



2017年萍乡市汇丰投资有限公司绿色债券 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

2017年萍乡市汇丰投资有限公司绿色债券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
17 汇丰绿债/PR 汇丰债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“公司”）是萍乡市重要的基础设施建设主体之一，业务范围主要在萍乡经济技术开发区（以下简称“萍乡经开区”），在区域内业务竞争力较强。公司实际控制人为萍乡市国有资产监督管理委员会（以下简称“萍乡国资委”），跟踪期内公司继续得到上级政府部门在政府补助方面的有力支持，并且第三方担保有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司资产受制于政府统筹安排，流动性较弱，面临较大的债务压力以及一定的或有负债风险等风险因素。

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，公司在未来较长一段时期内仍将作为萍乡市重要的基础设施建设主体之一，能够维持区域内业务竞争力，基础设施建设、土地一级开发仍具有较好的可持续性，且有望持续获得上级政府的有力支持。

评级日期

2024 年 7 月 25 日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：张一鸣
zhangym@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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	446.35	460.62	452.25	443.50
所有者权益	232.14	232.65	229.61	224.13
总债务	145.31	164.34	181.65	187.88
资产负债率	47.99%	49.49%	49.23%	49.46%
现金短期债务比	0.26	0.31	0.13	0.26
营业收入	0.01	12.86	13.62	15.56
其他收益	0.00	0.68	0.61	0.70
利润总额	-0.51	3.61	4.94	5.23
销售毛利率	10.31%	27.55%	34.87%	27.88%
EBITDA	--	4.52	5.48	5.24
EBITDA 利息保障倍数	--	0.59	0.55	0.51
经营活动现金流净额	14.40	32.91	11.04	-34.38

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- 近年来萍乡市积极推动产业转型升级，并取得一定的工作成效，新兴产业发展态势良好。萍乡市产业结构以五大传统产业（黑-煤炭、白-陶瓷、灰-水泥、红-烟花鞭炮、金-冶金）为主，为实现“最美转型城市”的战略目标，近年来以萍乡经开区为工业发展的主战场，推动产业转型升级，近年着力培育“4+2”新动能产业，战略性新兴产业增加值占比有所提升，2023年战略性新兴产业营业收入占规上工业比重28.6%。
- 作为萍乡市重要的基础设施建设主体之一，公司在区域内业务竞争力仍较强。公司主要在萍乡市工业主阵地-萍乡经开区范围内从事基础设施建设、土地一级开发等业务。截至2024年3月末，公司存货中土地资产账面价值为101.36亿元，面积合计351.08万平方米，仍可为公司业务的持续性提供有力支撑。
- 公司获得的外部支持力度较大。作为萍乡市重要的基础设施建设主体之一，跟踪期内公司继续获得政府部门在财政补贴方面的支持，2023年政府补助占利润总额的比重为18.81%，有效提升了公司盈利水平。
- 第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。“17汇丰绿债/PR汇丰债”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经中证鹏元评定，中合担保主体信用等级为AAA，仍可为“17汇丰绿债/PR汇丰债”的按期偿付提供保障。

关注

- 受制于政府统筹安排，公司资产流动性较弱。公司的资产主要由公司与当地政府及国企的往来款项、代建项目的投入成本以及土地使用权所构成，截至2024年3月末，上述资产合计在总资产中占比92.50%。其中公司对代建项目的投入成本与土地使用权资产的结算进度受政府部门统筹安排影响较大，应收往来款项回收时间存在不确定性。
- 公司仍面临较大的债务压力。考虑到公司在建项目尚需较大规模投入，虽然跟踪期内公司经营活动现金流量净额呈现净流入态势，但仍不足以覆盖短期债务的还本付息，并且现金短期债务比与EBITDA利息保障倍数仍处于较低水平。
- 公司面临一定的或有负债风险。截至2023年末，公司共为7家当地企业提供17.87亿元的担保，占同期末净资产的7.68%，被担保单位主要为当地国企，但均未提供反担保措施。

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
萍乡投发	萍乡市重要的基础设施建设和国有资本运营主体，负责萍乡市范围内的基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设、公共事业及相关国有资产经营、运作等业务	1,070.51	505.30	70.33
萍乡创投	在萍乡市范围内从事基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设等业务	757.13	379.11	40.62
萍乡城投	主要从事萍乡市范围内的基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设、公共事业及相关国有资产经营、运作等业务	621.42	288.91	50.32
公司	在萍乡经开区范围内从事基础设施建设、土地一级开发等业务	460.62	232.65	12.86
萍乡国投	公司定位于萍乡市重要的基础设施建设和国有资本运营主体，并着力打造成为市级产业投资平台，业务范围覆盖安源区和湘东区	328.09	169.33	16.67

注：萍乡投发为萍乡市投资发展集团有限公司的简称、萍乡创投为萍乡创新发展投资集团有限公司的简称、萍乡城投为萍乡市城市建设投资集团有限公司的简称、萍乡国投为萍乡市国有资本投资集团有限公司的简称；以上数据为2023年年度（末）数据。

资料来源：iFind，中证鹏元数据库，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

绿色债券信用评级方法	cspy_ff_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	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	5/7
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					2
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

- 中证鹏元认为公司作为萍乡市重要的基础设施建设主体之一，在面临债务困难时，萍乡市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要是考虑到公司所从事的基础设施建设、土地一级开发对于萍乡市人民政府而言至关重要，在基础设施建设等方面对于萍乡市人民政府贡献很大，近年来公司深度参与了萍乡市经济发展与城市建设，作为公开发债主体，公司的违约会对萍乡市当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为萍乡市人民政府提供支持的能力很强，主要是考虑到萍乡市具有一定的工业基础，近年来在传统产业转型升级等方面的工作已初见成效，经济财政实力稳中有增。

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
17 汇丰绿债/PR 汇丰债	20.00	4.00	2023-6-25	2024-09-21

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、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年09月发行7年期20.00亿元绿色债券，募集资金原计划用于海绵城市及城市建筑节能建设项目及补充营运资金。截至2023年末，海绵城市及城市建筑节能建设项目已基本完工，但尚未投入运营。截至2024年03月21日，“17汇丰绿债/PR汇丰债”募集资金专项账户余额为2.10万元。海绵城市及城市建筑节能建设项目的建设可有效避免和减少城市内涝，降低径流污染，缓解水资源短缺，社会效益与环境效益较高。

三、发行主体概况

2024年5月，根据前期投资协议约定，公司股东国开发展基金有限公司按照已偿还本金占总投资比例相应地减持公司股份，公司注册资本拟由10.39亿元变更为10.20亿元，截至2024年6月末，注册资本由10.39亿元减少至10.26亿元已完成工商变更；公司注册资本减少至10.20亿元尚未完成工商变更。除上述事项外，公司实际控制人、控股股东、董监高均未发生变动，截至2024年5月末，公司控股股东仍为萍乡创投，持股比例97.51%，实际控制人仍为萍乡市国资委。

根据萍乡市人民政府文件，公司在萍乡市范围内从事基础设施建设、土地一级开发等业务，业务范围覆盖萍乡市工业发展的主战场-萍乡经开区，是萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一。2023年公司合并范围未发生变动。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共7家，详见附录四。

四、运营环境

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

萍乡地处湘赣边际，因煤立市，老工业基地之一，城镇化率高，但受制于生产开发空间小，经济规模亦较小；近年来萍乡市以萍乡经开区为工业发展的主战场，以实现“最美转型城市”为战略目标，积极推进产业转型，并取得一定的工作成效

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2023年末，常住人口180.16万人，城镇化率70.42%，省内排名靠前。

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：“转型阵痛期”下萍乡市地区生产总值规模与增速省内排名均靠后，经济发展水平较低。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，萍乡市地区经济总量省内排名靠后，并且作为老工矿城市，“转型阵痛期”下地区生产总值增长较慢，2021-2023 年 GDP 增速均低于全省平均水平。从支出视角来看，受国家统计局数据督查、数据核查等多重因素影响，萍乡市固定资产投资增速波动大，2023 年调整为负增长，比上年下降 7.5%，其中工业投资下降 29.6%。社会零售消费品总额增速较快，2022-2023 年均超过全省平均增速，分结构来看，限额以上单位商品零售额中大部分名录商品增速均较快，其中新能源汽车类商品在萍乡市新能源电动汽车推广应用项目的助力下，2022 年大幅增长 197.0%。从生产视角来看，萍乡三次产业结构为“三二一”，2023 年三次产业结构占比为 6.7:41.3:52.0，二三产业占比较高。

表1 2023 年江西省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速 (%)	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
南昌市	-	4.1	-	500.18	270.81
赣州市	4,606.21	5.3	5.12	319.59	326.72
九江市	-	1.1	-	322.40	177.50
宜春市	3,467.50	3.7	7.00	290.02	187.35
上饶市	3,401.60	6.7	5.30	270.70	244.10
吉安市	2,735.07	3.7	6.21	204.83	106.75
抚州市	2,034.91	6.3	5.69	141.63	155.93
新余市	1,261.89	2.5	10.51	91.60	51.60
鹰潭市	1,282.25	7.0	11.12	108.56	73.10
景德镇市	1,201.10	3.5	7.41	90.30	213.41
萍乡市	1,151.66	3.0	6.38	112.20	-

注：（1）“-”为数据未公告；（2）人均 GDP=2023 年 GDP/2022 年末常住人口。

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

表2 萍乡市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）	1,151.66	3.0%	1,160.33	2.0%	1,108.30	8.30%
固定资产投资	-	-7.5%	-	7.8%	-	10.9%
社会消费品零售总额	438.51	6.8%	410.64	5.4%	389.78	17.3%
进出口总额	-	-	-	-	184.80	28.0%
人均 GDP（元）	63,796		64,201		61,386	
人均 GDP/全国人均 GDP	71.39%		74.85%		75.42%	

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取；2023 年人均 GDP=2023 年 GDP/2023 年末全市常住人口；资料来源：萍乡市 2021-2022 年统计公报、萍乡市人民政府网站，中证鹏元整理

产业情况：萍乡市近年来持续推动资源枯竭城市转型升级，新动能产业培育工作取得一定成效，但高耗能传统产业占据主导地位，转型升级压力仍较大。萍乡市矿产资源丰富，以煤立市，作为老工业基地之一，培育出五大传统产业（煤炭、陶瓷、水泥、烟花鞭炮、冶金），诞生了上市公司安源煤业（股票代码：600397.SH），均为高耗能行业，一度占到萍乡工业经济总量的八成以上。然而经多年开采，萍乡市煤炭资源进入严重枯竭期，2008 年被列入全国首批资源枯竭型城市。为推动经济水平高质量发展，萍乡市“十三五”期间累计完成煤炭去产能 433 万吨，钢铁去产能 215 万吨，整顿退出花炮企业 328 家。

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，近年来萍乡市以萍乡经开区为工业发展的主战场，以实现“最美转型城市”为战略目标，积极推进产业转型。经多年摸索、调整，基于自身比较优势与产业定位，萍乡市委于 2023 年确立了以材料加工和装备制造产业集群为发展龙头，推动新材料、智能制造、食品、电子信息细分领域，以及湘赣边仓储物流基地、农产品加工基地“4+2”新动能培育，2023 年，“4+2”新动能中的智能制造产业、电子信息细分领域、食品产业规上工业增加值分别增长 21.0%、16.3%以及 6.2%，材料加工、装备制造 2 个制造业集群增加值增速 4.2%，均高于全市规模以上工业增加值 2.8%的增速，有效拉动了全市工业经济的增长。但高耗能产业仍占据主导地位，2023 年五大传统产业产值占规上工业总产值比重 42.9%，传统产业转型升级压力仍然较大。

发展规划及机遇：萍乡坚持工业强市战略，积极推进产业转型。根据江西省人民政府 2022 年 5 月印发的《江西省推动湘赣边区域合作示范区建设行动方案》，要充分发挥萍乡市全境纳入湘赣边区域合作示范区的主体优势，以建设长株潭国家自主创新示范区的技术成果转化区和产业协作配套区为导向，依托湘赣合作产业园，加快转型升级步伐，深化与其他区域设施互通、产业协同、生态共治、服务共享等合作，建设联结湘赣两省的开放门户和新时代创新驱动转型升级标杆城市。国家产业转型升级示范区方面，萍乡市委对标江西省委确定的制造业重点产业链现代化建设“1269”¹行动计划，结合萍乡产业

¹所谓“1269”行动目标，即：电子信息、有色金属、装备制造、新能源、石化化工、建材、钢铁、航空、食品、纺织服装、医药、现代家具 12 条制造业重点产业链现代化水平全面提升，打造电子信息、铜基新材料、锂电和光伏新能源、钨和稀土金属新材料、航空、炼化一体化和化工新材料 6 个综合实力和竞争力强的先进制造业集群，全省规模以上工业营业收入年均增长 9%左右，统筹制造业质的有效提升和量的合理增长取得明显成效。

发展实际，提出了“4+2”新动能培育方向，目标是到 2026 年，全面提升金属材料及资源循环利用、装备制造、节能环保、电子信息、新能源、花炮、建材、食品、服装家居、医药 10 条重点产业链现代化水平，打造材料加工、装备制造两个综合实力和竞争力强的先进制造业集群，规上工业营收达到 1,620 亿元，年均增长 10%左右。

财政及债务水平：近年来萍乡市地方财政收入有所提升，但财政自给能力较弱，政府债务余额增速较快。受减税降费政策等多方面因素的叠加影响，2022 年萍乡市一般公共预算收入同比下降 1.4%，剔除留抵退税及其分担调库因素，一般公共预算收入同比增长 9.3%。2023 年在税收收入增长带动下，一般公共预算收入同比增长 4.8%。近年来萍乡市税收收入占比均低于 70%，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，近年来萍乡市地方政府债务余额增速较快，2021-2023 年复合增长率超过 20%，2023 年地方政府债务余额达 572.12 亿元，资金用途主要用于萍乡市区县的交通道路、污水管网等基础设施项目的建设。

表3 萍乡市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	112.20	107.11	108.63
税收收入占比	63.46%	60.22%	64.85%
财政自给率	34.45%	34.91%	37.46%
政府性基金收入	-	133.56	106.60
地方政府债务余额	572.12	486.09	366.63

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；（2）萍乡市未披露 2022 年全市政府性基金收入，仅披露市本级政府性基金收入，上表中 2022 年政府性基金收入来源于萍乡市本级与各区县政府性基金收入合计数；（3）“-”为数据未公告。

资料来源：江西省财政厅、萍乡市人民政府网站、萍乡市财政局，中证鹏元整理

萍乡经开区为全国百强经开区，是萍乡市人民政府驻地，是未来萍乡工业发展的主战场，是承接萍乡市高端产业的主载体。萍乡经开区原名安源经济开发区，创建于1992年，1995年经省政府批准为省级开发区，2010年12月经国务院批准为国家级经济技术开发区。萍乡经开区连续五年稳定在全国百强经开区行列，2022年全国排名第62位，比上年前进12位。萍乡经开区拥有国家高新技术企业49家，国家级众创空间、国家小型微型企业创新创业示范基地、省级科技企业孵化器各1家，省级科技协同创新体4家，省级创新技术联盟3家，博士后科研工作站1家，博士后科研创新实践基地2家，国家专精特新小巨人6家，省级专业化小巨人7家，省专精特新有27家。

2021年12月，中共萍乡市委办公室、萍乡市人民政府办公室印发了《上栗县彭高镇、福田镇、赤山镇丰泉村和五丰湾社区、安源区下柳源村委托萍乡经开区管理工作方案》，在维持安源区、上栗县行政区划不变的前提下，将上栗县彭高镇和福田镇成建制委托至萍乡经开区管理，将与萍乡经开区相连、互为一体的上栗县丰泉村和五丰湾社区、安源区下柳源村委托至萍乡经开区管理。萍乡经开区扩容后，辖区总面积增至119.57平方公里，下辖52个行政村（居委会），常住人口约25万，产业项目承载能力进一步

增强。

五、经营与竞争

跟踪期内，公司作为萍乡市重要的基础设施建设主体之一的平台地位未变，继续受萍乡市人民政府、萍乡市自然资源储备中心等政府部门的委托，从事基础设施建设、土地一级开发等业务，业务区域范围涵盖萍乡工业发展的主战场-萍乡经开区，区域内业务竞争力仍较强

跟踪期内公司主营业务仍为土地业务与基础设施建设等，其中土地业务仍系2023年营业收入与毛利润的主要来源。受土地性质、地块位置及拿地时间等多方面因素影响，2023年公司土地业务毛利率有所下滑，受此影响，2023年公司销售毛利率水平较2022下滑了7.33个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地业务	12.63	98.20	27.78	13.38	98.25	33.99
代建收入	0.02	0.17	100.00	0.13	0.96	100.00
其他	0.21	1.62	5.42	0.11	0.79	65.66
合计	12.86	100.00	27.54	13.62	100.00	34.87

注：其他业务主要包括租赁等业务。

资料来源：公司提供

（一）土地业务

公司与萍乡市自然资源储备中心、萍乡市财政局等政府单位签订土地业务相关协议，目前仍有较大规模的土地可供开发与转让，业务可持续性较好，但土地收入的实现易受政府规划和土地市场波动的影响，存在不确定性

公司土地业务基本由公司本部及其子公司萍乡市汇翔建设发展有限公司（以下简称“汇翔建设”）负责。公司土地业务包含两种业务模式，分别为土地转让业务模式与土地一级开发业务模式。

在土地转让业务模式下，公司及子公司汇翔建设将自有土地转让给萍乡经开区管委会等政府部门，由萍乡自然资源局及其下属单位根据有关部门出具的决议文件，办理土地收回、注销土地证等手续。

在土地一级开发业务模式下，根据公司、萍乡自然资源局下属部门单位萍乡市自然资源储备中心（以下简称“市资储中心”）、萍乡市财政局和经开区财政局签订的《土地一级开发合作合同》，公司在萍乡市进行国有土地一级综合开发（基础设施建设），包括平整土地、修建道路、建设路网、排水系统、公共绿化等。土地综合开发项目所需资金由公司自筹，公司进行上述土地开发的收益按市资储中心出让土地后净收益确定。

主要受结算面积减少的影响，2023年土地业务收入同比下滑5.61%。受土地性质、地块位置及拿地时间等多方面因素影响，2023年土地业务毛利率低于2022年水平。

截至2023年末，公司存货中仍有较大规模的土地资产可供开发，未来可通过转让土地获得一定规模的出让收入，业务持续性较好。但值得注意的是，公司土地的转让规模及价格易受当地土地规划及土地一级市场影响而存在一定不确定性。

表5 2022-2023年公司土地一级开发收入明细情况（单位：亩、万元、万元/亩）

年份	编号	宗地位置	土地面积	收入	单价
2023年	DJF2023013	兴贤西路以南、吴楚西大道以东	83.40	29,549.55	354.31
	DJF2023016	兴贤西路以南、吴楚西大道以东	80.36	28,213.51	351.09
	合计	-	163.76	57,763.06	352.73
2022年	DJF2022005	尚贤中路以南、萍福南路以东	126.29	42,342.34	335.28
	DJF2022011	宝鼎中路以北、紫云路以西	67.36	24,234.24	359.77
	合计	-	193.65	66,576.58	343.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 2022-2023年公司土地转让收入明细情况（单位：亩、万元、万元/亩）

年份	编号	宗地位置	土地面积	收入	单价
2023年	赣（2020）萍乡市不动产权第0004662号	开发区尚贤西路和兴贤西路交叉口东北侧	102.87	38,513.97	374.39
	萍国用（2011）第91790号	开发区齐民路与紫云路交汇处	127.18	24,265.75	190.80
	萍国用（2013）第114867号	开发区吴楚北大道以南、尚贤中路以北	12.31	5,773.81	469.03
	合计	-	242.36	68,553.53	282.86
2022年	萍国用（2011）第99335号	开发区中环路以南	195.73	42,732.11	218.32
	萍国用（2011）第99336号	开发区广兴东路以南	97.90	24,498.73	250.24
	合计	-	293.63	67,230.84	228.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）基础设施建设业务

公司受萍乡市人民政府的委托从事基础设施建设业务，代建业务收入具有一定的可持续性，但公司主要在建项目以自营项目为主，尚需较大规模投入，并且未来收益实现存在不确定性，后续需关注代建项目结算及回款情况，以及自营项目的建设进度与运营效益情况

公司基础设施代建项目由公司本部与子公司汇翔建设负责。公司与萍乡市人民政府和萍乡市财政局签订了代建业务相关协议，萍乡市人民政府将本市范围内的基础设施建设委托公司建设，并按工程进度将结算资金列入财政预算，工程竣工验收后由政府负责结算，同时授权萍乡市财政局根据各项目的具体

情况与公司签订代建协议，结算金额包括代建项目的代建款、投资回报及未偿付的代建项目款应计利息。

由于公司按照净收益确认代建收入，2023年公司代建收入毛利率仍维持在100%，同时单个项目规模不大，收入规模较小。

表7 近年公司代建项目明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入
2023年	2020年创建工程（道路修补等）工程	74.68
	翠湖公园EPC建设项目设计费	68.47
	2020年创建工程（小区改造等）工程	58.45
	萍乡市光丰铁路电力线路迁改工程	21.61
	其他	0.79
	合计	224.01
2022年	中环路（开发区段）工程	682.98
	三田煤矿采煤沉陷园区一路/二路工程	234.73
	2019年创建工程（小区改造等）	74.54
	其他	315.93
	合计	1,308.18

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司尚有较大规模的代建项目投入成本待与政府进行结算，代建业务收入具有一定的可持续性，但未来仍需关注代建项目结算、回款情况。

公司在建项目以自营为主，其中“萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房项目”建成后主要通过招商引资和租赁等方式实现收入，“奥体中心项目”完工后将被用于承办2026年江西省第十七届运动会，后续通过租赁等市场化运营方式实现收入，未来需关注相关项目建设进度、招商引资情况和租赁情况。

2023年末，公司主要的在建基础设施项目总投资41.23亿元，尚需投资20.96亿元，未来仍面临较大的资金压力。

表8 截至2023年末公司主要的在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	业务模式
萍乡经开区智能制造产业园标准化厂房项目	13.28	9.53	自营
萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）	12.56	6.45	政府采购
奥体中心	15.39	4.29	自营
合计	41.23	20.27	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司继续在政府补助方面获得较大力度的外部支持

作为萍乡市重要的基础设施建设投融资主体之一，2023年公司继续获得的政府补助金额为0.68亿元，占同期利润总额的18.81%，对利润水平形成了有效补充。

六、财务分析

财务分析基础说明

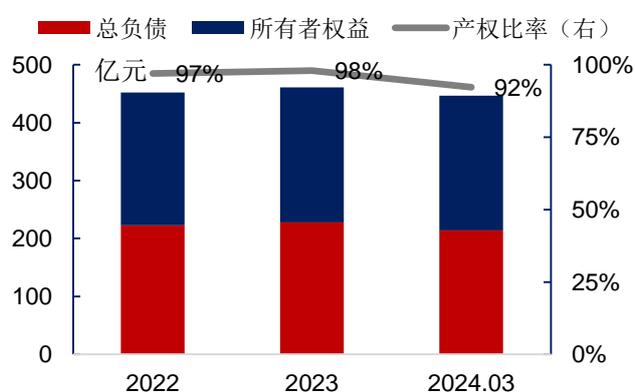
以下分析基于公司公告的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，公司审计报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围无变化。

资本实力与资产质量

跟踪期内公司资本实力变化不大，受偿债等因素影响，资产规模波动减少；公司资产由与当地政府和国企的往来款项、代建项目投入成本以及土地资产为主要构成；其中代建项目与土地资产的结算进度取决于当地政府统筹安排，非经营性往来款对营运资金占用规模大，整体资产流动性较弱

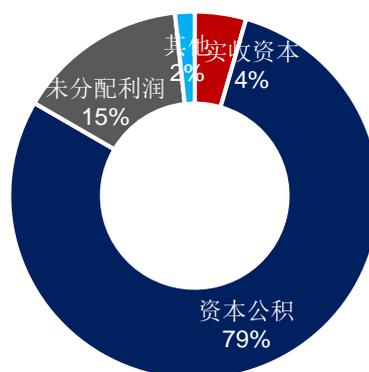
跟踪期内公司负债总额受偿还债务影响有所下降但所有者权益未明显变动，综合影响下产权比率从2022年末的97%波动下降至2024年3月末的92%，所有者权益对负债的保障程度有所提升。

图2 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图3 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产仍以其他应收款（公司与当地政府部门和国企的往来款项）、存货（代建项目投入成本与土地资产）为主，截至2024年3月末上述资产合计占公司总资产的92.50%。

其他应收款方面，主要系公司与萍乡市财政局、关联方江西汇恒置业有限公司（以下简称“汇恒置业”）、萍乡市新区建筑安装总公司（全民所有制企业，以下简称“萍乡建安”）、萍乡淼鑫企业管理有限公司、萍乡晟达建设有限公司等单位的往来款，受公司与汇恒置业等单位的往来款账面余额减少的影响，2023年末其他应收款账面价值有所下降。公司主要往来对象为政府部门与当地国企，坏账风险低，但部分款项账龄较长，回收时间不确定，对营运资金占用规模大。公司存货基本由开发项目和开发成本组成，2023年末账面价值保持增长，主要系对代建项目投入增加所致。开发项目为在建的工程项目投入，

截至2023年末账面价值为143.48亿元，主要为田中水库和海绵城市项目等项目的投入。开发成本主要为土地资产，分布在公司本部与子公司汇翔建设，主要通过出让和作价出资获得，土地用途包括商住、商服和工业，截至2024年3月末，公司存货中土地资产账面价值为101.36亿元，面积合计351.08万平方米，其中已抵押的土地50宗、账面价值合计78.83亿元，77.77%的土地资产已被抵押，考虑到当地土地市场景气度等因素，集中变现存在一定困难。

其他资产构成方面，公司货币资金主要为银行存款及非现金等价物，截至2023年末，1.18亿元货币资金因用于保证金、定期存单而使用受限。公司其他权益工具投资账面余额主要为持有的江西银行股份有限公司（以下简称“江西银行”，股票代码：1916.HK）等公司的股权，可为公司带来分红等投资收益，2023年公司继续获得其他权益工具在持有期间的股利收入0.20亿元。

受限资产方面，公司受限资产主要以融资而抵押受限的土地资产为主，此外还有保证金、定期存单质押而受限的货币资金，截至2023年末，受限资产账面价值合计为80.99亿元，占总资产的17.58%，受限资产规模较大，整体来看资产流动性较弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.09	2.26%	16.12	3.50%	5.57	1.23%
其他应收款	149.87	33.58%	158.66	34.44%	168.64	37.29%
存货	262.98	58.92%	261.11	56.69%	257.83	57.01%
流动资产合计	428.68	96.04%	443.08	96.19%	436.07	96.42%
其他权益工具投资	12.63	2.83%	12.49	2.71%	11.19	2.47%
非流动资产合计	17.67	3.96%	17.54	3.81%	16.18	3.58%
资产总计	446.35	100.00%	460.62	100.00%	452.25	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入规模有所下滑，但作为萍乡市重要的基础设施建设主体之一，业务可持续性仍较好，并且政府补助与投资收益对公司利润总额形成有效补充

跟踪期内公司仍以基础设施建设、土地一级开发等业务为主业，主要受结算面积减少影响，2023年公司土地业务收入有所下滑，拖累营业收入同比减少5.58%。考虑到公司作为萍乡市重要的基础设施建设主体之一的平台地位未变，且可供转让、开发的土地资产账面价值以及代建项目投入成本规模较大，收入可持续性仍较好。毛利率方面，受土地性质、地块位置及拿地时间等多方面因素影响，2023年公司土地业务毛利率水平有所下滑，并且高毛利的代建业务占比也有所下降，综合影响下，2023年公司销售毛利率水平下滑7.32个百分点。

政府补助和投资收益对公司利润总额形成有效补充。作为当地重要的基础设施建设主体之一，2023

年公司继续获得政府给予的财政补助，在同期利润总额中占比18.84%。此外，跟踪期内公司对杭南长沪昆专高铁枢纽工程的投资、持有的江西银行等公司的股权继续为公司带来一定规模的投资收益，2023年投资收益系同期利润总额的27.32%。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024年 1-3月	2023年	2022年
营业收入	0.01	12.86	13.62
营业利润	-0.51	3.66	4.93
其他收益	0.00	0.68	0.61
投资收益	0.00	0.99	0.98
利润总额	-0.51	3.61	4.94
销售毛利率	10.31%	27.55%	34.87%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

受债务到期等因素影响，跟踪期内公司总债务规模有所下滑，但公司仍面临较大的债务压力

由于公司项目建设资金缺口主要通过项目贷款等方式来满足，而偿还债务主要通过占用萍乡创投等关联方的往来款（体现在其他应付款中）等方式来满足。因此主要受公司债券到期的影响，总债务在负债中的占比持续下降至2024年3月末的67.84%，而其他应付款账面余额增长速度较快，2024年3月末系2022年末的1.75倍。从债务期限结构来看，虽然2023年公司债务仍以长期债务为主，但主要受公司部分债务到期等因素影响，跟踪期内短期债务比波动式增加。从融资渠道方面来看，银行借款与债券仍系公司主要的融资方式，其中银行借款多有抵质押等担保方式，除“17汇丰绿债”用于募投项目建设外，存续债券资金用途均为借新还旧。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年 3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.51	0.24%	0.30	0.13%	0.89	0.40%
应付账款	0.01	0.01%	0.01	0.00%	0.08	0.04%
其他应付款	66.37	30.98%	61.08	26.79%	37.89	17.02%
一年内到期的非流动负债	37.81	17.65%	49.21	21.59%	33.73	15.15%
流动负债合计	108.22	50.52%	115.25	50.56%	83.25	37.39%
长期借款	91.49	42.71%	90.22	39.57%	83.68	37.58%
应付债券	8.00	3.73%	8.00	3.51%	41.21	18.51%
长期应付款	6.50	3.03%	14.50	6.36%	14.50	6.51%
非流动负债合计	105.99	49.48%	112.72	49.44%	139.39	62.61%
负债合计	214.21	100.00%	227.97	100.00%	222.64	100.00%
总债务	145.31	67.84%	164.34	72.09%	181.65	81.59%

其中：短期债务	39.32	18.36%	51.62	22.64%	42.26	18.98%
长期债务	105.99	49.48%	112.72	49.44%	139.39	62.61%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，跟踪期内公司资产负债率水平变化不大。另一方面，公司在建项目尚需较大规模投入，虽然跟踪期内经营活动现金流量净额呈现净流入态势，但仍不足以覆盖短期债务的还本付息，公司现金类资产对短期债务覆盖程度仍较低。受债务规模下降的影响，跟踪期内公司利息支出金额有所减少，EBITDA 利息保障倍数有所提升但仍较低。整体来看，公司面临较大的债务压力。

公司流动性需求主要来自于债务还本付息、项目开支以及归还其他单位资金往来款。根据集团规划，母公司萍乡创投本部系集团主要债券融资主体，因此未来公司部分资金需求将通过母公司统借统还实现，预计中短期内公司有息债务规模会继续下降，其他应付款账面余额仍会保持增长。考虑到公司及母公司职能定位，需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
资产负债率	47.99%	49.49%	49.23%
现金短期债务比	0.26	0.31	0.13
EBITDA 利息保障倍数	--	0.59	0.55

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，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 表现对其经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的相关说明文件以及公开信息查询结果，近一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的相关说明文件以及公开查询结果，近一年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，公司按照相关法律法规及公司章程等要求建立了法人治理机构，并对董事、监事和高级管理人员的职权和义务进行了明确的规定。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

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，公司本部（报告查询日为 2024 年 6 月 7 日）、汇翔建设（报告查询日为 2024 年 6 月 7 日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无

不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司面临一定的或有负债风险

截至2023年末，公司提供的对外担保规模较大，共为7个单位提供了17.87亿元的对外担保，占同期末净资产的7.68%，除萍乡市新区建筑安装总公司为全民所有制企业外，其余被担保对象均为当地国企，被担保对象均未提供反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表13 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保余额	担保到期时间	反担保措施
萍乡创新发展投资集团有限公司	4,500.00	2024.09.06	无
	1,485.00	2034.08.10	无
萍乡市赣湘产业园区发展有限公司	69,000.00	2025.08.29	无
	30,000.00	2041.09.16	无
萍乡市汇恒物业管理服务有限公司	3,909.84	2024.07.26	无
萍乡市汇隆实业有限公司	4,500.00	2030.01.06	无
	8,046.39	2026.07.19	无
萍乡市汇清科技投资有限公司	3,680.00	2026.01.03	无
	1,305.00	2025.04.29	无
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	23,600.00	2027.12.30	无
	9,000.00	2028.04.19	无
	8,000.00	2030.02.25	无
	1,657.29	2024.08.24	无
萍乡市新区建筑安装总公司	10,000.00	2024.06.24	无
合计	178,683.52	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是萍乡市人民政府下属重要企业，萍乡国资委通过萍乡创投间接控制公司。

中证鹏元认为在公司面临债务困难时，萍乡市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）公司与萍乡市人民政府的联系非常紧密。公司由萍乡国资委间接控股，考虑到公司土地一级开发业务与萍乡市财政局结算，并被赋予萍乡市基础设施建设、土地一级开发等职能，因此可以认为萍乡市人民政府对公司经营战略和业务运营均具有强大的影响力。公司业务基本来源于政府及其相关单位。此外，近5年公司在资产注入、政府补助等方面得到萍乡市人民政府等政府单位的有力支持，作为当地重要的基础建设主体之一，预计公司与萍乡市人民政府的联系保持稳定。

(2) 公司对萍乡市人民政府非常重要。尽管公司不承担供水、供电、供热等区域专营性公用事业职能，使得萍乡市人民政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，但公司主要负责萍乡市基础设施建设、土地一级开发业务，所负责的业务对萍乡市人民政府非常重要，对萍乡市人民政府贡献很大，考虑到公司为发债主体，公司的违约必然对地区金融生态环境和融资成本产生实质性的影响。

中证鹏元认为萍乡市人民政府提供支持的能力很强。主要体现为：萍乡市产业转型工作已取得初步成效，战略性新兴产业已成为萍乡市工业经济增长的重要引擎，2023年战略性新兴产业营业收入占规上工业比重达到28.6%，近年来萍乡市地区生产总值与财政收入呈现恢复性增长态势。

九、本期债券偿还保障分析

中合担保为“17汇丰绿债/PR汇丰债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可为“17汇丰绿债/PR汇丰债”的按期偿付提供保障

根据中合担保为本期债券出具的担保函，担保人保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保责任期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

中合担保成立于2012年7月，由中国进出口银行、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司、JPMorgan China Investment Company Limited（以下简称“JPMorgan China”）出资发起设立，初始注册资本为51.26亿元，是为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目而成立的担保机构。2022年4月，海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）宣布风险处置工作基本结束，包括海航资本等在内的321家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）不在重整范围内，根据海航科技2022年4月发布的公告，海航集团破产重整导致海航科技实际控制人已由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。截至2023年末，海航资本与海航科技均无实际控制人，且无一致行动人关系。

2023年，中合担保原第二大股东JPMorgan China以协议转让的方式，将其持有中合担保的12.76亿股（占公司全部股份的17.78%）转让给宏达控股集团有限公司，该事项已经北京市地方金融监督管理局和北京市市场监督管理局备案通过。截至2023年末，中合担保注册资本和实收资本均为71.76亿元，无控股股东和实际控制人。

表14 截至 2023 年末中合担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
海航科技股份有限公司	19.10	26.62%
宏达控股集团有限公司	12.76	17.78%
海航资本集团有限公司	12.00	16.72%

中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47%
中国进出口银行	5.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93%
合计	71.76	100.00%

资料来源：中合担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保是全国展业的融资担保机构，主要从事直接和间接融资担保、自有资金投资等业务，以直接融资担保业务为主。受自身经营策略调整、海航集团破产重组以及城投债发行政策收紧等因素影响，近年来中合担保存续担保业务规模持续收缩。截至 2023 年末，中合担保融资担保余额为 267.02 亿元，同比下降 20.40%。2023 年以来，因中合担保主营的城投债担保业务受到城投债发行政策影响，中合担保调整自身经营策略，未来计划控制城投债担保业务规模，在通过业务及风控数字化以提高运营效率的同时，借助股东中国宝武的资源拓展供应链金融创新业务，从而为其带来新的业务和盈利增长点，实现中长期的健康发展，但未来中合担保的整体经营表现需要关注。

中合担保主要从事以服务城投类企业为主的直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据以及公司债等。受城投债发行政策收紧影响，2023 年中合担保新增担保业务规模合计 100.95 亿元，同比下降 9.38%；同时因解保规模较大，截至 2023 年末中合担保直接融资担保余额同比下降 20.99%至 251.68 亿元，在担保余额中的占比为 94.25%，其中城投类业务担保余额为 245.36 亿元，全部为公募债券担保业务。截至 2023 年末，中合担保间接融资担保余额为 12.23 亿元，供应链金融担保业务的开展带动间接融资担保业务笔均规模快速下降，间接融资担保业务在保项目 513 个，在保客户 65 户，户均担保规模为 0.19 亿元。自 2020 年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武及其上下游企业开展以供应链金融为主的新金融业务，同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等创新型担保产品先后落地，并实现线上化运营。2023 年，中合担保全年累计开展新金融业务担保规模为 41.60 亿元，在业务转型方面取得了一定进展，但未来中合担保新金融业务发展速度以及业务转型的整体进展仍需关注。

2023 年，公司以自有资金为其全资子公司中合明智商业保理（天津）有限公司（以下简称“中合保理”）增资 3.00 亿元，中合保理注册资本增加至 3.50 亿元。此外，中合担保推出池保理等创新型保理业务模式，通过担保+保理的组方式高效满足中国宝武产业链上下游中小企业多样化的融资需求，带动保理业务快速发展。截至 2023 年末，中合担保应收保理款账面价值为 9.14 亿元，相当于 2022 年末的 31.03 倍。

表15 中合担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	100.95	111.39	37.84

当期解除担保额	169.38	199.18	240.87
期末担保余额	267.02	335.46	423.25
其中：融资担保余额	263.91	335.46	423.25
直接融资担保余额	251.68	318.54	407.85
间接融资担保余额	12.23	16.91	15.40
融资担保责任余额	213.35	271.66	342.35
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.92	3.68	4.70

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

2023年，中合担保未发生担保代偿，同时追偿工作取得较大进展，全年实现代偿回收金额 1.26 亿元，2023 年末累计代偿回收率同比上升 2.58 个百分点至 35.30%，但仍处于较低水平。整体来看，中合担保的担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、城投行业经营和融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注，同时代偿追偿效果仍需进一步提升。截至 2023 年末，中合担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为 1.24 亿元、2.63 亿元和 0.47 亿元，担保风险准备金合计为 4.34 亿元，同比下降 8.99%；拨备覆盖率为 123.47%，总体来看中合担保风险准备金提取较为充足。

资金运用业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，自 2019 年起除因担保项目追偿产生的抵债资产外，不再新增非标债权及股权类投资项目，资金运用业务逐步以债券投资为主。截至 2023 年末，中合担保投资资产合计 65.18 亿元（含货币资金及定期存款），其中债券投资资产为 48.97 亿元，在投资资产中的占比为 75.13%；持仓债券均为利率债以及 AAA 级央企发行人所发行的债券，相关投资流动性较好，信用风险较为可控。

表16 中合担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	86.09	82.18	83.55
货币资金	0.74	4.83	5.85
应收代偿款	1.13	3.10	8.09
所有者权益合计	73.12	73.97	73.13
营业收入	4.26	4.59	5.91
营业支出	(2.58)	(3.53)	(4.03)
信用减值损失	(1.07)	(2.56)	(5.34)
净利润	1.55	1.05	1.58
净资产收益率	2.11%	1.43%	2.16%
当期担保代偿额	0.00	0.00	5.30
当期担保代偿率	0.00%	0.00%	2.20%
累计担保代偿率	2.83%	3.14%	3.60%
累计代偿回收率	35.30%	32.72%	26.28%

拨备覆盖率	123.47%	153.75%	88.40%
-------	---------	---------	--------

资料来源：中合担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保资产构成以现金类资产和金融投资资产为主，截至 2023 年末资产规模为 86.09 亿元，同比增长 4.76%；其中货币资金和定期存款分别为 0.74 亿元和 3.58 亿元，货币资金包括活期存款和证券交易备付金，不存在使用受限情况。截至 2023 年末，中合担保投资资产（含货币资金及定期存款）在资产总额中的占比为 75.71%。近年来中合担保加大应收代偿款的追偿及计提减值力度，截至 2023 年末应收代位追偿款余额为 13.67 亿元，已计提减值准备 12.55 亿元，账面价值为 1.13 亿元，同比下降 63.63%。截至 2023 年末，中合担保无 II 级资产，I 和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 70.45%和 16.71%，以国债、AAA 级信用债等金融资产为主的 I 级资产占比较高，资产流动性较好。

中合担保负债以担保业务相关准备金及卖出回购金融资产为主，截至 2023 年末负债总额为 12.97 亿元，同比增长 57.97%；其中短期借款为 1.24 亿元，在负债总额中的占比为 9.54%。受担保业务余额持续下降影响，2023 年末中合担保的担保赔偿准备金和未到期责任准备金分别为 2.63 亿元和 1.24 亿元，同比分别下降 3.35%和 28.73%，合计在负债总额中的占比为 29.78%。为提高自有资金运营效率，中合担保开展了一定规模债券回购业务，产生了部分卖出回购金融资产款，2023 年末其余额同比增长 191.34%至 5.86 亿元，在负债总额中的占比为 45.15%。

近年来中合担保所有者权益规模基本保持稳定，截至 2023 年末，中合担保所有者权益合计 73.12 亿元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2023 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数下降至 2.92 倍，未来担保业务发展空间较大。

表17 中合担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
担保业务净收入（已赚保费）	2.52	2.81	3.89
投资收益	2.09	2.12	2.06
公允价值变动损益	(0.59)	(0.60)	(0.09)
汇兑损益	0.03	0.20	(0.07)
其他收益	0.00	0.01	0.00
其他业务收入	0.22	0.05	0.12
营业收入合计	4.26	4.59	5.91

注：2021-2023 年公司投资收益中均包括存款利息收入；其他业务收入主要为咨询服务收入、追偿收入、基金管理业务收入和保理业务收入等，其他收益为政府补助和个税及附加税手续费返还。

资料来源：中合担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保的营业收入主要来源于担保业务收入、存款利息收入、金融投资资产带来的投资收益以及中合保理产生的保理业务收入。2023 年，因担保业务规模收缩，中合担保营业收入同比下降 7.28% 至 4.26 亿元，其中担保业务净收入为 2.52 亿元，同比下降 10.43%，在营业收入中的占比为 59.10%；受投资资产规模压缩、风险偏好收紧等因素影响，投资收益同比下降 1.52% 至 2.09 亿元，主要来自于债券投资；

受益于保理业务的快速发展，其他收入同比大幅增长至0.22亿元，其中保理业务收入为0.13亿元，相当于2022年的10.42倍。近年来中合担保营业支出持续下降，2023年营业支出同比下降26.95%至2.58亿元，其中信用减值损失大幅下降58.00%至1.07亿元，主要系追偿工作取得进展使得应收代位追偿款减值损失大幅下降。2023年，中合担保实现净利润1.55亿元，同比增长47.59%；净资产收益率为2.11%，同比上升0.68个百分点。

外部支持方面，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享和金融通等方面给予中合担保较大力度支持，对其实现业务转型和多元化发展提供了有效帮助。

综上，中合担保股权结构多元且股东实力强，重要股东中国宝武综合实力极强，在公司治理及内部管理等方面给予中合担保较大支持；风险进一步出清，供应链担保业务转型初显成效；资本实力强，资产流动性较好，担保代偿能力很强。同时中证鹏元也关注到，中合担保股权结构的不确定性对其经营战略等方面带来潜在不利影响；担保余额持续下降，担保代偿回收率仍处于较低水平，追偿效果有待加强；受城投债发行政策收紧以及自身经营策略调整等因素影响，目前中合担保主营的城投债担保业务未来规模或将进一步收缩，未来中合担保的整体经营表现需要关注等。

经中证鹏元综合评定，中合担保的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由中合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。

十、结论

近年来萍乡市推动产业转型升级，新兴产业加速发展。作为萍乡市重要的基础设施建设主体之一，近年来公司在基础设施建设、土地一级开发等方面对萍乡市人民政府贡献很大，深度参与了萍乡市的城市建设与经济发展，在资本金注入、资产划转、财政补贴等方面获得萍乡市人民政府的大力支持。截至2023年末，公司拥有较大规模的对代建项目的投入成本与土地使用权资产，结算时间存在不确定性，并且公司非经营性资产规模较大。虽然近年来公司面临较大的短期偿债压力与资金支出压力，但考虑到公司对于萍乡市人民政府非常重要，且萍乡市人民政府对下属企业支持能力很强，并且中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性。

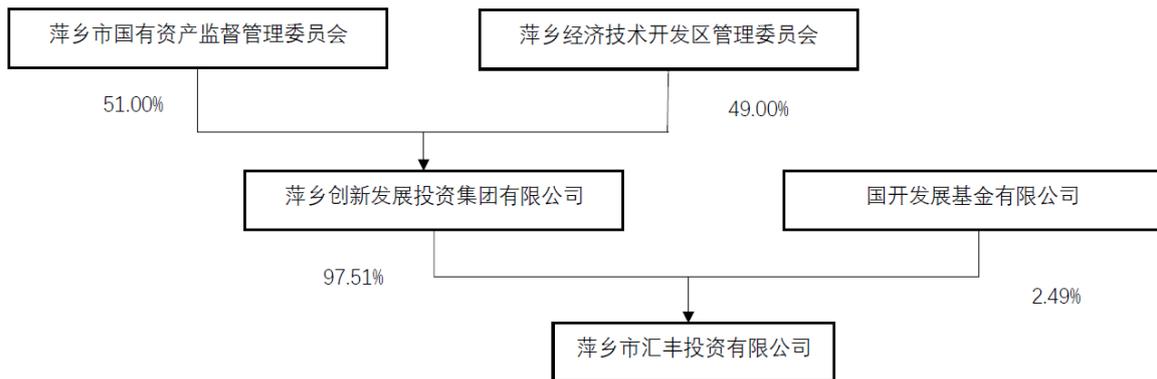
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“17汇丰绿债/PR汇丰债”的信用等级为AAA。

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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	10.09	16.12	5.57	12.14
其他应收款	149.87	158.66	168.64	174.34
存货	262.98	261.11	257.83	239.90
流动资产合计	428.68	443.08	436.07	427.56
固定资产	0.06	0.06	0.06	0.07
非流动资产合计	17.67	17.54	16.18	15.94
资产总计	446.35	460.62	452.25	443.50
短期借款	0.51	0.30	0.89	0.69
应付账款	0.01	0.01	0.08	0.23
其他应付款	66.37	61.08	37.89	27.80
一年内到期的非流动负债	37.81	49.21	33.73	37.56
流动负债合计	108.22	115.25	83.25	78.63
长期借款	91.49	90.22	83.68	87.53
应付债券	8.00	8.00	41.21	36.00
长期应付款	6.50	14.50	14.50	17.20
非流动负债合计	105.99	112.72	139.39	140.73
负债合计	214.21	227.97	222.64	219.36
所有者权益	232.14	232.65	229.61	224.13
营业收入	0.01	12.86	13.62	15.56
营业利润	-0.51	3.66	4.93	5.23
其他收益	0.00	0.68	0.61	0.70
利润总额	-0.51	3.61	4.94	5.23
经营活动产生的现金流量净额	14.40	32.91	11.04	-34.38
投资活动产生的现金流量净额	-0.13	-0.53	-1.05	0.25
筹资活动产生的现金流量净额	-20.26	-19.54	-14.84	34.60
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	10.31%	27.55%	34.87%	27.88%
资产负债率	47.99%	49.49%	49.23%	49.46%
短期债务/总债务	27.06%	31.41%	23.26%	25.09%
现金短期债务比	0.26	0.31	0.13	0.26
EBITDA（亿元）	--	4.52	5.48	5.24
EBITDA 利息保障倍数	--	0.59	0.55	0.51

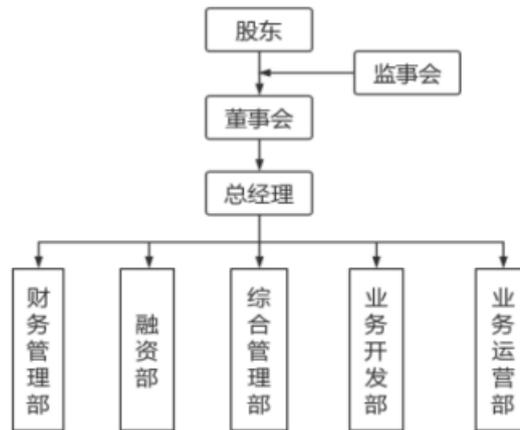
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

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	表决权比例	主营业务
萍乡市汇翔建设发展有限公司	160,015.31	98.59%	100.00%	城市开发建设
萍乡市汇怡建设发展有限公司	1,000.00	100.00%	100.00%	城市开发建设
萍乡市建宇置业有限公司	50,000.00	98.00%	98.00%	房地产开发
萍乡市海新建筑有限公司	12,502.30	100.00%	100.00%	城市开发建设
萍乡市汇辉建筑有限公司	18,008.20	90.00%	90.00%	城市开发建设
萍乡致远私募股权投资基金（有限合伙）	100,000.00	80.00%	80.00%	商务服务业
江西振兴发展汇翔一号投资中心（有限合伙）	300,001.00	42.67%	100.00%	投资

资料来源：公司 2023 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。