



2019年江西万年国有资源投资发展股份有限公司公司债券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：

2019年江西万年国有资源投资发展股份有限公司公司债券 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
19 万年国投债/ 19 万年债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“19 万年国投债/19 万年债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：万年县以纺织新材料为代表的主导产业发展态势良好，经济增速较快，公司作为万年县基础设施建设的重要主体，基础设施和道路工程代建业务可持续性较好，财政补贴有效提升了公司利润水平，且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”）提供的保证担保仍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资产流动性较弱，偿债压力加大，面临一定资金压力和或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司基础设施和道路工程代建业务可持续性较好，且将持续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 7 月 29 日

联系方式

项目负责人：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	111.43	98.10	92.80
所有者权益	51.21	51.12	55.06
有息债务	30.18	23.63	21.85
资产负债率	54.04%	47.89%	40.66%
现金短期债务比	1.28	1.97	0.65
营业收入	8.88	7.78	7.70
其他收益	1.22	1.00	1.00
利润总额	0.83	1.68	1.77
销售毛利率	13.35%	14.40%	14.60%
EBITDA	2.07	2.11	2.07
EBITDA 利息保障倍数	1.34	1.65	1.98
经营活动现金流净额	2.87	2.78	-7.68
收现比	72.78%	106.31%	100.29%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **万年县紧抓产业转移机遇，以纺织新材料为代表的主导产业发展态势良好。**万年县经济总量偏小，GDP 在上饶市 12 个区县中排名第 7，但增速较快。目前已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，机械电子、纺织新材料产业集群跻身省级重点产业集群。
- **公司基础设施和道路工程代建业务可持续性较好。**公司作为万年县基础设施建设的重要主体，截至 2021 年末，公司基础设施和道路工程代建项目投资规模较大。
- **公司持续获得财政补贴，提升了公司的利润水平。**2021 年公司获得政府拨付的补贴资金 12,153.00 万元，占公司利润总额的比重较大。
- **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，上饶城投的主体信用等级为 AA+，其为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2021 年末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，其他应收款存在较大的资金占用及资金回收风险。
- **公司总债务规模持续增长，偿债压力加大。**2021 年末公司总债务规模同比继续增长，资产负债率上升较快，期末现金短期债务比和同期 EBITDA 利息保障倍数均有所下降。
- **公司面临一定资金压力。**2021 年公司业务回款同比有所滞后，期末在建项目尚需投资规模较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保规模较大，被担保对象均为当地国企和事业单位，但相关担保均未设置反担保措施。

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	5
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	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	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	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		较小
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	AA+	2021-12-1	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+	2019-5-14	陈刚、何卫平	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 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
19 万年国投债/ 19 万年债	10.00	8.00	2021-6-30	2026-6-3

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2022年6月末，本期债券募集资金专项账户余额为7,148.22元。

三、发行主体概况

2021年公司股东中国农发重点建设基金有限公司因项目建设期届满收回投资金额0.70亿元，期末公司实收资本降至7.61亿元，注册资本仍为8.31亿元，万年县神农投资开发有限公司、中国农发重点建设基金有限公司、万年县国有资产监督管理办公室（以下简称“万年国资办公室”）、万年县公共资源投资开发有限公司和万年县资产经营投资有限公司分别持有公司36.10%、21.78%、18.06%、12.03%和12.03%股权，公司实际控制人仍为万年国资办公室。

2021年公司合并范围内的子公司无变动，仍为10家，详见附录四。

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、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以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”。

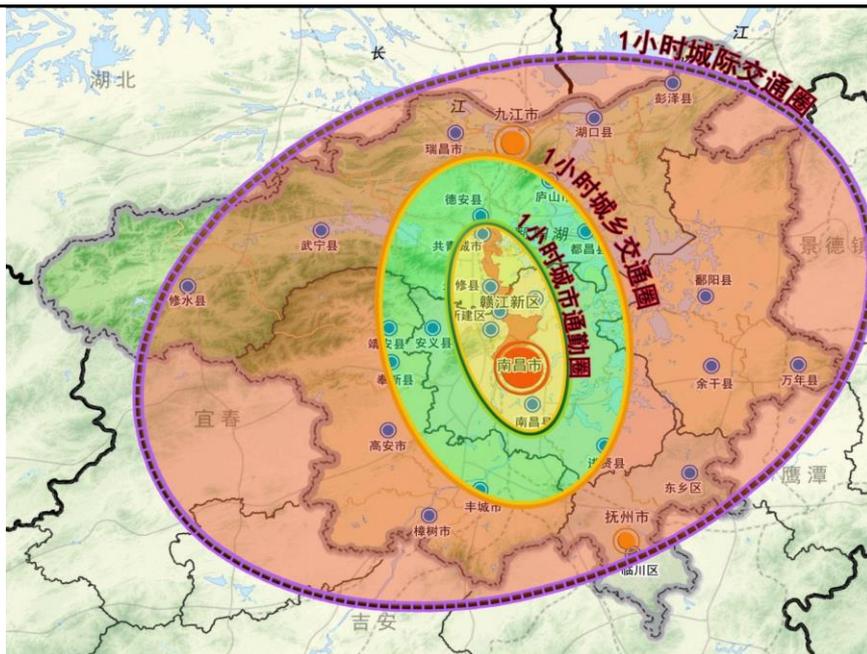
目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

万年县地处鄱阳湖东南岸，已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，经济总量在上饶市排名中游但增速较快

区位特征：万年地处鄱阳湖东南岸，在南昌大都市经济圈1小时城际交通圈内。万年为上饶市下辖县，地处江西省东北部、鄱阳湖东南岸，属于丘陵地区，地势由东南向西北倾斜，山地面积占比61.42%。万年土地面积1,140.76平方公里，是世界稻作文化、中华农耕文明的发源地、中国贡米之乡、中国优质淡水珍珠之乡和纺织新材料产业聚集区，七普常住人口35.74万人。万年矿产资源丰富，拥有矿山有10座，其中金银矿2个、水泥用灰岩矿2个、水泥用千枚岩矿1个、建筑石料用灰岩矿5个。万年地处南昌大都市经济圈1小时城际交通圈内，皖赣铁路纵贯南北，境内拥有3条高速、2条国道，万年至鹰潭北高铁站一级公路建成后，将进入沪昆高铁半小时经济圈。

图1 大南昌“1小时都市圈”交通圈层示意图



资料来源：公开资料

经济发展水平：万年县三大主导产业为纺织新材料、机械电子、食品药品，经济总量在上饶市排名中等靠后但增速较快。万年县已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，截至2020年末三大主导产业企业数量262家，占全县工业企业总量的75%。机械电子、纺织新材料产业集群跻身省级重点产业集群，是上饶市唯一拥有两个省级重点产业集群的县。万年县抓住沿海发达地区纺织产业加速向中西部转移这一历史机遇，初步形成了聚酯纤维——加弹——织造——印染及后整理——纺织新材料、家纺、成衣、户外休闲用品等为一体的产业集群，先后获批为江西新型工业化产业基地（纺织新材料产业）、江西省级重点产业集群，万年高新区被授予“全国纺织产业转移示范园区”和“中国功能纺织品产业承接转移示范基地”，代表性企业包括江西华纺昌硕科技有限公司、江西旭腾科技集团有限公司、江西大地走红伞业有限公司等。

万年县经济总量偏小，经济发展水平在上饶市中等靠后但增速较快。2021年全县地区生产总值（GDP）完成199.39亿元，居全市第7位。万年县经济以第二产业为主，2020年三次产业结构比为11.8:48.6:39.6，2021年全县实现规模以上工业主营业务收入513.5亿元，首次突破500亿元大关，总量全市第三。万年县工业投资增速较高，近年引进了联创电子、康佳集团、晨丰科技、利和兴等企业，对当地经济拉动作用大。

表1 2021年江西省上饶市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
广丰区	551.74	9.5%	7.12	30.03	53.91
信州区	387.37	8.7%	7.11	19.42	31.00
广信区	336.71	9.3%	4.50	18.40	26.84
万年县	199.39	9.1%	5.58	14.6	-
铅山县	182.64	8.6%	4.73	14.16	14.93
婺源县	154.81	8.8%	4.91	10.05	14.17
弋阳县	141.48	9.0%	4.18	12.00	7.81
横峰县	100.83	8.8%	5.38	7.75	8.96

注：“-”数据未公告；人均GDP按2020年11月第七次全国人口普查常住人口计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站，中证鹏元整理

表2 万年县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）	199.39	9.1%	174.26	4.4%	165.55	7.8%
固定资产投资	-	-	-	9.4%	-	10.1%
社会消费品零售总额	-	-	69.14	13.2%	62.57	11.6%
进出口总额（亿美元）	-	-	2.12	-	1.63	-44.1%
人均 GDP（元）		55,781		48,758		44,494
人均 GDP/全国人均 GDP		68.89%		67.71%		63.49%

注：“-”数据未公告。

资料来源：2019-2020年万年县国民经济与社会发展统计公报、万年县政府网站，中证鹏元整理

发展规划及机遇：根据万年县十四五规划，在“十四五”期间将加快构建具有万年特色的现代产业体系，大力发展农业，提质增效制造业，提升现代服务业发展能级，努力发展数字经济。2022年万年县将聚焦主导产业，实施产业链链长制和“开拓市场万里行”活动，把电子信息作为首位产业，着力打造丰收电子信息产业园、临港纺织产业园等专业特色产业园，推动产业集聚发展。

财政及债务：万年县公共财政收入有所波动，财政自给率低，地方政府债务余额大幅增长。近年万年县一般公共预算收入波动下降，主要是落实疫情防控促进经济增长 30 条税收政策措施导致的税收收入下降。万年县财政自给率低，政府性基金收入规模较小，地方政府债务余额大幅增长，地方宽口径债务率¹相对较高。

表3 万年县财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	14.6	13.98	15.08
税收收入占比	-	69.8%	71.58%
财政自给率	-	27.84%	31.45%
政府性基金收入	-	11.82	9.67
地方政府债务余额	45.21	35.03	24.31

注：“-”数据未公告。

资料来源：万年县政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：目前万年县公开发债平台仅公司1家，实际控制人为万年县国有资产监督管理办公室。

五、经营与竞争

公司是万年县基础设施建设重要主体，主要负责县域内基础设施建设等业务。2021年公司营业收入同比有所增长，仍主要来源于基础设施及道路工程代建业务。此外，公司还经营房屋租赁、汽车租赁和发电业务等其他业务，对公司营业收入形成一定补充。由于代建收入结算时资本化利息不计入成本加成且2021年结算项目的成本中资本化利息金额较大，当期公司基础设施和道路工程代建业务毛利率均有所下降，公司销售毛利率随之下降。

表4 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
基础设施	4.60	9.36%	6.47	10.40%
道路工程	3.55	6.84%	0.77	10.14%
其他	0.74	69.51%	0.53	69.12%
合计	8.88	13.35%	7.78	14.40%

¹ 地方宽口径政府债务率=（地方政府债务余额+城投带息债务（全辖））/地方综合财力*100%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施和道路工程代建业务可持续性较好，在建项目尚需投资金额较大，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，承担着包括道路、教育基础设施、厂房等在内的基础设施和道路工程建设。根据《项目委托代建合同》，万年县住房和城乡建设局（以下简称“万年县建设局”）及万年县交通运输局（以下简称“万年县交通局”）分别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。公司根据委托方及项目性质对应确认基础设施和道路工程业务收入。

2021年公司基础设施业务确认收入4.60亿元，主要来源于万年县城区污水管网改造工程和万年县夏营水库建设项目，同期道路工程业务确认收入3.55亿元，来源于乡村公路项目；因结算项目投资成本较高，2021年上述业务合计确认收入8.15亿元，同比有所增长，但由于当期结算项目的成本中资本化利息金额较大且代建收入结算时资本化利息不参与成本加成，业务毛利率有所下降。

截至2021年末，公司代建项目包括秀美乡村、贫困村建档立卡等，预计总投资19.26亿元，累计已投资10.76亿元，未来基础设施和道路工程代建业务可持续性较好。

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，2021年末已基本完工但尚未进行竣工结算并获得相应收入，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2021年末，公司在建项目合计尚需投资11.69亿元，面临一定的资金压力。

表5 截至2021年末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	委托单位	预计总投资	累计已投资	尚需投资
秀美乡村	万年县建设局	62,600.00	54,013.75	8,586.25
贫困村建档立卡	万年县建设局	38,000.00	14,439.56	23,560.44
万年县四好农村路建设工程	万年县交通局	27,200.00	1,042.39	26,157.61
江西万年高新区返乡创业标准厂房及配套设施建设项目	万年县建设局	26,000.00	27,059.66	--
万年高新区凤巢千亩纺织产业园基础设施建设项目	万年县建设局	14,963.00	2,268.00	12,695.00
万年县现代纺织产业园基础设施项目	万年县建设局	7,290.00	506.87	6,783.13
万年县凤巢工业园石镇片区污水处理厂工程	万年县建设局	6,320.00	3,034.11	3,285.89
仙人洞项目	万年县建设局	6,000.00	2,965.50	3,034.50
完中、六〇小学总部、智慧学校管理中心、第三幼儿园二次装修及室外工程	万年县建设局	2,733.00	2,000.00	733.00
全民健身中心	万年县建设局	1,500.00	231.22	1,268.78
小计	--	192,606.00	107,561.06	86,104.60

万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目	自营	100,269.04	76,055.97	24,213.07
万年县城市小游园停车场建设项目	自营	28,948.93	22,381.91	6,567.02
小计	--	129,217.97	98,437.88	30,780.09
合计	--	321,823.97	205,998.95	116,884.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021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。2021年公司未结算土地整理项目，该项业务无收入。截至2021年末，公司存货中土地整理成本为0.95亿元，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

根据万财发〔2021〕2号文件，2021年万年县财政局向公司拨付12,153.00万元经营性补贴，计入其他收益，为利润总额的146.03%，政府补助对公司利润总额贡献仍较大。

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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围内的子公司无变动，仍为10家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但资产中土地资产和代建工程成本占比仍较高，部分土地使用受限，其他应收款存在较大的资金占用及资金回收风险，整体资产流动性仍较弱

随着往来款规模的扩大，2021年末公司总资产规模同比有所增长，仍以流动资产为主。

2021年末公司货币资金同比大幅增长，主要包括银行存款和其他货币资金等，其中因定期存款质押及票据保证金而受限的货币资金合计3.85亿元，占期末货币资金余额的34.83%。2021年末公司应收账款大幅增加，主要为新增应收万年县财政局的代建工程回购款3.29亿元。2021年末公司其他应收款账面价值同比有所增长，占总资产的比重达到21.34%，主要系与其他单位的往来款，其中前五大应收对象余额

合计占比为74.86%，主要为当地国有企业，此外包含应收民营企业江西旭腾科技集团有限公司²往来款0.59亿元。公司其他应收款规模相对较大且部分账龄偏长，存在较大的资金占用及资金回收风险。

存货主要由开发成本、合同履约成本和库存商品构成，其中开发成本为土地资产和土地整理成本，2021年末账面价值分别为33.62亿元和0.95亿元，公司土地资产主要为商业、商服用地，其中价值为5.12亿元的土地已抵押；合同履约成本主要为万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设、秀美乡村等项目的建设支出，2021年末账面价值为20.60亿元；库存商品系持有待售的商铺及商品房，2021年末账面价值为2.84亿元，其中被抵押受限的账面价值为0.74亿元。

2021年公司执行新金融工具准则，将其他非流动资产全部转至其他非流动金融投资科目，当期末公司其他非流动金融投资为对江西振兴发展（万年县）私募投资基金的投资，账面价值为2.00亿元。公司长期股权投资系向联营企业的投资，2021年末账面价值同比略有增加，主要系公司新增对万年县万投美信产业基金（有限合伙）的0.10亿元投资所致。公司投资性房地产采用公允价值方式计量，2021年末账面价值同比略有增长，其中3.38亿元的投资性房地产已用于银行借款抵押。公司固定资产主要包括房屋、建筑物和机器设备等。

总体来看，2021年末公司资产规模继续增长，其中土地资产和工程施工成本占比较高，3.85亿元的货币资金、5.86亿元的存货及3.38亿元的投资性房地产已抵押，合计占期末总资产的11.75%，其他应收款对营运资金占用较大，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	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.05	9.92%	4.11	4.18%
应收账款	3.40	3.06%	0.01	0.01%
其他应收款	23.77	21.34%	16.67	17.00%
存货	58.00	52.05%	62.30	63.51%
流动资产合计	96.49	86.59%	83.29	84.91%
其他非流动金融投资	2.00	1.79%	0.00	0.00%
长期股权投资	2.60	2.33%	2.59	2.64%
投资性房地产	6.90	6.19%	6.88	7.01%
固定资产	2.50	2.24%	2.55	2.59%
非流动资产合计	14.94	13.41%	14.81	15.09%
资产总计	111.43	100.00%	98.10	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

² 江西旭腾科技集团有限公司注册资本1.00亿元，目前已被列为被执行人，执行标的金额998.63万元。

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所增长，政府补助对利润贡献仍较大

公司主要从事万年县内基础设施建设业务，2021年营业收入同比有所增长，其中基础设施和道路工程业务仍为公司收入主要来源。截至2021年末，公司主要代建项目预计总投资19.26亿元，累计已投资10.76亿元，未来基础设施和道路工程代建业务可持续性较好；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。2021年公司业务回款有所滞后，收现比同比有所下降，应收账款大幅增长。2021年公司获得12,153.00万元经营性补贴收入，为利润总额的146.03%，政府补助对公司利润总额贡献仍较大。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
营业收入	8.88	7.78
收现比	72.78%	106.31%
其他收益	1.22	1.00
营业利润	0.87	1.79
利润总额	0.83	1.68
销售毛利率	13.35%	14.40%

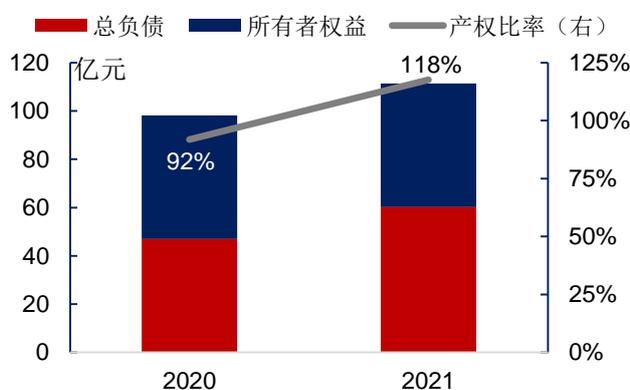
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，偿债压力加大

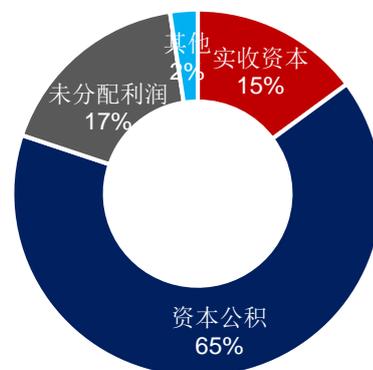
受益于经营业绩的积累，2021年末公司所有者权益同比小幅增长；随着应付工程款、贷款以及外部借款的增加，2021年末公司负债规模同比有所增长。综合影响下，2021年末公司产权比率增至117.60%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

图 2 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 3 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

2021年末公司短期借款同比有所增长，主要为保证借款和质押借款，借款利率区间为5.50%-6.50%。2021年公司新增应付票据，为3.00亿元的银行承兑汇票。2021年末公司其他应付款余额同比有所增长，主要为应付万年县秀美乡村工程建设项目部及万年县神农投资开发有限公司等当地国有企业往来款。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

2021年末公司长期借款有所增长，借款单位包括中国农业发展银行万年县支行、北京银行万年青支行和国家开发银行江西省分行，借款利率区间为4.75%-5.145%。应付债券系本期债券，已于2022年6月开始每年偿还20%的本金。2021年末公司新增长期应付款，均为融资租赁款，期末余额较小，借款单位为江西省鄱阳湖融资租赁有限公司和江西金融租赁股份有限公司，对应的实际融资利率分别为5.765%和6.575%。

表8 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	1.35	2.24%	0.80	1.70%
应付票据	3.00	4.98%	0.00	0.00%
其他应付款	29.50	48.98%	22.26	47.39%
一年内到期的非流动负债	4.29	7.12%	0.92	1.95%
流动负债合计	41.13	68.29%	27.96	59.53%
长期借款	9.11	15.12%	8.62	18.35%
应付债券	8.38	13.92%	9.94	21.17%
长期应付款	1.08	1.80%	0.00	0.00%
非流动负债合计	19.10	31.71%	19.01	40.47%
负债合计	60.22	100.00%	46.98	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司总债务和总负债均有所增长，总债务占总负债的比重维持在50%，其中短期债务占比有所提升，但仍以长期债务为主。

图 4 公司债务占负债比重

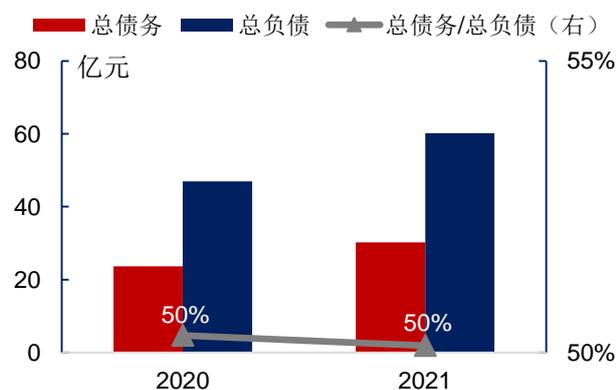
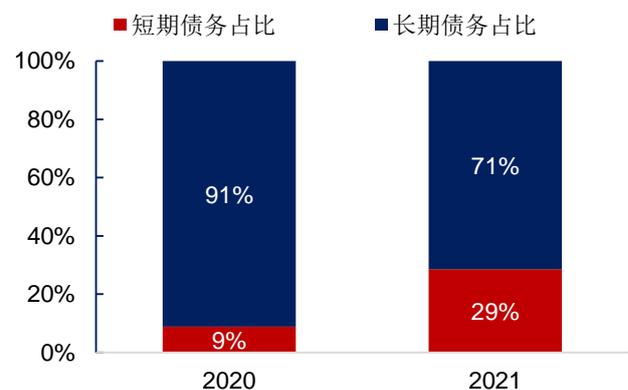


图 5 公司长短期债务结构



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

偿债能力方面，2021年末公司资产负债率同比进一步上升，期末现金短期债务比和同期EBITDA利息保障倍数均有所下降，但仍处于较高水平。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	54.04%	47.89%
现金短期债务比	1.28	1.97
EBITDA 利息保障倍数	1.34	1.65

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2019年1月1日至报告查询日（2022年7月5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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司存在一定的或有负债风险

截至2021年末，公司对外担保金额合计为27.36亿元，占期末净资产的53.43%，被担保对象均为当地国企和事业单位，但相关担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表10 截至 2021 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
万年县稻源投资开发有限公司	95,000.00	2036.11.17	否
万年县稻源投资开发有限公司*	30,000.00	2022.1.4	否
万年县稻源投资开发有限公司	20,000.00	2027.1.16	否
万年县稻源投资开发有限公司	13,000.00	2027.12.8	否
万年县珠溪河投资开发有限公司	50,000.00	2032.7.20	否
万年县城市建设开发有限公司*	12,000.00	2021.12.31	否
万年县城市建设开发有限公司	10,000.00	2035.2.23	否
万年县城市建设开发有限公司	8,000.00	2035.2.23	否
万年县国有资产经营管理有限公司	20,000.00	2035.6.15	否
万年县妇幼保健院	13,000.00	2027.10.27	否
万年县第一中学*	1,300.00	2021.12.31	否
万年县六〇总校*	1,300.00	2021.12.31	否

合计	273,600.00	--	--
----	------------	----	----

注：截至 2022 年 6 月末，标*的对外担保已到期偿还，无代偿情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

万年县经济总量偏小，GDP在上饶市12个区县中排名第7，但增速较快，目前已形成纺织新材料、机械电子、食品药品三大主导产业，其中机械电子、纺织新材料产业集群跻身省级重点产业集群。公司作为万年县基础设施建设的重要主体，基础设施和道路工程代建业务可持续性较好。虽然公司资产流动性较弱，债务规模持续增长，偿债压力加大，且面临一定资金压力和或有负债风险，但考虑到公司作为万年县唯一的公开发债平台，预计公司在业务和财政补助等方面将持续获得政府支持，整体来看公司抗风险能力尚可。

九、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。

上饶城投系经上饶市人民政府批准，由上饶市国资委于2002年6月18日出资成立的国有独资企业。2015年9月上饶市国资委将上饶城投100%股权无偿划拨给上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上投集团”），上饶城投控股股东由上饶市国资委变更为上投集团。截至2022年3月末，上饶城投注册资本增至30亿元，实收资本增至16.00亿元，控股股东仍为上投集团，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。主要从事授权范围内的国有资产经营管理和资本运作，实施项目投资管理、资产重组和经营；整合城市资源；对全资、控股、参股企业行使出资权利；国有土地的整理与开发；承担市政府授权的其他工作。

2021年上饶城投营业总收入略有上升，工程建设和铝业板块是上饶城投主要收入来源。2021年上饶城投放缓工程建设进度，在建项目主要是续建项目，新开工项目较少，受此影响工程建设收入有所下滑；铝业板块因铝价上升及销量增长，业务收入大幅增长。此外，上饶城投还从事光伏发电、公交业务、高速公路业务、商品销售等，对营业收入形成一定补充。

表11 上饶城投主要财务指标（单位：亿元）

项目	2022年3月	2021年	2020年
----	---------	-------	-------

总资产	1,178.55	1,149.87	1,009.20
所有者权益	420.99	417.90	357.72
总债务	--	639.57	584.08
资产负债率	64.28%	63.66%	64.55%
现金短期债务比	--	0.20	0.52
营业收入	14.65	50.26	49.12
其他收益	3.25	3.96	3.86
利润总额	3.13	5.87	6.32
销售毛利率	7.64%	7.72%	5.65%
EBITDA	--	11.88	11.79
EBITDA 利息保障倍数	--	0.35	0.36
经营活动现金流净额	-9.13	-4.86	-10.01
收现比	86.28%	101.14%	47.41%

资料来源：上饶城投 2020-2021 年审计报告及未经审计的第一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2022年3月末，上饶城投资产总额为1,178.55亿元，所有者权益为420.99亿元。2021年上饶城投实现营业收入50.26亿元，实现利润总额5.87亿元，经营活动现金净流出4.86亿元。

经中证鹏元综合评定，上饶城投主体信用等级为AA+，由上饶城投提供的连带责任担保有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

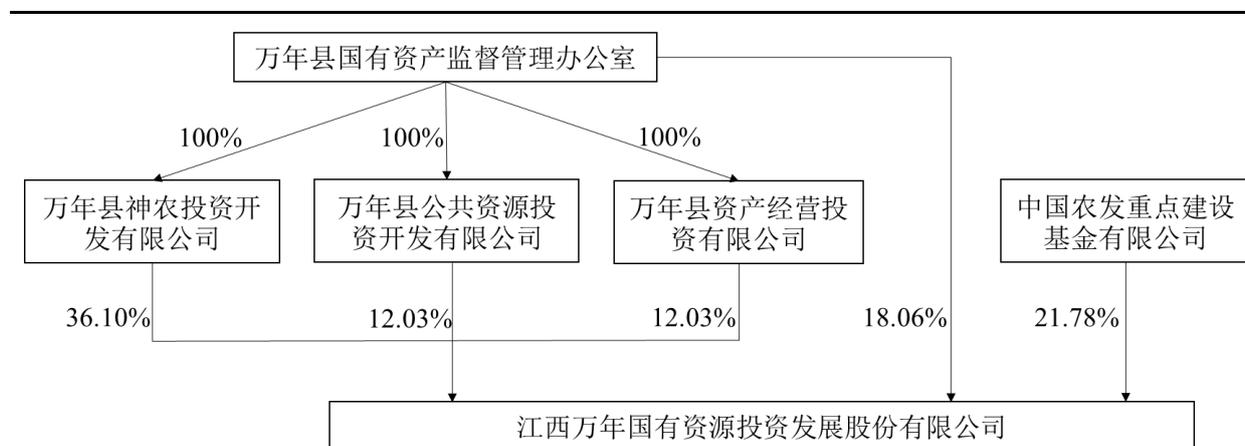
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA+。

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	2020年	2019年
货币资金	11.05	4.11	2.65
其他应收款	23.77	16.67	11.39
存货	58.00	62.30	64.71
流动资产合计	96.49	83.29	78.90
非流动资产合计	14.94	14.81	13.89
资产总计	111.43	98.10	92.80
短期借款	1.35	0.80	0.00
其他应付款	29.50	22.26	16.31
一年内到期的非流动负债	4.29	0.92	0.57
流动负债合计	41.13	27.96	19.59
长期借款	9.11	8.62	7.87
应付债券	8.38	9.94	9.93
长期应付款	1.08	0.00	0.00
非流动负债合计	19.10	19.01	18.14
负债合计	60.22	46.98	37.73
营业收入	8.88	7.78	7.70
总债务	30.18	23.63	21.85
所有者权益	51.21	51.12	55.06
其他收益	1.22	1.00	1.00
营业利润	0.87	1.79	1.77
利润总额	0.83	1.68	1.77
经营活动产生的现金流量净额	2.87	2.78	-7.68
投资活动产生的现金流量净额	-0.12	-1.18	-2.06
筹资活动产生的现金流量净额	0.35	0.17	9.25
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	13.35%	14.40%	14.60%
收现比	72.78%	106.31%	100.29%
资产负债率	54.04%	47.89%	40.66%
现金短期债务比	1.28	1.97	0.65
EBITDA（亿元）	2.07	2.11	2.07
EBITDA 利息保障倍数	1.34	1.65	1.98

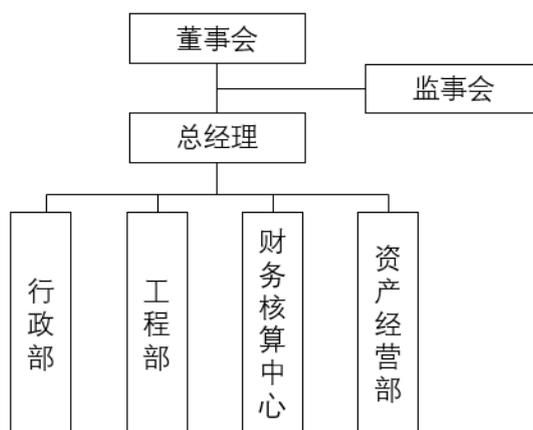
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

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
万年县久赢投资管理中心（有限合伙）	50,001.00	99.998%	商务服务业
万年县稻盛投资开发有限公司	20,000.00	100.00%	基础建设投资
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
万年县万年港综合码头有限公司	10,000.00	100.00%	码头工程开发与建设
万年县旭腾投资管理中心（有限合伙）	5,000.00	100.00%	商务服务业
万年县神农源文化旅游发展有限公司	500.00	100.00%	旅游景点的建设、经营
万年县公务用车服务有限公司	200.00	100.00%	公务用车服务
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
万年县万众汽车租赁有限公司	50.00	100.00%	汽车租赁服务

资料来源：公司 2021 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。