



2018年第一期上栗县投资公司企业债券、 2019年第一期上栗县投资公司企业债券 2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2018年第一期上栗县投资公司¹企业债券、2019年第一期上栗县投资公司企业债券2024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
18 上栗债 01	AA	AA
19 上栗债 01/PR 上栗 01	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：上栗县有一定的产业基础，近年持续转型升级拓宽产业空间，上栗县赣湘城市投资有限公司（以下简称“上栗投资”或“公司”）作为上栗县重要的基础设施建设主体之一，业务竞争力较强且持续性较好，公司持续获得较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产在项目成本和往来款中沉淀较重，流动性较弱，公司债务规模较大，面临较大的投融资及偿债压力，同时面临一定或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为在未来一段时期内，公司作为上栗县重要基础设施建设主体的职能定位较为明确，业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 19 日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	306.28	273.00	240.25
所有者权益	148.70	143.69	135.69
总债务	87.99	87.01	86.43
资产负债率	51.45%	47.37%	43.52%
现金短期债务比	0.17	0.36	0.40
营业收入	12.37	6.86	5.90
其他收益	1.59	1.67	1.65
利润总额	2.80	2.40	2.50
销售毛利率	11.48%	12.73%	15.76%
EBITDA	2.96	2.53	2.50
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.59	0.59
经营活动现金流净额	-1.18	-6.94	-20.59

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2022 年 3 月，公司名称由“上栗县投资公司”变更为“上栗县赣湘城市投资有限公司”。

优势

- **上栗县有一定的产业基础，转型升级拓宽产业空间。**上栗县隶属萍乡市，地处赣湘边境，位于长株潭国家级都市圈的辐射核心区域，且聚焦电子信息、装备制造双首位产业、烟花爆竹和建材两大传统产业，推动区域经济发展。
- **公司作为上栗县重要的基础设施建设主体之一，业务竞争力较强且持续性仍较好。**公司作为上栗县重要的基础设施建设主体之一，负责上栗县土地一级开发与基础设施建设业务，职能定位明确，在区域内重要性较高，在建项目投入规模较大，业务持续性较好。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**公司承担了上栗县区域内基础设施建设和土地整理任务，2023 年收到上栗县人民政府划拨共计 2.91 亿元资金用于充实公司国有资本金（资本公积），资本实力有所增强。财政补贴方面，同期公司收到政府补贴 1.59 亿元，对利润水平形成较好补充。

关注

- **公司资产在项目投入成本与往来款中沉淀较重，资产流动性较弱。**公司资产主要系拟开发土地和代建施工成本及应收当地国有企业及政府部门的款项，以上资产占公司总资产 90%以上，该部分资产的流动性受到当地国有企业及政府部门回款安排的制约较大，资金回笼时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用。此外，公司部分资产受限，资产流动性较弱。
- **公司面临较大的投融资及偿债压力。**截至 2023 年末，公司主要在建项目待投入的资金规模仍较大，且近年公司经营性现金流持续净流出，项目建设资金主要依赖于外部融资，预计仍存在长期的资金需求。此外，截至 2023 年末公司总债务规模仍较大，新增非标债务融资成本较高，期末公司现金短期债务比降至 0.17，现金类资产对短期有息债务的保障程度明显弱化，EBITDA 对利息亦难以形成有效覆盖，公司仍存在较大的短期偿债压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保金额为 17.93 亿元，规模较大，占同期末净资产比重为 12.06%。被担保企业主要为区域内国有企业，但均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
赣湘发展	为上栗县最核心的平台，主要业务为国有资产投资管理；收购、管理、处置、经营国有经营性资产；产业化项目、基础设施建设及市政公用项目的投资	397.38	180.30	15.12
上栗投资	上栗县重要的城市资源开发和运营的投融资和建设主体之一，主要从事土地一级开发、城市基础设施建设和保障房建设等业务	306.28	148.70	12.37

注：（1）赣湘发展为江西省赣湘发展投资集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年（末）数据。
 资料来源：Wind，公司提供，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	4/7
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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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

- 公司是上栗县重要的基础设施建设平台之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，上栗县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与上栗县人民政府非常紧密的联系，主要体现在公司实际控制人为上栗县财政局，并间接持有公司全部股权，上栗县人民政府对公司经营战略及业务运营拥有绝对控制权，公司业务基本来源于上栗县人民政府，同时公司近年获得的政府支持次数多且力度较大，预计未来公司与政府的联系将比较稳定。另一方面，公司承担了上栗县区域内较多的基础设施代建任务，在基础设施领域对上栗县人民政府具有很大贡献，公司最主要目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，一旦违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生较大影响，公司对上栗县人民政府非常重要。同时，上栗县有一定的产业基础，转型升级拓宽产业空间，中证鹏元认为上栗县人民政府提供支持的能力较强。

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
18 上栗债 01	12.00	2.40	2023-5-22	2025-06-01
19 上栗债 01/PR 上栗 01	3.00	1.20	2023-5-22	2026-01-22

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2018年6月发行7年期12.00亿元的企业债券（18上栗债01），募集资金原计划9.00亿元用于上栗县保障性安居工程项目，3.00亿元用于补充营运资金。2022年9月，公司根据资金安排和募投项目进展情况，并经债券持有人会议审议表决通过，将投入上栗县保障性安居工程项目以及补流资金中的约4.20亿元，变更用于南北街片区棚改项目、双溪桥片区棚改项目、王家岭片区、白鹤黎塘片区棚改项目和松山下片区棚改项目。

公司于2019年1月发行7年期3.00亿元的企业债券（19上栗债01/ PR上栗01），募集资金原计划2.50亿元用于上栗县保障性安居工程项目，0.50亿元用于补充营运资金。2022年8月，公司根据资金安排和募投项目进展情况，并经债券持有人会议审议表决通过，将投入上栗县保障性安居工程项目中的约1.9亿元，变更用于南北街片区棚改项目、双溪桥片区棚改项目、王家岭片区、白鹤黎塘片区棚改项目和松山下片区棚改项目。

截至2024年3月31日，债券募集资金专项账户余额为2.48万元；两个上栗县投资公司保障性安居工程项目指挥部账户²余额分别为9.14万元和207.84万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司股权未发生变化。截至2023年末，公司股东仍为江西省赣湘发展投资集团有限公司（以下简称“赣湘发展”），持股比例100%，实际控制人仍为上栗县财政局，股权结构详见附录二。2024年1月，公司注册资本由12.00亿元增至14.40亿元，增资部分尚未到位，截至目前公司实收资本仍为12.00亿元。

公司作为上栗县重要的基础设施投资主体之一，跟踪期内仍主要负责上栗县土地整理和基础设施建设任务。跟踪期内公司合并范围未发生变化，截至2023年末公司合并范围内子公司仍为3家，具体情况见附录四。

四、运营环境

² 公司为优化资金管理，将专户资金转至指挥部账户统一管理。

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024 年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023 年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023 年 7 月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。

本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

上栗县为我国四大花炮主产区之一，由地处赣湘边界等因素，经济发展整体水平偏弱；工业聚焦电子信息及装备制造两大首位产业、烟花爆竹和建材两大传统产业

区位特征：上栗县地处湘赣边际，人口密度较高，城镇化率偏低。上栗县为江西省萍乡市下辖5个行政区县之一，地处赣湘边界，位于长株潭国家级都市圈的辐射核心区域。上栗县拥有1个省级工业园上栗工业园（规划面积18.88平方公里）。上栗县全区总面积702平方千米，根据萍乡市统计局数据，截至2023年末上栗县常住人口为43.26万人，人口密度较高。上栗县交通较为便利，高铁站萍乡北站坐落于上栗县，距南昌230公里，距长沙99公里，319国道、沪昆铁路、长南杭高铁均过境而过，萍洪高速、昌栗高速已顺利通车，十四五期间，将做好上栗通用机场前期工作，重点建设上栗高铁站汽车站。

经济发展水平：上栗县经济总量不高，人均GDP较低，2023年经济增速放缓主要受固定资产投资下降影响。上栗县近年来经济总量规模不高，在萍乡市下属区县中排名第二。上栗县近年经济发展较快，

2021-2022年GDP增速均高于全国平均水平，主要由固定资产投资拉动；2023年受固定资产投资规模下降，区域GDP增长有所放缓。目前上栗县已形成了“二三一”的产业结构，2022年上栗县三次产业结构为9.5:51.7:38.9。上栗县整体经济发展水平较弱，人均GDP大幅低于全国平均水平。同时，上栗县消费较为疲软，“虹吸效应”负面影响较大，出现“南边走萍乡、北边跑长沙”的消费局面。

表1 2023年萍乡市下辖主要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
安源区	285.2	3.4%	7.12	29.01	16.20
上栗县	207.5	3.8%	4.80	17.62	19.74
湘东区	164.0	4.5%	5.38	14.24	39.58
芦溪县	142.1	2.5%	5.46	13.01	18.84
莲花县	-	3.5%	-	6.73	10.72

注：（1）安源区、上栗县人均GDP数据系当年区域GDP/2023年末常住人口数据；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：各区县2023年国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告等，中证鹏元整理

表2 上栗县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	207.53	3.8%	210.55	5.5%	195.03	8.80%
固定资产投资	-	-5.8%	72.86	7.8%	141.94	11.2%
社会消费品零售总额	-	6.1%	-	5.3%	45.51	20.8%
进出口总额（亿美元）	-	-	-	-	-	-
人均 GDP（万元）		4.80		4.85		4.50
人均 GDP/全国人均 GDP		53.68%		56.58%		55.52%

注：（1）2023年人均GDP=当年GDP/2023年末上栗县常住人口；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：上栗县2023年国民经济和社会发展计划执行情况、上栗县2021-2022年国民经济和社会发展统计公报、上栗县人民政府，中证鹏元整理

产业情况：鞭炮烟花、建材、机械、电子四大支柱产业推动上栗经济发展。上栗县基本形成“2+2+N”的现代工业产业体系，聚焦电子信息及装备制造两大首位产业、烟花爆竹和建材两大传统产业，从而推动当地经济发展。上栗县是中国烟花爆竹之乡，为我国四大花炮主产区之一，但近年来上栗县在推进烟花爆竹转型升级集中区建设过程中累计淘汰300余家落后花炮企业，并出台“上栗花炮十条”奖补政策，成功培育10家“四有一大”花炮龙头企业。面对“小散弱”花炮企业淘汰退出所带来的巨大经济下行压力，上栗县积极推动产业转型，大力培育电子信息和智能装备制造等新兴产业并出台产业招商政策。电子信息产业方面，近年上栗县引入东讯精密、雅信达、丰达兴等优质电子电路企业投产入规，促进了区域内赣湘合作产业园的产值和税收，2023年电子信息主导产业规上产值完成39.4亿元，同比增长34.3%，园区累计投产电子信息企业达到45家；智能装备制造产业方面，上栗县已初步形成了以鑫通机械、浙商中拓等企业为龙头智能装备制造产业，鑫通机械于2021年成功创评国家级专精特新“小巨人”企业。同时，上栗县设立总规模达10亿元的新兴产业发展基金，2020年以来先后引进电子电路产业项目

20个，其中“5020”项目12个。2023年以来，上栗县新增省级创新型中小企业40家、入库省级专精特新企业35家、省级技术中心2家、入库国家科技型中小企业77家，有效期内国家高新技术企业达到35家。此外，根据《上栗县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》，上栗县力争2025年产业电子信息（电子电路）和装备制造产业规模均达到100亿元、烟花爆竹产业规模达150亿元、建材产业规模达100亿元。

财政及债务水平：近年来上栗县地方财政收入持续增长，财政收入质量尚可，但偿债压力加大。上栗县经历十三五期间传统烟花爆竹产业转型阵痛期，产值税收大幅减少，2020年以来财税收入开始回升，2022年。近年来，上栗县一般公共预算收入和政府性基金收入持续增长，2023年区域一般公共预算收入达到17.62亿元，政府性基金收入达到19.74亿元，均为历年最高。此外，近年来上栗县财政自给率波动增长，但仍处于较低水平。区域债务方面，近年来地方政府债务规模快速增长，2023年末地方政府债务余额达到76.16亿元，较2021年末增长72.66%，偿债压力明显加大。

表3 上栗县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	17.62	16.68	16.32
税收收入占比	-	64.39%	65.67%
财政自给率	38.57%	35.57%	35.73%
政府性基金收入	19.74	18.08	18.32
地方政府债务余额	76.16	62.73	44.11

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：上栗县财政局、上栗县人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：上栗县融资平台为“1+N”模式，其中赣湘发展为上栗县核心的平台公司，但暂未发债，其全资拥有一家发债子公司上栗投资。

五、经营与竞争

公司系上栗县重要的基础设施投资建设主体之一，业务在区域内具有一定的专营性；跟踪期内，公司营业收入同比大幅增长，代建施工业务仍为公司主要收入来源且持续性仍较好

公司作为上栗县重要的基础设施投资建设主体之一，业务在区域内具有一定的专营性，且业务规模在区域平台公司排名仍较前，跟踪期内仍主要从事代建施工及土地整理开发等相关业务，代建施工业务仍为公司主要收入来源，近年占总收入比重均超过97%。2023年，公司代建施工业务收入规模同比大幅增长80.30%至12.05亿元，带动公司营业收入增长至12.37亿元。受到公司营业收入结构变化影响，2023年公司毛利率小幅下降至11.48%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建施工	120,504.95	97.43%	10.62%	66,834.59	97.37%	10.71%
土地一级开发	1,649.51	1.33%	88.06%	1,712.62	2.50%	86.92%
土地出让收入	1,525.00	1.23%	-3.39%	--	--	--
租金	--	--	--	91.37	0.13%	100.00%
合计	123,679.46	100.00%	11.48%	68,638.58	100.00%	12.73%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）代建施工业务

跟踪期内，公司代建业务收入规模大幅增长，业务在上栗县区域内有较强竞争力，同时在建项目待投入金额较大，持续性较好；公司自营项目尚处于建设阶段、未产生收入，公司主要在建项目仍存在较大的投融资压力

根据上栗县人民政府与公司签订《委托代建协议书》，其委托公司本部及子公司上栗县城市建设投资有限公司（以下简称“上栗城建”）投资建设上栗县范围内基础设施建设项目，具体委托代建项目由上栗县人民政府以抄告单形式通知公司，该业务在上栗县区域内有较强的专营性及竞争力。建设项目所需资金由公司自筹，公司按批准的建设规模、建设内容和建设标准实施管理，待建设项目竣工后，上栗县人民政府或其指定的第三方对项目结算进行审核，项目代建款由上栗县财政局安排支付，结算周期相对较长。实际操作中，公司每年根据完工进度确认代建施工业务收入。受益于代建施工项目结算加快，2023年主要结算了上栗县5G产业园基础设施（一期）、2017年棚改区改造及上栗县县北片区停车场及基础设施等多个项目，当期代建施工业务收入规模同比大幅增长80.30%至12.05亿元；毛利率方面，因相关项目加成比例仍为15.00%或15.36%，该业务盈利情况稳定。

表5 2023 年公司代建施工业务含税收入及成本明细（单位：万元）

项目名称	建设主体	确认含税收入	加成比例	对应成本
上栗县 5G 产业园基础设施（一期）建设项目	上栗城建	33,421.41	15.00%	29,062.10
上栗县生态公墓建设项目	上栗城建	10,502.67	15.00%	9,132.75
2017 年棚改区改造项目	公司本部	27,342.68	15.36%	23,702.05
应急设施设备项目	公司本部	13,588.42	15.36%	11,779.14
上栗县县北片区停车场及基础设施（二期）建设项目	公司本部	5,321.14	15.36%	4,612.64
杨宣公路建设项目二期	公司本部	3,422.39	15.36%	2,966.70
上栗县县北片区停车场及基础设施（一期）建设项目	公司本部	2,543.39	15.36%	2,206.48
零星工程	公司本部	27,976.00	15.36%	24,251.04
合计	—	124,118.10	--	107,712.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着上栗县基础设施开发建设进度的推进，公司在基础设施建设方面的业务量较充足。截至2023年

末，公司主要的在建项目总投资合计为71.08亿元，已累计投资52.18亿元，投入资金来源主要为公司自筹和政府专项债资金等。此外，截至2023年末公司存货中开发成本已达到109.99亿元，未来随着相关工程项目的逐步结算，能够为公司收入提供较好保障，业务持续性较好。但考虑到公司主要建设项目尚需投入较大金额，经营性现金流预计仍将持续流出，公司面临的投融资压力较大。此外，公司主要自营项目为募投项目上栗县保障性安居工程项目以及上栗县产业园标准厂房项目，未来主要收益实现方式分别为安置房销售收入以及租赁收入，但相关收益的实现易受较多因素影响而存在一定不确定性。

表6 截至2023年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	累计总投资	项目性质
产业基地建设项目	14.35	12.89	代建
2017年棚户区改造项目	8.90	6.77	代建
上栗县2019年棚户区改造项目（一、二期）	4.15	3.87	代建
赣湘合作示范区建设项目	2.00	2.29	代建
上栗县农村生活污水处理项目	2.50	1.14	代建
上栗县医疗卫生提升项目	2.68	0.80	代建
杨宣公路建设项目二期	3.50	0.30	代建
上栗县栗水河生态防洪工程	0.95	0.14	代建
上栗县保障性安居工程项目*	17.05	14.32	自营
上栗县产业园标准厂房项目	15.01	9.66	自营
合计	71.08	52.18	—

注：上栗县保障性安居工程项目为“18上栗债01”和“19上栗债01/PR上栗01”募投项目；该项目包括了南北街片区棚改项目、双溪桥片区棚改项目、王家岭片区、白鹤黎塘片区棚改项目和松山下片区棚改项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地相关业务

公司土地一级开发业务持续性较好且盈利能力较强，但土地一级开发易受土地整理进度以及政府出让计划等因素影响，缺乏稳定性

公司作为上栗县主要的土地开发单位，承担着上栗县内土地一级开发的职能。公司与上栗县土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）及上栗县财政局签订《土地一级开发合作合同》，公司自筹资金进行征地拆迁、土地平整、修建道路、建设路网、排水系统、公共绿化、水、电、通信的管沟等土建工程，工程完工后由土储中心安排验收工作，验收合格后再交由上栗县自然资源局依法组织招标、挂牌、拍卖、出让。公司进行土地开发的收益按照土储中心将所开发地块进行出让后所得全部净收益来确定，具体以所签订的土地一级开发合作收益分成确认单为准，上栗县财政局在所开发土地的出让金到位后在相关财政专户中安排支付给公司。

2023年，公司出让了合计143.78亩已完成一级开发的土地，较2022年出让面积有所增长，出让地块主要包括上栗县赤山工业园地块、上栗县赣湘产业合作园地块和上栗镇地块等，但受到相关土地性质及

区位等因素影响，每亩平均出让单价降低至16.49万元，导致当期土地结算款小幅下降至0.16亿元。成本方面，公司土地开发成本相对较低，当期转让地块合计一级开发成本为197.00万元。2023年，该业务毛利率达到88.06%，盈利能力较强。

表7 2022-2023 年公司已开发土地出让情况（单位：万元）

项目	2023 年	2022 年
出让面积（亩）	143.78	104.73
土地出让金	2,371.00	2,680.00
平均出让单价（万元/亩）	16.49	25.59
土地结算款	1,649.51	1,712.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 2023 年公司已开发土地出让明细（单位：亩、万元）

土地编号/土地坐落	宗地编号	面积	土地性质	土地出让金	土地结算款
上栗县赤山工业园	DJD2023013	100.00	工业用地	1,460.00	1,056.31
上栗县金山工业园	DJD2023014	26.37	工业用地	377.00	251.46
上栗县赣湘产业合作园 A-22-1 地块	DJD2023035	11.00	工业用地	160.00	102.91
上栗镇 SL-YX-1 地块	DJD2023053	5.76	文化活动用地	175.00	111.65
其他零星地块	-	0.65	住宅用地	199.00	127.18
合计	-	143.78	-	2,371.00	1,649.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

同期末，公司存货中土地开发项目余额为0.76亿元（计入存货——开发成本），待出让土地规模尚可，未来收入有一定保障。值得关注的是，受宏观经济影响，上栗县区域内土地市场景气度不佳，且公司土地一级开发易受土地整理进度以及政府出让计划等因素影响，收入和盈利缺乏稳定性。

此外，2023年11月，经上栗县人民政府下发抄告单，同意公司将上述宗地以222元每平方米的价格转让至控股股东赣湘发展，总价款1,525.00万元，赣湘发展于同期支付了土地转让金并取得了相关产权证。该宗土地系公司于2023年4月通过挂牌出让的方式取得的工业地块³，当期公司因平价转让该宗土地，受到税务影响，该笔交易形成一定亏损。

2023年公司仍获得来自上栗县人民政府较大的外部支持

公司作为上栗县重要的基础设施建设和土地整理主体之一，近年在资本金注入和财政补贴等方面获得政府较大的支持。2023年，公司收到上栗县人民政府转入的共计2.91亿元资金用于充实公司国有资本金（资本公积），资本实力有所增强。财政补贴方面，2023年公司收到计入其他收益的政府补贴1.59亿元，对公司利润水平形成较好补充。

³ 该宗地总面积为 6.86 万平方米（约 102.91 亩），地块名称为上栗县赣湘产业合作园 B-35-1-2-1 地块，宗地编号为：DJD2023010，成交总价为 1,525.00 万元。

表9 2023 年公司获得政府支持情况

支持事项	相关文件	对公司影响
上栗工业园管理委员会转入公司资金充实资本金	栗府办抄字（2023）119 号	资本公积增加 2.91 亿元
获得政府补助	栗府办抄字（2023）57 号	其他收益增加 1.59 亿元

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

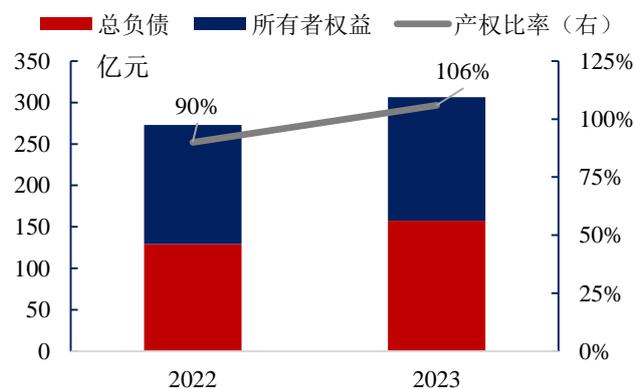
财务分析基础说明

以下分析基于经亚太（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2022年审计报告，以及经北京亚泰国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告⁴，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围未发生变化；截至2023年末，公司合并范围子公司共3家，详见附录四。

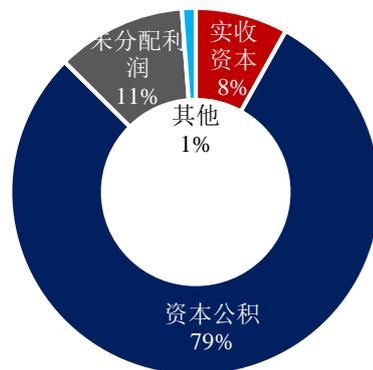
资本实力与资产质量

2023年，公司产权比率有所上升，净资产对负债的保障程度下降；公司资产仍以存货和应收款项为主，对公司资金形成较大占用，且部分资产受限，资产流动性仍较弱

2023年，受益于上栗县人民政府的资金注入和经营积累，当期末公司所有者权益同比增长3.49%至148.70亿元，实收资本及资本公积占所有者权益比重超过80%，公司资本结构仍较为稳定。此外，同期末公司其他应付款增长带动总负债规模同比增长21.86%至157.58亿元，负债总额增速超过净资产增速，截至2023年末公司产权比率同比上升15.97个百分点至105.97%，公司净资产对负债的保障程度有所下降。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2023 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

⁴ 根据公司于 2024 年 4 月发布的公告，为保证公司审计工作的独立性和客观性，同时综合考虑公司业务布局和发展布局 and 整体审计的需求，公司聘任北京亚泰国际会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2023 年度财务报告审计机构。

随着公司持续经营及在建项目的投入，跟踪期内公司资产规模持续增长。截至2023年末，公司总资产同比增长12.19%至306.28亿元，规模增长较快。公司流动资产占总资产比例仍很高，截至2023年末，占比接近97%。

截至2023年末，公司货币资金受限部分为银行承兑汇票保证金和存单借款质押所致，受限规模为0.44亿元，占同期末货币资金总额的14.62%。应收账款仍均为对上栗县财政局的应收工程款及土地开发款，相关款项易受财政资金安排等因素影响而回收时间存在一定的不确定性，2023年公司应收账款规模随公司业务规模扩大而有所增长。其他应收款主要为公司与上栗县财政局及区域内国有企业的往来款，以上款项回收风险相对可控，但其他应收款规模较大且回收时间不确定，对公司营运资金形成较大占用。

截至2023年末，公司存货随建设项目投入而同比增长8.71%至252.99亿元，公司存货规模较大且增速较快，占同期末总资产的比例达到82.60%，占比较高。公司存货包括拟开发土地（土地使用权）和开发成本，期末公司拟开发土地账面价值为143.00亿元⁵，合计为133宗土地，土地性质主要为商住用地及工业用地，当期因通过挂牌转让取得5宗土地有所增长，其中45.85亿元土地使用权因借款抵押而受限，占比达到32.06%；开发成本为109.99亿元，主要为代建施工项目及部分自营项目投入，近年来随着相关项目投入而规模持续增长。公司代建施工成本变现取决于上栗县人民政府的结算计划以及财政支付安排；土地使用权变现亦易受上栗县人民政府出让安排的影响，考虑到区域内土地市场景气度不佳，公司存货整体即时变现能力仍较弱。

受限资产方面，除上述部分货币资金及土地使用权受限外，公司无其他受限资产，截至2023年末公司受限资产账面价值合计为46.29亿元，受限资产规模仍较大，占总资产比重的15.11%，进一步削弱了公司资产流动性。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.02	0.99%	5.91	2.16%
应收账款	14.18	4.63%	8.49	3.11%
其他应收款	26.79	8.75%	21.60	7.91%
存货	252.99	82.60%	232.72	85.24%
流动资产合计	296.98	96.96%	268.72	98.43%
债权投资	0.34	0.11%	0.34	0.12%
其他权益工具投资	1.02	0.33%	1.02	0.37%
其他非流动资产	7.83	2.56%	2.91	1.07%
非流动资产合计	9.30	3.04%	4.29	1.57%
资产总计	306.28	100.00%	273.00	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

⁵ 其中有 7 宗政府划拨土地暂未缴纳土地出让金，账面价值为 20.82 亿元。

盈利能力

2023年公司营业收入大幅增长，但公司盈利对政府补贴的依赖度仍较高

受益于公司代建施工项目结算加快，2023年公司代建施工业务收入规模大幅增长，带动整体营业收入增长。公司施工代建项目尚需投资规模仍较大，且存货中尚有较大规模待结算开发成本，未来业务持续性仍较好。销售毛利率方面，公司代建施工业务加成比例未发生变化，销售毛利率小幅下降至11.48%，主营业务毛利率整体稳定。此外，因公司承担的基础设施建设、土地一级开发等均具有一定公益性质，公司每年能稳定获得一定的政府补助，2023年公司收到计入其他收益的政府补助1.59亿元，占同期利润总额比例达到56.57%，公司盈利对政府补助仍存在较大依赖。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	12.37	6.86
营业利润	2.80	2.41
其他收益	1.59	1.67
利润总额	2.80	2.40
销售毛利率	11.48%	12.73%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内，公司负债总额规模增长；截至2023年末，公司总债务规模仍较大，债务期限仍以长期为主，银行借款仍是主要构成，新增非标债务融资成本较高，且同期末现金类资产对短期债务的保障程度明显弱化，公司仍存在较大的短期偿债压力

2023年末，受到其他应付款规模增长影响，公司流动负债规模明显增长至86.93亿元，带动公司负债总额规模增长至157.58亿元，期末公司流动负债占负债总额比例上升至55.16%，公司负债结构转为以短期为主。

债务方面，2023年公司总债务规模小幅上升至期末的87.99亿元，债务结构仍以长期债务为主，主要构成仍为银行借款、应付债务及长期应付款等。截至2023年末，银行借款占总债务的比例约86%，其中大部分银行借款含保证、抵押、质押等增信措施，信用借款规模为0.50亿元，占比较低；应付债券为“18上栗债01”和“19上栗债01/PR上栗01”，规模随每年偿还本分本金而有所减小；长期应付款主要包括应付中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）对上栗城建的政策性开发性金融工具投入3.56亿元（含一年内到期部分），以及当期新增的应付江西省财通恒源供应链管理有限公司（以下简称“财通恒源”，系江西省财政厅下属全资子公司）对公司的债权0.75亿元（含一年内到期部分），该笔债权由公司控股股东赣湘发展向财通恒源转让，起息日为2023年6月1日，到期日为2024年6月30日，借款利率为10.00%，该笔非标融资成本较高。此外，公司债务还包括部分应付票据，截至2023年末为

0.34亿元，全部为应付银行承兑汇票，其规模随着票据到期兑付而有所减少。

经营性负债方面，2023年公司其他应付款大幅增长65.05%至64.45亿元，主要包括公司与控股股东赣湘发展（39.42亿元）、上栗县乡村振兴综合开发有限公司（22.30亿元）以及上栗县红色文化旅游有限公司（1.06亿元）等关联方或区域内国有企业的往来款项，当期规模增长较大主要系公司与赣湘发展往来规模增长所致，以上款项的偿付具有一定的弹性。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.56	0.99%	1.43	1.11%
应付票据	0.34	0.21%	2.95	2.28%
应付账款	0.83	0.53%	0.05	0.04%
其他应付款	64.45	40.90%	39.05	30.20%
一年内到期的非流动负债	15.44	9.80%	11.35	8.78%
流动负债合计	86.93	55.16%	58.03	44.88%
长期借款	63.94	40.58%	61.08	47.23%
应付债券	3.60	2.28%	6.60	5.10%
长期应付款	3.12	1.98%	3.61	2.79%
非流动负债合计	70.66	44.84%	71.29	55.12%
负债合计	157.58	100.00%	129.32	100.00%
总债务	87.99	55.84%	87.01	67.29%
其中：短期债务	17.33	11.00%	15.73	12.16%
长期债务	70.66	44.84%	71.29	55.12%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年，公司资产负债率随负债总额增加而上升；截至2023年末，公司资产负债率为51.45%，财务杠杆表现仍尚可。受到货币资金规模下降及短期债务规模增长的影响，2023年末公司现金短期债务比下降至0.17，现金类资产对短期有息债务的保障程度明显弱化。同期末，公司EBITDA利息保障倍数为0.71，公司盈利对利息的保障程度仍较弱。近年来，公司因对建设项目的持续投入，经营活动现金流持续净流出状态，主要依靠外部借款以平衡资金压力，截至2023年末公司综合授信额度合计为122.00亿元，已使用103.43亿元，考虑到公司可使用授信多为项目贷款，实际可提供的流动性支持有限。整体看，公司短期债务规模有所增长，现金短期债务比明显弱化，面临较大的短期偿债压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	51.45%	47.37%
现金短期债务比	0.17	0.36
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.59

资料来源：公司 2022-2023 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，根据公司于2024年5月28日提供的《诚信、独立性、财务制度运营、组织机构设置说明》（以下简称“《说明》”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据《说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理和管理方面，公司不设股东会，公司非职工董事及非职工监事由上栗县财政局任命。跟踪期内，未发现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较清晰，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府及相关部门的往来款规模较大，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。此外，公司还建立了与自身业务相适应的内部管理制度和组织架构，下设人力资源部、融资服务中心、财务管理中心等在内的职能部门，详见附录三。人事变动方面，2024年1月，公司董事长、经理兼法定代表人由邢娜娜变更为刘浩波，邢娜娜不再于公司担任职务。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年4月15日），公司本部未结清及已结清信贷信息均不存在关注类或不良类信贷账户。此外，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2023年末，公司对外担保金额为17.93亿元，规模较大，占同期末净资产比重为12.06%。被担保企业主要为区域内国有企业，但均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表14 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否有反担保
萍乡市杨岐山旅游发展有限公司	0.70	2023-5-23	2028-5-22	否
萍乡市杨岐山旅游发展有限公司	0.10	2023-4-20	2024-4-20	否
萍乡市杨岐山旅游发展有限公司	0.05	2023-12-12	2024-12-21	否
萍乡市杨岐山旅游发展有限公司	0.10	2023-6-21	2028-6-20	否
萍乡市城市建设投资集团有限公司	5.60	2020-12-28	2039-12-27	否
萍乡嘉昌建设工程有限公司	9.00	2021-8-19	2041-8-18	否

上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司	0.22	2023-8-2	2024-7-30	否
上栗县农业农村发展投资有限公司	0.50	2022-4-2	2031-4-2	否
上栗县赣湘物资有限公司	0.40	2022-12-19	2023-6-19	否
江西赣湘红国际旅行社有限公司	0.10	2023-6-27	2027-6-25	否
萍乡市桐兴农业开发有限公司	0.10	2023-6-21	2028-6-20	否
萍乡市桐兴农业开发有限公司	0.36	2023-12-12	2026-12-5	否
萍乡市源兴农业开发有限公司	0.10	2023-6-21	2028-6-20	否
萍乡市源兴农业开发有限公司	0.10	2023-6-27	2027-6-25	否
萍乡赤子之心农业开发有限公司	0.30	2023-11-30	2026-11-29	否
上栗县供兴农业服务有限公司	0.10	2023-6-27	2028-6-25	否
上栗县嘉邦城市投资有限公司	0.10	2023-6-27	2027-6-20	否
合计	17.93	—	—	—

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是上栗县人民政府下属重要企业，上栗县财政局间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，上栗县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) 公司与上栗县人民政府的联系非常紧密。公司实际控制人为上栗县财政局，并间接持有公司全部股权，上栗县人民政府对公司经营战略及业务运营拥有绝对控制权，公司业务基本来源于上栗县人民政府。同时，公司近年获得的政府支持次数多且力度较大，预计未来公司与政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对上栗县人民政府非常重要。公司承担了上栗县区域内较多的基础设施代建任务，在基础设施领域对上栗县人民政府具有很大贡献，公司最主要目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，一旦违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生较大影响。

九、结论

公司作为上栗县主要的基础设施建设主体之一，负责上栗县土地一级开发与基础设施建设业务，公司公益性业务规模在区域内城投公司中靠前，公司重要性较高，截至2023年末主要在建项目规模较大，业务持续性较好。此外，上栗县人民政府在资本金以及财政补贴等方面给予公司较大力度的支持。值得关注的是，公司资产主要系拟开发土地和代建施工成本及应收当地国有企业及政府部门的款项，以上资产占公司总资产90%以上，该部分资产的流动性受到当地国有企业及政府部门回款安排的制约较大，资金回笼时间存在不确定性。同时，公司部分资产受限，资产流动性较弱。此外，截至2023年末公司总债务规模仍较大，新增非标债务融资成本较高，期末公司现金短期债务比降至0.17，现金类资产对短期有息债务的保障程度明显弱化，EBITDA对利息亦难以形成有效覆盖，公司仍存在较大的短期偿债压力，以及一定的或有负债风险。

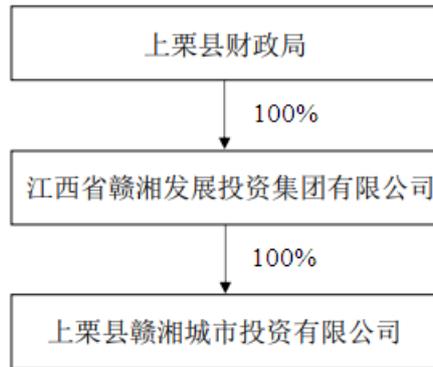
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18上栗债01”和“19上栗债01/PR上栗01”的信用等级为AA。

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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	3.02	5.91	10.29
应收账款	14.18	8.49	5.58
其他应收款	26.79	21.60	24.26
存货	252.99	232.72	198.48
流动资产合计	296.98	268.72	238.61
债权投资	0.34	0.34	0.37
其他权益工具投资	1.02	1.02	1.02
其他非流动资产	7.83	2.91	0.26
非流动资产合计	9.30	4.29	1.65
资产总计	306.28	273.00	240.25
短期借款	1.56	1.43	0.49
应付票据	0.34	2.95	6.51
应付账款	0.83	0.05	0.00
其他应付款	64.45	39.05	15.75
一年内到期的非流动负债	15.44	11.35	11.40
流动负债合计	86.93	58.03	36.52
长期借款	63.94	61.08	56.10
应付债券	3.60	6.60	9.60
长期应付款	3.12	3.61	2.33
非流动负债合计	70.66	71.29	68.04
负债合计	157.58	129.32	104.56
所有者权益	148.70	143.69	135.69
营业收入	12.37	6.86	5.90
营业利润	2.80	2.41	2.50
其他收益	1.59	1.67	1.65
利润总额	2.80	2.40	2.50
经营活动产生的现金流量净额	-1.18	-6.94	-20.59
投资活动产生的现金流量净额	0.02	0.04	0.03
筹资活动产生的现金流量净额	0.77	6.08	17.98
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	11.48%	12.73%	15.76%
资产负债率	51.45%	47.37%	43.52%
短期债务/总债务	19.70%	18.08%	21.28%
现金短期债务比	0.17	0.36	0.40
EBITDA（亿元）	2.96	2.53	2.50
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.59	0.59

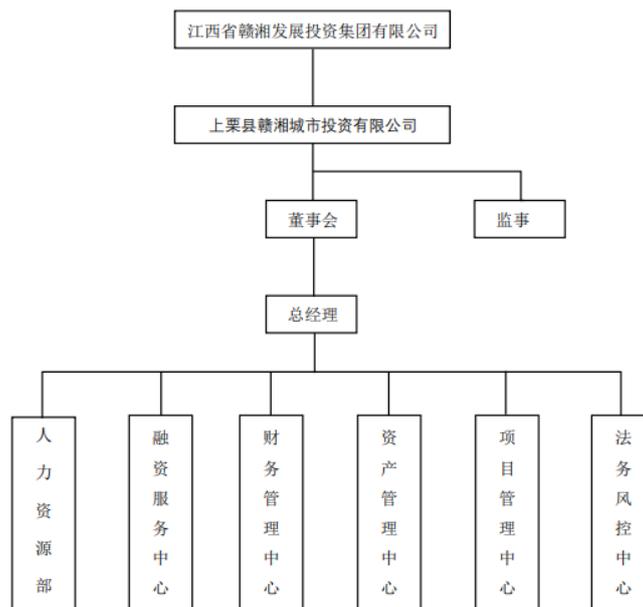
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 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	享有的投票权	主营业务
萍乡市嘉达环保工程有限公司	1,000.00	80.00%	80.00%	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包
萍乡盛栗建设开发有限公司	24,578.50	100.00%	100.00%	市政设施管理
上栗县城市建设投资有限公司	50,000.00	30.01%	100.00%*	城市建设投资

*农发基金对上栗城建投资，根据投资协议约定，农发基金享有固定收益，增资后不向被投资单位派董事、监事、高级管理人员，不直接参与被投资单位的日常正常经营，除被投资单位修改公司章程、合并、分立、解散、清算、破产、变更公司形式、增加或减少注册资本、对农发基金权益造成重大不利影响的事项外，农发基金不享有表决权，且在投资期满后，农发基金有权要求本公司或本公司股东以固定价格回购相关股份。

资料来源：公司提供，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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、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。