



# 江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0562 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 19 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	AA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“19 萍昌盛债/G19 萍昌”	AA+

### 评级观点

本次跟踪维持公司主体及债项上次评级结论，该债项级别充分考虑了江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司（以下简称“昌盛城投”或“公司”）提供的土地使用权抵押担保，截至本报告出具日，公司暂未提供新的抵押土地资产评估报告，需关注土地市场行情变动对抵押土地的资产价值及其对“19 萍昌盛债/G19 萍昌”增信作用产生的影响。中诚信国际认为湘东区经济同比增长，公司是湘东区重要平台，获得有力的外部支持。同时，需关注应收类款项对资金形成一定占用、经营活动现金流持续净流出以及面临一定或有负债风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

**可能触发评级上调因素：**萍乡市湘东区经济及财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。

**可能触发评级下调因素：**萍乡市湘东区经济及财政实力显著下滑且短期内难以恢复；公司地位下降，从外部获得的支持减弱；公司财务指标出现明显削弱、再融资环境恶化等。

### 正面

- **湘东区经济稳步增长。**2022年湘东区实现国内生产总值160.19亿元，同比增长5.3%，稳步增长的区域经济为公司发展提供较好的外部环境。
- **公司是湘东区重要平台，获得有力的外部支持。**公司是湘东区重要平台，仍负责湘东区基础设施建设和土地开发职能，具有重要地位。2022年，湘东区政府向公司增资10.00亿元，公司资本实力不断增强，此外公司获得政府补助1.89亿元，持续获得湘东区政府有力支持。
- **土地使用权抵押具有一定的增信作用。**公司以其合法拥有的土地使用权为“19萍昌盛债/G19萍昌”提供抵押担保，具有一定的增信作用。

### 关注

- **应收类款项持续升高，对资金形成一定占用。**截至2022年末，公司应收类款项占总资产的比重上升至44.67%，主要为应收萍乡市湘东区国有资产服务中心的项目工程款以及对关联方萍乡市湘东区大众投资有限责任公司、母公司萍乡市昌盛控股集团有限公司等的往来款，对资金形成一定占用。
- **经营活动现金流持续净流出。**2022年公司经营活动净现金流为-14.62亿元，经营活动现金流持续净流出。
- **面临一定或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保合计22.93亿元，占净资产的比例为14.78%，面临一定或有负债风险。
- **土地市场行情变动可能对土地抵押增信作用产生影响。**截至本报告出具日，公司暂未提供新的抵押土地资产评估报告，需关注土地市场行情变动对抵押土地的资产价值及其对“19萍昌盛债/G19萍昌”增信作用产生的影响。

项目负责人：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

项目组成员：陈诗宇 shychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

昌盛城投（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	239.03	259.91	278.16
经调整的所有者权益合计（亿元）	113.89	142.95	155.15
负债合计（亿元）	125.14	116.96	123.02
总债务（亿元）	97.75	90.31	88.81
营业总收入（亿元）	34.74	39.37	52.97
经营性业务利润（亿元）	1.66	1.97	4.00
净利润（亿元）	1.02	1.19	2.20
EBITDA（亿元）	5.51	5.64	7.17
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-33.96	-10.17	-14.62
总资本化比率（%）	46.19	38.72	36.40
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.19	1.09	1.44

注：1、中诚信国际根据昌盛城投提供的其经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、长期应付款中的带息债务调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 评级历史关键信息

江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	19 萍昌盛债/G19 萍昌（AA <sup>+</sup> ）	2022/6/27	王少强、黄伟、赵子贺	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读原文</a>
AA/稳定	19 萍昌盛债/G19 萍昌（AA <sup>+</sup> ）	2019/7/15	方华东、王少强	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读原文</a>

注：中诚信国际口径。

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	昌盛城投	资兴成诚	金东城建	玉山投控
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	萍乡市湘东区	郴州市资兴市	金华市金东区	上饶市玉山县
GDP（亿元）	160.19	386.73	300.27	290.17
一般公共预算收入（亿元）	13.37	21.72	24.66	16.84
所有者权益合计（亿元）	155.15	71.92	79.74	150.53
总资本化比率（%）	36.40	36.92	61.10	47.45
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.44	1.02	0.42	0.55

注：资兴成诚系“资兴市成诚投资有限公司”的简称；金东城建系“金华市金东城市建设投资集团有限公司”的简称；玉山投控系“玉山投资控股集团有限公司”的简称。

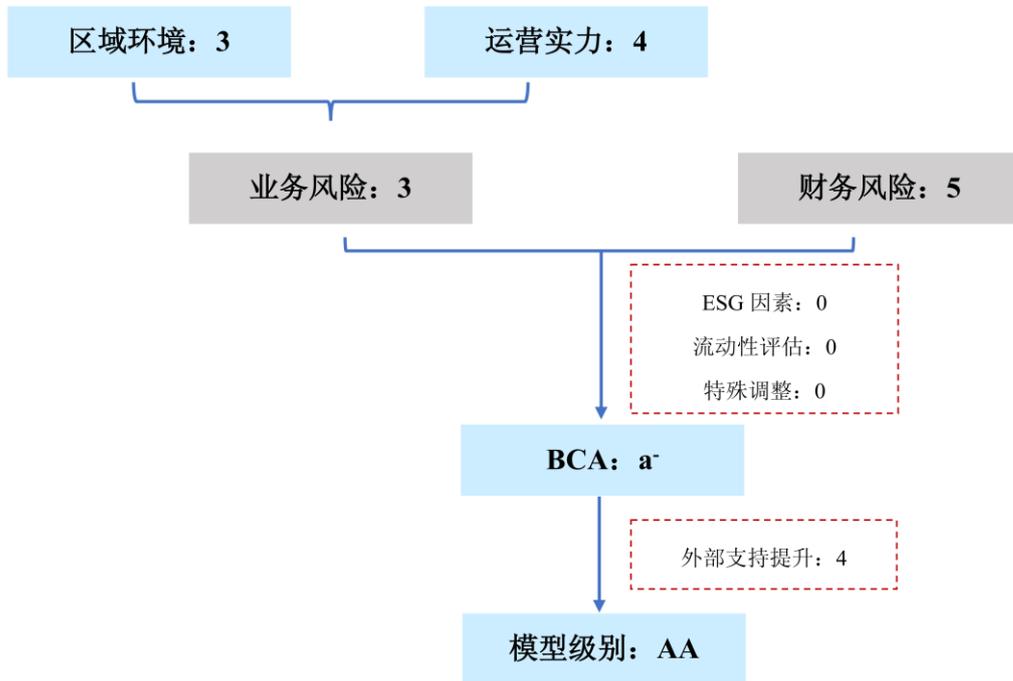
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
19 萍昌盛债/G19 萍昌	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/6/27	6.80	5.44	2019/9/26~2026/9/26	设本金提前偿还条款，第 3~7 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 20%的比例偿还本金

## 评级模型

江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险：

中诚信国际认为，昌盛城投作为萍乡市湘东区重要的基础设施建设主体，主要承担湘东区基础设施建设和土地开发职能，业务竞争力较强，具备较高的业务稳定性和持续性。但是，昌盛城投土地整理出让业务受政府规划影响较大，较多土地资产受限，存在一定的不确定性。

### ■ 财务风险：

中诚信国际认为，昌盛城投所有者权益持续增长，资本实力不断增强，债务规模小幅下降，债务结构较为合理，同时财务杠杆处于较低水平。但是，公司资产中存货占比较大，导致整体资产流动性和收益性较弱，且 EBITDA 对利息的保障能力依然有限。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对昌盛城投个体基础信用等级无影响，昌盛城投具有 a- 的个体基础信用评估等级，反映了其较高的业务风险和较低的财务风险。

### ■ 外部支持：

中诚信国际认为，萍乡市湘东区政府支持能力较强，湘东区地方政府对公司支持意愿较强，主要体现在湘东区的区域地位，经济财政实力持续增强；昌盛城投系湘东区重要的基础设施建设主体，成立以来持续获得政府在资金及资产注入、财政补贴等方面的大力支持，具备较高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“19 萍昌盛债/G19 萍昌”募集资金为 6.80 亿元，截至 2023 年 3 月末，3.40 亿元用于补充公司流动资金，3.40 亿元用于湘东产业园绿色工业园区建设示范工程（二期）项目，截至目前湘东产业园绿色工业园区建设示范工程（二期）项目已于 2020 年 12 月完工，于 2022 年 4 月投入运营，本期债券募集资金按照募集说明书约定使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年，稳增长压力下促基建政策持续加码，保障城投合理融资需求，但严监管持续城投发行审核并未明显放松，叠加到期及回售规模较大，城投债发行规模、净融资额同比大幅下降，且募集资金用于借新还旧的比例进一步提高。展望 2023 年，隐性债务严监管下城投“紧

融资”环境难有较大转变，但考虑到基建仍是经济稳增长的重要着力点，城投融资情况或有边际改善。风险关注方面，在基建仍需发力、地方财政承压背景下，后续需关注重点项目推进下城投企业信用实力分化以及弱区域、弱资质城投风险释放可能；此外，还需关注房地产行业风险底部释放下，城投企业地产参与度提高带来的风险敞口，以及城投转型过程中资产整合和债务重组可能带来的衍生风险。

## 区域环境

湘东区为萍乡市市辖区，地处赣湘边境，西南与湖南省醴陵市、攸县交界，是江西的西大门，素有“赣西门户”、“吴楚通衢”之称。全区面积 858.76 平方公里，辖 8 镇 2 乡 1 街，132 个行政村（居委会）。截至 2022 年末，湘东区常住人口为 30.52 万人，比上年略有增长。2022 年，湘东区实现地区生产总值 160.19 亿元，按可比价格计算较上年增长 5.3%，居萍乡市内各区县第 3 位。其中，第一产业增加值 19.00 亿元，增长 5.0%；第二产业增加值 65.17 亿元，增长 5.4%；第三产业增加值 76.02 亿元，增长 5.4%。2022 年，湘东区固定资产投资同比增长 7.6%，全部工业增加值同比增长 5.5%。同年，湘东区人均 GDP5.25 万元，居市内各区县第 2 位。

稳定增长的经济为湘东区财政实力提供了有力支撑，湘东区一般公共预算收入稳中有升，财政平衡能力较上年有所下降，2022 年税收收入及占比有所下降；政府性基金收入是湘东区地方政府财力的重要来源，近年来保持增长趋势，2022 年湘东区政府性基金收入为 34.83 亿元，较上年增长约 19%，其中国有土地使用权出让收入为 33.63 亿元。截至 2022 年末，湘东区政府债务余额为 95.01 亿元，在萍乡市内各区县中排首位。再融资环境方面，湘东区广义债务率处于全国中下游水平，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境尚可。

表 1：近年来湘东区地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	127.72	146.37	160.19
GDP 增速（%）	4.2	8.6	5.3
人均 GDP（万元）	4.15	4.81	5.25
固定资产投资增速（%）	7.80	10.70	7.60
一般公共预算收入（亿元）	12.82	13.27	13.37
政府性基金收入（亿元）	15.19	29.29	34.83
税收收入占比（%）	67.04	67.34	64.57
公共财政平衡率（%）	25.94	26.59	24.65

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：湘东区政府网站，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司作为萍乡市湘东区重要的基础设施建设主体，仍主要承担湘东区基础设施建设和土地开发职能，具有较强的业务竞争力；除政府类项目外，公司也在市场化领域进行了探索，商品销售收入大幅增加，对公司收入形成一定补充，但利润规模有限，整体来看，公司业务稳定性和可持续性较强。

值得注意的是，公司土地整理出让业务受政府规划影响较大，土地资产受限规模较大，该业务未来发展存在一定的不确定性。

表 2：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	33.50	96.41	10.43	35.24	89.50	6.94	23.77	44.88	11.01
土地整理转让	0.27	0.78	23.37	2.27	5.78	46.51	16.02	30.24	22.93
商品销售	0.45	1.30	5.42	0.50	1.26	2.25	12.12	22.89	0.44
其他业务	0.53	1.51	19.45	1.36	3.46	9.03	1.05	1.99	20.14
营业收入/毛利率合计	34.74	100.00	10.60	39.37	100.00	9.24	52.97	100.00	12.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 基础设施建设板块

**跟踪期内公司仍承担湘东区内的基础设施项目建设，业务竞争力较强；公司在建、拟建项目投资规模较大，项目量充足，业务可持续性较好。**

跟踪期内公司基础设施建设业务模式和在区域内的地位未发生变化，基础设施建设业务主要由公司本部及其子公司萍乡市湘旺投资有限公司（以下简称“湘旺公司”）承担，仍采用委托代建、政府购买服务及自营模式。委托代建模式下，公司或其子公司与湘东区人民政府签订委托代建协议，湘东区人民政府授权公司为项目的投资建设主体，项目建设期内，湘东区人民政府每年按照经审核确认的工程进度和实际成本向公司支付代建工程款，并在此基础上加成一定比例作为公司的代建服务费，项目建设完成验收合格后，公司将项目移交给湘东区人民政府。政府购买服务模式，公司或其子公司与湘东区人民政府签署政府购买服务协议，湘东区人民政府购买公司负责提供的服务事项，按照支付计划逐年向公司支付服务费用，并承诺将购买服务资金纳入政府财政预算和财务服务资金预算管理。自营模式下，公司主要依靠厂房、办公楼等物业出租实现收益。

2022 年公司实现基础设施建设收入 23.77 亿元，为萍乡市湘东区污水收集管网全覆盖建设项目和区产业园调区扩区基础设施建设项目确认的收入，较上年同期有所下降，主要是在建设项目减少所致。截至 2022 年末，公司主要已完工基建项目有赣西港、滨河新区棚户区改造、麻山新城区建设（一）期等，主要已完工项目累计已投资 149.94 亿元，已确认收入 145.55 亿元，已回款 142.77 亿元，已完工项目回款情况较好；公司主要在建项目总投资 150.96 亿元，已投资 86.22 亿元，尚需投资 64.74 亿元；同期末，拟建项目总投资 33.10 亿元。整体来看，公司在建、拟建项目投资规模较大，项目量充足，业务可持续性较好。

表 3：截至 2022 年末公司主要已完工基础设施工程情况（亿元）

项目名称	业务模式	完工时间	累计已投资	累计已确认收入	累计已回款
草河防洪工程项目	代建	2016.03	2.65	3.04	3.05
五里至桐田公路建设	代建	2016.07	2.83	3.26	3.33
湘东至麻山道路项目	代建	2016.12	4.01	4.64	4.78
麻山新城区建设（一）期	代建	2017.09	15.22	17.72	17.84
城区改造二期	代建	2017.06	2.90	3.26	3.32
萍水河麻山段防洪工程	代建	2017.04	4.36	4.91	5.01
麻山防洪工程	代建	2017.10	4.29	4.79	4.84
城区路网工程	代建	2017.08	3.09	3.50	3.56
旧城区棚户区改造（国开）	代建	2017.12	3.03	3.24	3.33
下埠镇采煤沉陷区综合治理项目	代建	2017.12	2.30	2.46	2.53
陶瓷产业基地西区扩区工程	代建	2017.12	10.00	10.68	11.00
湘东老工业区搬迁—湘东中学	代建	2018.03	0.49	--	--
易地扶贫搬迁项目	代建	2018.07	0.54	--	--

城区基础设施建设	代建	2018.10	13.14	12.44	13.61
滨河新区棚户区改造	政府购买服务	2020.10	28.50	29.80	25.72
赣西港	代建	2022.04	40.01	41.81	40.85
萍乡市湘东区渌水流域综合治理项目	自营	2022.02	12.58	--	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>149.94</b>	<b>145.55</b>	<b>142.77</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2022 年末公司主要在建基础设施工程情况（亿元）

项目名称	业务模式	规划建设期间	规划总投资	已投资
萍乡市湘东区污水收集管网全覆盖建设项目	代建	2021.01~2022.12	20.25	16.04
陶瓷产业基地（三期）	代建	2013.10~2016.03	2.86	2.20
采煤沉陷区路网改造工程	代建	2016.03~2018.03	1.43	0.51
老工业区搬迁工程	代建	2017.01~2018.12	3.03	0.42
湘东区城区基础设施建设项目	政府购买服务	2016.09~2018.09	6.94	6.88
城区基础设施建设二期（兴业银行）	政府购买服务	2016.10~2018.10	12.54	8.05
区产业园调区扩区基础设施建设项目	政府购买服务	2019.09~2022.08	50.00	21.55
旧城区棚户区改造二期	政府购买服务	2015.07~2017.06	10.48	10.38
湘东区返乡创业平台建设项目	自营	2019.03~2021.02	12.69	10.56
体育中心建设	自营	2019.09~2020.09	1.37	1.19
萍乡赣西物流园一期	自营	2020.06~2021.05	4.18	0.40
萍乡赣西物流园二期	自营	2020.06~2021.05	8.58	2.33
赣西港一期	自营	2020.01~2022.12	8.99	2.35
湘东产业园绿色工业园区建设示范工程（二期）	自营	2017.10~2021.09	7.62	3.36
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>150.96</b>	<b>86.22</b>

注：部分项目未按规划建设期间完工，主要系工程出现延期。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末公司主要拟建基础设施工程情况（亿元）

项目名称	业务模式	规划建设期间	规划总投资
湘东固废循环经济产业园	自营	2023.01~2025.12	5.80
湘东区医疗提升项目	代建	2022.11~2024.10	12.00
职业教育产业园	自营	2022.10~2024.09	5.20
水环境改善建设项目	代建	2022.12~2024.11	10.10
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>33.10</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 土地整理转让业务

公司土地整理出让业务受政府规划影响较大，土地资产受限规模较大，受政府规划及土地市场行情影响，未来收益存在一定的不确定性。

跟踪期内，公司土整业务职能定位及业务模式未发生变化，仍从事萍乡市湘东区的土地整理转让业务。2022 年公司整理 5 宗土地，土地整理面积为 13.15 万平方米，湘东区人民政府通过招拍挂等方式取得的土地出让价款按照 70%比例返还公司，确认土地整理收入 3.90 亿元。此外，2022 年公司还实现土地转让收入 12.05 亿元，系转让了 5 宗土地。

表 6：2022 年公司转让土地情况（平方米、亿元）

土地证号	土地位置	用途	面积	账面价值	收入
赣（2019）湘东区不动产权第 0000533 号	湘东区老关镇渡口村	工业	935,150.00	0.16	0.14
湘国用（2008）第 800565 号	峡山口街新村居委会	商住	119,930.00	1.08	2.10
湘国用（2009）第 801222 号	湘东镇五里村	商住	21,666.60	1.95	2.62
湘国用（2011）第 802981 号	峡山口街火星居委会	商住	194,498.00	2.86	3.46
湘国用（2010）第 801571 号	麻山镇麻山村	商住	280,000.00	3.17	3.73
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1,551,244.60</b>	<b>9.22</b>	<b>12.05</b>

注：2022 年公司土地转让收入为 12.12 亿元，包括含了土地回收 0.05 亿元、昌盛城投 4 宗土地转让收入 11.92 亿元以及子公司湘旺公司

1 宗土地转让收入 0.14 亿元，尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司土地账面价值 84.70 亿元，其中已抵押土地账面价值 59.14 亿元，占土地资产账面价值的比重为 69.82%，公司较多土地资产已受限，不能用于出让。此外，公司土地整理及转让情况受政府规划、土地一级市场景气度影响较大，近年收入存在一定波动，存在一定的不确定性。

## 商品销售板块

**2022 年公司商品销售收入大幅增加，对公司营业收入贡献较大，但该业务盈利较为薄弱，供应商和客户集中度较高，存在一定的业务波动风险。**

跟踪期内，公司依然开展商品销售业务，由子公司萍乡市昌盛贸易有限公司（以下简称“昌盛贸易”）负责运营，商品品种以煤炭、钢材为主，上游供应商主要为江西北方宏泰供应链管理有限责任公司等民营企业，下游客户主要为江西汇易贸易有限公司等萍乡市国企。业务模式方面，公司与客户签订了购销合同，采用预付部分资金、最终结算付尾款的模式，对下游客户账期一般为 30 天。

从业务开展情况来看，2022 年公司贸易业务收入大幅增加，对公司营业收入贡献较大，主要是因为公司产品销售业务模式逐渐成熟，与上下游形成了良好的业务关系。同时，公司贸易业务的下游客户主要系国有企业，业务增长对公司资金和信用风险控制造成的压力可控，但受其业务属性所限，盈利较为薄弱，同时供应商和客户集中度较高亦使其面临一定的业务波动风险。

表 7：2022 年公司贸易业务主要供应商/客户情况（万元）

供应商	采购金额	占比	采购品种
江西北方宏泰供应链管理有限责任公司	90,674.93	79.16%	煤炭
湖南万大供应链有限公司	11,616.23	10.14%	煤炭
萍乡方大建材配送有限责任公司	4,772.00	4.17%	钢材
江西北方瑞通物资有限公司	1,615.00	1.41%	煤炭
萍乡市物博建材有限责任公司	882.44	0.77%	钢材
<b>合计</b>	<b>109,560.60</b>	<b>95.65%</b>	--
客户名称	销售金额	占比	销售品种
江西汇易贸易有限公司	91,509.78	79.68%	煤炭
江苏贝特能源有限公司	3,568.92	3.11%	煤炭
萍乡城投建工集团有限公司上栗分公司	3,431.00	2.99%	钢材
宁波康润能源有限公司	2,419.51	2.11%	煤炭
萍乡城投建工集团有限公司芦溪县分公司	513.95	0.45%	钢材
<b>合计</b>	<b>101,443.16</b>	<b>88.34%</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，跟踪期内，受益于政府注资，公司所有者权益持续增长，资本实力有所增强；公司债务规模小幅下降，债务结构仍较为合理，2022 年末公司财务杠杆水平有所下降，且处于较低水平；同时收入质量有所改善，EBITDA 对利息的覆盖水平有所提升，但整体保障能力依然有限。

## 资本实力与结构

跟踪期内，受益于政府注资，公司所有者权益保持增长，资本实力有所增强；公司资产中以土地、项目开发成本为主的存货规模较大，且应收类款项增长较快，对资金形成一定占用，导致公司资

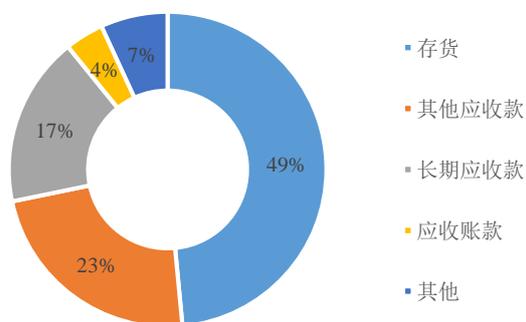
**产流动性和收益型较弱，整体资产质量较低；2022 年末公司财务杠杆水平有所下降，且处于较低水平。**

作为萍乡市湘东区重要的基础设施建设主体，公司在湘东区具有重要地位。受政府增资及项目建设投入等因素推动，2022 年公司资产规模保持增长，截至 2022 年末，公司资产总额上升至 278.16 亿元。

公司业务主要包括基础设施建设业务、土地整理转让业务、商品销售业务等，形成了以存货、其他应收款、应收账款、长期应收款为主的资产结构，其中存货占比最高。截至 2022 年末，公司存货占资产总额的比例为 48.50%，主要是土地和开发成本，其中土地账面价值为 84.70 亿元，以出让地为主，用途为商住、住宅和商服用地，2022 年末存货较上年有所减少主要是土地转让所致。截至 2022 年末，公司其他应收款为 64.66 亿元，主要是应收萍乡市湘东区大众投资有限责任公司（以下简称“湘东大众投资公司”）往来款 24.41 亿元、应收萍乡市湘旺宏图建设有限公司往来款 2.05 亿元、应收江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司往来款 3.92 亿元，前五大应收对象合计占其他应收款期末余额 49.35%，应收对象较为分散；2022 年末公司其他应收款增长较快，主要系增加对湘东大众投资公司的往来款，大众投资公司是萍乡市国有企业，公司对大众投资公司的其他应收款主要为公司 2022 年的土地转让款，已在 2023 年 4 月全部回款。公司应收账款减少主要系公司收回对萍乡市湘东区财政局应收款。公司长期应收款减少主要系湘东区财政局偿还款项所致。截至 2022 年末，公司应收类款项占同期末资产总额的比重达 44.67%，较上年有所增长，主要为应收萍乡市湘东区国有资产服务中心的项目工程款以及对湘东大众投资公司、母公司萍乡市昌盛控股集团有限公司等的往来款，对资金形成一定占用。同时，截至 2022 年末，公司账面非受限货币资金为 4.53 亿元，对经营周转及债务偿付提供一定支撑。

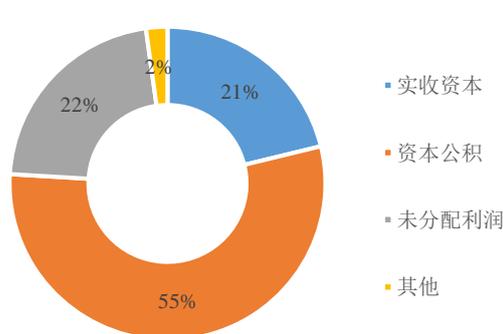
总体来看，公司资产中以土地、项目开发成本为主的存货规模较大，拥有的土地资源较为丰富，但较多土地资产受限且受市场影响其变现存在一定的不确定性，整体资产流动性及收益性较弱，资产价值较低，此外应收类款项对公司资金形成一定占用。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，受益于政府增资，公司实收资本大幅增长，所有者权益增至 155.15 亿元，公司资本实力不断增强。预计未来政府将持续向公司拨付资金及划转资产，公司所有者权益将进一步增加。受

益于自有资本实力的增强，2022 年末公司财务杠杆水平有所下降，且处于较低水平，预计中短期内公司的财务杠杆将保持相对稳定。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
资产总额	239.03	259.91	278.16
非流动资产占比	27.10	23.62	20.24
所有者权益合计	113.89	142.95	155.15
资产负债率	52.35	45.00	44.22
总资本化比率	46.19	38.72	36.40

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**跟踪期内，公司收入质量有所改善，经营活动现金流持续净流出；项目建设投入资金较大，整体现金流平衡较依赖筹资活动。**

受益于商品销售业务的扩张及土地转让的增加，跟踪期内公司收入大幅增长。由于公司基础设施建设项目回款有所改善，且商品销售业务回款较快，公司收现比增至 1.05，收入质量有所改善。

公司经营活动净现金流受基础设施建设、商品销售板块现金收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。2022 年，公司经营活动现金流保持净流出状态，且净流出规模较上年扩大，主要系对湘东大众投资公司的往来款增加。

同期，公司投资活动净现金流保持净流出，净流出规模较上年增加但仍然较小，主要系当年未发生大额投资活动。

总体来看，公司经营活动现金流缺口持续扩大，项目建设投入资金较大，整体现金流平衡较依赖筹资活动。跟踪期内，公司筹资活动净现金流同比回落，主要系取得借款收到的现金减少，2022 年公司发行债券及收到股东注资支持，当期公司吸收投资收到的现金为 10.02 亿元，成为其资金补充的重要渠道。

跟踪期内，如前所述，公司主要依赖于股东注资和发行债券来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府注资等融资方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口。

表 9：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-33.96	-10.17	-14.62
投资活动产生的现金流量净额	-5.54	-0.27	-0.64
筹资活动产生的现金流量净额	26.89	12.29	9.53
现金及现金等价物净增加额	-12.61	1.85	-5.73
收现比	0.96	0.78	1.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**跟踪期内，公司债务规模小幅下降，债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；公司 EBITDA 对利息的覆盖水平有所提升，但整体保障能力依然有限；经营活动现金流无法覆盖债务本息。**

近三年公司总债务规模连续小幅下降，截至 2022 年末，公司总债务降至 88.81 亿元。公司债务以银行贷款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，债务类型及渠道较多。2022 年末，公司债务以长期债务为主，短期债务占比较上年有所下降，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 10：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	5.57%	70.78	7.21	9.89	8.12	45.55
债券融资	5.90%	12.51	3.12	3.12	2.12	4.15
其他	--	2.44	2.27	0.37	0.36	3.89
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>90.18</b>	<b>12.60</b>	<b>13.38</b>	<b>10.60</b>	<b>53.59</b>

注：其他应付款中带息债务 1.17 亿元分布在 3 年以上到期，仅在此表中进行调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年公司 EBITDA 有所上升，公司 EBITDA 主要来源于利润总额和费用化利息支出，利润总额主要由经营性业务利润构成，经营性业务利润中其他收益占比较高，为公司每年收到的政府补助，公司盈利对政府补助存在较大依赖，2022 年公司获得政府补助 1.89 亿元。考虑到利润总额中贡献度较高的投资收益不具备持续性，公司 EBITDA 增长态势存在不确定性。同期，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所提升，但覆盖水平依然较为一般。此外，公司经营活动现金流持续净流出，无法覆盖债务本息支出。

表 11：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	97.75	90.31	88.81
短期债务占比（%）	15.21	14.42	14.19
EBITDA	5.51	5.64	7.17
EBITDA 利息保障倍数	1.19	1.09	1.44
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-7.33	-1.96	-2.93

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模较大，截至 2022 年末，公司受限资产规模为 61.14 亿元，占当期末总资产的 21.98%，占当期净资产的 39.41%，抵质押融资空间有限。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保金额为 22.93 亿元，占同期末净资产的比例为 14.78%，被担保单位全部为萍乡市国有企业，存在一定代偿风险。此外，截至 2022 年末，公司无重大诉讼。

表 12：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司	国企	85,076.69
2	萍乡市国有资本投资集团有限公司	国企	48,000.00
3	萍乡市湘东区湘绿投资管理有限责任公司	国企	12,200.00
4	萍乡盛栗建设开发有限公司	国企	60,100.00
5	萍乡市湘东区农业农村发展有限公司	国企	21,950.00
6	萍乡市旺盛供水有限公司	国企	2,000.00
	<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>229,326.69</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年

4 月，公司无已结清和未结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

## 假设与预测<sup>1</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为萍乡市湘东区重要的基础设施建设主体，股权结构、主要资产和业务保持稳定，合并范围无显著变化。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入保持增长，盈利水平将保持稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 15~25 亿元。

——2023 年，公司债务规模将保持稳定。

### 预测

表 13：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	38.72	36.40	29.61~44.41
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.09	1.44	1.27~1.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性较弱，未来一年存在一定的流动性缺口。**

截至 2022 年末，公司可动用账面资金为 4.53 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。截至 2022 年末，公司银行授信总额为 93.73 亿元，尚未使用授信额度为 7.21 亿元，备用流动性不足。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 12.60 亿元，此外 2022 年公司利息支出为 4.99 亿元，但近年来公司总债务规模保持小幅下降的趋势，预计未来一年的利息支出亦将保持稳定或小幅下降。综上所述，公司流动性较弱，未来一年存在一定的流动性缺口。

## ESG 分析<sup>2</sup>

**中诚信国际认为，公司注重可持续发展，并积极履行作为国企的社会责任，治理结构较为健全。**

环境方面，公司的基础设施建设业务可能会面临一定的环境风险，在可持续发展方面表现较好，

<sup>1</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>2</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

截至目前尚未因环保相关事件受到监管处罚，整体来看，公司环境管理略高于行业平均水平。

社会方面，公司负责萍乡市湘东区基础设施项目建设及土地开发整理，体现了国企社会责任和担当，在产品责任方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控管理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

## 外部支持

**中诚信国际认为，湘东区政府支持能力较强，主要体现在以下方面：**

湘东区经济运行总体平稳，具有工业陶瓷等特色产业，城市配套设施不断完善，具备向区域内企业协调一定金融及产业资源的能力。但 2022 年湘东区政府债务余额仍居萍乡市内第一位，政府债务率高于国际 100%警戒标准，并且仍有一定规模的隐性债务未纳入地方政府直接债务统计，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

**同时，湘东区政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性较强：公司是湘东区重要的基础设施建设主体，具备较强的区域专营性，职能定位明确，在湘东区平台中实力突出，区域重要性很强。
- 2) 与政府的关联度较高：公司由萍乡市昌盛控股集团有限公司直接控股，萍乡市湘东区国有资产管理中心为公司实际控制人，公司股权结构和业务开展均与湘东区政府具有较高的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得资金及资产注入、财政补贴等方面有良好记录。政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑，2022 年湘东区政府向公司注资 10 亿元作为实收资本。另外，2022 年公司获得政府补助 1.89 亿元。

表 14：湘东区级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	萍乡市昌盛控股集团有限公司 89.4%	湘东区重要的基础设施建设主体	278.16	155.15	44.22	52.97	2.20	18.96
萍乡市昌盛控股集团有限公司	萍乡市湘东区国有资产管理中心 100%	--	--	--	--	--	--	0.00

注：财务数据为截至 2022 年末或 2022 年数据；债券余额为截至 2023 年 5 月 29 日数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

**综上，中诚信国际认为，湘东区政府较强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。**

## 同行业比较

**中诚信国际认为，昌盛城投与资兴成诚、金东城建、玉山投控等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均较强，并对上述公司均能提供有力的支持，最终主体信用等级处于同一档次。**

首先，萍乡市湘东区与郴州市资兴市、金华市金东区、上饶市玉山县等的行政地位、经济财政实力相当，区域债务压力和市场融资环境较为接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。昌

盛城投与上述平台均为区县政府实际控制的重要的基础设施建设和国有资产投资及运营主体，均能获得当地政府的有力支持。

其次，昌盛城投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为多元化，业务稳定性和可持续性较好。

然后，昌盛城投的财务风险在同业中处于较低水平。公司资产和权益规模为比较组平均水平，总体资本实力较强；总债务规模和财务杠杆在比较组中处于较低水平，债务结构较为合理，EBITDA 对利息覆盖能力高于平均水平；公司可用银行授信余额在比较组中处于中等水平，备用流动性不足。

表 15：2022 年同行业对比表

	昌盛城投	资兴成诚	金东城建	玉山投控
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	萍乡市湘东区	郴州市资兴市	金华市金东区	上饶市玉山县
GDP (亿元)	160.19	386.73	300.27	290.17
GDP 增速 (%)	5.3	6.2	0.80	5.40
人均 GDP (万元)	5.25	12.07	5.81	5.59
一般公共预算收入 (亿元)	13.37	21.72	24.66	16.84
公共财政平衡率 (%)	24.65	50.64	46.67	32.59
政府债务余额 (亿元)	95.01	78.49	80.39	61.02
控股股东及持股比例	萍乡市昌盛控股集团有限公司 89.40%	资兴市投融资服务中心 88.50%	浙江省金华市金东区 国资运营发展中心 100.00%	江西省上饶市玉山县 人民政府国有资产监 督管理办公室 100.00%
职能及地位	萍乡市湘东区重要的基础设施 建设主体	资兴市重要、资兴经 开区唯一的开发建设 主体	金华市金东区重要的 城市建设运营主体	玉山县基础设施建 设、棚户区改造及国 有资产运营的重要主 体
核心业务及收入占比	基础设施建设 44.88%、 土地整理转让 30.24%、 商品销售 22.89%、其他 业务 1.99%	项目建设 94.69%、其 他 5.31%	土地开发整理及配套 设施建设 58.43%、工 程建设管理及维护 7.31%、商品销售 10.86%、物业管理及 其他服务收入 2.29%、保安服务 18.83%	基础设施建设业务 30.20%、土地转让业 务 25.66%、商品销售 业务 26.04%、其他 18.11%
资产总计(亿元)	278.16	116.91	228.92	311.20
所有者权益合计(亿元)	155.15	71.92	79.74	150.53
总债务 (亿元)	88.81	42.09	125.26	135.90
总资本化比率 (%)	36.40	36.92	61.10	47.45
营业总收入 (亿元)	52.97	4.68	6.35	19.18
净利润 (亿元)	2.20	1.16	1.92	1.66
EBITDA (亿元)	7.17	2.19	2.36	3.49
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.44	1.02	0.42	0.55
经营活动产生的现金流量 净额 (亿元)	-14.62	12.25	-37.77	0.92
可用银行授信余额 (亿元)	7.21	0.02	35.78	25.12
债券融资余额 (亿元)	18.96	13.00	36.50	18.60

注：以上经济财政数据为 2022 年数据；财务数据为截至 2022 年末/2022 年数据；昌盛城投的可用银行授信余额为截至 2022 年末数据，玉山控股、资兴成诚的可用银行授信余额为截至 2021 年末数据，金东城建的可用银行授信余额为截至 2022 年 3 月末数据；债券余额为截至 2023 年 6 月 7 日 Choice 数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

## 偿债保障措施

本期债券采用土地使用权抵押的担保方式。公司及其子公司以其自有的土地使用权为本期债券设定了抵押担保，一旦公司出现偿债困难，可通过处置担保资产以清偿债务。

截至 2022 年末，公司及其子公司、萍乡市昌盛资产管理有限公司（以下简称“昌盛资产”）以其名下 26 宗、土地面积合计 429,897.90 平方米国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保。截至本报告出具日，公司暂未聘请资产评估机构对本期债券抵押土地使用权出具新的资产评估报告，根据抵押权人认可的具有相应土地评估资质的江西老楼房地产土地评估顾问有限公司于 2019 年 10 月 22 日出具的资产评估报告<sup>3</sup>，上述抵押土地评估价值为 154,582.55 万元，对应的账面价值为 148,860.65 万元，按评估价值计算得到的抵押综合比率为 2.51，符合本期债券抵押综合比率的相关约定要求。

表 16：截至 2022 年末本期债券抵押土地情况

序号	土地使用权人	国有土地使用证编号	用途	面积 (平方米)	评估价值 (万元)	账面价值 (万元)
1	江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	赣（2016）萍乡市不动产权第 0009160 号	商住用地	22,270.00	10,117.26	9,955.76
2	江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	赣（2018）湘东区不动产权第 0000146 号	商住用地	23,729.00	9,781.09	9,867.41
3	江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	赣（2018）湘东区不动产权第 0000141 号	商住用地	23,253.00	9,584.89	9,669.71
4	江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	赣（2018）湘东区不动产权第 0000143 号	商住用地	15,361.00	6,331.80	6,387.20
5	江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	赣（2018）湘东区不动产权第 0000144 号	商住用地	26,864.00	11,073.34	11,170.59
6	江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	赣（2018）湘东区不动产权第 0000145 号	商住用地	15,473.00	6,377.97	6,438.03
7	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100894 号	商住用地	6,667.00	1,600.08	1,467.11
8	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100896 号	商住用地	6,667.00	1,600.08	1,467.11
9	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100898 号	商住用地	6,667.00	1,600.08	1,467.11
10	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100900 号	商住用地	6,667.00	1,600.08	1,467.11
11	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100902 号	商住用地	11,245.00	2,698.80	2,347.37
12	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100904 号	商住用地	13,334.00	3,656.18	3,433.65
13	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100906 号	商住用地	13,334.00	3,656.18	3,433.65
14	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100908 号	商住用地	13,334.00	3,656.18	3,433.65
15	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100910 号	商住用地	20,000.00	5,484.00	5,150.48
16	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100912 号	商住用地	6,667.00	1,600.08	1,467.11
17	萍乡市湘旺投资有限公司	湘国用（2015）第 8100915 号	商住用地	13,334.00	3,656.18	3,433.65
18	萍乡市湘旺投资有限公司	赣（2016）萍乡市不动产权第 0009162 号	住宅用地	20,881.00	10,035.41	9,342.54
19	萍乡市湘旺投资有限公司	赣（2016）萍乡市不动产权第 0009163 号	住宅用地	29,816.00	14,329.57	13,345.29
20	萍乡市湘旺投资有限公司	赣（2016）萍乡市不动产权第 0009164 号	住宅用地	20,236.00	9,725.42	9,060.30
21	萍乡市湘旺投资有限公司	赣（2017）萍乡市不动产权第 0000821 号	商住用地	29,170.90	9,086.74	8,753.71
22	萍乡市湘旺投资有限公司	赣（2017）萍乡市不动产权第 0000824 号	商住用地	12,078.00	4,108.94	3,968.74
23	萍乡市湘旺投资有限公司	赣（2017）萍乡市不动产权第 0000825 号	商住用地	16,278.40	5,537.91	5,346.60
24	萍乡市昌盛资产管理有限公司	赣（2017）萍乡市不动产权第 0000826 号	商住用地	25,517.60	7,976.80	7,657.35
25	萍乡市昌盛资产管理有限	赣（2017）萍乡市不动产权第 0000827 号	商住用地	17,720.00	5,539.27	5,321.98

<sup>3</sup> 江西老楼房地产土地评估顾问有限公司于 2019 年 10 月 22 日对 37 宗土地出具资产评估报告，有效期为 1 年。

26	公司 萍乡市昌盛资产管理有限 公司	赣（2017）萍乡市不动产权第 0000832 号	商住用地	13,334.00	4,168.21	4,007.47
	<b>合计</b>	--	--	<b>429,897.90</b>	<b>154,582.55</b>	<b>148,860.65</b>

注：土地评估价值来源于江西老楼房地产土地评估顾问有限公司于 2019 年 10 月 22 日出具的资产评估报告，土地用途来源于昌盛城投和昌盛资产 2022 年审计报告；2020 年 4 月，公司原子公司萍乡市湘东区麻山生态新区开发建设投资有限公司（现已更名为“萍乡市昌盛资产管理有限公

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

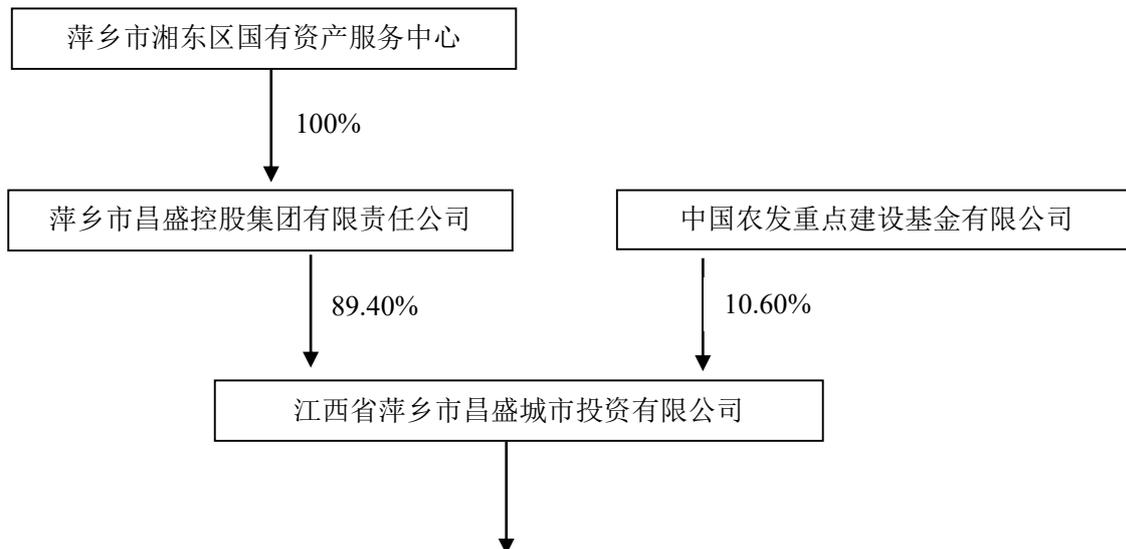
司”）无偿划出，受此影响，赣（2017）萍乡市不动产权第 0000826 号、赣（2017）萍乡市不动产权第 0000827 号、赣（2017）萍乡市不动产权第 0000832 号不再属于公司合并报表范围。

中诚信国际认为，公司以自身合法持有的 154,582.55 万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，对本期债券本息偿还有一定的保障作用。但由于公司暂未提供新的资产评估报告，本报告沿用江西老楼房地产土地评估顾问有限公司于 2019 年 10 月 22 日出具的资产评估报告中上述抵押土地的评估价值，需关注土地市场行情变动对抵押土地的资产价值及其对“19 萍昌盛债/G19 萍昌”增信作用产生的影响。

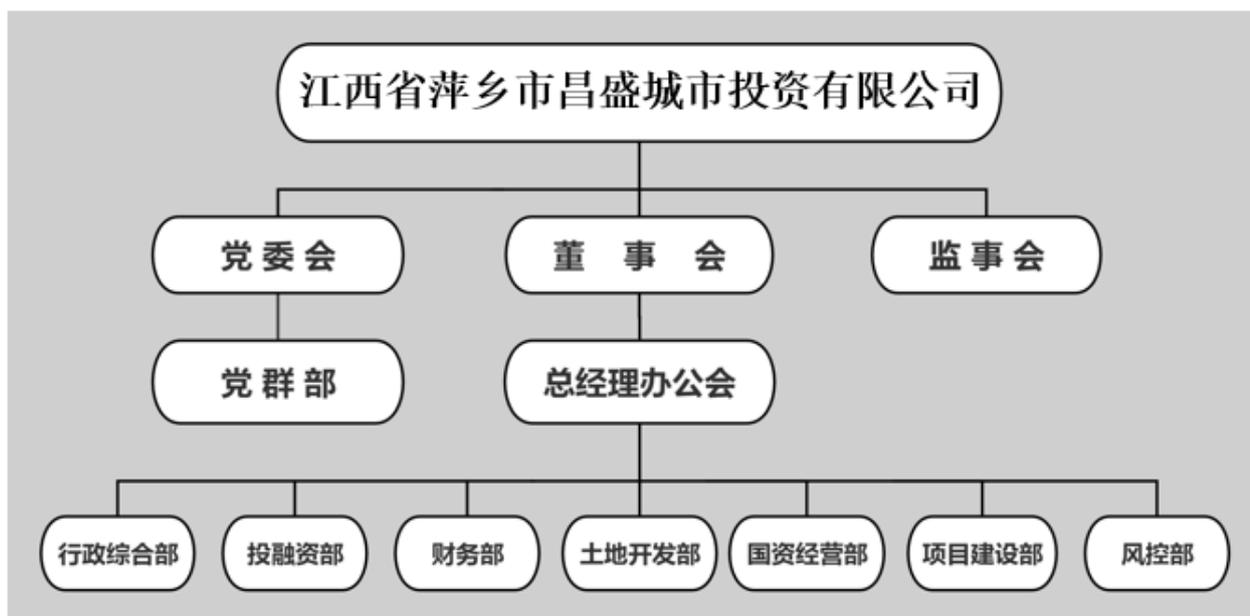
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“19 萍昌盛债/G19 萍昌”的债项信用等级为 **AA+**。

### 附一：江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	直接持股比例（%）
1	萍乡市湘旺投资有限公司	219,275.40	94.66
2	萍乡市昌盛贸易有限公司	15,000.00	100
3	萍乡市华韵房地产开发有限公司	5,000.00	100
4	江西萍实旅游发展有限公司	50,000.00	100
5	萍乡市五峰林业发展有限公司	20,000.00	44



注：昌盛城投、湘旺公司和萍乡市五丰经营林场对萍乡市五峰林业发展有限公司持股比例分别为 44%、51%和 5%。

资料来源：公司提供

## 附二：江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	83,886.16	102,380.19	65,332.53
非受限货币资金	83,886.16	102,379.05	45,332.53
应收账款	38,646.82	124,561.69	110,091.39
其他应收款	210,404.81	353,096.15	646,578.70
存货	1,400,246.06	1,396,009.52	1,349,076.43
长期投资	10,537.31	10,482.02	13,224.73
在建工程	271.35	413.95	2,171.93
无形资产	0.00	0.00	0.00
资产总计	2,390,286.06	2,599,069.44	2,781,610.05
其他应付款	149,706.16	107,550.62	119,506.13
短期债务	148,714.59	130,193.58	126,046.46
长期债务	828,752.36	772,899.23	762,039.61
总债务	977,466.96	903,092.82	888,086.07
负债合计	1,251,383.69	1,169,576.18	1,230,152.42
利息支出	46,352.69	51,860.18	49,850.17
经调整的所有者权益合计	1,138,902.37	1,429,493.25	1,551,457.62
营业总收入	347,438.88	393,679.83	529,690.09
经营性业务利润	16,595.43	19,654.18	40,031.49
其他收益	22,411.01	27,677.16	18,930.72
投资收益	-108.63	-11.40	-0.61
营业外收入	2.61	12.53	4.80
净利润	10,239.05	11,864.40	22,002.12
EBIT	54,039.85	55,151.68	70,322.67
EBITDA	55,078.81	56,434.95	71,653.60
销售商品、提供劳务收到的现金	334,052.83	307,290.23	554,867.63
收到其他与经营活动有关的现金	25,714.30	30,479.31	21,811.14
购买商品、接受劳务支付的现金	599,300.26	392,598.93	422,526.35
支付其他与经营活动有关的现金	96,729.90	43,153.26	298,193.75
吸收投资收到的现金	200,000.00	0.00	100,200.00
资本支出	15,223.37	2,454.29	3,233.75
经营活动产生的现金流量净额	-339,604.97	-101,695.78	-146,157.67
投资活动产生的现金流量净额	-55,423.93	-2,727.02	-6,436.80
筹资活动产生的现金流量净额	268,880.11	122,915.69	95,309.63
现金及现金等价物净增加额	-126,148.78	18,492.89	-57,284.84
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	10.60	9.24	12.38
期间费用率（%）	11.33	10.22	7.48
应收类款项占比（%）	34.81	39.30	44.67
收现比（X）	0.96	0.78	1.05
资产负债率（%）	52.35	45.00	44.22
总资本化比率（%）	46.19	38.72	36.40
短期债务/总债务（%）	15.21	14.42	14.19
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-7.33	-1.96	-2.93
总债务/EBITDA（X）	17.75	16.00	12.39
EBITDA/短期债务（X）	0.37	0.43	0.57
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.19	1.09	1.44

注：1、中诚信国际根据昌盛城投提供的 2020~2022 年度审计报告整理；2、长期应付款中的带息债务调入长期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
		应收类款项占比
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn