



2021年萍乡市昌兴投资有限公司公司债券 2022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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

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：



2021年萍乡市昌兴投资有限公司公司债券 2022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
21 萍乡昌兴债/21 昌兴债	AAA	AAA

评级日期

2022 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持萍乡市昌兴投资有限公司（以下简称“萍乡昌兴”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“21 萍乡昌兴债/21 昌兴债”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：近年萍乡市、安源区经济实力均保持较快增长，公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司未来收入较有保障，且持续获得较大的外部支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效提升了“21 萍乡昌兴债/21 昌兴债”的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力较大，以及存在一定的债务压力及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，且有望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	2020	2019
总资产	322.98	274.22	201.09
所有者权益	151.29	132.50	101.35
总债务	154.36	129.93	94.12
资产负债率	53.16%	51.68%	49.60%
现金短期债务比	1.60	1.48	3.76
营业收入	21.82	16.34	11.91
营业外收入	1.05	0.80	1.00
利润总额	6.52	4.30	2.78
销售毛利率	32.67%	22.02%	21.76%
EBITDA	7.63	5.23	3.14
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.77	0.70
经营活动现金流净额	-20.07	-46.41	3.98
收现比	95.72%	91.11%	129.79%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **萍乡市产业结构持续优化，新产业加速发展，安源区经济发展增速较快。**萍乡市以五大传统产业为主，近年来产业结构持续优化，新产业加速发展，安源区为江西省萍乡市主城区，交通物流便捷，基建相关投资是安源区经济增长的主要驱动因素，近年萍乡市、安源区经济实力均保持较快增长。
- **公司未来收入较有保障。**公司主要负责安源区的基础设施项目建设，近年持续实现较大规模的工程项目收入。截至2021年末，公司主要在建项目项目总投资额较大。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2021年安源区政府通过注入资金的方式增加公司实收资本2.63亿元和资本公积11.79亿元。此外，2021年公司获得安源区政府财政补贴1.05亿元，提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为AAA，其为本期债券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。**公司资产以存货和在建工程为主，其中存货为土地使用权和工程项目投入，大部分的土地已抵押；同期其他应收款规模较大，主要应收对象为安源区当地的工程建设企业与城投公司，对公司资金存在一定占用，公司资产流动性较弱。
- **公司面临较大资金压力。**2021年公司经营活动现金净流出规模仍较大，截至2021年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资金额较大。
- **公司存在一定债务压力。**2021年公司总债务增长较快且绝对规模大，目前公司现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数均处于较低水平，面临一定的债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保金额较大，且未采取反担保措施，存在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

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
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP规模	2		资产负债率	4
	GDP增长率	4		EBITDA利息保障倍数	4
	地区人均GDP/全国人均GDP	3		现金短期债务比	7
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			

业务状况等级	强	财务风险状况等级	很小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-6-10	何佳欢、谢海琳	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2016-5-15	赵婷、毕柳	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

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
21 萍乡昌兴债 /21 昌兴债	4.00	4.00	2021-6-10	2028-6-30

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2021年6月发行7年期4.00亿元公司债券，募集资金原计划用于安源青山物流中心建设项目。截至2022年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为327,450.63元。

三、发行主体概况

2021年，公司名称、控股股东和实际控制人均无变化，公司实收资本由12.00亿元增加至14.63亿元，控股股东与实际控制人仍为萍乡市安源区住房和城乡建设局（以下简称“住建局”），持股比例为100%。

2022年4月，公司修改章程，约定公司董事人数由8人变更为5人；2022年5月，公司董事会成员由刘建祥、彭林华、林磊秀、邓丽敏、毛振飞、郑欣欣、王娟、谭钧铭变更为刘建祥、彭林华、林磊秀、毛振飞、郑欣欣。

公司是萍乡市安源区重要的基础设施项目投资建设主体，目前主要负责萍乡市安源区基础设施建设、土地整理等工作。2021年，公司新设3家子公司，纳入合并范围的子公司共16家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内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	主营业务	合并方式
萍乡安源区昌荣教育投资有限公司	100.00	5,000.00	商务服务业	新设
萍乡安特人力资源有限公司	100.00	100.00	商务服务业	新设
萍乡市安东工程管理咨询有限公司	100.00	50.00	专业技术服务业	新设

资料来源：公司2021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

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供

供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印

发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

行业及区域经济环境

萍乡地处湘赣边际，因煤立市，老工业基地之一，城镇化率高，工业园区为萍乡经济增长的重要引擎，虽经济总量小，但增速较快，未来萍乡市将继续积极推进资源枯竭型城市转型，地方财政收入增速放缓，面临一定转型压力

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2021年末，常住人口180.59万人，江西“四小龙”中人口总数第一，但仍属于小城市人口及规模。受周边城市人口吸附效应等因素影响，2021年末常住人口较2010年的185.45万人小幅下降。

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：萍乡市 GDP 总量处于省内最后梯队，经济发展水平相对落后，但整体增速较快。

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较大，单位面积产出较高，但萍乡市经济发展水平相对落后。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。2021 年萍乡市地区生产总值首次突破 1,000 亿元，省内仅高于景德镇市。近年来经济保持较快增长，2019-2021 年 GDP 增速均高于全国平均水平，但低于江西省平均水平。萍乡三次产业结构为“三二一”，二三产业占比较高，由 2019 年的 7.3：45.5：48.2 调整为 2021 年的 7.0：44.9：48.1。近年来萍乡市人均 GDP 有所提升，但仍处较低水平。

萍乡市房地产开发投资体量较小，对经济增长贡献有限。萍乡市房地产销售面积和销售金额在 2015-2016 年经历了快速增长，2017-2019 年仍保持了 15% 以上的增速，而进入 2020 年，地产景气度下行，成交均价和销售金额均有所回落，房地产开发投资转为负增长，2021 年地产销售端延续 2020 年市场较为低迷的行情。

表2 2021 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 (元)	一般公共预算 收入	政府性基金收 入
南昌市	6,650.53	8.7	103,309	484.84	411.05
赣州市	4,169.37	9.1	46,430	294.07	460.42
宜春市	3,191.28	8.9	64,197	254.22	400.21
上饶市	3,043.49	9.0	47,283	236.03	366.40
抚州市	1,794.55	8.0	50,135	131.87	258.88
鹰潭市	1,143.92	9.3	99,041	92.61	88.47
萍乡市	1,108.30	8.3	61,371	108.63	-
景德镇市	1,102.31	8.7	68,019	101.49	221.27

注：（1）人均GDP=2021年GDP/2021年末常住人口；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：江西省人民政府，中证鹏元整理

表3 萍乡市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,108.30	8.30%	963.6	3.60%	928.56	7.50%
固定资产投资	-	10.9%	-	8.0%	-	9.7%
社会消费品零售总额	389.78	17.3%	332.3	2.90%	322.93	11.30%
进出口总额	184.80	28.0%	147.47	25.40%	117.64	4.40%
人均 GDP（元）	61,371		53,302		51,188	
人均 GDP/全国人均 GDP	75.79%		73.57%		72.21%	

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：萍乡市 2020 年统计年鉴、萍乡市统计局，中证鹏元整理

表4 萍乡市房地产投资主要指标情况

项目	2021年	2020年	2019年
房地产开发投资增速	-	-10.30%	6.80%
销售面积（万平方米）	221.39	221.48	219.5
待售面积（万平方米）	-	50.34	48.34
销售金额（亿元）	119.60	120.47	121.9
销售单价（万元/m ² ）	0.54	0.54	0.56

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：萍乡市 2020 年统计年鉴、萍乡市统计局，中证鹏元整理

产业情况：萍乡市五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-建材、红-烟花鞭炮、金-冶金）占据主导地位且转型升级压力较大，持续推动老工业基地改造、资源枯竭城市转型升级，新兴产业发展态势良好。萍乡市作为老工业基地之一，培育出五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-建材、红-烟花鞭炮、金-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，曾一度占到萍乡工业经济总量的八成以上。近年来萍乡市推动转型升级，高耗能行业增加值占规模以上工业增加值的比重于 2020 年下降至 60.8%，仍占据主导地位，增速低于规模以上工业增加值，传统产业转型升级压力较大。与此同时，新兴产业加速发展，2018-2020 年战略性新兴产业增加值增速均在 18%以上，占规模以上工业增加值比重由 2018 年的 15.9% 上升至 2020 年的 20.0%；2018 年-2020 年，装备制造业增加值增速虽呈下降趋势但均保持在 12% 以上，其中 2020 年的增加值在规模以上工业增加值中的占比达到了 21.1%。工业园区是萍乡经济增长的重要引擎，工业园区经济效益拉动作用较为明显，2020 年全市 6 个工业园区（萍乡经开区、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分别为 82.36% 和 76.95%。

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《萍乡市人民政府关于印发萍乡市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要的通知》，萍乡市经济综合实力和高质量发展效益实现进位赶超，全力打造“三区”（国家产业转型升级示范区、内陆开放赣湘合作核心区、城乡融合发展先行区）战略定位。国家产业转型升级示范区方面，以工业园为产业转型升级的主平

台，围绕“1+2+N”³现代工业体系，改造提升传统动能，培育新兴动能。目标是到2025年，电子信息产业营业收入力争迈上千亿级，节能环保、装备制造2个产业营业收入达到五百亿级，金属材料、食品医药、海绵建材、花炮文创等N个产业达到百亿级水平。内陆开放赣湘合作核心区方面，要建设赣西门户，与长株潭深度融合，承接长株潭产业转移。城镇化发展方面，2020年萍乡市常住人口城镇化率为67.8%，高于全国平均水平的63.89%和江西省的60.44%，位列全省第三。2025年城镇化率目标为70%，城镇化速度放缓。

财政及债务水平：近年来萍乡市地方财政收入虽逐年提升，但增速较慢，且财政自给能力较弱，**地方政府债务余额大幅扩张**。受供给侧改革及资源枯竭型城市转型等因素影响，萍乡市“十三五”期间钢铁行业去产能265万吨、关闭煤矿88个、去产能545万吨。产业转型阵痛期下，2016-2018年萍乡市一般公共预算收入负增长，2019年走出下降趋势之后2020-2021年连续回升，2021年达到108.63亿元，已超2015年水平。近年来萍乡市税收收入占比均低于70%，且呈下降趋势，财政收入质量有待改善。近年来财政自给率较低，财政平衡能力有待提升。区域债务方面，2018年以来萍乡市地方政府债务余额开始大幅扩张，同比增速均高于30%，2021年地方政府债务余额达373.59亿元，但债务余额位列全省倒数第三，债务余额可控。

表5 萍乡市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	108.63	106.11	105.02
税收收入占比	64.85%	66.36%	68.74%
财政自给率	37.46%	37.72%	38.27%
政府性基金收入	-	-	-
地方政府债务余额	373.59	270.63	203.83

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：江西省财政厅、萍乡市人民政府网站，中证鹏元整理

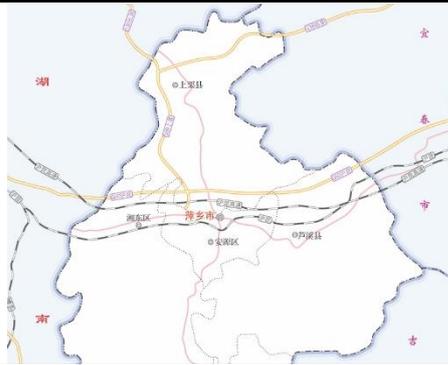
安源区为江西省萍乡市主城区，交通物流便捷，基建相关投资是安源区经济增长的主要驱动因素；因煤矿资源枯竭，近年来安源区着力推动产业结构转型，目前工业基础仍较薄弱

区位特征：安源区为江西省萍乡市的主城区，萍乡市人民政府驻地，交通物流便捷，并且拥有一定的**煤矿资源**。安源区地处萍乡市中心城区，位于江西省西部，东部与宜春市、南部与吉安市、西部与湖南省株洲市、北部与湖南省浏阳市相邻。安源区处于长株潭经济圈的辐射核心区域，同时接受泛珠三角经济区和闽东南经济区的辐射。沪昆铁路横穿安源区，并与京广、京九两大动脉相连，区域内设有萍

³ 1是指高成长性产业—电子信息、2是指特色优势产业—节能环保和装备制造（电瓷电气）、N是指基础良好产业—金属材料、食品医药及海绵建材和花炮文创。

乡站、泉江站两个火车站，交通物流便捷。安源区拥有一定的煤矿资源，但 2000 年后安源区煤炭资源接近枯竭，2007 年被列入全国首批资源枯竭型城市。安源区总面积 198.78 平方公里，辖 4 镇 6 街 1 管委会。依照第七次全国人口普查结果，按普查机构划分口径，安源区常住人口 40.12 万人，较 2010 年减少了 5.63 万人。

图2 安源区区位图

图3 安源区交通干线图


资料来源：江西省自然资源厅官方网站

经济发展水平：近年来安源区经济发展增速较快，但经济发展水平较为落后，基础设施建设等相关投资是拉动安源区经济增长的主要动力。2020 年，全区地区生产总值（GDP）为 228.35 亿元，列江西省各县（市、区）第 34 位，萍乡市第 1 位，是 2015 年的 1.52 倍，“十三五”期间年均增长 7.5%，经济发展保持较快增速，但略低于全省同期增长速度。2020 年三次产业结构为 2.5:27.3:70.2，经济结构以第三产业为主。固定资产投资方面，2020 年安源区固定资产投资 188.96 亿元，比上年增长 8.0%，增速超过同期 GDP 增速 4.6 个百分点，在同期 GDP 中的占比为 82.75%，其中水利、环境和公共设施管理业为固定资产投资主要的主要构成部分，占全部固定资产投资额的 42.72%，反应了基础设施建设等相关投资成为拉动安源区经济增长的重要动力。近年来安源区人均 GDP 水平处于较低水平，2020 年人均 GDP/全国人均 GDP 为 78.69%，经济发展水平较为落后。根据 2022 年安源区《政府工作报告》，2021 年安源区 GDP 为 260.9 亿元，同比增长 8%，经济增速有所恢复；按照第七次人口普查数据计算的人均 GDP 为 65,029.91 元，为全国人均的 80.31%，较 2020 年有所提高。

表6 2020 年萍乡市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区县名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
安源区	228.35	3.40%	4.13	29.13	2.45
上栗县	168.52	3.60%	3.59	15.88	10
湘东区	127.72	4.20%	4.20	12.82	15.19
芦溪县	115.39	4.00%	4.43	11.92	-
莲花县	63.96	3.80%	2.95	6.16	7.16

注：“-”表示未获取相关数据；

资料来源：萍乡市各区县2020年国民经济和社会发展统计公报与财政决算报告；2021年江西省统计年鉴，中证鹏元整理

表7 安源区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	260.90	8.0%	228.35	3.4%	221.39	7.2%
固定资产投资	-	-	188.96	8.0%	-	9.7%
社会消费品零售总额	-	-	170.5	2.7%	166.03	10.5%
人均 GDP（万元）	6.50		5.65		4.65	
人均 GDP/全国人均 GDP	80.31%		78.69%		66.33%	

注：“-”表示未获取相关数据；

资料来源：安源区 2020 年国民经济和社会发展统计公报；安源区 2020 年政府工作报告；2022 年安源区政府工作报告；2019-2021 年萍乡市统计年鉴，中证鹏元整理

产业情况：近年来安源区着力推进产业结构转型，压缩传统行业落后产能，并积极培育战略新兴行业予以承接，但工业基础仍较薄弱，未来面临一定的产业转型压力。安源区境内具有煤炭等自然资源，产煤历史悠久，安源区拥有一家上市公司安源煤业集团股份有限公司（以下简称：“安源煤业”，股票代码：600397.SH），主营煤炭采选、销售等业务，2020 年安源区可采煤炭储量尚有 1,320.38 万吨，主要品种为焦煤。矿井煤层薄、赋存深，地质条件复杂，煤矿开采过程中易出现安全隐患。按照江西省化解过剩产能工作要求，安源区“十四五”期间拟保留的 9 万吨/年及以下的煤矿仅为两座，用于供应周边居民生活用煤以及电厂发电。经过多年发展，煤炭、焊材、电瓷、工业陶瓷、化工填料、机械等产业成为了安源区的传统主导产业，但其“三废”现象较为严重，并且均面临能耗较高，升级转型压力大等发展制约因素。

为了实现传统产业优化升级，从根本上突破以往以煤炭、冶金、建材为支撑的传统结构和点多分散、随意无序的落后产业布局，近年来安源区主动关闭“五小”企业、淘汰落后产能，加大对传统产业提升改造力度，并着力培育战略性新兴接替产业，大力发展新能源产业和以人工智能制造为主的电子信息产业。通过近年培育，目前已实现部分电子信息产业项目的落地，代表性项目有西人马大周（萍乡）医疗科技有限公司（以下简称“西人马”），西人马为全国首家 MEMS 芯片及传感器 IDM 公司，其在安源区的落户对于芯片制造与应用企业在安源区的集聚形成了一定的促进作用；传统行业升级改造方面，代表性项目有金桥三期全自动焊丝生产线项目建设，该项目总投资 20 亿元，占地面积约 90 亩，计划上 20 条全自动、智能化焊丝生产线，此生产线为行业内首套智能化生产线。但目前安源区电子信息产业尚在培育过程中，经济增长动能尚未完全释放，并且传统产业面临升级改造与能耗约束问题，安源区 2020 年第二产业增加值为 62.29 亿元，第二产业同比增长 2.4%，第二产业增加值绝对值与增长率在江西省各区县中排名均较为靠后，工业基础仍较薄弱，未来安源区依然面临一定的产业转型压力。

发展规划及机遇：根据安源区“十四五”发展规划，安源区计划加快推动传统产业转型升级，争取“十四五”期末安源区六大高耗能行业比重下降到 30% 以下，坚决淘汰落后产能，着力改造提升建材、煤炭、陶瓷等传统产业，进一步做强、做大装备制造、工业陶瓷、建材等传统优势产业，推动产业链从前端向后端、低端向中高端延伸转变。

财政及债务水平：近年来安源区财力持续增长，财政收入质量一般，并且财政自给能力一般，地方政府债务余额增速较快。安源区 2019-2021 年一般公共预算收入持续增长，年复合增长率为 2.92%，其中税收收入 2019-2021 年的占比略有下滑，安源区一般公共预算收入中非税收入占比不低，并且从 2019 年、2020 年以及 2021 年的安源区本级一般公共预算收入安排情况来看，安源区非税收入以罚没收入为主，综合来看安源区一般公共预算收入质量一般。从财政自给率来看，近年来安源区财政自给率基本维持在 55%至 60%区间范围内，一般公共预算支出中不足的部分主要由上级补助收入以及调入部分土地出让金进入一般公共预算来进行弥补，财政自给水平一般。政府性基金方面，2020 年安源区实现政府性基金收入 2.45 亿元，同比大幅减少了 90.1%，主要因为国有土地使用权出让收入大幅减少。区域债务方面，近年来安源区地方政府债务余额增长较快，2020 年同比增长增长率为 50.96%。

表8 安源区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	29.65	29.13	27.99
税收收入占比	68.53%	70.12%	72.20%
财政自给率	59.65%	56.69%	55.01%
政府性基金收入	-	2.45	24.71
地方政府债务余额	-	39.19	25.96

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：安源区2018-2020年财政预决算报告，2019-2021年江西省统计年鉴，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，安源区主要投融资平台为公司。

五、经营与竞争

公司仍主要从事安源区内基础设施项目建设和土地整理开发业务。2021年公司营业收入同比增长 33.56%，主要系2021年安源区政府有偿收回公司土地四宗，土地回收收入增加所致。2021年公司综合业务毛利率较2020年有所上升，主要系毛利率较高的土地回收业务收入增长所致。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程项目	11.14	15.30%	14.44	18.57%
土地回收	8.61	56.19%	1.22	41.05%
其他业务收入	2.08	28.37%	0.69	60.77%
合计	21.82	32.67%	16.34	22.02%

注：其他业务主要为租赁业务、销售建材业务与其他非流动资产转让。

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司持续实现较大规模的工程项目收入，在建项目较多，收入来源较有保障，但存在较大的资金支出压力

公司主要承接萍乡市安源区的基础设施建设业务，主要由公司本部及子公司萍乡市安瑞建设有限公司（简称“安瑞建设”）负责。公司本部与安瑞建设均与萍乡市安源区人民政府及萍乡市安邦投资有限公司（以下简称“安邦投资”）签订了三方代建工程项目回购框架协议合同，约定公司承接的工程项目采用委托代建模式，其中安源区人民政府为委托方、安邦投资为回购方。根据合同约定，公司全面负责项目前期的报批、资金筹集和建设等工作，经政府确认后安邦投资按完工百分比对代建工程项目进行结算，安邦投资每年需向公司支付当期结算总成本（代建工程项目结算成本并加成15%-35%的利润），但在实际操作中政府确认投资规模的时间有一定滞后性。每年末公司根据安邦投资、安源区人民政府和公司三方共同签署的代建收入确认函确认收入并结转成本。

受建筑工程项目完工及当期工程项目结算进度影响，2021年公司工程项目收入同比下降22.82%。毛利率方面，2021年工程项目毛利率同比下降3.27个百分点，主要系当期确认收入项目安源区2019棚户区改造（一期）项目毛利率相对较低。

表10 2021年公司工程项目收入确认情况（单位：亿元）

项目名称	收入	成本
安源区 2019 棚户区改造（一期）项目	11.14	9.44
合计	11.14	9.44

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要在建项目为国家级产业转型升级示范区萍乡安源人工智能标准厂房建设项目、萍乡市安源区城区供水项目、安源区2019年棚户区改造（一期）项目。公司主要在建项目数量较多、规模较大，其中代建项目有一定可持续性，自营项目投资规模大，但项目盈利存在不确定性。公司主要在建项目尚需投资大，后续资金需求较大，且因在建项目回购款的支付时间具有一定的不确定性，公司将面临较大的资金压力。

表11 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	业务模式
国家级产业转型升级示范区萍乡安源人工智能标准厂房建设项目	27.00	27.42	自营
萍乡市安源区城区供水项目	21.50	10.63	代建
安源区 2019 年棚户区改造（一期）项目	18.13	10.40	代建
萍乡市安源区丹江老工矿区生态环境综合治理项目	17.10	12.92	代建
萍乡市安源区返乡创业平台（标准厂房）建设项目	14.50	12.05	自营
芯片科技产业园建设项目	10.01	2.90	代建
安源青山物流中心建设项目	9.31	5.15	自营
安源区流万（高专）旧城片区改造项目	7.70	6.54	代建
安源区教育基础设施建设项目	7.16	0.58	代建
安源生态新城地下综合管廊建设项目	7.03	2.70	代建
安源区城乡污水处理设施及管网建设项目	7.01	2.45	代建
安源区教育基础设施建设项目	5.60	2.14	代建

萍水河流域综合治理项目	5.01	2.63	代建
工业园标准厂房（丰园）建设项目	3.45	2.98	代建
中环路工程项目	3.22	0.10	代建
安源区工业园污水综合治理建设项目	3.20	1.48	代建
合计	166.93	103.07	

注：国家级产业转型升级示范区萍乡安源人工智能标准厂房建设项目累计总投资已超过预计总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司土地回收业务对整体收入贡献较大，但未来持续性较不确定

公司土地回收业务主要系因城市规划安源区政府回售公司持有的土地四宗，以土地评估溢价20%有偿收购，公司按照土地回收的价格确认营业收入，按照土地的账面价值结转营业成本。2021年公司土地回收业务收入为8.61亿元，占当期营业收入的比重为42.45%，对公司整体收入贡献较大。截至2021年末，公司尚有土地资产约80.89亿元，可供出让土地规模较大，但该业务易受当地政府规划影响，后续持续性存在较大不确定性。

公司持续获得较大的外部支持，提升了公司盈利水平和资本实力。

公司承担了萍乡市安源区较多的基础设施建设任务，为支持公司发展，2021年安源区政府通过注入资金的方式增加公司实收资本2.63亿元和资本公积11.79亿元。财政补贴方面，2021年公司获得安源区政府财政补贴1.05亿元，提升了公司的利润水平。

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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年，公司新增纳入合并报表范围的子公司3家。

资产结构与质量

2021年公司资产规模保持快速增长，以开发成本、拟开发土地以及在建的工程项目为主，其他应收款对资金存在一定占用，资产整体流动性较弱

随着公司债务融资力度的加大及政府资产注入，2021年公司资产规模同比增长17.78%，仍以流动资产为主。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比

货币资金	40.87	12.66%	37.15	13.55%
其他应收款	41.91	12.98%	21.68	7.91%
存货	171.20	53.01%	155.26	56.62%
流动资产合计	269.16	83.34%	224.01	81.69%
在建工程	45.23	14.00%	41.11	14.99%
非流动资产合计	53.82	16.66%	50.21	18.31%
资产总计	322.98	100.00%	274.22	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款，规模较大，2021年末同比增加10.01%，主要受公司扩大外部融资规模及收到股东注资影响所致。其中，使用受限制的货币资金共15.19亿元，占同期末货币资金的37.17%，其中7.49亿元为信用证及票据保证金、7.70亿元为定期存单质押。

其他应收款主要为往来款，较2020年末大幅增长93.31%，主要系应收萍乡市安兴投资有限公司款项增长至16.57亿元，及应收萍乡市安源投资有限公司款项增长至15.74亿所致。其中前五大应收往来款余额合计37.80亿元，占其他应收款总额的90.18%。受拆借方借款及还款安排的影响，近年公司其他应收款有所增长，应收款对象主要以当地国企、政府部门及关联单位为主，回收时间存在一定不确定性，对公司资金存在一定占用。

存货由开发成本和拟开发土地组成，截至2021年末为171.20亿元。其中开发成本90.31亿元，同比增长24.07%；拟开发土地80.89亿元，同比下降1.90%。截至2021年末，公司名下共拥有出让性质的土地95宗，均已办理土地使用权证，面积合计203.40万平方米，其中账面价值71.52亿元的土地已用于抵押，占当期末土地资产总额的86.74%。

非流动资产方面，2021年末公司在建工程账面价值为45.23亿元，同比增加10.01%，主要系安源青山物流中心建设项目新增投资所致。

总体来看，近年公司资产持续增长，以存货和在建工程为主，其中存货主要为开发成本及土地资产，且超过八成土地已用于抵押，在建工程均未完工，其他应收款对资金存在一定占用，公司资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入持续增长，未来工程项目业务收入较有保障，财政补贴是公司利润的有益补充

2021年公司营业收入同比增长33.56%，主要系当期土地回收收入增长所致。截至2021年末，公司代建项目尚未结转的账面价值为90.31亿元，规模较大，且均属于委托代建回购框架合同下项目，未来工程项目业务收入较有保障。2021年公司销售毛利率受土地回收业务影响较上年有所上升，营业利润同比增长128.56%。2021年公司获得安源区政府财政补贴1.05亿元，占同期利润总额的16.04%，是公司利润的有益补充。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

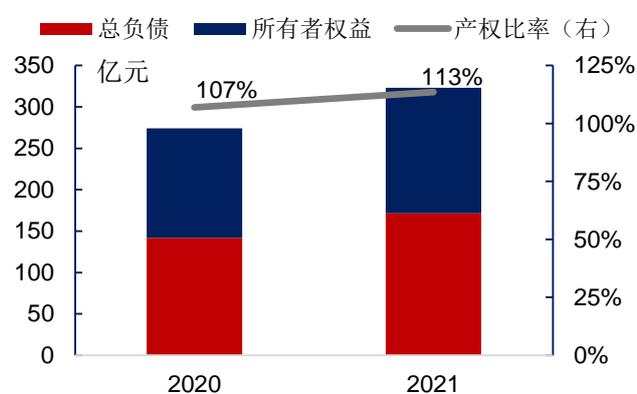
指标名称	2021年	2020年
收现比	95.72%	91.11%
营业收入	21.82	16.34
营业利润	5.48	2.40
营业外收入	1.05	1.90
利润总额	6.52	4.30
销售毛利率	32.67%	22.02%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

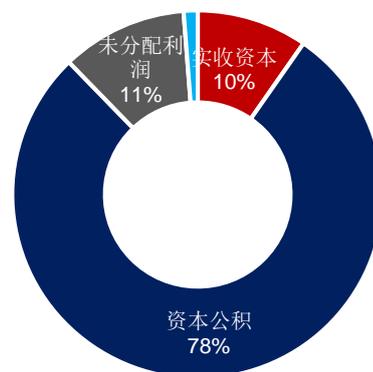
资本结构与偿债能力

公司有息负债持续攀升，存在一定的债务压力

为满足公司经营活动资金需求，近年来公司负债规模持续增长，同比增长21.15%。受益于股东资本金注入，公司所有者权益2021年末较2020年末增长14.18%。综上影响，2021年末公司产权比率由107%增长至113%，权益对债务的覆盖程度较弱。

图4 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图5 2021年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司负债仍以非流动负债为主。公司短期借款包括质押借款和保证借款，较同期基本持平。一年内到期的非流动负债主要为即将到期的长期借款和债券。公司长期借款仍是公司债务的主要组成部分，以抵押、质押和保证借款为主，质押借款的质押物为应收棚改项目政府购买服务资金。同期，应付债券有所增加，主要系新发行4亿元“21萍乡昌兴债”和5亿元“21昌兴02”所致。长期应付款主要为融资租赁款，受到期还款的影响规模持续减小。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.34	4.86%	8.69	6.13%

其他应付款	4.52	2.63%	3.96	2.80%
一年内到期的非流动负债	14.14	8.23%	10.65	7.51%
流动负债合计	40.67	23.69%	31.81	22.45%
长期借款	98.69	57.48%	83.81	59.14%
应付债券	30.01	17.48%	22.19	15.65%
非流动负债合计	131.03	76.31%	109.91	77.55%
负债合计	171.70	100.00%	141.72	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务同比增长18.80%，其中长期债务占比83%。

图6 公司债务占负债比重

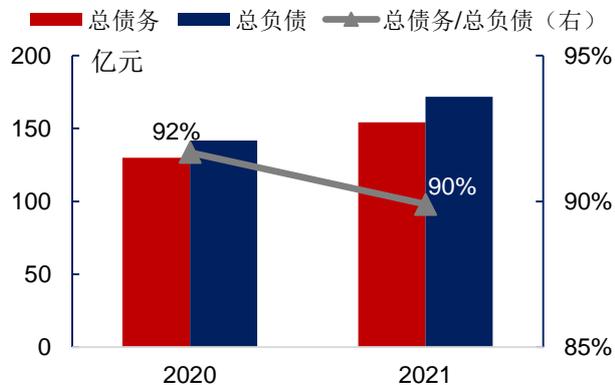
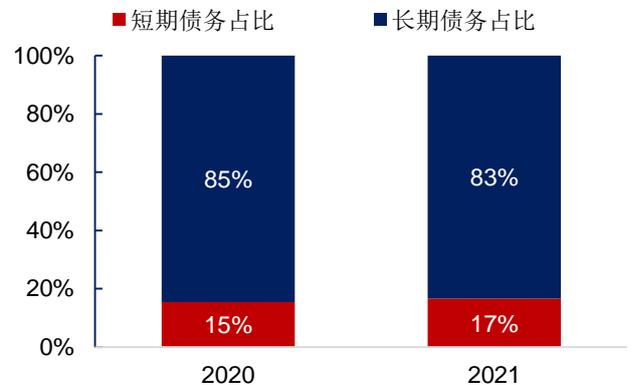


图7 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司资产负债率小幅上升。受短期债务规模减少的影响，现金短期债务比有所上升，但是公司货币资金中存在较大规模的受限资金。2021年EBITDA利息保障倍数小幅上升，但EBITDA对利息的保障能力依旧较弱。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	53.16%	51.68%
现金短期债务比	1.60	1.48
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.77

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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2022年5月7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；公司各项公开发行的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2021年末，公司对外担保金额合计为30.94亿元，占当期期末净资产的20.45%，占比同比上升3.38个百分点。担保对象为安源区的平台公司，公司对外担保涉及金额较大，且未采取反担保措施，公司面临一定或有负债风险。

表16 截至2021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	是否有反担保
	10,800.00	2024-11-27	否
	8,925.00	2027-9-29	否
	18,100.00	2032-12-30	否
	25,000.00	2032-12-12	否
	10,930.00	2027-1-16	否
萍乡市安源投资有限公司	42,500.00	2038-4-17	否
	70,000.00	2025-1-20	否
	9,000.00	2029-7-21	否
	20,000.00	2040-12-15	否
	2,780.00	2032-8-12	否
	10,682.70	2027-9-29	否
萍乡市安鼎高新投资有限公司	5,000.00	2022-4-27	否
	47,500.00	2030-12-23	否
萍乡市安兴投资有限公司	8,000.00	2025-12-22	否
	11,000.00	2030-6-22	否
萍乡市安庆建设有限公司	9,150.00	2022.11.16	否
合计	309,367.70	-	-

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

萍乡市以煤立市，二、三产业占比较高，2021年萍乡市经济保持较快增速，并将围绕打造“三区”（国家产业转型升级示范区、内陆开放赣湘合作核心区、城乡融合发展先行区）战略定位，新兴产业仍具有良好的发展态势。安源区是萍乡市主城区，交通物流便捷，在基建相关投资带动下，区域经济增速较快。公司系萍乡市安源区重要的基础设施建设主体，主要承担区域内的基础设施项目建设等职能。虽然公司主要在建项目与代建项目面临较大资金压力，总债务规模增长较快且绝对规模较大，存在一定债务压力，但公司可持续实现较大规模工程项目收入，收入来源较有保障，作为萍乡市安源区目前唯一的发债平台，公司在业务、资本金、财政补贴方面持续获得安源区较大力度支持，具有良好的抗风险能力。

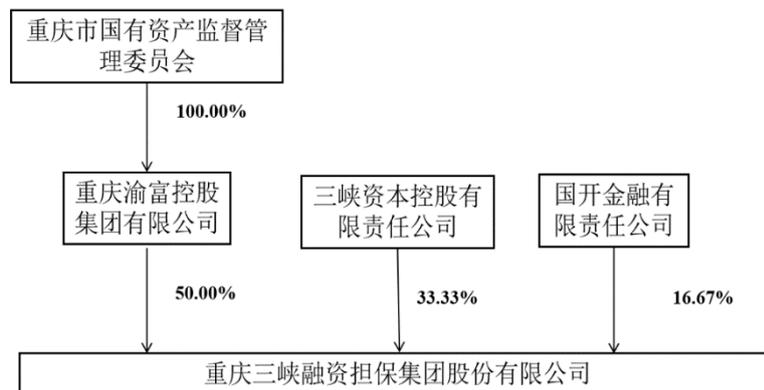
九、债券偿还保障分析

三峡担保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

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，保证范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年。债券持有人在此期间未要求三峡担保承担保证责任的，担保人免除保证责任。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本为5.00亿元。三峡担保2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。截至2021年末，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富集团，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。

图8 截至2021年末三峡担保股权结构图



资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事融资担保、非融资担保、小额贷款、自有资金投资、投资咨询及财务顾问等业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2021年实现营业收入12.95亿元，其中已赚担保费、利息净收入和投资收益分别占当期营业收入的69.81%、25.64%和1.24%。随着担保业务规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.64%，但受资产结构调整和执行新金融工具准则影响，债券收益由投资收益科目调整至利息净收入，投资收益下滑明显而利息净收入规模有所增长。

表17 三峡担保营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	9.04	69.81%	6.92	64.45%	6.41	57.69%

利息净收入	3.32	25.64%	2.18	20.31%	2.66	23.99%
投资收益	0.16	1.24%	1.11	10.30%	1.44	13.00%
其他收入	0.50	3.86%	0.53	4.94%	0.59	5.32%
合计	12.95	100.00%	10.74	100.00%	11.11	100.00%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保担保业务包括债券担保、借款类担保、非融资担保等，以债券担保为主，2021年当期担保发生额为658.33亿元，同比增加131.52%，主要系借款类担保和债券担保业务大幅增长所致。

表18 母公司担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	658.33	284.35	252.82
当期解除担保额	605.66	276.97	218.93
期末在保余额	901.12	848.44	841.06
其中：融资担保	818.55	757.49	781.02
发行债券担保	651.32	619.81	664.81
借款类担保	165.98	135.27	112.62
其他融资担保	1.25	2.41	3.59
非融资担保	82.57	90.96	60.04
融资担保责任余额	480.20	356.28	294.29
当期担保代偿项目数	32	41	26
当期担保代偿额	5.88	3.68	3.71
当期担保代偿率	0.97%	1.33%	1.69%
累计担保代偿额	41.52	35.64	31.96
累计担保代偿率	1.35%	1.44%	1.46%
累计代偿回收额	16.97	12.41	11.22
累计代偿回收率	40.87%	34.81%	35.09%
融资担保放大倍数	8.49	6.33	5.45

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

债券担保业务方面，三峡担保在保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。2021年三峡担保债券担保业务规模大幅增长，当期担保发生额同比上升334.79%，在保余额同比增长5.08%。三峡担保的债券担保业务客户主要分布在重庆、湖北、江西、四川、山东和湖南等地，截至2021年末，三峡担保债券担保业务前五大客户的担保余额为56.08亿元，占母公司净资产的91.95%；在保债券主要为城投类企业发行的企业债，发行人主体信用级别以AA为主；反担保措施一般为不动产抵押、第三方连带责任保证等。

三峡担保借款类担保主要为银行贷款担保。为支持中小微企业和三农企业的发展，2018年以来三峡担保加大业务投入和产品创新力度，陆续开发推出速贷保、结算流量贷、政府采购贷等标准化产品。标准化产品坚持小额分散原则，单笔担保金额一般在500万元以下。2020年以来三峡担保加快标准化产品担保业务的推广，与重庆农商行合作，面向“三农”、小微客户推出了“旺农贷-渝农贷”互联网贷款

担保产品，业务上线以来累计为近30万户“三农”、小微客户提供普惠金融服务，借款类担保业务规模进一步上升，2021年母公司借款类担保发生额为192.48亿元，同比增加334.79%；截至2021年末借款类担保余额为165.98亿元，同比增长22.71%。

三峡担保非融资担保业务主要为履约保函担保和诉讼保全担保等。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，开始开展电子投标保函业务，于当年4月初开具首单电子投标保函。2021年非融资担保发生额为150.62亿元，同比增长10.78%；非融资担保的担保余额有所下降，截至2021年末担保余额为82.57亿元，同比下降9.23%。

担保业务质量方面，三峡担保担保代偿项目主要为借款类担保项目，2021年当期担保代偿额整体较上年有所增加，但受2021年当期解保规模大幅增加的影响，2021年当期担保代偿率同比下降了0.36个百分点至0.97%，累计担保代偿率同比下降了0.09个百分点至1.35%。三峡担保的担保代偿回收情况有所改善，2021年累计代偿回收额为16.97亿元，累计代偿回收率为40.87%，同比上升6.06个百分点。截至2021年末三峡担保应收代偿款账面价值为9.28亿元，较年初上升了27.22%。代偿项目主要来自制造业、建筑业、租赁和商务服务业等行业。在新冠疫情加大宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，需持续关注三峡担保在保项目的风险情况和代偿项目回收情况。

截至2021年末三峡担保的总资产规模为110.25亿元，较2019年末下降了13.78%，主要系重庆市小微企业融资担保有限公司股权划出所致。资产结构方面，截至2021年末货币资金余额为18.09亿元，其中受限货币资金余额为2.39亿元，主要为开展担保业务而质押给银行的定期存款。应收代偿款账面价值为9.28亿元，同比增长27.22%；已累计计提坏账准备10.45亿元，计提比例为52.97%，需关注应收代偿款的回收风险。三峡担保债权投资主要是委托贷款，截至2021年末净值为8.29亿元，同比增长24.29%，已计提1.26亿元减值准备，需关注委托贷款的回收风险。三峡担保发放贷款主要为小额贷款业务，2021年末净值为4.56亿元，较上年末小幅增加，需关注小额贷款的回收风险。截至2021年末三峡担保其他债权投资账面价值为18.47亿元，同比增长33.65%，投资资产配置以债券为主。从资产分类来看，截至2021年末三峡担保母公司I级资产占比为57.64%、I级和II级资产合计占比为80.78%，III级资产占比为18.09%，均满足相关监管规定，整体资产流动性较好。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，三峡担保负债总额为43.40亿元，包括未到期责任准备金16.21亿元、担保赔偿准备金11.05亿元、应付债券5.87亿元和存入保证金2.53亿元，合计占负债总额的比例为82.16%。截至2021年末三峡担保所有者权益66.85亿元，其中实收资本仍为48.30亿元，一般风险准备5.28亿元。截至2021年末三峡担保融资担保放大倍数为8.49，整体而言，融资担保放大倍数处于较高水平。

盈利能力方面，随着在保规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.56%，带动当年三峡担保的营业收入同比增长20.60%。三峡担保营业支出主要为提取担保赔偿准备金、业务及管理费和信用

减值损失，2021年计提的信用减值损失有所上升，主要系应收代偿款减值损失增加所致；2021年三峡担保利润规模有所增加，利润总额同比增长了34.01%，净资产收益率同比上升1.27个百分点至5.57%，近年整体盈利能力持续增强。

表19 近年三峡担保主要财务数据（亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	12.95	10.74	11.11
其中：已赚担保费	9.04	6.92	6.41
利息收入	3.32	2.18	2.66
投资收益	0.16	1.11	1.44
营业支出	7.59	6.69	7.92
其中：提取担保赔偿准备金	2.14	1.93	2.10
业务及管理费	1.83	1.85	2.26
信用减值损失	2.25	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	2.03	3.28
营业利润	5.36	4.05	3.18
利润总额	5.32	3.97	3.20
净利润	3.76	2.95	2.85
净资产收益率	5.57%	4.30%	4.13%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆国资委，股东实力强。截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务等方面给予三峡担保较大力度支持。

综上，三峡担保的控股股东背景强，可提供有力支持，此外三峡担保担保业务发展基础好，资本实力较强，近年整体盈利能力持续增强，资产整体流动性较好。同时中证鹏元也关注到，三峡担保代偿规模仍较大，在保项目的风险情况需持续关注，委托贷款存在一定回收风险等风险因素。经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的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安全性。

十、结论

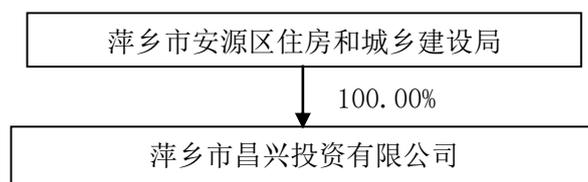
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21萍乡昌兴债/21昌兴债”的信用等级为AAA。

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	40.87	37.15	31.47
其他应收款	41.91	21.68	5.19
存货	171.20	155.26	113.54
流动资产合计	269.16	224.01	157.45
在建工程	45.23	41.11	34.98
非流动资产合计	53.82	50.21	43.64
资产总计	322.98	274.22	201.09
短期借款	8.34	8.69	0.59
一年内到期的非流动负债	14.14	10.65	8.37
流动负债合计	40.67	31.81	14.98
长期借款	98.69	83.81	68.83
应付债券	30.01	22.19	10.46
长期应付款	2.32	3.91	5.48
非流动负债合计	131.03	109.91	84.77
负债合计	171.70	141.72	99.75
总债务	154.36	129.93	94.12
营业收入	21.82	16.34	11.91
所有者权益	151.29	132.50	101.35
营业利润	5.48	2.40	1.98
其他收益	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.52	4.30	2.78
经营活动产生的现金流量净额	-20.07	-46.41	3.98
投资活动产生的现金流量净额	-3.88	-5.03	-39.45
筹资活动产生的现金流量净额	22.78	51.02	54.13
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	32.67%	22.02%	21.76%
收现比	95.72%	91.11%	129.79%
资产负债率	53.16%	51.68%	49.60%
现金短期债务比	1.60	1.48	3.76
EBITDA（亿元）	7.63	5.23	3.14
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.77	0.70

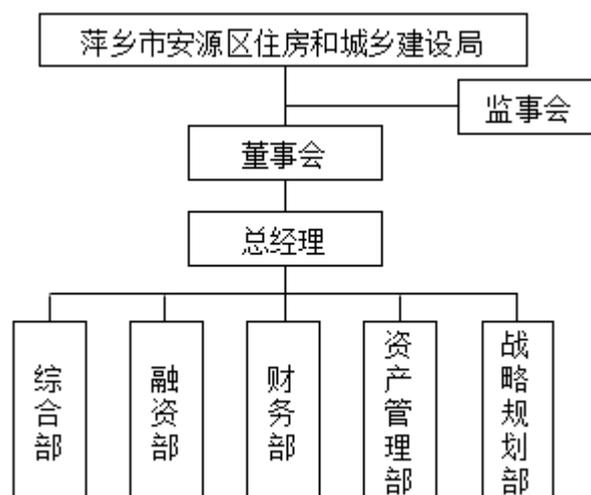
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 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
萍乡市兴建供应链管理服务有限公司	10,000.00	100.00%	租赁和商务服务业
萍乡市建信贸易有限公司	10,000.00	100.00%	批发和零售业
萍乡市安源区旅游投资发展有限公司	5,000.00	95.00%	租赁和商务服务业
萍乡市安宏房地产开发建设有限公司	10,000.00	100.00%	房地产业
萍乡市昌达城市管理服务有限公司	70,000.00	100.00%	建筑业
萍乡市安瑞建设有限公司	10,000.00	100.00%	建筑业
萍乡市卫健中医药科技发展有限公司	20,000.00	100.00%	科学研究和技术服务业
萍乡市安源区固城建设工程有限公司	10,000.00	100.00%	房屋建筑业
萍乡市昌飏建设工程有限公司	5,000.00	100.00%	房屋建筑业
萍乡福泽人文纪念公园有限公司	5,000.00	100.00%	居民服务业
萍乡市源晟贸易有限公司	1,000.00	100.00%	批发业
萍乡市安华小额贷款有限公司	15,000.00	80.00%	其他金融业
江西省建桥贸易有限公司	1,000.00	51.00%	批发业
萍乡安源区昌荣教育投资有限公司	5,000.00	100.00%	商务服务业
萍乡安特人力资源有限公司	100.00	100.00%	商务服务业
萍乡市安东工程管理咨询有限公司	50.00	100.00%	专业技术服务业

资料来源：公司提供

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。