

2015 年萍乡市汇丰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年萍乡市汇丰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	2021-6-30	2020-6-22

债券概况

债券简称: 15 汇丰投资债/PR15 汇丰

债券剩余规模: 2 亿元

债券到期日期: 2022 年 01 月 26 日

偿还方式: 每年付息一次, 分次还本, 即自债券发行后第 3 年末起, 每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: 何佳欢
hejh@cspengyuan.com

项目组成员: 谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“汇丰投资”或“公司”）及其 2015 年 01 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：外部环境较好，公司业务持续性较好，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力、加大的偿债压力及一定的或有负债风险。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，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	2021.3	2020	2019	2018
总资产	395.84	394.05	377.48	360.44
所有者权益	201.59	201.62	212.63	209.95
总债务	177.69	175.46	148.91	133.50
资产负债率	49.07%	48.83%	43.67%	41.66%
现金短期债务比	0.37	0.31	0.68	2.87
营业收入	0.01	12.15	22.36	7.60
其他收益	0.00	0.30	0.50	0.00
利润总额	-0.03	5.80	6.10	5.44
销售毛利率	71.94%	40.17%	20.62%	45.09%
EBITDA	-	5.81	6.11	5.45
经营活动现金流净额	-	-30.81	-40.12	-34.45
收现比	-	1.12	0.72	1.15

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **萍乡市经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。**萍乡市以五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-水泥、红-烟花鞭炮、金-冶金）为主，2020年五大传统产业占规模以上工业增加值的比重仍在六成以上，地区生产总值增速与全省基本持平，经济保持增长。
- **公司业务持续性较好。**公司是萍乡市重要的基础设施建设主体之一，截至2020年末公司可供出售的土地资产和代建项目规模较大，后续相关业务可持续性较好。
- **获得的外部支持力度较大。**近年来公司持续获得一定的政府补助和较大规模的财政贴息，改善了公司盈利水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司近年来资产规模大幅增加，且主要为其他应收款、在建工程项目投入和土地资产，其中其他应收款对营运资金造成明显占用且部分款项存在回收风险、在建工程项目收益实现及回款时间存在不确定性、过半土地资产已抵押，资产流动性较弱。
- **经营活动现金流表现较弱，后续资金支出压力较大。**2020年公司经营活动现金继续净流出，且在建基础设施项目后续资金需求较大，面临较大的资金支出压力。
- **总债务持续增加，偿债压力加大。**公司总债务规模较大且逐年增加，在总负债中的比重较高，资产负债率持续上升，现金短期债务比下降。
- **面临一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司提供的对外担保数量较多、规模较大，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1月26日发行7年期10亿元公司债券，本期债券募集资金主要用于杭南长高铁萍乡站基础设施配套工程项目。截至2021年03月31日，本期债券募集资金专项账户余额为12,026.16元。

三、发行主体概况

2020年3月，公司发生第三次控股股东变更，根据萍开党政联抄字【2019】220号文件，萍乡经济技术开发区管理委员会（以下简称“萍乡经开区管委会”）将持有的公司96.28%股权无偿划转至萍乡创新发展投资集团有限公司（以下简称“萍乡创投”），公司控股股东变更为萍乡创投。2020年7月，依据萍府办抄字【2020】6号文件，萍乡经开区管委会将其持有萍乡创投的51%股权转让给萍乡市国有资产监督管理委员会（以下简称“萍乡国资委”），萍乡创投控股股东和实际控制人均变更为萍乡国资委。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为10.39亿元，控股股东为萍乡创投，持有公司96.28%的股权，实际控制人为萍乡国资委，具体股权结构见附录二。

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，但目前实际业务范围主要覆盖在萍乡经开区范围内。2020年无合并范围内子公司变更情况，截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共6家，具体见附录四。

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。

行业及区域经济环境

近年萍乡市经济保持增长，但固定资产投资增速继续放缓

萍乡下辖芦溪县、上栗县、莲花县、安源区、湘东区及国家级经济开发区萍乡经济技术开发区，全市面积3,823.99平方公里。

2020年萍乡市地区生产总值963.60亿元，按可比价格计算，同比增长3.6%，受疫情影响经济增速有所放缓。三次产业结构为“三二一”，产业结构较为稳定，由2019年的7.3：44.5：48.2调整为2020年的7.9：43.6：48.5。2020年萍乡市人均生产总值49,637元，为全国人均GDP的68.51%，在江西省内排名中等。

2020年萍乡市工业发展增速有所回落，主要是受新冠疫情影响。分行业看，萍乡市五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-水泥、红-烟花鞭炮、金-冶金）均为高耗能产业，近年来在转型升级，高耗能行业增加值占规模以上工业增加值的比重由2019年的63.1%下降至2020年的60.8%，增速低于规模以上工业增加值。与此同时，新兴产业加速发展，战略性新兴产业增加值占规模以上工业增加值比重由2019年的18.4%上升至2020年的20.0%，装备制造业增加值增速下滑至17.2%，但增速仍远高于规模以上工业增加值，2020年在规模以上工业增加值中的占比达到了21.1%。全市工业效益继续向好，2020年规模以上工业企业实现营业收入1,116.03亿元，同比增长2.8%；实现利润总额106.62亿元，同比增长2.3%。此外，园区工业拉动作用也较为明显，其中2020年全市6个工业园区（萍乡经济技术开发区、安源工业园区、湘东工业园区、莲花工业园区、上栗工业园区、芦溪工业园区）的营业收入和利润总额在全市中的比重的分别为82.36%和76.95%。在优质产业主体方面，萍乡市拥有安源煤业（股票代码：600397.SH）和甘源食品（股票代码：002991.SZ）2家上市公司，证券化率省内排名中等，优质产业有望持续带动当地就业及经济发展。

2020年萍乡市固定资产投资增速有所下降，亦主要是受疫情影响。分产业来看，2020年第一、二产业投资分别较上年增长74.7%和12.7%，第三产业投资较上年微降1.1%。就房地产行业来看，2020年全市商品房销售面积为221.48万平方米，同比增长0.9%，增速大幅下滑。

2020年受疫情影响增速萍乡市社会消费品零售总额增速下滑至2.9%，但消费升级类商品销售实现快速增长，可穿戴智能设备、通讯器材类商品零售额分别比上年增长79.6%和53.7%。

表1 萍乡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）	963.60	3.6%	930.02	7.5%
第一产业增加值	76.26	2.0%	68.05	2.8%
第二产业增加值	420.31	4.1%	413.89	7.6%
第三产业增加值	467.04	3.4%	448.08	8.4%
工业增加值	358.84	4.0%	355.56	8.6%
固定资产投资	-	8.0%	-	9.7%
社会消费品零售总额	332.30	2.9%	322.93	11.3%
进出口总额	147.47	25.4%	117.64	4.4%
存款余额	1,440.35	8.2%-	1,330.99	10.53%
贷款余额	1,194.36	19.8%	996.58	16.78%
人均 GDP（元）		49,637		48,007
人均 GDP/全国人均 GDP		68.51%		67.72%

注：1、2020年萍乡市人均 GDP=2020年 GDP/2019年末萍乡市常住人口；2、“-”表示数据未公开披露

资料来源：萍乡市 2019-2020 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年萍乡市实现一般公共预算收入106.11亿元，比上年增长1.0%，高于全省平均水平0.2个百分点；同期一般公共预算支出完成281.33亿元，同比增长2.0%；2020年末萍乡市一般债务余额规模为154.64亿元，在省内排名倒数第二。

五、经营与竞争

公司在萍乡市范围内从事土地一级开发及基础设施建设等业务，其中土地一级开发是公司营业收入的主要来源，近年来在营业收入中的占比均在95%以上。2020年公司营业收入大幅下降，主要系公司土地一级开发收入大幅下降所致。

毛利率方面，2020年公司销售毛利率大幅回升，主要原因是2019年公司自有土地转让业务毛利率较低导致当年基数较低。

表2 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
土地一级开发	119,210.73	39.10%	220,599.97	19.60%
代建收入	2,021.25	100.00%	2,607.00	100.00%
其他	241.63	67.15%	352.64	72.41%
合计	121,473.61	40.17%	223,559.61	20.62%

资料来源：公司提供

近年来公司土地一级开发收入和毛利率波动性均较大，目前拥有较大规模的土地资产，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

公司土地一级开发业务基本由公司本部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。2020年以前，公司受萍乡经开区土地收购储备中心（以下简称“经开区土储中心”）、萍乡经开区财政局委托，对萍乡经开区范围内拟收储土地进行一级开发。萍乡经开区国土资源局、萍乡经开区财政局与公司签订土地一级开发委托协议，公司将土地开发整理完毕，经开区土储中心验收合格后，交由萍乡经开区国土资源局依法组织招标、拍卖、挂牌出让。土地出让后，萍乡经开区国土资源局按照土地出让价款扣除成本费用后所得的净收益按一定分成比例向公司支付土地出让的收益。

2020年，根据子公司汇翔建设、萍乡市土地收购储备中心（以下简称“市土储中心”）和萍乡市财政局签订的《土地一级开发合作合同》及子公司汇翔建设、萍乡市人民政府和市土储中心签订的《土地一级开发整理委托合同》，汇翔建设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汇翔建设自筹，项目土地出让后，土地出让净收益市政府与汇翔建设按2:8的比例分成。

另外，公司也会将部分自有土地转让给土地储备中心（2020年及以后为市土储中心），土地储备中心根据市场价格评估公司拥有的土地资产价值，有关部门出具决议文件，以该金额回购该土地资产。

2020年，公司土地出让收入大幅下降，主要系部分出让土地面积较大而单价较低所致，毛利率大幅回升，主要原因是2019年公司自有土地转让业务毛利率较低导致当年基数较低。

表3 2019-2020年公司土地一级开发业务收入明细情况（单位：亩、万元、万元/亩）

年份	编号	宗地位置	土地面积	收入	单价
2020年	DJF2020048	高站路以南、高铁站东路以西	42.89	12,840.54	299.38
	DJF2020047	高站路以南、高铁站西路以东	38.18	14,299.10	374.52
	DJF2020049	沪昆高速公路以南、沪昆高速铁路以北	93.23	29,633.33	317.85
	萍国用（2011）字第99333号	开发区经二路两侧	131.63	35,922.35	272.90
	萍国用（2011）字第99334号	开发区经一路西侧	75.71	20,660.59	272.89
	萍国用（2013）字第109468号	开发区政和路北侧	34.78	1,404.00	40.37
	萍国用（2013）字第109469号	开发区政和路北侧	110.22	4,450.83	40.38
	小计	-	526.64	119,210.73	226.36
2019年	DJF2019022 地块	开发区祥龙路以南，紫元路以西	102.08	18,402.70	180.28
	DJF2019019 地块	武功山中大道以北，大冲路以西	67.43	10,368.47	153.77
	萍国用（2013）第114866号	开发区尚贤中路以南、朝阳中路以东	124.80	58,528.28	468.98
	萍国用（2012）第104584号	开发区洪山大道以南	212.25	95,391.04	449.43
	萍国用（2013）第114718号	开发区尚贤中路以南、朝阳中路以东	81.73	37,909.47	463.84

小计	588.29	220,599.97	374.99
----	--------	------------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年末公司未受限的土地资产账面价值合计为46.99亿元，且目前萍乡经开区范围仍有较大规模的土地可供开发，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。

公司代建项目规模较大，业务具有较好的持续性，但需关注项目建设进度以及回款情况，在建项目面临较大的资金压力

2020年以前，根据江西省安源经济开发区管委办抄告单（安开管办抄字〔2002〕34号），以及公司与管委会、经开区财政局签订的《基础设施建设代建及回购框架协议》、管委会办公室抄告单（萍开管办抄字〔2012〕198号），经开区范围内的基础设施项目全部委托公司投资建设，工程竣工验收后，由政府负责按照投资额的1.2倍回购，项目回购款由经开区财政局直接拨付给公司。公司将基础设施项目的投入纳入预付账款核算，项目交付时冲减相应的预付账款，并按照净收益确认收入，因而该业务的毛利率为100%。在实际操作中，公司部分项目未按协议约定结算。

2020年，公司与萍乡市人民政府和萍乡市财政局签订了《基础设施建设代建及回购框架协议》，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，并按工程进度将回购资金列入财政预算，工程竣工验收后由政府负责回购，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《代建及回购协议》，回购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，近年来公司代建收入毛利率维持在100%，同时单个项目规模不大，收入规模较小。

表4 2019-2020年公司代建项目明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入	依据文件
2020年	海绵城市项目	761.92	萍府办抄字（2020）14号
	玉湖路工程	941.87	
	规划一路\规划二路及土石方工程	53.63	
	其他	263.83	
	小计	2,021.25	
2019年	规划一路\规划二路及土石方工程	703.86	萍开管办抄字【2012】198号
	319国道改造工程	401.75	
	新三板工业园土石方工程D标段工程	218.17	
	开发区319国道改造工程安源大道(建设设路至安源)工程	127.71	
	三田煤矿采煤沉陷区新三板园区挡土墙工程	97.44	
	其他	1,058.07	
	小计	2,607.00	
合计	-	4,628.25	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要代建的基础设施项目预计总投资32.78亿元，已投资31.46亿元，项目代建

业务有较好的持续性。但由于投建的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，且多为债券的募投项目。具体来看，自营项目“萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）”未来主要依靠建成后的销售回款，房产销售收入易受房地产市场的影响，未来需关注其建设进度和销售情况。13汇丰投资债募投项目“田中湖生态水库综合开发项目”，预计总投资50.26亿元，已投资37.12亿元，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，目前13汇丰投资债已于2018年4月到期兑付。15汇丰投资债募投项目“杭南长高铁萍乡站基础设施配套工程项目”已经完工，体现在其他非流动资产，每年确认一定金额的投资收益。

截至2020年末，公司主要的在建基础设施项目尚需投资31.88亿元，未来面临较大的资金压力。值得注意的是，公司在建的自营项目规模较大，未来能否实现预期收益存在一定的不确定性。

表5 截至2020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	备注
田中湖生态水库综合开发项目	50.26	37.12	自营	13 汇丰投资债募投项目
海绵城市及城市建筑节能建设项目	25.96	11.99	自营	17 汇丰绿债募投项目
中环路项目	24.34	21.47	代建	-
萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）	12.56	6.31	自营	-
金融中心综合体	12.00	5.30	施工总承包	自筹
武功山中大道改造工程（320道路）	8.44	9.99	代建	-
开发区标准厂房	6.25	2.17	自营	-
合计	126.23	94.35	-	-

注：13 汇丰投资债募投项目“田中湖生态水库综合开发项目”，初始预计总投资额 23.70 亿元，2015 年追加至 40.00 亿元，2017 年追加至 50.26 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在财政贴息和政府补助等方面获得较大的支持力度

作为萍乡市重要的基础设施建设投融资主体和土地一级开发经营主体之一，公司在资产注入、政府补助和财政贴息方面得到上级政府的大力支持。

2018-2019年，公司获得了萍乡经开区管委会的资金注入、贷款置换等支持，但2020年无偿划出了公司持有江西星星科技有限责任公司（以下简称“江西星星”）48.75%的股权，最终使得2018-2020年净资产小幅增加。

2020年，公司获得了上级政府拨付的3,000.00万元政府补贴，占同期利润总额5.17%。

另外，依据萍开管办抄字（2011）169号、萍开管办抄字[2014]199号抄告单，公司利息支出均由萍乡经济技术开发区财政局。2020年，根据萍乡市财政局出具的文件，利息支出转为均由萍乡市财政局承担。2019-2020年获得的财政贴息金额分别为8.00亿元和6.00亿元。

表6 2018-2020年公司获得的资产注入情况（单位：万元）

时间	文号	摘要	金额
2020年	萍开党政办抄字（2020）4号	无偿划出持有的江西星星48.75%股权	-150,000.00
2019年	《关于上缴2018年度利润的通知》	追加投资款	5,117.87
	国发【2014】43号、财库【2015】102号文	置换贷款	60,000.00
2018年	萍开管办抄字【2018】37号	追加投资款	100,021.68
	萍开党政联抄字[2018]98号	上缴利润作为追加投资款	3,350.87
合计	-	-	18,490.41

资料来源：公司提供

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2018-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，2018年报告采用旧会计准则，2019-2020年报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

2020年公司资产继续增加，主要为应收款项、在建工程项目投入和土地资产，资产流动性较弱

公司近年来资产规模继续增加，主要系债务融资规模增加所致。公司资产基本为应收款项和存货等流动资产，2020年末流动资产占比仍在90%以上。

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款，截至2020年末，1.20亿元货币资金因用于保证金而使用受限。其他应收款规模较大，主要系与江西萍乡市财政局、关联方江西汇恒置业有限公司（以下简称“汇恒置业”）、萍乡市汇盛工业投资管理有限公司（以下简称“汇盛投资”）和萍乡市新区建筑安装总公司（全民所有制）等单位的往来款，2020年末账面价值大幅增加，主要原因是公司与汇恒置业和汇盛投资等单位的往来款大幅增加，此外，其他应收款中有一笔5.00亿元对民企深圳市渊远供应链有限公司的借款，利率为10%，存在一定的款项回收风险。截至2020年末，公司其他应收款合计135.85亿元，占总资产的34.32%，部分应收款项账龄较长，对营运资金造成明显占用，部分应收款项坏账风险很大。

存货基本由开发产品和开发成本组成，近年来账面价值逐年增加，主要系土地资产和代建项目投入增加所致。开发产品为公司在建的工程项目投入，截至2020年末账面价值为112.33亿元，主要为田中水库和海绵城市项目等项目的投入。开发成本主要为土地资产，主要分布在公司本部及其子公司汇翔建设，主要通过出让和作价出资获得，土地用途为商住、商服和工业，截至2020年末账面价值为112.19亿元，面积合计5,425.87亩，其中已抵押的土地35宗、账面价值合计65.20亿元，六成左右土地资产已被抵押，集中变现存在一定困难。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.51	2.40%	7.78	1.97%	14.98	3.97%
其他应收款	135.85	34.32%	138.48	35.14%	116.81	30.94%
存货	227.57	57.49%	224.52	56.98%	207.59	54.99%
流动资产合计	373.70	94.41%	372.03	94.41%	340.68	90.25%
可供出售金融资产	18.19	4.59%	18.19	4.62%	33.19	8.79%
非流动资产合计	22.14	5.59%	22.02	5.59%	36.80	9.75%
资产总计	395.84	100.00%	394.05	100.00%	377.48	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

非流动资产主要为可供出售金融资产，截至2020年末，公司可供出售金融资产主要为持有的江西银行（股票代码：1916.HK）5.15%股权和汇盛投资29.93%股权，其账面价值分别为10.06亿元和7.20亿元，2020年公司获得江西银行现金分红0.12亿元，资产质量较好。2020年末账面价值大幅下降主要原因是2020年3月23日汇丰投资将其持有的星星科技（股票代码：300256.SZ，实际控制人为萍乡经开区管委会）的子公司江西星星48.75%股权无偿划转至汇盛投资。

整体而言，2020年公司资产规模继续增加，且主要为应收款项、在建工程项目投入和土地资产，其中其他应收款对营运资金造成明显占用且部分款项存在回收风险、在建工程项目收益实现及回款时间存在不确定性、六成土地资产已抵押，资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入大幅下降，但业务持续性仍较好，且政府补助和投资收益是利润总额的有效补充

2020年营业收入同比大幅下降主要系公司自有土地转让收入大幅下降所致。截至2020年末，公司可出让的土地资产账面价值规模较大，在建的代建项目规模较大，公司业务持续性较好。

受公司土地一级开发收入波动影响，同期营业利润和利润总额亦均呈一定的波动。作为当地重要的市政基础设施建设平台，公司近年来均获得了一定的政府补贴，2020年政府补助是当期利润总额的5.16%。此外，已完工的募投项目杭南长高铁萍乡站基础设施配套工程项目和委托贷款每年可为公司带来一定规模的投资收益，2020年投资收益合计数是当期利润总额合计数的15.03%，政府补助和投资收益是公司利润总额的有效补充。

毛利率方面，2020年公司综合毛利率大幅回升，主要原因是2019年公司自有土地转让业务毛利率较低导致当年基数偏低。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年1-3月	2020年	2019年
------	-----------	-------	-------

营业收入	0.01	12.15	22.36
收现比	-	1.12	0.72
营业利润	-0.03	5.81	6.10
其他收益	0.00	0.30	0.50
利润总额	-0.03	5.80	6.10
销售毛利率	71.94%	40.17%	20.62%

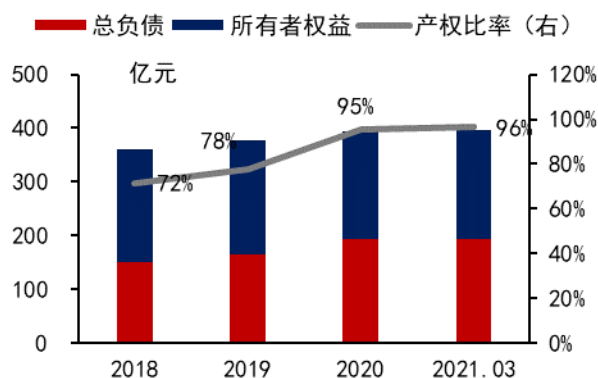
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息债务持续增加，偿债压力加大

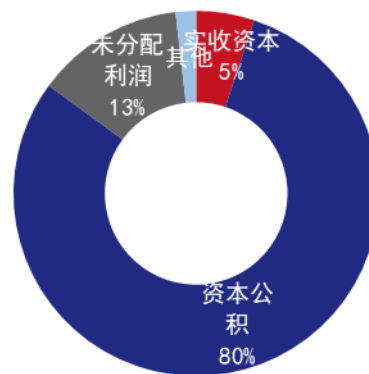
公司净资产基本为股东资产注入，受2020年江西星星股权划出影响，公司净资产小幅下降。受公司债务融资规模增加影响，近年来公司总负债大幅增加。综合影响下，2020年末公司产权比率整体上升，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年末公司流动负债占比有所下降，仍低于25%，整体而言债务结构尚可。流动负债方面，公司其他应付款主要为与管委会、其他关联方之间的往来款，近年来账面价值整体呈一定波动态势。公司一年内到期的非流动负债主要为即将到期的10.10亿元银行贷款和13.00亿元应付债券，包括17汇丰绿债等债券。

非流动负债方面，近年来公司长期借款账面价值持续增加，截至2020年末，长期借款由27.30亿元的抵押借款、38.93亿元质押借款和22.33亿元的保证借款构成，无信用借款。公司近年来债券市场融资力度较大，发行债券数量较多，截至2020年末，公司存续期债券数量9只（含15汇丰投资债、17汇丰绿债和21萍乡汇丰MTN001等）。公司长期应付款均为融资租赁款，近年来账面余额较为稳定。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

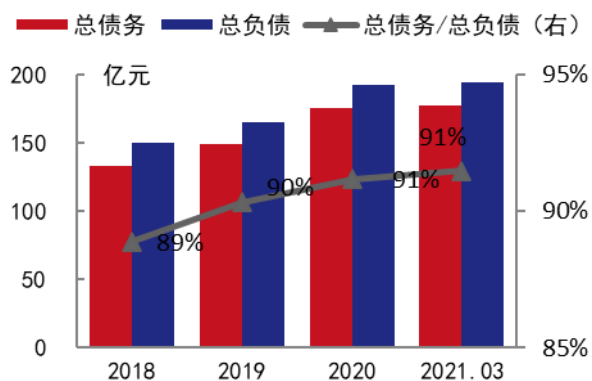
项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
----	------------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	10.74	5.53%	7.54	3.92%	9.54	5.78%
一年内到期的非流动负债	19.86	10.22%	23.10	12.00%	22.24	13.49%
流动负债合计	42.40	21.83%	42.57	22.12%	38.19	23.17%
长期借款	90.55	46.61%	88.55	46.02%	72.16	43.77%
应付债券	43.90	22.60%	43.90	22.81%	37.00	22.44%
长期应付款	17.40	8.96%	17.40	9.04%	17.50	10.62%
非流动负债合计	151.85	78.17%	149.85	77.88%	126.66	76.83%
负债合计	194.25	100.00%	192.42	100.00%	164.86	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

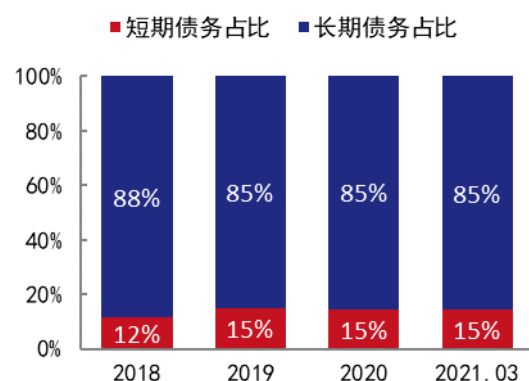
近年来公司债务融资力度不断加大，总债务大幅增加，由 2019 年末的 148.91 亿元增加至 2021 年 3 月末的 177.69 亿元，增长 19.33%，在总负债中的占比在 90% 左右。2020 年末公司短期债务集中度仍低于 15%，债务结构期限较好，债务集中偿付压力可控。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受债务融资规模增加影响，近年来资产负债率有所上升。2021 年需偿还的债务本金规模较大，而 2020 年末的货币资金规模较小，公司短期债务偿付压力较大。截至 2020 年末，公司有四成左右的土地资产可供抵押，尚有一定的融资空间。此外，公司持有江西银行部分股权，一定情况下可用于质押获取偿债资金。

表 10 公司偿债能力指标

指标名称	2021	2020	2019
资产负债率	49.07%	48.83%	43.67%
现金短期债务比	0.37	0.31	0.68

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，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，公司本部（报告查询日为2021年4月14日）、子公司汇翔建设（报告查询日为2021年6月22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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司提供的对外担保数量较多、规模较大，共为6家单位提供了12.55亿元的对外担保，占同期末净资产的6.22%，且均未采取反担保措施，公司面临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：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担	企业性质
萍乡市汇隆实业有限公司	20,000.00	2030.01.06	否	国企
	15,000.00	2030.01.06	否	
江西汇恒置业有限公司	19,200.00	2022.08.07	否	国企
	16,600.00	2021.10.30	否	
江西星星科技有限责任公司	2,000.00	2021.02.19	否	国企
	15,000.00	2021.09.26	否	
萍乡市汇清科技投资有限公司	12,653.80	2023.06.24	否	国企
	8,500.00	2022.12.04	否	
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	7,518.20	2024.8.24	否	国企
	4,000.00	2021.02.24	否	
萍乡市新区建筑安装总公司	5,000.00	2021.09.23	否	全民所有制
合计	125,472.00	--	--	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

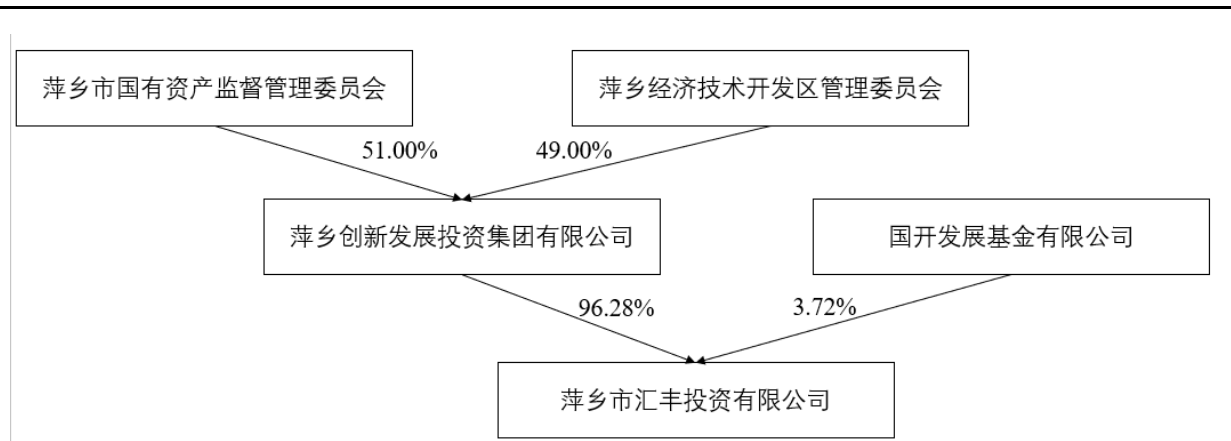
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	9.51	7.78	14.98	34.11
其他应收款	135.85	138.48	116.81	105.26
存货	227.57	224.52	207.59	110.96
流动资产合计	373.70	372.03	340.68	345.91
非流动资产合计	22.14	22.02	36.80	14.53
资产总计	395.84	394.05	377.48	360.44
短期借款	0.00	0.01	0.00	1.10
一年内到期的非流动负债	19.86	23.10	22.24	14.41
流动负债合计	42.40	42.57	38.19	32.18
长期借款	90.55	88.55	72.16	58.24
应付债券	43.90	43.90	37.00	41.00
长期应付款	17.40	17.40	17.50	18.75
非流动负债合计	151.85	149.85	126.66	117.99
负债合计	194.25	192.42	164.86	150.16
总债务	177.69	175.46	148.91	133.50
所有者权益	201.59	201.62	212.63	209.95
营业收入	0.01	12.15	22.36	7.60
营业利润	-0.03	5.81	6.10	3.27
其他收益	0.00	0.30	0.50	0.00
利润总额	-0.03	5.80	6.10	5.44
经营活动产生的现金流量净额	--	-30.81	-40.12	-34.45
投资活动产生的现金流量净额	--	1.16	4.34	2.01
筹资活动产生的现金流量净额	--	24.10	13.79	27.04
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	71.94%	40.17%	20.62%	45.09%
收现比	--	1.12	0.72	1.15
资产负债率	49.07%	48.83%	43.67%	41.66%
现金短期债务比	0.37	0.31	0.68	2.87
EBITDA（亿元）	--	5.81	6.11	5.45

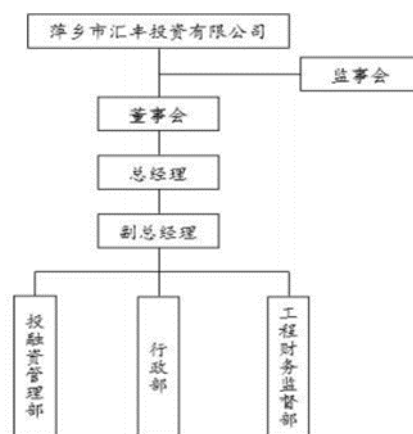
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



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	表决权比例	主营业务
萍乡市汇翔建设发展有限公司	24,141.00	90.68	100.00	城市开发建设
萍乡市汇怡建设发展有限公司	1,000.00	100.00	100.00	城市开发建设
萍乡市建宇置业有限公司	50,000.00	98.00	98.00	房地产开发
萍乡市海新建筑有限公司	12,502.30	100.00	100.00	城市开发建设
萍乡市汇辉建筑有限公司	18,008.20	90.00	90.00	城市开发建设
江西振兴发展汇翔一号投资中心(有限合伙)	300,001.00	25.00	100.00	投资

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。