

信用等级公告

联合[2019] 503 号

联合资信评估有限公司通过对萍乡市汇丰投资有限公司及其拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定萍乡市汇丰投资有限公司主体长期信用等级为 AA,萍乡市汇丰投资有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一九年三月七日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮编: 100022

<http://www.lhratings.com>

萍乡市汇丰投资有限公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据发行规模：基础发行规模 3 亿元，
发行规模上限 5 亿元

本期中期票据期限：3+2 年（附设第 3 年末公司
调整票面利率选择权和投资者回售选择权）

偿还方式：每年付息，到期还本

发行目的：偿还公司本部及子公司汇翔建设债
务

评级时间：2019 年 3 月 7 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	20.78	22.80	42.63	38.84
资产总额(亿元)	254.14	283.20	330.71	342.63
所有者权益(亿元)	158.73	175.42	189.92	196.67
短期债务(亿元)	18.69	7.83	10.46	0.90
长期债务(亿元)	54.01	80.73	111.86	125.39
全部债务(亿元)	72.70	88.56	122.32	126.28
主营业务收入(亿元)	8.38	8.86	3.73	0.00
利润总额(亿元)	5.10	4.54	5.35	0.90
EBITDA(亿元)	5.10	4.55	5.35	--
经营性净现金流(亿元)	-65.69	-21.68	-23.14	-19.56
主营业务利润率(%)	32.99	32.53	44.70	--
净资产收益率(%)	2.44	1.91	2.15	--
资产负债率(%)	36.04	37.98	42.48	42.50
全部债务资本化比率(%)	31.41	33.55	39.17	39.10
流动比率(%)	629.76	981.49	1086.16	1606.48
经营现金流流动负债比(%)	-174.73	-80.83	-80.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.24	19.47	22.85	--

注：1. 已将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算；2. 公司财务报表采用旧准则，所有者权益不含少数股东权益；3. 2018 年三季度财务数据未经审计。

评级观点

萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“公司”）为萍乡市经济技术开发区唯一的基础设施建设和土地一级开发主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司业务具有的区域垄断优势以及公司在资金及资产注入、财政补助、财政贴息、债务置换等方面得到萍乡市经济技术开发区管理委员会的持续支持。同时，联合资信也关注到，公司土地一级开发收入的实现易受当地土地出让进度及规划等因素影响，预付账款和其他应收款对公司资金占用明显，债务规模快速增长等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

近年来，萍乡市以及萍乡市经济技术开发区经济稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。公司未来可开发储备土地较多；基础设施代建项目的稳步推进以及业务的市场化转型发展，将对公司未来收入及利润水平形成一定支撑。萍乡市以及萍乡经济技术开发区对公司持续的支持也有助于保障公司的整体偿债能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为萍乡市经济技术开发区唯一的基础设施建设投融资主体和土地一级开发主体，业务具有区域垄断优势。
2. 近年来，公司持续获得萍乡市经济技术开发区管理委员会在资金及资产注入、财政贴息、债务置换等方面的支持。
3. 公司经营活动现金流入规模大，对本期中期票据本金保障能力强。

分析师

张建飞 马 颖

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

关注

1. 公司业务收入构成较单一, 土地业务收入的实现易受土地出让进度、市场行情及政府规划等外部因素影响; 部分在建基础设施项目为自建自营模式, 拟建项目均尚未确定建设模式, 未来资金平衡存在不确定性。
2. 公司存货中土地抵押比例高; 预付账款和其他应收款金额较大, 对公司资金占用明显, 公司资产流动性较弱。
3. 近三年公司经营活动现金流始终呈净流出状态, 在建及拟建项目未来投资规模较大, 公司对外部融资依赖较大。
4. 公司委托贷款对象主要为萍乡经开区范围内的小微企业, 小微企业自身抗风险能力相对较弱, 在调结构、降杠杆背景下违约风险进一步增大; 且公司对外委托贷款中已存在一定规模逾期款项; 需关注小微企业违约可能对公司资金安全性带来的风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

萍乡市汇丰投资有限公司 2019年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“公司”）前身为萍乡市汇丰投资开发有限公司，系经萍乡市人民政府《关于组建萍乡市汇丰投资公司的批复案》（萍府发【2002】7号）批准，由江西省安源经济开发区管理委员会全资组建，于2002年1月在萍乡市工商行政管理局注册成立，初始注册资本3000万元。2006年4月29日，根据中共萍乡市委萍办抄字【2006】33号抄告单，江西省安源经济开发区管理委员会更名为江西萍乡经济开发区管理委员会。2010年12月，江西萍乡经济开发区管理委员会更名为萍乡经济技术开发区管理委员会（以下简称“萍乡经开区管委会”）。经多次股权变更，截至2018年9月底，公司注册资本10.39亿元，实收资本10.39亿元，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有公司3.72%股权，萍乡经开区管委会持有公司96.28%股权；公司实际控制人为萍乡经开区管委会。

公司经营范围：城市基础设施项目的投资及开发建设，房地产开发经营，建筑材料批发、零售，工程技术项目咨询及营销策划，园林绿化工程，水利设施项目的投资及建设、担保咨询服务；农村道路基础设施项目的投资及开发建设，土地开发（上述项目中法律法规规定须经审批的，未获审批前不得经营）。

截至2018年9月底，公司内设投融资管理部、工程财务监督部和行政部3个职能部门，下辖融资科、投资科、风险管理科等10个职能科室（见附件1-2）；合并范围包括4家子公司（详见附件1-3），分别为萍乡市汇翔建设发展有限公司（以下简称“汇翔建设”）、萍乡市汇怡建设发展有限公司（以下简称“汇

怡建设”）、江西振兴发展汇翔一号投资中心（有限合伙）（以下简称“汇翔一号”）和萍乡市建宇置业有限公司（以下简称“建宇置业”）。

截至2017年底，公司资产总额330.71亿元，所有者权益189.92亿元，少数股东权益0.33亿元；2017年，公司实现主营业务收入3.73亿元，利润总额5.35亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额342.63亿元，所有者权益196.67亿元，少数股东权益为0.33亿元；2018年1~9月，公司未实现主营业务收入，当期利润总额0.90亿元。

公司注册地址：江西省萍乡经济开发区经贸大厦附3楼；法定代表人：赖瑶。

二、本期中期票据概况

公司于2018年注册中期票据15亿元，本期计划在注册额度内发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模3亿元，发行规模上限5亿元；期限为3+2年，附第3个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期中期票据募集资金全部用于偿还公司本部及子公司汇翔建设有息债务本息。本期中期票据每年付息一次，到期还本。

本期中期票据的票面利率根据集中簿记建档、集中配售结果确定；公司有权决定在本期中期票据存续期的第3个计息年度末调整本期中期票据后2年的票面利率，并在第3个计息年度付息日前的第10个工作日刊登关于是否调整本期中期票据票面利率以及调整幅度的公告，投资者有权选择在本期中期票据的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司；或选择继续持有本期中期票据；投资者选择将持有的本

期中期票据全部或部分回售给公司的，须于公司刊登调整本期中期票据的票面利率公告日期起5个工作日内进行登记，若投资者未做登记，则视为继续持有本期中期票据并接受上述调整。

本期中期票据设置交叉保护条款，触发情形如下：在公司及合并范围内子公司未能清偿到期应付（或宽限期到期后应付【如有】）的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何金融机构贷款（包括：银行贷款、信托贷款、资产管理计划融资、明股实债等），且单独或累计的总金额达到或超过人民币10000万元，或公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的1%，以较低者为准。

如发生“触发情形”所述事项，公司应在2个工作日内予以公告，且应立即启动如下保护机制：

1、书面通知：（1）公司知悉“触发情形”所述事项发生或其合理认为可能构成该触发情形的，应当及时书面通知主承销商；任一本期中期票据持有人有权利通知主承销商。（2）主承销商在收到上述通知后，应当及时书面通知本期中期票据的全体持有人。（3）主承销商通过公司告知以外的途径获悉发生触发情形的，应及时书面通知公司，以便公司做出书面确认和解释或者采取补救措施。

2、救济及豁免机制：（1）主承销商应在知悉（或被合理推断应知悉）公司“触发情形”所述事项发生之日起的15个工作日内召开债务融资工具持有人会议。（2）公司可做出适当解释或提供救济方案，以获得持有人会议决议豁免本期中期票据违反约定。本期中期票据持有人有权对如下处理方案进行表决：无条件豁免违反约定；有条件豁免违反约定，即如果公司采取了以下几项或某项救济方案，并在20日内完成相关法律手续的，则豁免违反约定：①公司对本期中期票据增加担保；②自公告之

日起直至本期中期票据到期之日不得新增发行债务融资工具。

出席持有人会议的本期中期票据持有人所持有的表决权数额达到本期中期票据总表决权的2/3以上，并经过出席会议的本期中期票据持有人所持表决权的3/4以上通过的，上述豁免的决议生效。公司应无条件接受持有人会议作出的上述决议，并于20个工作日内完成相关法律手续。如果出席持有人会议的本期中期票据持有人所持有的表决权数额未达到本期中期票据总表决权的2/3以上，或未经过出席会议的本期中期票据持有人所持表决权的3/4以上通过的，视同未获得豁免：则本期中期票据本息应在持有人会议召开日的次一日立即到期应付。（3）持有人会议决议有条件豁免，但公司未在20个工作日内完成相关法律手续的，则本期中期票据本息在办理法律手续期限届满后次一日立即到期应付。

3、宽限期：（1）同意给予公司在发生“触发情形”所述事项之后的10个工作日（不得超过10个工作日）的宽限期，若发行人在该期限内对“触发情形”所述事项中的债务进行了足额偿还，则不构成公司在本期中期票据项下的违反约定，无需适用“救济及豁免机制”（触发交叉保护条款项下的债券本息如已设置宽限期，则本宽限期天数为0天）。（2）宽限期内不设罚息，按照票面利率继续支付利息。

三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，

山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1-6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1~6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部

门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推动棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年,国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性,这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下,中国将继续实施积极的财政政策,货币政策保持稳健中性、松紧适度,同时深入推进供给侧结构性改革,继续加大对外开放力度,促进经济高质量发展。从三大需求来看,投资或呈稳中趋缓态势,主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险,且在房地产行业宏观调控持续影响下,房地产投资增速或将继续放缓。但是,受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用,基础设施建设投资增速有望回升。居民消费(尤其是升级类消费)有望维持较快增长,主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善,个人所得税新政下半年有望推出,以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓,主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看,2018年下半年中国消费有望维持较快增长,但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落,经济增速或将继续小幅回落,预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设,包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进国民经济及地

区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用,其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者,但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下,地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下,由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热,导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险,国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等,从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发【2014】43号,以下简称“《43号文》”)的颁布,城投公司的融资职能逐渐剥离,仅作为地方政府基础设施建设运营主体,在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下,财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预【2014】351号)对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务,并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后,国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理,弱化了城投企业与地方政府信用关联性,已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性,而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来,地方债务管理改革持续深

化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通

过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目库清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完

善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17

个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

公司位于萍乡市经济技术开发区（以下简称“萍乡经开区”），负责萍乡经开区规划范围内的土地开发整理，承担市政基础设施建设和市政公用项目的投融资等任务，其发展与萍乡市及经开区区域经济的发展紧密相关。

萍乡市概况

萍乡市位于江西省西部，毗邻湖南省，东与宜春、南与吉安相邻、西与湖南醴陵、北与湖南浏阳接壤，紧靠长株潭，对接长珠闽，是江西对外开放的西大门；是江西区域中心城市之一、中国首批内陆开放城市、文明城市、国家卫生城市，是湘赣核心区域和龙头城市。现辖 3 县 3 区，总面积 3802 平方公里，2017 年末常住人口 192.50 万。

根据《萍乡市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2017 年萍乡市实现地区生产总值 1070.50 亿元，比 2016 年增长 8.9%。其中，第一产业增加值 57.46 亿元，增长 4.0%；

第二产业增加值 538.63 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 474.41 亿元，增长 10.8%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 3.0%、51.5%、45.5%。三次产业结构调整为 5.4 : 50.3 : 44.3。

2017 年萍乡市完成固定资产投资 1311.90 亿元，比 2016 年增长 12.8%。分产业看，第一产业投资 29.54 亿元，增长 17.2%；第二产业投资 938.11 亿元，增长 13.6%；第三产业投资 344.25 亿元，增长 10.4%。全年房地产开发投资 52.39 亿元，比 2016 年增长 8.0%；商品房竣工面积 64.67 万平方米，增长 6.9%；商品房销售面积 151.36 万平方米，增长 15.0%；商品房销售额 74.05 亿元，增长 15.1%。

2017 年萍乡市全部工业完成增加值 474.09 亿元，比 2016 年增长 8.4%，占生产总值的比重为 44.3%。其中，规模以上工业增加值增长 8.8%

财政收支方面，2017 年萍乡市全年财政总收入为 146.30 亿元，同比增长 7.80%。公共财政预算收入为 103.00 亿元，下降 1.90%；全市一般公共预算支出预计完成 220 亿元，同比增长 10%。其中市本级财政总收入预计完成 15.67 亿元，同比增长 23.1%；一般公共预算收入预计完成 10.6 亿元，同比增长 6%。市本级政府性基金收入预计完成 14.30 亿元，同比增长 18.7%；其中国有土地使用权出让收入 12.99 亿元，同比增长 19.3%。

根据萍乡统计信息网公布的数据，初步核算，2018 年萍乡市全市完成地区生产总值 1009.05 亿元，按可比价计算，比上年增长 8.7%。分产业看，第一产业增加值 59.36 亿元，比上年增长 3.6%，第二产业增加值 469.27 亿元，比上年增长 8.1%，第三产业增加值 480.42 亿元，比上年增长 10.4%。三次产业结构调整为 5.9:46.5:47.6。城镇居民可支配收入 35763 元，比上年增长 8.0%，农村居民可支配收入 18012 元，比上年增长 8.5%，增幅高于城镇居民可支配收入增幅 0.5 个百分点，城乡收入差距进一步缩小。全市规模以上工业增加值比上

年增长 8.6%; 高新技术产业增加值比上年增长 10.7%, 增幅比规模以上工业增加值增幅高 2.1 个百分点。1-11 月, 全市规模以上工业企业实现主营业务收入 892.4 亿元, 同比增长 9.2%; 规模以上工业企业实现利润总额 90.5 亿元, 同比增长 0.9%。2018 年, 全市固定资产投资比上年增长 10.5%; 分产业看, 第一产业投资下降 33.0%, 第二产业投资增长 11.4%, 第三产业投资增长 13.2%; 基础设施建设快速推进, 基础设施项目投资比上年增长 20.3%, 占全市固定资产投资的 26.8%, 比重比上年提高 2.2 个百分点; 商品房市场保持活跃, 2018 年, 全市房地产开发投资 53.86 亿元, 比上年增长 2.8%; 房屋新开工面积 325.51 万平方米, 比上年增长 106.3%。

财政收支方面, 2018 年, 萍乡市全市实现财政总收入 161.58 亿元, 比上年增长 10.5%。其中, 公共财政预算收入 99.71 亿元, 下降 2.9%。全市税收收入 129.46 亿元, 比上年增长 17.4%, 高于财政总收入增速 6.9 个百分点, 占财政总收入的比重达 80.1%, 比上年提高 4.7 个百分点。全市公共财政预算支出 245.29 亿元, 比上年增长 9.0%。其中, 城乡社区支出 34.2 亿元, 增长 42.1%; 科学技术支出 6.53 亿元, 增长 20.3%; 文化体育与传媒支出 2.62 亿元, 增长 19.0%; 教育支出 38.36 亿元, 增长 16.7%; 医疗卫生与计划生育支出 21.90 亿元, 增长 6.4%。

萍乡经开区概况

萍乡经开区创建于 1993 年, 1995 年经批准成为省级开发区, 2010 年 12 月 30 日经国务院批准为国家级经济技术开发区。建区以来, 萍乡经开区先后获得了“国家级经济技术开发区”、“国家新材料产业化示范基地”、“全国模范劳动关系和谐工业园区”等国家级荣誉。经过二十多年的发展, 基础设施日益完善, 园区水、电、路、气、通讯等“五网”设施实现全覆盖, 初步形成“三轴三心”的城市功能分区, 金融商务区、奥体中心、中环北路、翠湖公园、

碧桂园天玺湾、恒大地产、佳禾文化广场等重大城市基础设施建设正在建成, 区内教育、文化、娱乐、卫生等设施日益完善。工业项目平台承载力日渐提升, 重点打造了电子信息和智能制造、医药食品、新材料三大主导产业, 形成了区域特色鲜明的产业集群, 成为国家重点支持的循环化改造园区。新规划建设了 2000 余亩的新三板产业园和 2000 余亩的周江电子信息智能制造产业园区。拥有省级以上企业技术中心和工程中心 13 家, 国家高新技术企业 35 家, 省级科技型中小企业 16 家, 省级科技协同创新体 4 家, 省级创新团队 1 家, 国家级“星创天地”1 家。

根据萍乡经济技术开发区 2018 年经济工作会议公布的数据, 2017 年, 萍乡经开区全年完成地区生产总值 175.66 亿元, 同比增长 9.3%; 完成固定资产投资 177.17 亿元, 同比增长 13.1%; 完成社会消费品零售总额 40.2 亿元, 同比增长 11.1%; 完成园区工业主营业务收入 660 亿元, 同比增长 16.2%; 园区企业利润总额达到 79.8 亿元, 同比增长 35.37%; 城乡居民人均可支配收入分别达到 34889 元和 17121 元, 同比分别增长 8.5% 和 9%。主要经济指标居全省园区和全市县区前列。

地方财力方面, 根据萍乡经开区财政局提供的数据, 2017 年, 萍乡市经开区地方可控财力为 32.11 亿元, 同比下降 1.89%。其中, 一般预算收入为 15.58 亿元, 同比下降 3.05%; 税收收入受“营改增”政策影响, 同比下降 15.32% 至 10.17 亿元, 占一般预算收入比重为 65.36%。国有土地使用权出让收入 10.20 亿元, 同比增长 0.29%。转移支付和税收返还收入为 6.35 亿元, 同比下降 2.01%。地方政府债务方面, 2017 年底, 萍乡市经开区直接债务余额为 7.54 亿元, 担保债务余额为 16.00 亿元, 全部债务余额为 15.54 亿元 (直接债务余额 + 担保债务余额 * 50%); 政府债务率为 48.40%, 政府债务负担一般。

总体看, 萍乡市及经开区经济稳步增长,

为公司业务开展创造了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年9月底，公司注册资本10.39亿元，萍乡经开区管委会持有公司96.28%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司为萍乡经开区唯一的基础设施建设主体，负责经开区内的土地一级开发和市政、水利基础设施代建，具有区域垄断优势。自成立以来，公司投资建设了玉湖生态区、齐民路、迎宾大道、洪山大道、安源大道、工业大道、横板水库配套工程和萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目等区内重要基础设施工程。

3. 人员素质

截至2018年9月底，公司高级管理人员包括董事长1人、总经理1人、副总经理2人。

公司董事长赖瑶女士，1970年出生，中共党员，本科学历；曾任职于萍乡市湘东区实验小学、萍乡市湘东区财政局、萍乡经济技术开发区人事局，历任公司总经理助理、副总经理、董事；现任公司董事长。

公司总经理姚信海先生，1976年出生，中共党员，本科学历；历任安源经济开发区党群部办公室科员、萍乡经济技术开发区上柳源管理处副书记、萍乡经济技术开发区党群部团区委副书记、萍乡经济技术开发区党政办副主任；现任公司董事、总经理。

截至2018年9月底，公司本部员工总数31人。从学历来看，大学本科及以上学历的占83.87%、专科及以下学历占16.13%；从年龄来看，30岁以下的占51.61%、30~50岁的占48.39%。

总体看，公司高级管理人员具有较长时间的从业经历和丰富的管理经验；员工构成以中

青年为主，文化素质符合业务经营需求。

4. 外部支持

（1）资本金注入与资产划拨

2010年12月，江西萍乡经开区管委会向公司增资0.50亿元。

2012年，根据萍乡经开区管委会签发的《萍乡经济技术开发区管委会办公室抄告单》（萍开管办抄字【2012】85号），将总面积651.71亩的3宗土地资产注入公司，以经评估后的价值入账，全部作为国有资本增加公司的资本公积20.42亿元。

2013年7月，萍乡经开区管委会向公司增资9.00亿元，其中货币资金增资2.00亿元、资本公积转增注册资本7.00亿元。

2014年，萍乡经开区财政局向公司无偿划拨资本金1.10亿元，计入公司“资本公积”科目。

2015年，根据萍开管办纪要【2015】40号会议纪要，公司收到萍乡经开区管委会无偿划拨资本金55.00亿元。

2017年，公司收到萍乡经开区管委会追加的货币投资0.35亿元，计入“资本公积”。

（2）政府财政补贴与债务置换

财政补助

2014年，萍乡经济开发区财政局拨付公司融资补贴收入676.00万元，拨付公司田中项目补贴1.30亿元，拨付公司企业发展基金4749.00万元，拨付的招商引资奖励3.00万元。以上补助均计入公司“补贴收入”科目。

2015年，萍乡经开区财政局拨付公司财政融资补贴收入1.31亿元，拨付的招商引资奖励3.00万元。以上补助均计入公司“补贴收入”科目。

2016年，萍乡经济开发区财政局给予公司320国道项目补助7000.00万元，给予公司县级公路补助资金132.00万元，给予公司特别绩效奖奖励2.00万元。以上补助均计入公司“补贴收入”科目。

2017年,萍乡经济开发区财政局给予公司海绵城市建设项目补贴2.00亿元,计入公司“补贴收入”科目。

债务置换

依据国发【2014】43号、财库[2015]102号文件精神,2015~2017年及2018年1~9月,江西省财政厅分别置换公司银行贷款及债券本金4.15亿元、7.95亿元、10.57亿元和6.00亿元,相应增加公司资本公积。

财政贴息

根据萍开管办抄字【2011】169号、萍开管办抄字【2014】199号、萍开管办抄字【2015】199号等文件,自2014年开始,萍乡经开区财政局每年给予公司财政贴息支持。具体操作中,公司先行支付利息,并同时计入“其他应收款”科目中应收财政局往来款,待收到财政局贴息款后冲减“其他应收款”科目中应收财政局往来款,不在“财务费用”科目中反映。2014~2017年,公司收到财政所拨付贴息规模分别为3.00亿元、2.50亿元、1.38亿元和2.00亿元。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告(银行版,机构信用代码:G1036030100000060H),截至2019年2月27日,公司无未结清不良信贷信息记录;已结清的信贷信息记录中存在3笔关注类贷款记录和3笔欠息记录。对于关注类贷款,关注原因为公司以应收账款为质押物向国家开发银行进行贷款,根据银行相关规定,非土地类抵押物的贷款均列为关注类;根据国家开发银行江西省分行出具的说明,公司并未出现本息拖欠现象;3笔欠息记录中2笔为中国建设银行萍乡分行欠息,已于2009年12月30日结清,1笔为中国农业银行萍乡分行欠息,已于2012年9月26日结清,欠息原因均系银行系统未能及时扣息所致;根据中国建设银行和中国农业银行所出具的欠息说明,公司不存在恶意欠息情况。

截至2017年底,公司存在4笔司法诉讼,均为公司对外借款引起纠纷,借款对象未能及时归还借款本金及利息,公司向法院提起诉讼所形成,上述4笔司法诉讼均已由法院做出调解或裁决,公司已采取机器设备、土地、房产抵押以及借款对象破产重组等保全措施,但涉及金额1.39亿元,回收情况值得关注。

六、管理分析

1. 法人治理结构

为实现国有资产保值增值,公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律、行政法规的规定,制定了公司章程,对公司经营范围、治理结构、财务及会计、解散和清算等方面做出了明确规定。

公司设股东会,行使下列职权:决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会及监事会报告、审议批准公司的年度经营预决算方案、修改公司章程等重大事项。

公司设董事会,董事会由5名董事组成,非职工董事由出资人萍乡经济技术开发区管理委员会委派或更换,职工董事由职工代表大会民主选举或更换。公司设董事长1名,由出资人从董事会成员中指定。董事会负责执行出资人的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度经营预决算等事项。

公司设监事会,监事会设监事3名,非职工监事由出资人委派或更换,职工监事由职工代表大会民主选举或更换。监事会行使对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督,对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的职权。

公司设经理,由董事会聘任或者解聘。经理对董事会负责,行使以下职权:主持公司的生产经营管理工作,组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案,制定公司的具体规章等。

2. 管理水平

公司依据《公司法》《公司章程》及相关法律法规要求，结合公司实际情况和特点，建立和完善了各项管理制度，保障了公司有效的内部控制和稳定运行，有效提升了管理水平。

在“三重一大”决策制度方面，公司制定对重大决策事项、重要人事任免事项、重大项目安排事项和大额度资金运作事项的决策程序。决策程序分为酝酿阶段、决策阶段和执行阶段。在酝酿阶段，决策“三重一大”事项，前期要进行广泛深入的调查研究，充分听取各方面意见；公司领导班子成员可通过适当形式进行酝酿，但不得作出决定或影响集体决策；提请会议决策的“三重一大”事项，需经公司相关分管领导同意后，提前报领导确定。在决策阶段，公司领导班子决策“三重一大”事项，必须有应到会成员的 2/3 以上出席方能召开有关会议；对多个“三重一大”事项，会议应逐一表决；可视情况组织相关人员或服务对象等列席有关会议。在执行阶段，经公司领导班子决策的“三重一大”事项，应由班子成员按职责分工组织实施；遇有职责分工交叉的，应明确一名班子成员牵头；任何公司领导班子成员都不得擅自改变集体决策；要建立健全单位决策督查制度，对“三重一大”事项决策的执行情况进行跟踪督查，并及时向公司领导班子及主要负责人报告。

在财务管理制度方面，公司制定了《现金管理控制制度》《现金集中收付制度》《原始凭证管理制度》和《票据管理制度》等，对现金收取与支付、会计核算及票据管理等方面做出了规定。在现金管理方面，公司的现金管理按照账款分开原则，由专职出纳负责；出纳与会计岗位不能由同一人兼任，出纳也不得兼管现金凭证的填制及稽核工作；现金收支必须坚持收有凭、付有据，堵塞由于现金收支不清、手续不全而出现的一切漏洞。在票据管理方面，公司的支票和印鉴由两人分开保管，实行

票章分离；支票填妥后由印鉴保管者加盖印鉴。

在对外投资管理制度方面，公司制定了对外投资的审批程序。尽调小组负责核实客户提交材料的完整性和真实性，提出受理意见。对符合投资条件的申请正式受理，如对企业上交的资料有质疑，可要求企业补充提交相关材料。如不符合条件或是政策法规的，退回其业务申请；符合受理条件的企业，尽调小组确定 A、B 角两个调查组，负责企业的对外投资业务调查，调查工作主要分为资料审核、实地调查、间接调查，获取申请企业真实、全面的信息；实地调查后，公司召开经理办公会，对每个申请人投资额度的表决，必须有五分之四以上评审会成员通过；公司经理办公会通过，公司总经理签署意见；公司经理办公会通过，报公司董事会审批。

总体看，公司管理比较规范，已建立起法人治理结构和系统的经营管理制度，能够满足公司的日常经营需求。

七、经营分析

1. 经营概况

公司为国家级萍乡经开区唯一的基础设施建设主体，负责经开区内的土地一级开发和市政、水利基础设施代建。

公司主营业务收入来自土地一级开发收入及代建项目收入。受土地一级开发收入波动影响，2015~2017 年，公司主营业务收入波动下降。2017 年公司主营业务收入同比下降 57.95%至 3.73 亿元；其中土地一级开发收入 3.62 亿元，同比下降 58.77%，主要因为当年公司无地块被萍乡经开区管委会回购，土地一级开发收入仅为土地出让收入；代建项目收入 1057.56 万元，同比增长 32.84%，主要受 2017 年完工结算项目同比增长影响。

毛利率方面，2015~2017 年，公司主营业务毛利率波动增长。2017 年公司主营业务毛利

率为 46.31%，同比上升 13.30 个百分点；其中土地一级开发收入毛利率为 44.74%，同比上升 12.33 个百分点，主要受出让地块位置和出让市场行情影响。公司代建项目收入按照代建成

本的 20%计提净收入，毛利率为 100%。

受经开区管委会确认和返还公司收入进度影响，2018 年 1~9 月，公司暂未实现代建项目收入及土地一级开发收入。

表 1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发收入	82097.70	97.93	33.90	87815.49	99.10	32.41	36200.00	97.05	44.74
代建项目收入	1737.36	2.07	100.00	796.14	0.90	100.00	1057.56	2.95	100.00
合计	83835.06	100.00	35.27	88611.63	100.00	33.01	37257.56	100.00	46.31

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

土地一级开发业务

公司土地一级开发业务主要由子公司汇翔建设开展，主要负责经开区范围内拟收储土地的一级开发。经开区土地收购储备中心、经开区财政局与公司签订《土地一级开发合作合同》后，公司对开发区土地进行开发整理，使土地达到可出让条件；所整理土地由经开区土地收购储备中心验收合格后，交经开区国土资源局依法组织招标、拍卖、挂牌出让。

一级开发投入方面，公司与经开区财政局签订《委托付款协议》，公司委托经开区财政局垫付土地一级开发费用，待所开发土地出让并收到返还土地出让地价款后，公司支付经开区财政局全部土地开发费用。因此，前期土地开发投入在没确认成本收入之前不在公司财务报表中反映。经开区财政局在土地出让完毕后 30 日内向公司支付土地一级开发收入，实际执行中土地开发收入一般于年末结算。公司在收到土地出让价款及相关合同、协议后按收入确认原则确认土地一级开发收入，并将经开区财政局垫付的土地一级开发费用归还财政（在现金流量表的“购买商品、接受劳务支付的现金”科目中体现）；同时结转土地一级开

发成本。经开区财政局全额返还公司土地出让地价款。公司土地一级开发利润为国有土地使用权出让金收入减去出让土地开发成本和提取四项保障基金后的净额（具体以三方所签订的土地一级开发合作收益分成确认单为准）。

2015 年，根据萍开管办抄字【2015】85 号文件，公司 238.24 亩国有土地使用权被萍乡经开区管委会回购；2016 年，根据萍开管办抄字【2016】102 号文件，公司 175.27 亩国有土地使用权被萍乡经开区管委会回购。上述地块回购金额分别为 4.44 亿元、4.55 亿元，为地块市价估值加成 20%。公司土地回购金额计入土地一级开发收入。

2015~2017 年，公司土地一级开发业务分别实现收入 8.21 亿元、8.78 亿元和 3.62 亿元，毛利率分别为 33.90%、32.41%和 44.74%。确认收入的土地总面积分别为 544.12 亩（4 宗，含 1 宗回购地块）、498.89 亩（4 宗，含 1 宗回购地块）和 245.49 亩（2 宗）；若剔除回购地块后，公司 2015~2017 年实际出让土地分别为 305.88 亩（3 宗）、323.62 亩（3 宗）和 245.49 亩（2 宗），出让价款分别为 3.77 亿元、4.46 亿元和 4.02 亿元，年均复合增长 3.26%。

表 2 2015~2017 年公司土地一级开发收入情况（单位：亩、万元）

年份	土地编号	宗地位置	土地面积	土地出让/回购价款
2015 年	DJF2015017	开发区兴贤西路以北，朝阳北路以西	86.12	7746.00

	DJF2015032	开发区玉湖路以南，通久路以西	179.07	24593.00
	DJF2015007	开发区中环西路以西，尚贤西路以南	40.69	5350.00
	萍国用（2011）第 99122 号	开发区洪山大道西侧与齐民路北侧	238.24	44408.70
2016 年	萍国用（2011）第 91793 号	开发区迎萍北大道与尚贤路交汇	175.27	45514.51
	DJF2016009	萍实大道以东，宝鼎中路以北	168.65	24735.00
	DJF2016010	春华路以东，宝鼎中路以北	94.58	10215.00
	DJF2016028	兴贤中路以南，紫云路以东	60.39	9647.00
2017 年	DJF2017002	大冲路以西、武功山中大道以北	36.02	7002.00
	DJF2017003	大冲路以西、武功山中大道以北	209.47	33180.00

资料来源：公司提供

注：2015 年公司当年土地出让/回购价款等于当年土地一级开发收入，2016~2017 年受营改增影响，公司土地出让/回购价款为含税金额，与公司当年一级开发收入不完全一致。

经开区未来五年内计划开发土地面积 3237.68 亩，其中工业用地 352.33 亩，商业用地 2885.35 亩，能够为公司土地开发业务提供较充足的土地储备。同时联合资信关注到公司土地一级开发收入的实现易受土地出让进度及市场行情等因素影响；自有土地使用权回购取决于政府规划，不具有连续性；土地收入实现整体存在一定不确定性。

基础设施建设业务

公司是萍乡经开区内实施基础设施工程项目代建的唯一主体，受萍乡经开区管委会委托，负责经开区内市政、水利基础设施项目的建设。公司基础设施建设主要采取代建模式，部分项目采取自建自营或政府采购等方式。

根据江西省安源经济开发区（萍乡经济技术开发区曾用名）管委办抄告单（萍开管办抄字【2002】34 号）文件，同意经开区管委会与公司签订《安源经济开发区基础设施建设项目代建框架合同》，规定经开区内由公司代经开区管委会建设的基础设施项目，相关款项支付事项均按代建框架合同约定办理。根据代建框架合同，经开区范围内的基础设施建设委托公司建设，工程竣工验收后由政府负责支付建设费用。建设费用包括代建项目的代建款、公司应得的投资回报及代建项目应计利息，项目建设费用由经开区财政局从财政中直接支付给公司或者公司所委托的直接施工单位。据目前执行情况，项目投资回报一般为代建项目投资总额的 20%。

在会计核算方面，公司基础设施项目建设

资金投入计入“预付款项”科目，工程竣工结算后由“预付款项”转入“在建工程”，期末收回垫付款项并冲减“在建工程”，同时按垫付款项的 20% 确认收入。2015~2017 年，公司代建项目收入分别为 1737.36 万元、796.14 万元和 1057.56 万元，年均复合下降 21.98%，主要受各年完工结算项目规模影响较大。

截至 2018 年 9 月底，公司前五大在建项目主要为田中生态水库建设项目、中环路项目等，项目总投资为 121.56 亿元，已完成投资 69.99 亿元，尚需投资 51.57 亿元。在建项目中中环路项目、武功山中大道改造工程（320 道路）均采取代建模式；萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目及海绵城市及城市建筑节能建设项目采取自建自营模式；萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）采取政府采购模式。

萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目为“13 汇丰投资债”募投项目，采取自建自营模式建设；项目能直接产生经济效益的部分为湖景接待宾馆、文体娱乐休闲吧、滨湖商业综合体、康体养生中心、青少年红色教育基地及水上乐园；上述部分所有权属公司，公司将采用招商模式，由专业企业或个体进行经营管理，通过租赁的方式获取收入。根据《萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）建设项目可行性研究报告》测算，正常运营情况下，田中湖生态水库综合开发项目年均营业收入为 2.26 亿元。

海绵城市及城市建筑节能建设项目为“17

汇丰绿债/G17 汇丰 1”的募投项目，项目的建设内容主要为海绵城市建设工程（含道路改造、污水管网铺设、雨水管网铺设）、城市地下综合管廊建设、田中湖片区城市节能工程建设等。项目建成后由公司运营，可产生一定经济效益的部分包括中水利用、综合管廊建设、田中湖周边地区建筑节能等；根据项目可行性研究报告预测，项目建成后可实现项目收入 1.58 亿元/年。

萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项

目（一期）纳入江西省住房和城乡建设厅棚户区改造计划；公司与经开区建设局签署政府采购合同，合同约定项目总投资 12.56 亿元，其中资本金 2.56 亿元由经开区建设局投入，其余部分由公司融资投入；项目建设期 2 年，运营期 18 年，建成后约定采购价款为 16.65 亿元，含项目资本金、建设款、融资成本及服务费用（3%）；采购价款纳入经开区财政预算，并于运营期内由经开区财政局逐年拨付公司。

表 3 截至 2018 年 9 月底公司前五大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目模式	总投资	已投资	尚需投资
萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目	自建自营	50.26	36.22	14.04
中环路项目	代建	24.34	19.20	5.14
武功山中大道改造工程（320 道路）	代建	8.44	7.18	1.26
海绵城市及城市建筑节能建设项目	自建自营	25.96	3.99	21.97
萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）	政府采购	12.56	3.40	9.16
合计	--	121.56	69.99	51.57

资料来源：公司提供

表 4 截至 2018 年 9 月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资估算
萍乡经济技术开发区周江智能制造电子信息产业园项目	12.50
萍乡经济技术开发区武功山中大道改造建设工程（二期）	6.50
萍乡经济技术开发区双创产业孵化园项目（二期）	10.28
萍乡经济技术开发区农村人居环境整治项目（一期）	6.56
金融综合体	10.26
合计	46.10

资料来源：公司提供

公司拟建项目总投资额 46.10 亿元，均尚未确定建设模式及签署相关协议，未来资金平衡方式尚不确定。

总体看，公司在建及拟建项目尚需投资规模大，且在建项目建设及投资回收周期较长，部分在建项目为自建自营模式，拟建项目均尚未确定建设模式，未来资金平衡存在不确定性；公司未来面临较大的资金压力。

其他业务

公司其他业务收入主要来自于房租收入、担保收入及资产转让收入等。2015~2017 年，公司其他业务收入分别为 17395.14 万元、398.63 万元和 3325.24 万元，利润分别为 4233.43 万元、358.63 万元和 2627.55 万元。

房租收入主要为公司转租萍乡市汇盛工业投资管理有限公司房屋以及自有房屋对外出租形成的租金收入。2015~2017 年，公司房租收入分别为 4022.94 万元、191.88 万元和 169.76 万元，2016 年公司房租收入同比下降 95.23%，毛利率 79.15%，同比上升 59.14 个百分点。2015 年公司房租收入为公司从萍乡市汇盛工业投资管理有限公司租入经贸大厦、返乡农民工创业就业园等房屋，再转租给江西萍乡经济开发区财政局，故成本较高，毛利率较低；2016~2017 年公司不再从萍乡市汇盛工业投资管理有限公司租入房屋对外转租，房租收入为公司自有房屋对外出租，故收入规模有所下降，但成本较低，毛利率较高。

资产转让收入主要为公司对外转让自有

的部分房产所形成的收入。2015 年公司资产转让收入 1.34 亿元。2016~2017 年无此项收入，该业务不具有可持续性。

担保收入为公司对外提供担保所收取的担保费收入。2015 年公司无担保收入，2016~2017 年公司担保收入分别为 206.76 万元和 2583.02 万元。

3. 未来发展

公司作为萍乡经开区开发建设的实施主体，未来仍将基础设施建设和土地一级开发作为重点业务；同时引入市场化因素，向金融控股、城市运营、产业投资、资产管理等市场化投资业务领域转型；从单纯的公益类基础设施建设投资公司向公益、商业相结合的综合类国有企业转变；通过做实公司业务，增强公司的自我发展能力，形成新的利润增长点。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年前三季度财务数据未经审计。

截至 2018 年 9 月底，公司纳入合并范围子公司共 4 家。2015 年公司合并范围无变化，2016 年通过设立方式新增 2 家子公司，2017 年通过设立方式新增 1 家子公司，2018 年前三季度合并范围无变化。

2016 年 5 月，汇翔一号由公司与国投瑞银资本管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）、深圳市普泰金融配套服务有限公司（以下简称

“普泰金融”）共同出资设立，注册资本 300001.00 万元。其中公司出资 75000.00 万元，持股比例 25%，国投瑞银出资 225000.00 万元，普泰金融出资 1.00 万元。根据投资协议约定，公司作为劣后级合伙人，实际控制汇翔一号，并承担主要风险，故纳入公司合并范围。汇翔一号注册资本规模较大，对公司合并报表财务数据可比性有一定影响。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 330.71 亿元，所有者权益为 189.92 亿元，少数股东权益为 0.33 亿元；2017 年，公司实现主营业务收入 3.73 亿元，利润总额 5.35 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 342.63 亿元，所有者权益为 196.67 亿元，少数股东权益为 0.33 亿元；2018 年 1~9 月，公司未实现主营业务收入，当期利润总额 0.90 亿元。

截至 2017 年底，母公司资产总额 300.58 亿元，所有者权益 189.92 亿元；2017 年，母公司实现主营业务收入 0.11 亿元，利润总额 4.81 亿元。

截至 2018 年 9 月底，母公司资产总额 307.77 亿元，所有者权益 196.67 亿元；2018 年 1~9 月，母公司未实现主营业务收入，当期利润总额 0.90 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 14.07%，2017 年底为 330.71 亿元，同比增长 16.78%，主要来自货币资金和其他应收款的增长。近三年，公司流动资产占比小幅波动，2017 年底为 93.98%，公司资产结构以流动资产为主。

表 5 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项 目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	236.76	93.16	263.23	92.95	310.80	93.98	325.16	94.90
货币资金	16.96	6.67	19.63	6.93	39.52	11.95	36.06	10.53
预付款项	63.51	24.99	69.35	24.49	74.56	22.55	80.26	23.43

其他应收款	57.34	22.56	76.72	27.09	98.33	29.73	112.49	32.83
存货	95.12	37.43	92.26	32.58	93.17	28.17	93.23	27.21
长期投资	14.25	5.61	12.39	4.38	14.37	4.34	14.44	4.21
长期股权投资	8.94	3.52	8.95	3.16	10.99	3.32	10.99	3.21
固定资产	0.04	0.01	0.02	0.01	0.02	0.01	0.71	0.21
无形资产及其他资产	3.10	1.22	7.55	2.67	5.53	1.67	2.32	0.68
资产总额	254.14	100.00	283.20	100.00	330.71	100.00	342.63	100.00

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

注：尾差系四舍五入所致。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 14.57%，2017 年底为 310.80 亿元，同比增长 18.07%，主要来自货币资金及其他应收款的增长。

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 52.65%，2017 年底为 39.52 亿元，同比增长 101.30%，主要因为公司扩大融资规模；公司货币资金主要为银行存款（占比 99.53%），另有其他货币资金 0.18 亿元，为公司购买的农行双利丰通知存款（七天通知存款）及利息，无使用受限情况。

2015~2017 年，公司短期投资持续下降，年均复合下降 9.71%，主要受委托贷款规模下降影响，2017 年底为 3.12 亿元，同比下降 1.80%。公司短期投资主要为委托贷款（3.02 亿元），为以自有资金及“15 汇丰小微债”募集资金向位于萍乡经开区或由管委会同意的其他区域的小微企业提供的委托贷款；2017 年底，公司对部分企业的委托贷款合计 6261.79 万元（其中江西神硅科技有限公司 1767.00 万元、江西彦星投资有限公司 4000.00 万元、萍乡市永朝贸易有限公司 494.79 万元），未能按期偿还，占短期投资余额的 20.10%；公司已采取司法诉讼、土地及房产抵押等保全措施，但回收情况将对公司短期投资安全性有一定影响。此外，公司对外发放委托贷款的资金部分来自“15 汇丰小微债”募集资金，需关注小微企业违约可能对公司资金安全性以及“15 汇丰小微债”偿付带来的风险。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，

年均复合增长 30.95%，主要来自与萍乡经开区财政局等单位的往来款增加。2017 年底，公司其他应收款余额 98.49 亿元，计提坏账准备 0.16 亿元，其他应收款账面价值 98.33 亿元，同比增长 28.16%。公司其他应收款中应收萍乡经开区财政局及其相关部门的款项合计 64.60 亿元，萍乡经开区管委会于 2018 年 6 月出具萍开管【2018】134 号文件，对上述款项还款资金及时间做出了相关安排，计划以 2018~2023 年的土地出让净收益逐年偿还上述款项；其中 2018 年偿还 9.00 亿元，2019~2022 年每年偿还 11.00 亿元，2023 年偿还 11.59 亿元；上述其他应收款回收风险小，但金额较大，对公司资金占用明显。

此外，公司对江西云维飞虎化工有限公司（以下简称“云维飞虎”）委托贷款已于 2016 年逾期；2017 年公司收回部分款项后，与云维飞虎签订《债务和解协议》、《债务结算协议》，将尚未收回本息余额 7183.07 万元延期六年，并每月计息；约定在债权结清之前，云维飞虎及其母公司不得进行分红、抽资或者变卖资产等损害公司权益的行为；公司将该笔款项由“短期投资”转计入“其他应收款”科目。同时，公司其他应收款中应收江西宝瑞能源科技有限公司款项 1400 万元以及应收奉新县人民法院的款项 196 万元，已合计计提坏账准备 1462.96 万元，后续回收风险较大，值得关注。

表 6 2017 年底公司其他应收款前五名情况

欠款单位	金额 (万元)	占比 (%)	性质
萍乡经济技术开发区财政局	630150.26	63.98	往来款等

萍乡市新区建筑安装总公司	141508.37	14.37	往来款等
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	108535.40	11.02	往来款等
江西星海建设有限公司	33200.00	3.37	往来款等
江西萍乡经济开发区田中管理处	12880.00	1.31	往来款等
合计	926274.02	94.05	--

资料来源：公司审计报告

公司预付款项主要为预付的工程款等，2015~2017 年稳步增长，年均复合增长 8.35%，2017 年底为 74.56 亿元，同比增长 7.52%。从账龄看，1 年以内的预付款项占 13.99%，1~2 年的占 12.50%，2~3 年的占 57.91%，3 年以上的占 15.60%，账龄较长。从集中度看，公司预付款项前五名合计占 87.55%，集中度高。

表 7 2017 年底公司预付款项前五名情况

单位名称	金额 (万元)	占比(%)
萍乡市田中生态水库(萍水河田中段防洪工程)项目建设指挥部	359974.06	48.28
萍乡经济技术开发区中环路建设现场指挥部	180523.31	24.21
320 国道提升改造建设指挥部	58655.44	7.87
萍乡市新区建筑安装总公司	33683.49	4.52
萍乡经济技术开发区生物医药—非金属材料产业基地管理办公室	20000.00	2.68
合计	652836.30	87.55

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货基本保持稳定，年均复合下降 1.03%，2017 年底为 93.17 亿元，同比增长 0.99%。公司存货主要为开发成本（91.91 亿元，占 98.65%），开发成本主要为土地使用权 44 宗，取得方式主要为出让和政府作价出资，面积合计 4182.40 亩；其中已用于对外融资抵质押的土地使用权价值为 59.74 亿元，存货受限比率为 64.12%，受限比例高。

长期投资

2015~2017 年，公司长期投资有所波动，分别为 14.25 亿元、12.39 亿元和 14.37 亿元，2016 年下降主要因为 2015 年公司向汇翔公司增资后，长期股权投资的初始投资成本与应享有被投资单位所有者权益份额之间产生股权投资差额 2.61 亿元，2016 年无此合并价差所

致；2017 年增长主要系长期股权投资增加所致。公司长期投资包括长期股权投资（占 76.49%）和长期债权投资（占 23.51%）。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 10.87%，2017 年底为 10.99 亿元，同比增长 22.77%，主要因为增加对江西银行股份有限公司的股权投资所致。

表 8 2017 年底公司长期股权投资单位情况

(单位：万元、%)

被投资单位名称	投资金额	持股比例	本期 现金红利
江西银行股份有限公司	100606.55	5.15	1950.89
江西金融租赁股份有限公司	9000.00	9.00	364.50
萍乡市农村商业银行股份有限公司	278.10	0.28	0.77
合计	109884.65	--	2316.16

资料来源：公司审计报告

公司长期债权投资为投入杭南沪昆客专高铁项目的资金，2015~2017 年波动增长，年均复合增长 12.02%，2017 年底为 3.38 亿元，同比下降 1.80%。根据公司与萍乡经开区管委会签订的《杭南长沪昆客专高铁枢纽工程投资协议》，公司作为投资方，投资总额不超过 20 亿元，每期金额根据项目进度分步投入，最终结算金额依据工程审计报告为准。资金使用期限至项目竣工验收之日起的五年止，不超过六年，每年按照投入资金实际占用时间乘 20% 的收益率确认当期投资收益。2017 年，公司取得长期债权投资收益 0.61 亿元，反映在“投资收益”科目中。

无形资产及其他资产

2015~2017 年，公司其他长期资产波动增长，分别为 3.10 亿元、7.55 亿元和 5.53 亿元，2016 年底其他长期资产大幅增长主要来自一年以上委托贷款增加以及受让萍乡农村商业银行股份有限公司（以下简称“萍乡农商行”）不良资产包。根据萍开党政联抄字【2016】163 号抄告单，公司 2016 年以 3.00 亿元受让萍乡农商行账面余额 4.00 亿元的不良资产包；根据协议约定，2017 年至 2019 年

萍乡农商行将分期回购该不良资产包，年投资回报率为 7.00%。2017 年公司取得投资收益 0.21 亿元，但萍乡农商行未按约定进行回购。2017 年底，公司其他长期资产下降，主要系收回部分一年以上的委托贷款所致。

2018 年 9 月底，公司资产总额 342.63 亿元，较上年底增长 16.78%，主要系其他应收款增长较快所致；资产构成仍以流动资产为主，流动资产占比进一步上升至 94.90%。2018 年 9 月底，公司其他应收款 112.49 亿元，较上年底增长 14.40%，主要因与萍乡经开区财政局及萍乡市新区建筑安装总公司（以下简称“萍乡新区建总”）的往来款增加；其他长期资产 2.32 亿元，较上年底下降 57.97%，主要系萍乡农商行提前收回不良资产包所致。受限资产方面，2018 年 9 月底，公司受限资产规模为 27.34 亿元，主要为土地资产，占当期总资产的 7.98%。

2018 年 9 月底，公司母公司资产合计 307.77 亿元，其中流动资产占 74.87%。2018 年 9 月底，公司母公司流动资产 230.41 亿元，其中货币资金 21.15 亿元、预付款项 55.20 亿元、其他应收款（主要为应收萍乡经开区财政局的往来款等）84.39 亿元、存货（主要为土地资产等）66.59 亿元；公司母公司长期股权投资 74.36 亿元。

总体看，近年来公司资产规模快速增长；资产构成以流动资产为主，但流动资产中存货以土地资产为主，变现能力弱，预付款项和其他应收款规模较大，对公司资金占用明显。公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长 9.38%，主要系资本公积增加所致，2017 年底为 189.92 亿元，同比增长 8.26%。所有者权益构成以实收资本（占 5.47%）、资本公积（占 83.85%）、未分配利润（占 9.51%）为主，所有者权益结构稳定性较好。

2015~2017 年，公司实收资本基本保持稳定，分别为 10.10 亿元、10.39 亿元和 10.39 亿元，2016 年底实收资本增加主要因为当年公司新增收到国开基金增资款 4.35 亿元，根据萍开管办抄字【2016】12 号和萍开管办抄字【2016】40 号抄告单，增加实收资本 0.29 亿元。公司实收资本中萍乡经开区管委会出资 10 亿元，持股比例为 96.28%；国开基金出资 0.39 亿元（其中 2015 年到位 0.10 亿元，2017 年到位 0.29 亿元），持股比例为 3.72%。

2015~2017 年，公司资本公积稳步增长，年均复合增长 9.02%，2017 年底为 159.24 亿元，同比增长 8.10%。其中，2016 年底公司资本公积增长，主要因为江西省财政厅置换公司贷款本金 7.95 亿元，新增收到国开基金增资款计入资本公积 4.06 亿元以及收购萍乡新区建总持有的汇翔公司全部股权，收购价款与应享有汇翔公司净资产差额 1.33 亿元增加资本公积；2017 年底资本公积增长主要因为公司收到萍乡经开区管委会追加投资 0.35 亿元、江西省财政厅置换公司贷款本息 10.57 亿元以及未分配利润转入资本公积 1.01 亿元。

2015~2017 年，公司少数股东权益波动下降，分别为 3.81 亿元、0.23 亿元和 0.33 亿元，2016 年底少数股东权益大幅下降主要因为当年公司收购萍乡新区建总持有的汇翔公司的全部股权所致，2017 年底少数股东权益增加主要系收到中国建筑一局（集团）有限公司（以下简称“中建一局”）对子公司投资款所致。

2018 年 9 月底，公司所有者权益 196.67 亿元，较上年底增长 3.56%，主要系资本公积增加所致；构成方面，仍以实收资本（占 5.28%）、资本公积（占 84.19%）、未分配利润（占 9.40%）为主。2018 年 9 月底，公司少数股东权益 0.33 亿元，较上年底基本保持稳定。

2018 年 9 月底，公司所有者权益中包括国开基金投资款 5.25 亿元，少数股东权益中的中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）投资汇翔公司款项 0.23 亿元，虽计

入公司权益，但均约定了投资期限、退出方式及相应回报，均为“明股实债”性质。

2018年9月底，公司母公司所有者权益合计196.67亿元，主要为实收资本（占5.28%）、资本公积（占84.19%）和未分配利润（占9.40%）。

总体看，近年来，受益于股东增资、吸收外部投资及政府债务置换增加资本公积影响，公司所有者权益持续增长，实收资本和资本公积占比大，所有者权益结构稳定性较好。

负债

2015~2017年，公司负债总额快速增长，年均复合增长23.83%，2017年底为140.47亿元，同比增长30.61%，主要系长期借款和应付债券规模增加所致。从构成上看，近三年公司长期负债占比不断提高，2017年底为79.63%，公司负债结构以长期负债为主。

2015~2017年，公司流动负债波动下降，年均复合下降12.76%，主要得益于一年内到期的长期负债大幅下降，2017年底为28.61亿元，同比增长6.69%，主要来自短期借款、一年内到期的长期负债以及其他流动负债增加。公司流动负债主要由短期借款（占10.48%）、应交税金（占18.63%）、其他应付款（占30.21%）和一年内到期的长期负债（占26.07%）构成。

2015~2017年，公司短期借款波动增长，分别为2.00亿元、1.98亿元和3.00亿元，2017年底公司短期借款全部为信用借款。

公司其他应付款主要为往来款等，2015~2017年波动下降，分别为12.41亿元、12.51亿元和8.64亿元，2017年底下降主要因为归还萍乡新区建总往来款所致。从账龄看，1年以内的其他应付款占47.24%、1~2年的占0.11%、2~3年的占0.04%、3年以上的占52.61%，总体看账龄一般。从应付对象看，2017年底公司其他应付款前五单位的款项合计5.59亿元，占其他应付款总额的64.64%。

表9 2017年底其他应付款欠款前5名
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比	款项性质
萍乡市新区建筑安装总公司	25097.35	29.04	往来款、工程余款、质保金
江西萍乡经济开发区田中管理处	12880.00	14.90	往来款
萍乡市田中生态水库（萍乡河田中段防洪工程）项目建设指挥部	11000.00	12.73	往来款
萍乡市开发区土地储备中心	4894.24	5.66	往来款
江西省美地商贸有限公司	2000.00	2.31	往来款
合计	55871.59	64.64	--

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司一年内到期的长期负债波动下降，分别为16.69亿元、5.85亿元和7.46亿元，主要系一年内到期的长期借款有所波动所致。2017年底，公司一年内到期的长期负债包括一年内到期的长期借款（3.46亿元，主要为保证借款）和一年内到期的应付债券（4.00亿元）。

公司其他流动负债主要为应交财政专户款等，2015~2017年快速增长，分别为0.23亿元、0.23亿元和1.81亿元，2017年底快速增长主要因新增海绵城市建设专项资金（1.18亿元）和新材料产业园综合管廊建设项目专项资金等（0.40亿元）。

2015~2017年，公司长期负债快速增长，年均复合增长43.91%，主要来自长期借款、应付债券和长期应付款增加，2017年底为111.86亿元，同比增长38.55%。公司长期负债由长期借款（占35.99%）、应付债券（占48.28%）和长期应付款（占15.73%）构成。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长45.52%，2017年底为40.26亿元，同比增长98.97%，主要因为保证借款大幅增加。公司长期借款包括保证借款（占50.31%）、质押借款（占4.97%）和抵押借款（占44.72%）。

2015~2017年，公司应付债券快速增长，分别为35.00亿元、38.00亿元和54.00亿元，2016年底应付债券增长主要系公司2016年发行7亿元的“16汇丰投资MTN001”，同时偿还“13汇丰投资债/PR汇丰投”本金2亿元，且有2亿元转入“一年内到期长期负债”所致；

2017 年底应付债券增长主要系公司 2017 年发行“17 汇丰绿债”20 亿元，且有 4 亿元转入“一年内到期的长期负债”所致。

2016~2017 年底，公司长期应付款分别为 22.50 亿元和 17.60 亿元。2016 年 5 月，公司与国投瑞银、普泰金融共同出资设立汇翔一号，注册资本 300001.00 万元，其中国投瑞银出资 22.50 亿元。根据出资协议，公司需在 2024 年 5 月 10 日前回购国投瑞银的全部出资 22.50 亿元，并支付相应“溢价款”，故公司将其列入“长期应付款”科目；2017 年公司回购国投瑞银出资 5 亿元，剩余待回购规模为 17.50 亿元；此外，2017 年公司子公司汇翔建设及汇怡建设与中建一局、萍乡九盛投资管理中心（以下简称“萍乡九盛”）共同出资设立建宇置业，注册资本 5 亿元，其中萍乡九盛认缴 2.90 亿元、中建一局认缴 0.10 亿元；按照协议约定，萍乡九盛投资额由汇翔建设回购，2017 年公司将实际收到的萍乡九盛投资款 0.10 亿元计入“长期应付款”。本报告已将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算。

从有息债务看，2015~2017 年，公司全部债务快速增长，分别为 72.70 亿元、88.56 亿元和 122.32 亿元，主要因为借款规模扩大及发行债券。近三年，公司有息债务结构以长期债务为主，2017 年底长期债务占 91.45%。

表 10 公司债务构成及债务负担情况(单位: 亿元、%)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
短期债务	18.69	7.83	10.46	0.90
长期债务	54.01	80.73	111.86	125.39
全部债务	72.70	88.56	122.32	126.28
资产负债率	36.04	37.98	42.48	42.50
全部债务资本化比率	31.41	33.55	39.17	39.10
长期债务资本化比率	25.39	31.52	37.07	38.93

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从债务指标看，受有息债务规模扩大影响，2015~2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续上升，2017 年底分别为 42.48%、39.17%和

37.07%，整体债务负担尚可。若将少数股东权益中的农发基金投资款（0.23 亿元）以及所有者权益中的国开基金投资款（5.25 亿元）计入有息债务，则 2017 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 43.41%、40.22%和 38.19%。

2018 年 9 月底，公司负债合计 145.63 亿元，较 2017 年底增长 3.67%，主要来自长期借款增长；其中流动负债占 13.90%，长期负债占比 86.10%，公司负债仍以长期负债为主。其中，公司长期借款 56.64 亿元，较上年底增长 40.70%，主要系保证借款和质押借款规模扩大所致。2018 年 9 月底，公司全部债务 126.28 亿元，较 2017 年底增长 3.24%，其中长期债务占 99.29%，公司债务结构仍以长期债务为主。债务到期分布方面，2019 年、2020 年到期规模分别为 15.73 亿元和 23.37 亿元，相较于近几年债务偿付规模，2020 年公司存在一定集中偿付压力。

债务指标方面，2018 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.50%、39.10%和 38.93%。考虑到公司少数股东权益中农发基金投资款（0.23 亿元）和所有者权益中国开基金投资款（5.25 亿元），实为“明股实债”，公司需支付相应投资收益。若将此部分计入公司有息债务，则 2018 年 9 月底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别为 43.41%、40.12%、39.95%，公司实际债务负担高于上述指标显示值。

总体看，近年来，公司债务以长期债务为主，受发行债券、长期借款增长的影响，公司有息债务规模快速增长，整体债务负担尚可；但 2020 年存在一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司主营业务收入年均复合下降 33.34%。2017 年，公司实现主营业务收入 3.73 亿元，同比下降 57.95%，主要因为

土地一级开发收入减少。2015~2017年，公司主营业务成本年均复合下降39.28%；2017年为2.00亿元，同比下降66.30%，降幅大于收入降幅。受此影响，2015~2017年，公司主营业务利润率呈波动增长趋势，2017年为44.70%，同比上升12.17个百分点。

2015~2017年，公司其他业务利润年均复合下降21.22%；2017年，公司其他业务利润为0.26亿元，同比增加0.23亿元，主要系担保费收入增加所致。

公司期间费用主要体现为管理费用和财务费用；2015~2017年，公司期间费用年均复合下降30.93%，2017年为0.10亿元，同比下降57.54%，主要得益于管理费用下降；由于萍乡经开区财政局给予公司贴息支持，近三年公司财务费用规模较小。2015~2017年，公司期间费用占主营业务收入比重逐年上升，2017年为2.66%，同比上升0.02个百分点。

2015~2017年，公司补贴收入年均复合增长23.55%；2017年公司补贴收入为2.00亿元，同比增长180.35%，全部为萍乡经开区财政局的项目补贴等。

2015~2017年，公司投资收益快速增长，年均复合增长47.14%；2017年公司投资收益为1.75亿元，同比增长52.51%，主要为公司短期投资及长期债权投资所取得的投资收益等。

2015~2017年，公司利润总额波动增长，年均复合增长2.43%，2017年为5.35亿元，同比增长17.74%，主要得益于投资收益及补贴收入增长。

表 11 公司盈利情况（亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
主营业务收入	8.38	8.86	3.73
其他业务利润	0.42	0.04	0.26
投资收益	0.81	1.15	1.75
补贴收入	1.31	0.71	2.00
利润总额	5.10	4.54	5.35
主营业务利润率	32.99	32.53	44.70
总资产收益率	1.67	1.38	1.38

净资产收益率	2.44	1.91	2.15
--------	------	------	------

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

从盈利能力指标看，近三年，受权益及债务规模增长影响，公司总资产收益率、净资产收益率均呈波动下降趋势，2017年分别为1.38%、2.15%，总资产收益率较上年持平，净资产收益率同比上升0.24个百分点。

2018年1~9月，公司未实现主营业务收入。公司实现其他业务利润230.12万元，主要来自于房租收入；实现投资收益0.94亿元，主要为短期投资中委托贷款实现的收益等，实现利润总额0.90亿元。

总体看，近年来，公司主营业务收入及利润受土地整理业务影响波动下降；投资收益及财政补贴对利润总额影响大；公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入年均复合增长10.24%；2017年为60.41亿元，同比增长69.70%；其中销售商品、提供劳务收到的现金4.98亿元，受主营业务收入下降影响，同比下降45.30%；收到其他与经营活动有关的现金55.43亿元，同比增长109.25%，主要为收到政府拨付的补贴及与萍乡经开区财政局等的往来款。2015~2017年，公司经营活动现金流出年均复合下降14.91%，2017年为83.55亿元，同比增长45.88%；其中2015年购买商品、接受劳务支付的现金69.39亿元，主要系当年公司招拍挂4块土地，购入土地支付的现金规模较大所致；2016~2017年购买商品、接受劳务支付的现金主要为土地整理及项目代建投入；支付其他与经营活动有关的现金74.43亿元，同比增长68.29%，主要为往来款等。整体看，2015~2017年，公司经营活动现金流均呈净流出状态，2017年为-23.14亿元。收入实现质量方面，2015~2017年，公司现金收入比波动下降，2017年133.75%，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入年均复合增长 33.14%，主要受赎回理财产品本金收到现金影响；2017 年为 10.07 亿元，同比下降 7.44%；其中收回投资所收到的现金 3.87 亿元，同比下降 22.68%，主要系收回银行委托贷款本金减少所致；收到其他与投资活动有关的现金 4.48 亿元，主要为赎回理财产品本金，同比增长 1.15%。2015~2017 年，公司投资活动现金流出年均复合下降 2.12%，2017 年为 13.95 亿元，同比下降 22.80%；其中投资支付的现金 9.47 亿元，同比下降 17.94%，主要为公司 2017 年回购国投瑞银对汇翔一号投资款 5 亿元以及委托贷款、追加投资支出的现金；支付其他与投资活动有关的现金 4.48 亿元，同比下降 31.40%，为购买理财产品支付的现金。2015~2017 年，公司投资活动现金流均呈净流出状态，2017 年为-3.88 亿元。

筹资活动现金流方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入年均复合下降 23.95%，2017 年为 53.93 亿元，同比增长 17.12%；其中 2015 年吸收投资收到的现金 56.13 亿元，主要为当年公司收到萍乡经开区管委会划拨资本的 55 亿元以及国开基金的投资款 0.90 亿元（其中计入实收资本 0.10 亿元，计入资本公积 0.80 亿元）；2016 年吸收投资收到的现金 4.35 亿元，为 2016 年收到的国开基金增资款；2017 年吸收投资收到的现金 0.20 亿元，为当年子公司收到的少数股东追加投资；2016 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金 24.77 亿元，主要为收到国投瑞银对汇翔一号的出资款 22.50 亿元。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出年均复合下降 29.63%，2017 年为 5.02 亿元，同比下降 69.57%；其中偿还债务支付现金 4.53 亿元，同比下降 72.37%。2015~2017 年，公司筹资活动现金流均呈净流入状态，2017 年为 48.91 亿元，受对外借款增加及偿还债务减少影响，同比增长 65.57%。

2018 年 1~9 月，公司经营活动产生的现

金流量净额为-19.56 亿元，主要为往来款项的流入、流出及项目建设投入；投资活动产生的现金流量净额 6.28 亿元，投资活动现金流入为 30.00 亿元，其中收回投资所得到的现金为 6.86 亿元（主要为收回委托贷款本金收到的现金）；投资活动现金流出为 23.72 亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金为 20.40 亿元（主要为购买理财产品支付的现金）；公司筹资活动现金流净额为 9.62 亿元。

表 12 公司现金流情况（亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入额	49.71	35.60	60.41
经营活动现金流出额	115.40	57.28	83.55
经营活动现金流量净额	-65.69	-21.68	-23.14
投资活动现金流入额	-8.88	-7.19	-3.88
筹资活动现金流量净额	83.10	29.54	48.91
现金收入比	134.30	102.81	133.75

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

注：部分数据差异系由数据四舍五入造成。

总体看，近年来，公司经营及投资活动现金流均呈净流出状态；内生现金流无法满足项目建设投入、资金拆借及委托贷款等需要，公司现金流对外部融资依赖较大。

6. 偿债能力

短期偿债指标方面，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率均呈增长趋势，2017 年底分别为 1086.16%和 760.56%，同比分别上升 104.67 个、123.06 个百分点。2018 年 9 月底，公司流动比率、速动比率分别为 1606.48%、1145.85%，较 2017 年底大幅上升。2015~2017 年，公司经营活动现金流均呈净流出状态，对流动负债不具备保障能力。2015~2017 年，公司现金类资产逐年增长，2017 年底，公司现金类资产 42.63 亿元，相当于短期债务的 4.08 倍；2018 年 9 月底，公司现金类资产为 38.84 亿元，相当于短期债务的 43.40 倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2015~2017 年，公司 EBITDA 呈波动增长趋势，2017 年为 5.35 亿元；

全部债务/EBITDA倍数不断增长，2017年为22.85倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力弱。但考虑到公司作为萍乡经开区唯一的基础设施工程建设及土地一级开发主体，能够获得萍乡经开区管委会持续稳定的支持，公司整体偿债能力很强。

截至2018年9月底，公司对外担保余额8.55亿元，其中对江西汇恒置业有限公司担保余额5.75亿元、对萍乡市汇盛工业投资管理有限公司担保2.80亿元，担保比率为4.34%。江西汇恒置业有限公司和萍乡市汇盛工业投资管理有限公司均为萍乡经开区管委会独资企业；整体看，公司或有负债风险较低。

截至2018年9月底，公司获得授信额度153.10亿元，尚未使用的额度为93.69亿元，公司间接融资渠道通畅。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

本期中期票据基础发行规模3.00亿元，发行规模上限5.00亿元，以发行规模上限计算(下同)，分别相当于2018年9月底公司长期债务和全部债务的3.99%和3.96%，对公司现有债务的影响不大。

2018年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为42.50%、39.10%和38.93%，以2018年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至43.33%、40.03%和39.87%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还公司本部及子公司汇翔建设有息债务本息，公司实际债务负担指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为49.71亿元、35.60亿元和60.41

亿元，分别为本期中期票据发行规模上限的9.94倍、7.12倍、12.08倍，经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强；同期，公司经营性净现金流均为负数，对本期中期票据无保障能力；公司EBITDA分别为5.10亿元、4.55亿元和5.35亿元，分别为本期中期票据发行规模上限的1.02倍、0.91倍和1.07倍，EBITDA对本期中期票据的保障能力一般。

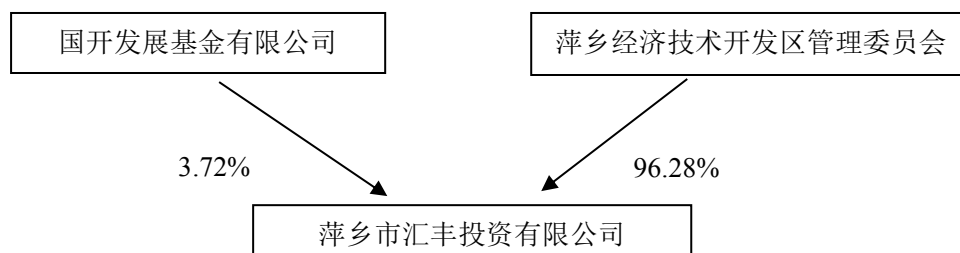
总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

十、结论

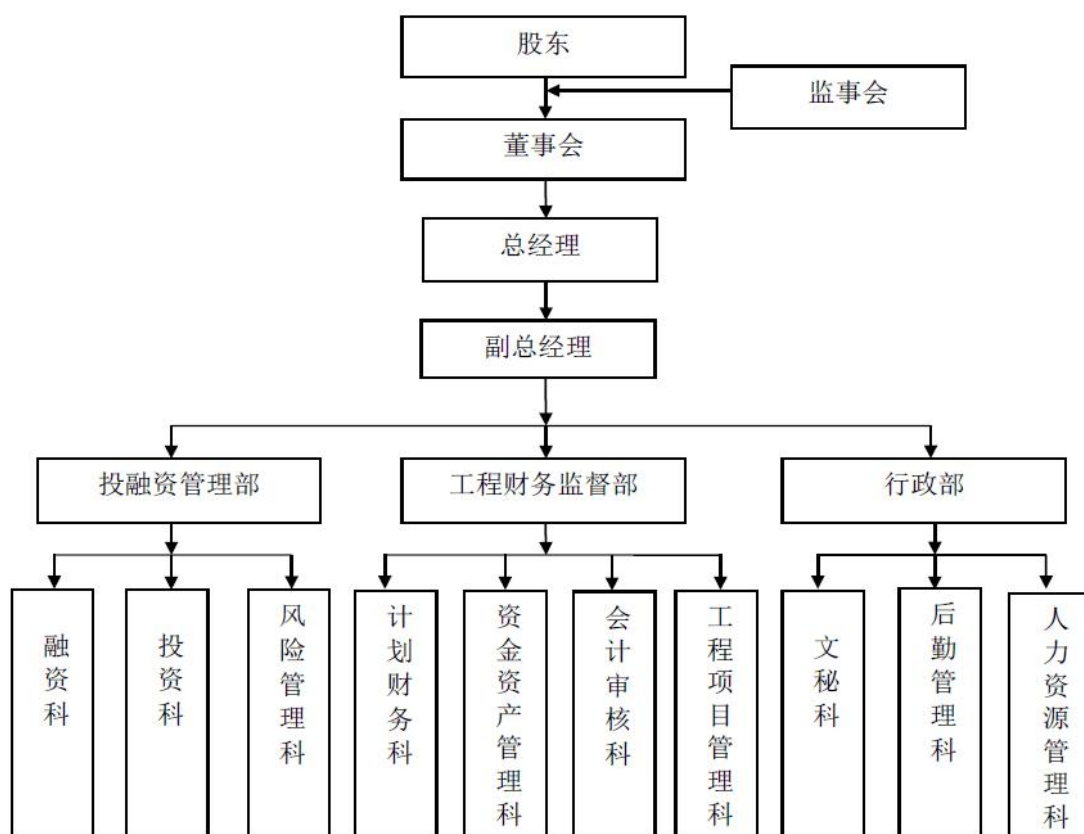
公司为萍乡市经济技术开发区唯一的基础设施建设投融资主体和土地一级开发主体，业务具有垄断优势；近年来，萍乡市及萍乡市经济技术开发区经济稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境；公司获得萍乡市经济技术开发区管委会在资金和资产注入、财政补助、财政贴息、债务置换等方面的持续支持。公司资产规模快速增长，债务负担尚可；考虑公司在区域内的业务地位以及萍乡经开区管委会持续稳定的支持，公司整体偿债能力很强。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。综合评估，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 9 月底公司下属子公司情况

序号	子公司名称	经营范围	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	萍乡市汇翔建设发展有限公司	城市（城乡）综合开发，城市（城乡）基础设施和市政配套设施的投资、建设及运营，产业招商服务，园区投资开发和综合开发运营服务，物业管理，企业和资产托管及相关产业投资，国内贸易	49.71	100.00
2	萍乡市汇怡建设发展有限公司	城市（城乡）综合开发，城市（城乡）基础设施和市政配套设施的建设与运营，建筑材料批发零售，国内贸易	100.00	100.00
3	江西振兴发展汇翔一号投资中心（有限合伙）	投资管理	25.00	100.00
4	萍乡市建宇置业有限公司	房地产开发经营，自建商品房及配套设施销售、出租及管理服务，房地产信息咨询，物业管理，劳务服务，城市（城乡）综合开发；城市（城乡）基础设施和市政配套设施建设与运营服务，产业招商服务，园区投资开发和综合开发运营服务，国内贸易。	40.00	98.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.78	22.80	42.63	38.84
资产总额（亿元）	254.14	283.20	330.71	342.63
所有者权益（亿元）	158.73	175.42	189.92	196.67
短期债务（亿元）	18.69	7.83	10.46	0.90
长期债务（亿元）	54.01	80.73	111.86	125.39
全部债务（亿元）	72.70	88.56	122.32	126.28
主营业务收入（亿元）	8.38	8.86	3.73	0.00
利润总额（亿元）	5.10	4.54	5.35	0.90
EBITDA（亿元）	5.10	4.55	5.35	--
经营性净现金流（亿元）	-65.69	-21.68	-23.14	-19.56
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.89	--	--	--
存货周转次数（次）	0.06	0.06	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.01	--
现金收入比（%）	134.30	102.81	133.75	--
主营业务利润率（%）	32.99	32.53	44.70	--
总资本收益率（%）	1.67	1.38	1.38	--
净资产收益率（%）	2.44	1.91	2.15	--
长期债务资本化比率（%）	25.39	31.52	37.07	38.93
全部债务资本化比率（%）	31.41	33.55	39.17	39.10
资产负债率（%）	36.04	37.98	42.48	42.50
流动比率（%）	629.76	981.49	1086.16	1606.48
速动比率（%）	376.74	637.49	760.56	1145.85
经营现金流动负债比（%）	-174.73	-80.83	-80.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.24	19.47	22.85	--

注：1. 已将长期应付款中有息部分调整至长期债务及全部债务；2. 2018 年三季度财务数据未经审计；3. 公司财务报表采用旧准则，所有者权益不含少数股东权益。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 4-1 主体信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含义
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 萍乡市汇丰投资有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

萍乡市汇丰投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

萍乡市汇丰投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对萍乡市汇丰投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，萍乡市汇丰投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注萍乡市汇丰投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现萍乡市汇丰投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对萍乡市汇丰投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如萍乡市汇丰投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对萍乡市汇丰投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与萍乡市汇丰投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。