30.25        | 42.14%         | 54.72        | 65.86%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>59.58</b> | <b>82.99%</b>  | <b>71.02</b> | <b>85.47%</b>  |
| 长期应收款          | 5.61         | 7.81%          | 6.36         | 7.65%          |
| 长期股权投资         | 5.31         | 7.40%          | 5.01         | 6.03%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>12.21</b> | <b>17.01%</b>  | <b>12.07</b> | <b>14.53%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>71.79</b> | <b>100.00%</b> | <b>83.10</b> | <b>100.00%</b> |

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

### 2020年公司营业收入大幅增长，但回款情况很差；政府补贴为利润主要来源

2020年公司营业收入来自于工程代建收入、房地产开发收入，因2020年政府加快代建工程结算进度以及子公司宏业房地产公司幸福家园保障性住房项目交付较多，当年公司营业收入同比大幅增至5.62亿元，销售毛利率增至8.53%，整体盈利能力增强。公司2020年仍未实现土地开发收入，需关注土地开发收入规模的波动性。2020年公司收现比接近于0，业务回款情况很差。

得益于营业收入的大幅增长以及销售毛利率的提高，2020年公司营业利润和利润总额均有所提高。2020年梅县财政局给予公司及子公司梅丰产业园财政补贴资金合计0.60亿元，占同期利润总额的62.25%，政府补贴为利润主要来源。

**表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

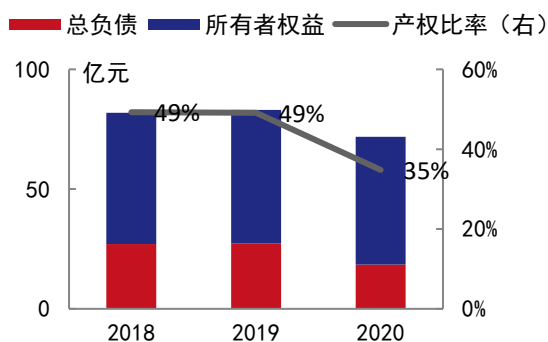
| 指标名称  | 2020年 | 2019年 |
|-------|-------|-------|
| 营业收入  | 5.62  | 2.43  |
| 收现比   | 0.00  | 0.05  |
| 营业利润  | 0.96  | 0.89  |
| 其他收益  | 0.60  | 0.72  |
| 利润总额  | 0.96  | 0.89  |
| 销售毛利率 | 8.53% | 8.39% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

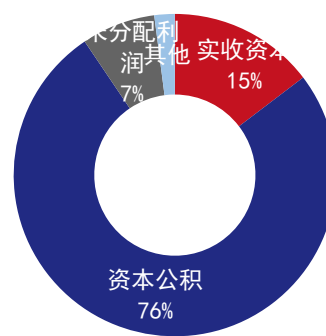
## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模有所下降，但仍面临一定的债务偿付压力

因2020年公司偿还梅县财政局往来款以及本期债券部分到期本金，年末公司负债总额降至18.54亿元，以非流动负债为主。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积等构成，其中资本公积占比75.90%，主要是政府划入的基础设施建设项目资金，2020年资本公积净增加1.84亿元。受2020年公司分配5.18亿元现金股利的影响，年末公司所有者权益同比小幅下降4.45%。综合影响下，公司产权比率降至34.81%，所有者权益对负债的保障程度有所改善。

**图 1 2018-2020 年末公司资本结构**


资料来源：公司 2018-2020 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

公司预收款项主要为预收安置房购房款，因2020年幸福家园项目部分结转，相应结转预收账款，年末预收款项同比下降81.67%。公司其他应付款主要为应付政府单位及国有企业的往来款，2020年末同比下降65.40%，主要系偿还应付梅县财政局的往来款所致。

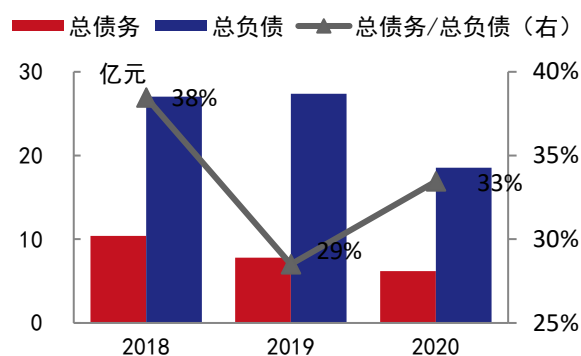
公司长期借款为2020年子公司梅丰产业园新增向梅州农村商业银行股份有限公司抵押贷款1.00亿元。公司应付债券为本期债券，2020年末余额为5.20亿元，将于2022年12月30日到期，2021年需偿付本金2.60亿元，计入一年内到期的非流动负债。公司长期应付款主要为应付梅县管委会的往来款（无息），2020年末同比增长10.54%。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

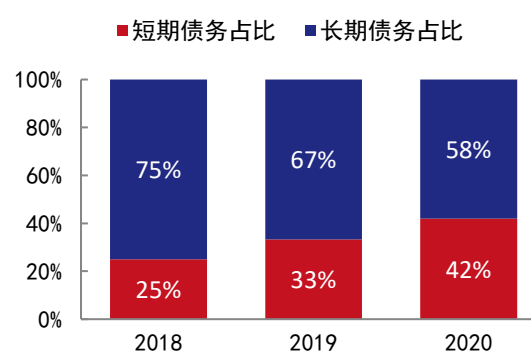
| 项目             | 2020年        |                | 2019年        |                |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|                | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             |
| 预收款项           | 0.05         | 0.26%          | 0.27         | 0.98%          |
| 其他应付款          | 4.10         | 22.10%         | 11.84        | 43.26%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 2.60         | 14.03%         | 2.60         | 9.50%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>7.23</b>  | <b>39.03%</b>  | <b>15.20</b> | <b>55.54%</b>  |
| 长期借款           | 1.00         | 5.39%          | 0.00         | -              |
| 应付债券           | 2.60         | 14.03%         | 5.20         | 19.00%         |
| 长期应付款          | 7.70         | 41.55%         | 6.97         | 25.46%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>11.30</b> | <b>60.97%</b>  | <b>12.17</b> | <b>44.46%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>18.54</b> | <b>100.00%</b> | <b>27.37</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务由一年内到期的非流动负债、长期借款以及应付债券构成。随着本期债券部分本金到期，2020年末公司总债务余额降至6.20亿元，但短期债务比重有所上升，存在一定的债务集中偿付压力。

**图 3 2018-2020 年末公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 4 2018-2020 年末公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率降至25.82%，整体负债水平较低。2020年末公司现金短期债务比降至0.59，现金类资产对短期债务的保障能力大幅减弱。2020年公司EBITDA有所上升，EBITDA利息保障倍数提高至2.47，利润对利息的保障程度有所提高。总体来看，公司面临一定的债务偿付压力。

**表10 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2020年  | 2019年  |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 25.82% | 32.93% |
| 现金短期债务比       | 0.59   | 1.66   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.47   | 1.71   |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

## 七、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10日），公司本部以及子公司梅丰产业园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

**公司对外担保期限较长，且均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险**

截至2020年末，公司对外担保金额合计为2.75亿元，占同期末净资产的5.16%，担保对象均为梅州市梅县区国有企业。公司对外担保金额较小，但担保期限较长，且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

| 被担保方             | 被担保方性质 | 担保金额        | 担保到期日       | 是否有反担保 |
|------------------|--------|-------------|-------------|--------|
| 梅州市梅县区伟宏投资开发有限公司 | 国企     | 1.64        | 2026年12月18日 | 否      |
| 梅州市梅县区恒基水务投资有限公司 | 国企     | 0.89        | 2026年12月22日 | 否      |
| 梅州市梅县区广通公路投资有限公司 | 国企     | 0.22        | 2025年1月9日   | 否      |
| <b>合计</b>        | -      | <b>2.75</b> | -           | -      |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、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。

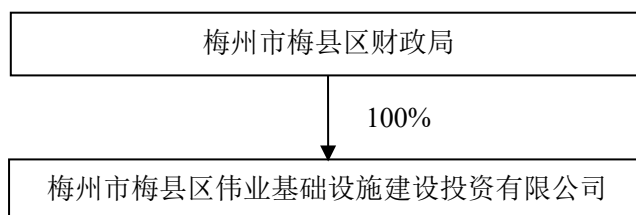


## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2020年  | 2019年  | 2018年  |
|---------------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 1.54   | 4.32   | 5.05   |
| 应收账款          | 11.28  | 5.86   | 3.68   |
| 预付账款          | 4.70   | 4.72   | 4.72   |
| 其他应收款         | 11.79  | 1.37   | 1.41   |
| 存货            | 30.25  | 54.72  | 55.69  |
| 流动资产合计        | 59.58  | 71.02  | 70.59  |
| 长期应收款         | 5.61   | 6.36   | 6.36   |
| 长期股权投资        | 5.31   | 5.01   | 4.59   |
| 非流动资产合计       | 12.21  | 12.07  | 11.33  |
| 资产总计          | 71.79  | 83.10  | 81.92  |
| 应付账款          | 0.41   | 0.41   | 0.41   |
| 预收款项          | 0.05   | 0.27   | 0.41   |
| 其他应付款         | 4.10   | 11.84  | 8.76   |
| 一年内到期的非流动负债   | 2.60   | 2.60   | 2.60   |
| 流动负债合计        | 7.23   | 15.20  | 12.27  |
| 应付债券          | 2.60   | 5.20   | 7.80   |
| 长期应付款         | 7.70   | 6.97   | 6.97   |
| 非流动负债合计       | 11.30  | 12.17  | 14.77  |
| 总负债           | 18.54  | 27.37  | 27.04  |
| 总债务           | 6.20   | 7.80   | 10.40  |
| 所有者权益         | 53.25  | 55.73  | 54.88  |
| 营业收入          | 5.62   | 2.43   | 5.08   |
| 营业利润          | 0.96   | 0.89   | 1.26   |
| 其他收益          | 0.60   | 0.72   | 0.45   |
| 利润总额          | 0.96   | 0.89   | 1.26   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -0.92  | 2.83   | 6.74   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1.71  | -0.44  | -3.58  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -0.15  | -3.12  | -3.45  |
| 财务指标          | 2020年  | 2019年  | 2018年  |
| 销售毛利率         | 8.53%  | 8.39%  | 17.12% |
| 收现比           | 0.00   | 0.05   | 0.61   |
| 资产负债率         | 25.82% | 32.93% | 33.00% |
| 现金短期债务比       | 0.59   | 1.66   | 1.94   |
| EBITDA（亿元）    | 0.96   | 0.89   | 1.26   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.47   | 1.71   | 1.94   |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

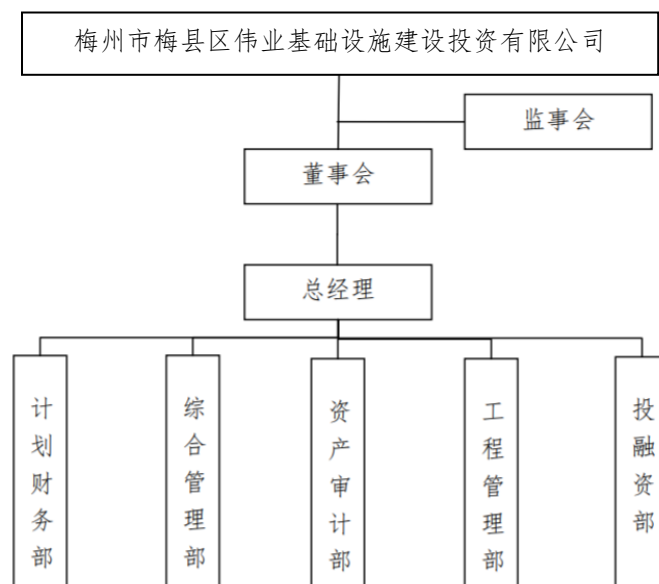
## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 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           | $\text{短期债务} + \text{长期债务}$  |

## 附录五 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。 |