



2021年萍乡市昌兴投资有限公司公司债券 2023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。

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2023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

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：安源区地处萍乡市中心城区，交通物流便捷，产业结构持续优化，经济增速较快，萍乡市昌兴投资有限公司（以下简称“公司”）是安源区重要的基础设施建设主体，代建业务持续性较好，且获得当地政府较大力度的外部支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）为本期债券提供的保证担保有效提升了债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产以项目投入、土地资产和应收款项为主要构成，代建项目资金沉淀规模较大，资产流动性较弱，公司总债务规模大，偿债指标表现较弱，面临较大的偿债压力和资金支出压力，且存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司代建业务持续性较好，且有望持续获得外部支持。

评级日期

2023年6月26日

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@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	2022	2021	2020
总资产	350.06	322.98	274.22
所有者权益	163.86	151.29	132.50
总债务	150.48	156.68	129.93
资产负债率	53.19%	53.16%	51.68%
现金短期债务比	0.65	1.60	1.48
营业收入	28.04	21.82	16.34
其他收益	1.40	0.00	0.00
利润总额	4.67	6.52	4.30
销售毛利率	16.66%	32.67%	22.02%
EBITDA	5.64	7.63	5.23
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.87	0.77
经营活动现金流净额	0.85	-20.07	-46.41

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **安源区为江西省萍乡市主城区，产业结构持续优化，经济增速较快。**安源区地处萍乡市中心城区，交通物流便捷，经济总量列萍乡市第 1 位，安源区着力推进产业结构转型，压缩传统行业落后产能，并积极培育电子和新能源等战略新兴行业予以承接，近年安源区经济保持较快增长。
- **公司是安源区重要的基础设施建设主体，代建业务持续性较好。**公司是安源区重要的投融资主体，负责安源区内大部分的基础设施建设项目，近年代建工程项目收入增长且代建业务持续性较好，截至 2022 年末，公司主要在建项目累计投资规模较大，待项目逐步结算，公司代建业务收入有保障。
- **公司获得安源区政府大力支持。**公司作为萍乡市安源区重要的基础设施建设主体，持续获得安源区政府支持，2022 年安源区政府通过注入资金的方式增加公司实收资本 5.00 亿元和资本公积 10.70 亿元，增强公司资本实力；财政补贴方面，2022 年公司获得安源区政府财政补贴 1.40 亿元，提升了公司的利润水平。
- **第三方保证担保有效提升了本期债券的安全性。**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。经中证鹏元综合评定，三峡担保的主体信用等级为 AAA，保证担保的增信方式有效提升了本期债券的安全性。

关注

- **公司代建项目资金沉淀规模较大，资产流动性较弱。**公司资产以项目投入、土地资产和应收款项为主要构成，项目累计投入资金规模较大且回款易受政府资金安排影响，应收款项对公司营运资金形成较大占用，且与民营企业之间存在资金往来，土地受限比例高且即时变现能力弱，资产整体流动性较弱。
- **公司偿债压力较大，且在建项目尚需投入资金，面临较大资金压力。**公司总债务规模大，融资结构以银行借款和债券融资为主，融资成本相对较高，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，面临较大的债务压力；另外，公司在建项目尚需投入资金规模较大，面临较大的资金压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额为 43.01 亿元，占当年期末净资产的比重为 26.25%，担保对象均为萍乡市内的国有企业，区域集中度较高且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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a-
外部特殊支持					4

主体信用等级
AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是安源区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，安源区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与安源区人民政府的联系非常紧密以及对安源区人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为安源区人民政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/16 昌兴投资债；AAA/21 萍乡昌兴债	2022-6-27	宋晨阳、马琳丽、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/16 昌兴投资债	2015-12-4	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	2022/6/27	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（21萍乡昌兴债/21昌兴债），募集资金原计划用于安源青山物流中心建设项目。截至2023年3月21日，“21萍乡昌兴债/21昌兴债”募集资金专项账户余额为338,620.53元。

三、发行主体概况

2022年公司名称、控股股东和实际控制人均无变化，截至2022年末，公司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“安源区住建局”），持股比例为100%。2022年公司收到安源区住建局货币增资5.00亿元，实收资本由14.63亿元增加至19.63亿元，截至2022年末，公司注册资本为14.63亿元，实收资本为19.63亿元。

2023年2月，公司法定代表人由刘建祥变更为林磊秀，刘建祥仍担任公司董事长职位。根据公司2023年4月发布的《萍乡市昌兴投资有限公司关于总经理、监事会成员及财务负责人变更的公告》，公司根据工作需求，变更总经理、监事会成员和财务负责人，此次为正常人事变动，公司职能和业务范围均无变化，人员变动情况如下：

表1 人员变动情况

职位	变更前人员	变更后人员
总经理	刘建祥	林磊秀
董事会人员	周自明、罗丹奇、王十美	何希鹏、罗丹奇、彭昕
财务负责人	林磊秀	张弘

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

公司是萍乡市安源区重要的基础设施项目投资建设主体，主要负责萍乡市安源区基础设施建设任务。2022年公司新设2家子公司，无偿划转2家子公司，合并报表范围变化情况如下表。

表2 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、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
萍乡市安源区昌金建设有限公司	100.00%	0.50	公共设施管理业	新设
萍乡市安源区昌金项目投资有限公司	100.00%	0.50	商业服务业	新设

2、不再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	不再纳入的原因
-------	------	------	------	---------

萍乡市昌达投资集团有限公司	100.00%	7.00	建筑业	无偿划转
萍乡市源晟贸易有限公司	100.00%	1.00	批发业	无偿划转

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

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，但受制于生产开发空间与高耗能产业占比较大，萍乡市经济规模较小，近年来萍乡市积极推进资源枯竭型城市转型，但仍面临一定的经济与财政税收增长压力

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 2022 年末，常住人口 180.88 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，2022 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。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。但萍乡市经济总量在省内排名仍靠后，并且近年来萍乡市经济增速波动较大，2020 年与 2021 年 GDP 增速均高于全国平均水平，但低于江西省平均水平，受国家统计数据督查、数据核查等多重因素影响，2022 年 7 月开始，工业经济数据同比下滑幅度较大，由此拖累经济增速水平较低，2022 年萍乡市 GDP 增速在江西省也排名末位。产业结构方面，萍乡三次产业结构为“三二一”，二三产业占比较高，2021 年三次产业结构占比为 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，2021-2022 年地产销售端持续低迷。

表3 2022 年江西省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	7,203.50	4.1%	110,177	457.68	-

赣州市	4,523.63	5.2%	50,329	306.06	-
九江市	4,026.60	4.3%	88,347	303.40	154.20
宜春市	3,473.12	5.3%	69,886	277.48	208.14
上饶市	3,309.70	5.1%	51,430	250.86	-
吉安市	2,750.33	5.1%	62,188	190.87	99.12
抚州市	1,945.62	5.0%	54,362	136.42	170.75
新余市	1,252.15	4.8%	104,103	88.94	-
鹰潭市	1,237.55	4.9%	107,073	100.57	155.25
景德镇市	1,192.19	4.7%	73,510	94.00	222.87
萍乡市	1,160.33	2.0%	64,149	107.11	133.56

注：“-”数据未公告；人均GDP=2022年各地区生产总值/2022年末各地区常住人口。

资料来源：各市财政预算执行情况报告、江西省人民政府网站、江西省统计局，中证鹏元整理

表4 萍乡市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,160.33	2.0%	1,108.30	8.30%	963.6	3.60%
固定资产投资	-	7.8%	-	10.9%	-	8.0%
社会消费品零售总额	-	5.4%	389.78	17.3%	332.3	2.90%
进出口总额	-	-	184.80	28.0%	147.47	25.40%
人均GDP（元）	64,149		61,371		53,302	
人均GDP/全国人均GDP	74.85%		75.42%		74.21%	

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取；各年度人均GDP=各年度地区生产总值/各年末常住人口

资料来源：萍乡市2020年统计年鉴、萍乡市统计局、江西省人民政府、江西省统计局，中证鹏元整理

表5 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，近年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），培育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，2021年高耗能行业增加值占规模以上工业增加值的比重下降4.9个百分点至55.9%，仍占据主导地位，传统产业转型升级压力较大。与此同时，萍乡市确定了打造电子信息产业，重点提升节能环保、装备制造特色优势产业，积极发展新材料、食品医药、

海绵建材等产业的“1+2+N”主导产业发展方向，战略性新兴产业已成为萍乡市工业经济增长的重要引擎，2022年电子信息产业、锂电新能源产业工业营业收入分别同比增长19.25%、307%，战略性新兴产业营业收入占规上工业比重超过30%。工业产值方面，萍乡市特色优势产业电子信息产业工业产值同比增长24.7%，在规上工业中的比重提升到了12.2%，工业园区经济效益拉动作用较为明显，2021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85.83%和79.24%。

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，**债务率较高**。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，2022年受减税降费政策等因素影响，税收收入同比下降8.4%至64.5亿元，但非税收入有所上升，综合影响下，2022年一般公共预算收入同比略有下滑。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，并且财政自给率较低，财政平衡能力有待进一步提升。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%。近年来萍乡市地方政府债务率水平省内排名靠前，2022年地方政府债务余额达486.09亿元，并且萍乡市平台公司发债利差水平远高于全省平均水平。

表6 萍乡市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	107.11	108.63	106.11
税收收入占比	60.22%	64.85%	66.36%
财政自给率	34.91%	37.46%	37.72%
政府性基金收入	255.65	267.91	126.23
地方政府债务余额	486.09	366.63	270.63
地方政府债务率	-	503.06%	461.05

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；（2）地方政府债务率=（政府直接债务余额+平台债务余额）/（一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入）*100%；（3）2020年政府性基金收入为预算数

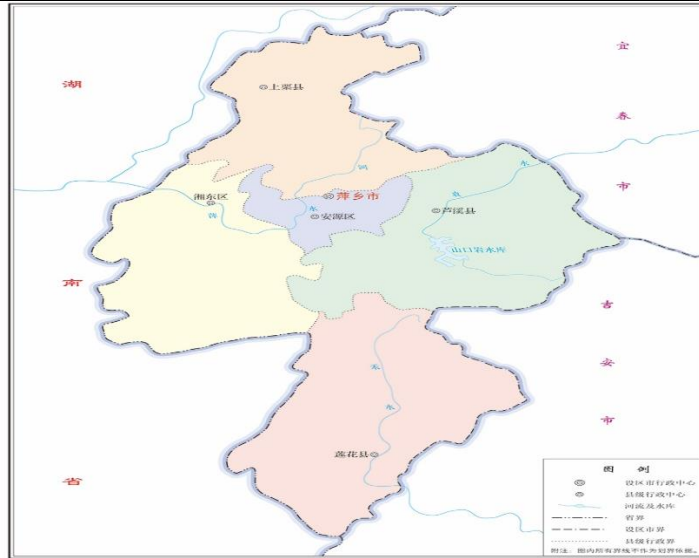
资料来源：江西省财政厅、萍乡市人民政府网站，中证鹏元整理

安源区为江西省萍乡市主城区，交通物流便捷，经济结构以第三产业为主，经济增速较快但经济发展水平偏弱；因煤矿资源枯竭，近年来安源区着力推动产业结构向电子信息产业方向转型，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。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，安源区常住人口 55.33 万人。

图 2 萍乡市安源区区位图



注：图中紫色区域为安源区。

资料来源：江西省自然资源厅官网

经济发展水平：安源区经济增速较快，但经济发展水平偏弱。2022 年安源区实现地区生产总值 279.06 亿元，经济总量列萍乡市第 1 位，经济增速为 4.9%，高于全国平均水平。近年安源区经济保持较快发展，固定资产投资平稳增长，2022 年安源区固定资产投资同比增长 10% 左右，其中工业投资同比增长 15% 左右。安源区经济结构以第三产业为主，2022 年三次产业结构为 2.0:29.1:68.9。近年来安源区人均 GDP 规模处于较低水平，2022 年人均 GDP/全国人均 GDP 为 58.85%，经济发展水平偏弱。

表 7 2022 年萍乡市下辖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（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
安源区	279.06	4.9%	50,435.57	27.69	15.24
上栗县	210.55	5.5%	44,797.87	16.68	18.08
湘东区	160.19	5.3%	52,624.84	13.37	34.83
芦溪县	142.00	5.3%	54,594.39	-	-
莲花县	-	5.6%	-	6.41	10.12

注：（1）人均 GDP=2022 年 GDP/七普常住人口（按行政区域划分）；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：各区县政府工作报告，中证鹏元整理

表 8 安源区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	279.06	4.9%	260.94	8.0%	228.35	3.4%
固定资产投资	-	10.0%	209.1	10.7%	188.96	8.0%
社会消费品零售总额	-	6.0%	199.1	16.8%	170.50	2.7%
人均 GDP（万元）		5.04		4.72		4.13

人均 GDP/全国人均 GDP	58.85%	58.24%	56.97%
-----------------	--------	--------	--------

注：“-”表示未获取相关数据，2020-2022 年人均 GDP=地区生产总值/七普常住人口（按行政区域划分）；

资料来源：江西省人民政府网站；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；2020-2021 年萍乡市统计年鉴、安源区人民政府官网，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，并积极培育电子和新能源等战略新兴行业予以承接，但工业基础仍较薄弱。煤炭、焊材、电瓷、机械等产业为安源区的传统产业，区域内具有煤矿资源且拥有一家上市公司“安源煤业（600397.SH）”，但随着煤矿资源枯竭、化解过剩产能以及产业转型，区域内仅保留两座煤矿用于供应周边居民生活用煤以及电厂发电。为了实现传统产业优化升级，近年来安源区主动关闭“五小”企业、淘汰落后产能，着力培育新能源产业和以人工智能制造为主的电子信息等战略性新兴产业。目前区域聚集了西人马、奕东电子、圆融光电、星源光电、安芯美科技、中雷科技等；引入巴特威、浩然科技、赢合科技、猛犸电动、德友科技等新能源企业。2022 年安源区第二产业完成 81.16 亿元，同比增长 6.8%。

发展规划：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。要着力推进电子信息、先进制造、海绵产业等战略性新兴产业的发展壮大，推进“电子信息+先进制造”建设，打造半导体等战略性新兴产业集聚区。

财政及债务水平：近年来安源区财政收入质量尚可，地方政府债务余额增速较快。近年安源区一般公共预算收入维持在一定水平，2022 年安源区实现一般公共预算收入 27.69 亿元，其中税收收入占比为 65.47%，财政收入质量尚可，但财政自给能力一般。政府性基金方面，2022 年安源区政府性基金收入为 15.24 亿元。区域债务方面，近年来安源区地方政府债务余额增长较快，面临的债务压力加大。

表9 安源区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	27.69	29.65	29.13
税收收入占比	65.47%	68.53%	70.12%
财政自给率	56.19%	59.65%	56.69%
政府性基金收入	15.24	15.44	2.45
地方政府债务余额	66.49	49.36	39.19

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2020年财政预决算报告、2020-2021年江西省统计年鉴、安源区人民政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：截至到 2022 年末，安源区主要投融资平台为公司，且为安源区内唯一发债平台，主要从事安源区内基础设施建设等业务。

五、经营与竞争

公司是安源区重要的基础设施建设主体，承担安源区内大部分基础设施建设项目，委托代建业务

持续性较好，但面临较大的资金压力；2022年公司未实现土地回收收入，土地回收受当地政府规划影响，土地收入存在不确定性

公司是安源区重要的基础设施建设投融资主体，仍主要从事安源区内基础设施工程项目建设业务。2022年公司营业收入增长，其中工程项目为主要收入来源，2022年盈利能力较强的土地回收业务未实现收入，使得公司销售毛利率水平明显下降。

表10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程项目	26.21	93.47%	14.78%	11.14	51.05%	15.30%
土地回收	-	-	-	8.61	39.44%	56.19%
销售建材	0.71	2.53%	-0.51%	0.53	2.42%	-3.52%
租赁收入	1.01	3.61%	74.56%	0.83	3.82%	69.81%
其他非流动资产转让	0.11	0.38%	35.15%	0.72	3.28%	3.65%
其他零星业务	0.00	0.00%	-75.98%	-	-	-
合计	28.04	100.00%	16.63%	21.82	100.00%	32.67%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程业务

公司工程项目结算规模较大，在建项目较多，收入来源较有保障，但在建项目资金缺口较大，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。公司本部和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¹（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，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。

2022年公司工程业务收入同比增长135.28%，收入主要来源于代建项目萍乡市安源区2018年棚户区改造项目（20.57亿元），其余主要为市场化项目收入，工程项目收入确认情况详见附录五；因项目结算的成本加成比例不同，公司工程业务毛利率存在波动。截至2022年末，公司主要在建项目规模较大，其中代建项目具备可持续性，自营项目主要通过租赁实现收益，自营项目投资规模大且项目盈利存在不

¹萍乡市安邦投资有限公司由萍乡市国有资本投资集团有限公司和中国农发重点建设基金有限公司分别持股 59.00%和 41.00%，实际控制人为萍乡市国有资产监督管理委员会。

确定性。公司主要在建项目尚需投入大规模资金，且近年经营活动现金流表现一般，公司面临较大的资金压力。

表11 截至 2022 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	尚需投资	业务模式
萍乡市安源区城区供水项目	21.50	10.63	10.87	代建
安源区 2019 年棚户区改造（一期）项目	18.13	10.45	7.68	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	4.18	代建
芯片科技产业园建设项目	10.01	5.50	4.51	代建
安源区流万（高专）旧城片区改造项目	7.70	6.54	1.16	代建
安源区教育基础设施建设项目	7.16	0.58	6.58	代建
安源生态新城地下综合管廊建设项目	7.03	2.70	4.33	代建
安源区城乡污水处理设施及管网建设项目	7.01	3.89	3.12	代建
安源区教育基础设施建设项目	5.60	4.06	1.54	代建
萍水河流域综合治理项目	5.01	5.21	-	代建
工业园标准厂房（丰园）建设项目	3.45	2.98	0.47	代建
中环路工程项目	3.22	0.14	3.08	代建
安源区工业园污水综合治理建设项目	3.20	1.48	1.72	代建
小计	116.12	67.08	49.04	-
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	27.51	-	自营
萍乡市安源区返乡创业平台（标准厂房）建设项目	14.50	12.05	2.45	自营
安源青山物流中心建设项目	9.31	8.40	0.91	自营
小计	50.81	47.96	2.85	-
合计	166.93	115.04	104.49	-

注：萍水河流域综合治理项目和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略超预计总投资主要系项目重新概算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地回收业务

2022年公司未实现土地回收收入，土地回收业务盈利能力强，业务受当地政府的土地规划，收入存在不确定性

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。2021年，安源区政府以土地评估溢价20%有偿收购公司四宗土地，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%，对公司整体收入和利润贡献较大；2022年，公司土地回收未实现收益。截至2022年末，公司存货中尚有土地资产约80.82亿元，可供出让土地规模较大，但该业务易受当地政府规划影响，业务持续性存在较大不确定性。

（三）建材销售及其他业务

公司建材销售、租赁等其他业务为公司收入形成补充

公司建材销售业务由2020年设立的子公司江西省建桥贸易有限公司负责，通过采购建材然后对外销售来实现收益，公司贸易业务目前处于起步阶段，收入规模较小且盈利能力较弱。公司租赁收入来源于标准厂房对外租赁，公司将江西安源经济转型产业基地标准化厂房租赁给江西萍乡安源工业园区管理委员，一般于当年年末签订下一年租赁合同，公司租赁业务毛利率较高。其他非流动资产转让收入系安源区政府城市规划调整需要，公司转让国有土地资产产生收入。

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，2022年安源区政府通过注入资金的方式增加公司实收资本5.00亿元和资本公积10.70亿元，增强公司资本实力。财政补贴方面，2022年公司获得安源区政府财政补贴1.40亿元，提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

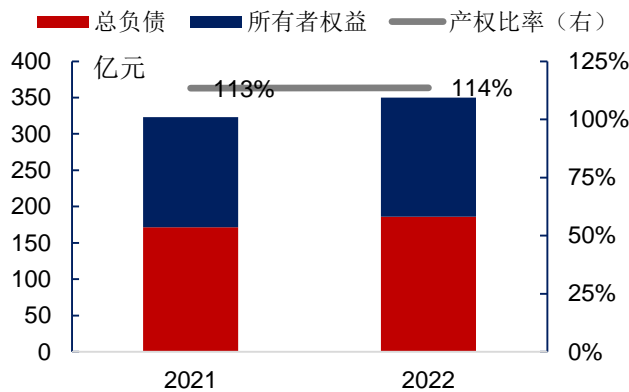
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）²审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资本实力与资产质量

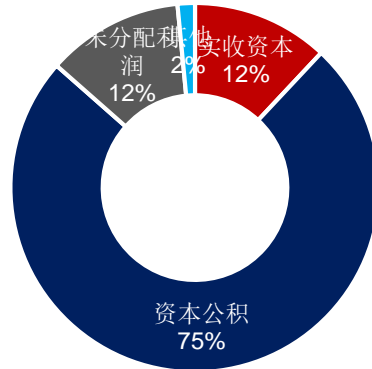
得益于安源区政府大力支持，公司资本实力增强；资产主要为项目投入、土地资产和应收当地国企的款项，其中项目投入资金沉淀规模较大，土地受限比例高，应收款项回收时间存在不确定性，资产整体流动性较弱

近年得益于安源区政府资金注入，公司所有者权益增加，资本实力增强，但所有者权益对负债的保障程度一般。

² 公司与原审计机构亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）合作到期，合同约定的审计事项已全部履行完毕。公司选聘中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)担任公司 2022 年度财务报表审计机构。此变更系公司正常业务开展和审计工作需要，此次变更自双方签订合同之日起生效，原审计机构同步停止履职。

图 3 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2022 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司主要承担安源区大部分的基础设施建设工作，是安源区重要的基础设施建设投融资主体。公司资产以项目投入、土地资产和应收当地国企的款项为主要构成。存货为公司主要资产，截至2022年末，存货为项目投入成本（107.99亿元）和拟开发土地（80.82亿元），其中项目投入成本规模大，资金沉淀时间较长，随着项目逐步结算对公司代建收入形成保障，但项目回款易受工程建设进度以及委托方资金安排情况等影响，即时变现能力较弱；拟开发土地均为出让用地，且已办理产权证，其中66.62亿元的土地资产已用于借款抵押，公司存货中的土地资产受限比例较高。

2022年末，公司应收账款主要为与委托方安邦投资的代建款项17.30亿元（占期末应收账款的比例为88.39%），较上年末增加12.57亿元，前五名应收账款对象均为国有企业，回收风险较小，但是回款时间存在不确定性；公司其他应收款主要为往来款，受拆借方借款及还款安排的影响，近年其他应收款有所增长，截至2022年末，前四大对象合计占比71.42%，均为当地的国有企业，资金回收有保障，但中证鹏元关注到，其他应收款第五大对象萍乡市集燊建设有限公司为民营企业，应收其工程款3.51亿元，资金规模较大，若欠款对象经营恶化或出现流动性危机，公司将面临较大的回收风险。整体来看，公司应收款项规模大，对公司资金存在较大占用，且与民营企业之间存在资金往来，未来需关注对民营企业应收款项回款情况。

公司在建工程为人工智能标准厂房建设项目、乡创业平台（标准厂房）建设项目、安源青山物流中心建设项目、商务会展中心建设项目等自营项目投入成本，建设完工后主要通过对外租赁来实现收益，近年随着自营项目持续投入，公司在建工程规模增加。公司货币资金规模较大，主要系公司扩大外部融资规模及收到股东注资等，货币资金主要为银行存款、保证金和定期存单。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	31.82	9.09%	40.87	12.66%

应收账款	19.58	5.59%	4.94	1.53%
其他应收款	49.69	14.19%	41.91	12.98%
存货	191.24	54.63%	171.20	53.01%
流动资产合计	292.62	83.59%	269.16	83.34%
在建工程	48.60	13.88%	45.23	14.00%
非流动资产合计	57.44	16.41%	53.82	16.66%
资产总计	350.06	100.00%	322.98	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入增长，其中工程项目业务持续性较好，政府补助对公司利润形成有益补充

近年，公司营业收入持续增长，收入主要来源于委托代建等工程项目，截至2022年末，存货中项目投入成本为107.99亿元，随着项目逐步结算对公司代建收入形成保障，代建业务持续性较好，但未来需关注项目建设进度以及项目回款情况。盈利能力方面，因2022年公司毛利率较高的土地回收业务未实现收益，公司销售毛利率大幅减少，政府补助对公司利润形成补充。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	28.04	21.82
营业利润	4.67	5.48
其他收益	1.40	0.00
营业外收入（政府补助）	0.00	1.05
利润总额	4.67	6.52
销售毛利率	16.66%	32.67%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模较大，融资成本较高，偿债指标表现较弱，面临较大的偿债压力

受代建项目持续投入且业务回款慢等因素影响，公司近年经营性现金流表现不佳，公司通过增加外部融资来平衡资金缺口，截至2022年末，公司债务规模为150.48亿元。从债务构成来看，截至2022年末，公司债务以银行借款和债券融资为主，其中银行借款大部分设有抵质押、担保等措施；公司存续的债券为两支企业债（16昌兴投资债、21萍乡昌兴债）和三支非公开发行公司债券（19昌兴01、20昌兴01、21昌兴02），借款成本为5.26%-7.60%；公司非标融资规模较小，但是融资利率高。公司以长期债务为主，但随着一年内到期的非流动负债增加，短期债务占比大幅提升，公司面临的短期偿债压力增加。

表14 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1 年以上
------	--------	------	-------	-------

银行借款	3.65%-8.20%	108.73	25.00	83.73
债券融资	5.26%-7.60%	30.07	6.11	23.96
非标融资及其他	7.96%-11.23%	7.27	0.42	6.85
合计	-	146.06	31.53	114.53

注 1: 上述融资余额不包含应付票据;

注 2: 其他为其他流动负债中的借款;

注 3: 截至 2023 年 6 月 11 日, 20 昌兴 01 未回售, 20 昌兴 01 到期日为 2025 年 5 月 21 日。

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

表15 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.51	4.57%	8.34	4.86%
其他应付款	21.84	11.73%	4.52	2.63%
一年内到期的非流动负债	35.60	19.12%	14.14	8.23%
流动负债合计	84.67	45.47%	40.67	23.69%
长期借款	87.37	46.92%	98.69	57.48%
应付债券	10.96	5.88%	30.01	17.48%
非流动负债合计	101.53	54.53%	131.03	76.31%
负债合计	186.21	100.00%	171.70	100.00%
总债务	150.48	80.82%	156.68	91.26%
其中: 短期债务	48.95	26.29%	25.66	14.94%
长期债务	101.53	54.53%	131.03	76.31%

资料来源: 公司 2021-2022 年审计报告, 中证鹏元整理

偿债能力方面, 近年公司财务杠杆水平稳定, 2022年末资产负债率为53.19%。公司盈利能力较弱, 2022年公司EBITDA规模有所下滑, EBITDA利息保障倍数下降, 对债务利息支出难以形成有效保障, 长期偿债能力较弱; 2022年公司现金短期债务比下降, 现金类资产尚不足以完全覆盖公司短期债务。同时, 由于公司在建项目尚需投入的资金规模较大, 公司仍面临较大的资金支出压力。考虑到公司是安源区重要的基础设施建设投融资主体, 当资金紧张时有望得到当地政府及当地金融机构一定支持, 截至2022年末, 公司未使用银行授信96.36亿元, 具备流动性储备, 但仍需关注城投企业相关政策及区域融资环境变化对公司再融资能力的影响。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	53.19%	53.16%
现金短期债务比	0.65	1.60
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.87

资料来源: 公司 2021-2022 年审计报告, 中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司 2023 年 6 月提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司 2023 年 6 月提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，根据公司章程，公司股东为安源区住建局，由其履行决定公司的经营方针、选举、更换董事、监事等股东职能。公司设董事会成员共 5 人，由股东指定产生；公司监事会共 3 人，并设监事长一人，监事及监事长由股东指定产生；公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘。内部管理方面，公司内设 5 个职能部门，负责组织管理和开展各项业务，公司组织结构图见附录三。近年公司董事、监事和高级管理人员不存在违法违规情况，公司未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府部门、区域内其他平台公司及民企之间的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待改善。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 17 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

截至 2022 年末，公司对外担保金额为 43.01 亿元，占当年期末净资产的比重为 26.25%，担保对象均为萍乡市内的国有企业，区域集中度较高且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 17 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
	2.50	2041/11/25	否
萍乡安源区安臈建设工程有限公司	1.00	2041/11/25	否
	1.00	2041/11/25	否
萍乡市安磊建设工程有限公司	0.60	2027/2/20	否
萍乡市安燊建设工程有限公司	0.55	2026/12/30	否
	0.25	2027/2/15	否
萍乡市安拓投资有限公司	1.00	2038/12/21	否
	2.88	2030/12/23	否
萍乡市安兴投资有限公司	0.48	2030/12/23	否
	0.48	2030/12/23	否
	0.48	2030/12/23	否

	0.24	2030/12/23	否
	1.00	2023/3/12	否
	0.50	2029/3/28	否
	0.80	2025/12/22	否
	1.09	2030/6/22	否
萍乡市安源区农业农村发展投资有限公司	0.10	2027/7/31	否
	4.05	2036/12/15	否
萍乡市国益建设工程有限公司	1.00	2036/12/15	否
	1.20	2036/12/15	否
萍乡市兴域工程管理服务有限公司	1.00	2037/12/7	否
	5.99	2025/1/20	否
	3.99	2038/4/17	否
	1.42	2029/7/21	否
	1.93	2040/12/15	否
	0.72	2024/11/27	否
萍乡市安源投资有限公司	1.81	2032/12/30	否
	2.50	2032/12/12	否
	0.89	2027/9/30	否
	1.30	2027/4/21	否
	0.26	2032/8/12	否
合计	43.01	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是安源区人民政府下属重要企业，安源区住建局直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，安源区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与安源区人民政府的联系非常紧密。安源区政府直接持有公司100%股权，在公司人事任免、重大投融资决策、业务运营等方面有绝对控制权，并且公司与政府的关系比较稳定。公司是萍乡市安源区重要的基础设施项目投资建设主体，收入基本来源于受安源区人民政府及相关国有企业委托的代建业务，近年获得安源区政府较大力度的支持。

(2) 公司对安源区人民政府非常重要。公司承担安源区内大部分基础设施建设项目，委托代建业务持续性较好，对安源区内的基础设施建设贡献很大；公司为发债平台，一旦违约会对区域金融环境和融资成本产生实质性影响，考虑到公司的重要性，当出现流动性危机时，有望获得政府在资金或政策方面的支持。

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。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产管理集团有限公司（原重庆渝富资产管理集团有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2022年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务板块主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。虽然2021年债券类担保和借款类担保规模大幅增长，但同期解除担保规模较大，三峡担保的期末担保余额增幅不大。2022年三峡担保进行了业务调整，借款类融资担保发生额大幅下降，非融资担保业务发生额大幅增长。截至2022年末，三峡担保的担保余额为952.79亿元，其中债券类担保余额占比为71.89%。

表18 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	584.35	658.33	284.35
其中：债券类担保	178.90	192.48	44.27
借款类担保	153.61	315.59	104.44
其他融资担保	4.50	0.00	0.00
非融资担保	247.34	150.26	135.64
当期解除担保额	532.67	605.66	276.97
期末担保余额	952.79	901.12	848.44
其中：债券类担保余额	684.96	651.32	619.81
借款类担保余额	161.04	165.98	135.27
其他融资担保	4.17	1.25	2.41
非融资担保余额	102.63	82.57	90.96
融资担保责任余额	494.87	480.20	356.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.19	8.49	6.33

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以AA为主，客户主要分布在重庆、湖北、四川、江西、山东和湖南等地，担保的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，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市，相关业务余额基本保持稳定。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2022 年末，三峡担保的借款类担保余额为 161.04 亿元。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。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，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模快速增长，2022 年非融资担保发生额为 247.34 亿元，期末余额为 102.63 亿元。

截至 2022 年末三峡担保的资产总额为 119.83 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金、和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 18.20 亿元、38.22 亿元、31.51 亿元和 10.56 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信，截至 2022 年末委托贷款和债券投资的账面价值分别为 8.29 亿元和 27.89 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.21 亿元和 0.03 亿元，考虑到逾期委托贷款比例较高，需关注委托贷款的信用风险。

截至 2022 年末三峡担保的负债总额为 41.21 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 17.94 亿元、11.10 亿元、3.40 亿元和 2.38 亿元，其中其他应付款主要包括应付债权受让款 1.71 亿元和应付借款 1.09 亿元。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022 年三峡担保实现营业收入 11.34 亿元，其中已赚担保费收入占比为 74.95%，当期实现净利润 4.49 亿元，净资产收益率为 6.17%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，近年来三峡担保的当期代偿额持续增长，2022 年发生代偿 6.70 亿元，当期回收 2.20 亿元。截至 2022 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.34% 和 40.19%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。

表19 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	119.83	110.25	108.61
其中：货币资金	18.20	18.09	17.82
应收代偿款净额	10.56	9.28	7.29
所有者权益合计	78.63	66.85	67.90
营业收入	15.13	12.95	10.74
其中：已赚担保费	11.34	9.04	6.92
利息收入	3.32	3.31	2.18
净利润	4.49	3.76	2.95
净资产收益率	6.17%	5.57%	4.30%

累计担保代偿率	1.34%	1.35%	1.44%
累计代偿回收率	40.19%	40.87%	34.81%
拨备覆盖率	329.56%	350.74%	379.05%

资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；受益于担保业务规模的较快增长，近年来三峡担保已赚担保费持续攀升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供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。

十、结论

安源区是萍乡市主城区，交通物流便捷，区域经济增速较快，近年来安源区着力推动产业结构向电子信息产业方向转型，目前工业基础仍较薄弱。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。公司主要在建项目与代建项目面临较大资金压力，总债务规模较大，存在较大的债务压力，但公司代建项目已投入规模较大，待项目逐步结算，公司代建收入有保障，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政府较大力度支持，具有良好的抗风险能力。

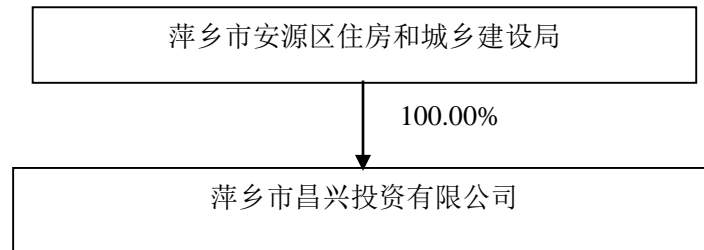
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21萍乡昌兴债/21昌兴债”的信用等级为AAA。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	31.82	40.87	37.15
其他应收款	49.69	41.91	21.68
存货	191.24	171.20	155.26
流动资产合计	292.62	269.16	224.01
在建工程	48.60	45.23	41.11
非流动资产合计	57.44	53.82	50.21
资产总计	350.06	322.98	274.22
短期借款	8.51	8.34	8.69
其他应付款	21.84	4.52	4.76
一年内到期的非流动负债	35.60	14.14	10.65
流动负债合计	84.67	40.67	31.81
长期借款	87.37	98.69	83.81
应付债券	10.96	30.01	22.19
长期应付款	3.21	2.32	3.91
非流动负债合计	101.53	131.03	109.91
负债合计	186.21	171.70	141.72
其中：短期债务	48.95	25.66	20.02
总债务	150.48	156.68	129.93
所有者权益	163.86	151.29	132.50
营业收入	28.04	21.82	16.34
营业利润	4.67	5.48	2.40
其他收益	1.40	0.00	0.00
利润总额	4.67	6.52	4.30
经营活动产生的现金流量净额	0.85	-20.07	-46.41
投资活动产生的现金流量净额	-13.51	-3.88	-5.03
筹资活动产生的现金流量净额	2.23	22.78	51.02
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	16.66%	32.67%	22.02%
资产负债率	53.19%	53.16%	51.68%
短期债务/总债务	32.53%	16.38%	15.41%
现金短期债务比	0.65	1.60	1.48
EBITDA（亿元）	5.64	7.63	5.23
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.87	0.77

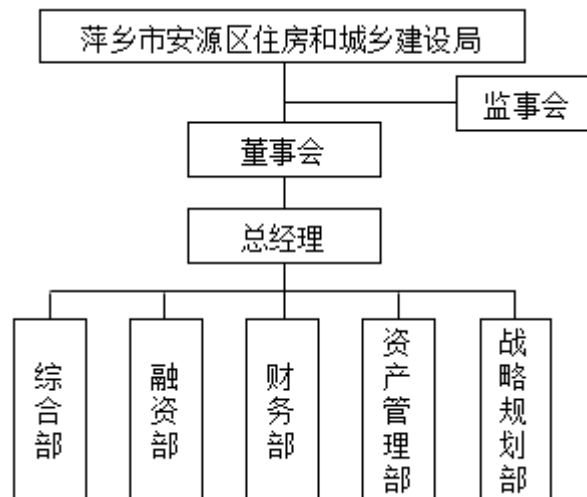
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

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	1.00	100.00%	租赁和商务服务业
萍乡市建信贸易有限公司	1.00	100.00%	批发和零售业
萍乡市安源区旅游投资发展有限公司	0.50	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	1.00	100.00%	房地产业
萍乡市安瑞建设有限公司	1.00	100.00%	建筑业
萍乡市卫健中医药科技发展有限公司	2.00	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	1.00	100.00%	房屋建筑业
萍乡市昌隼建设工程有限公司	0.50	100.00%	房屋建筑业
萍乡福泽人文纪念公园有限公司	0.50	100.00%	居民服务业
萍乡市安华小额贷款有限公司	1.50	80.00%	其他金融业
江西省建桥贸易有限公司	0.10	51.00%	批发业
萍乡安源区昌荣教育投资有限公司	0.50	100.00%	商务服务业
萍乡安特人力资源有限公司	0.01	100.00%	商务服务业
萍乡市安东工程管理咨询有限公司	0.01	100.00%	专业技术服务业
萍乡市安源区昌金建设有限公司	0.50	100.00%	公共设施管理业
萍乡市安源区昌金项目投资有限公司	0.50	100.00%	商务服务业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 2021-2022 年公司工程项目业务收入确认情况（单位：万元）

时间	项目名称	收入
2022 年	萍乡市安源区 2018 年棚户区改造项目	205,736.89
	江西省萍乡市安源区芒旧小区改造项目（一期）PPP 项目	18,365.65
	萍乡市安源区城镇污水外理设施及管网建设项目	10,108.41
	萍乡市安源区工业污水处理厂及配套管网工程建设项目（二标段）	9,542.34
	萍乡市安源区地下管廊建设项昌	9,223.30
	因家资源枯竭型城市萍乡安源（新材料产业园）标准化厂房建设项目	4,336.61
	安源工业园青山片区（智能制造）标准厂房建设项目	3,487.81
	萍乡市安源工业园青山片区（智能制造）标准厂房建设项目	458.72
	安源工业园综合服务配套建设项目一期	165.14
	安源区 2012 年度矿山环境治理项昌四标段	97.09
	白源街沿线提升改造项目	91.74
	安源工业园鸭塘冲 B-2 地块排水管道工程	91.74
	兄区成都东路新建工程	82.57
	萍乡安福路、源宁路建设项目	77.06
	泰安学苑小区工程款	73.39
	安源新区排水管风改造工程	45.87
	安源区 319 国道绿道建设项昌工程	32.41
	白源街兴南路绿道建设项昌	27.52
	萍安中大道绿道建设项目工程	27.23
	安源科创城入区双创整治工程	22.94
新区二湾路都市国际人行道工程	18.35	
	合计	262,112.78
2021 年	安源区 2019 年棚户区改造（一期）项目	111,408.86
	合计	111,408.86

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 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	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 长期债务

附录七 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。