信用等级公告

联合[2018] 1903 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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持萍乡市汇丰投资有限公司主体长期信用等级为AA，“15汇丰投资MTN001”、“16汇丰投资MTN001”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

二零一八年七月二十三日

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跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
15 汇丰投资 MTN001	8 亿元	2020/11/9	AA	AA
16 汇丰投资 MTN001	7 亿元	2021/4/15	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.78	22.80	42.63	46.83
资产总额(亿元)	254.14	283.20	330.71	340.65
所有者权益(亿元)	158.73	175.42	189.92	189.99
短期债务(亿元)	18.69	7.83	10.46	5.37
长期债务(亿元)	54.01	80.73	111.86	124.17
全部债务(亿元)	72.70	88.56	122.32	129.54
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	0.08
EBITDA(亿元)	5.10	4.55	5.35	--
经营性净现金流(亿元)	-65.69	-21.68	-23.14	-4.04
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	44.13
全部债务资本化比率(%)	31.41	33.55	39.17	40.54
流动比率(%)	629.76	981.49	1086.16	1230.30
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 1 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。

分析师

张建飞　陈 楠

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

评级观点

萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“公司”）是萍乡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，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跟踪期内公司业务保持区域垄断优势，在资金注入、政府补助、财政贴息、债务置换等方面得到萍乡经济技术开发区管委会的持续支持。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外部因素影响，预付账款和其他应收款对公司资金占用严重，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。

跟踪期内，萍乡市以及萍乡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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“15汇丰投资MTN001”和“16汇丰投资MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为萍乡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. 跟踪期内，公司持续获得萍乡经济技术开发区管委会在资金注入、政府补助、财政贴息、债务置换等方面的支持。
3. 2017 年，公司经营活动现金流入规模大，对存续债券本金保障能力强。

关注

1. 2017 年，萍乡经济技术开发区一般预算收入及地方可控财力下降。
2. 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。
3. 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，对公司资金占用严重，公司资产流动性较弱。
4. 跟踪期内，公司继续通过外部融资补充经营及投资活动的资金需求，整体债务规模快速增长。
5. 跟踪期内，公司经营活动现金流呈净流出状态，且缺口同比扩大。在建及拟建项目周期长，未来投资规模较大，公司对外部融资依赖仍较大。
6. 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。此外，公司购买的银行不良资产包相关银行并未按照约定进行回购，或将对公司资金流动性造成影响。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“公司”）及其存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司实际控制人及经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 10.39 亿元，萍乡经开区管委会持有公司 96.28%股权，国开发展基金有限公司持有公司 3.72%股权；萍乡经开区管委会为公司的实际控制人。

截至 2018 年 3 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）；合并范围子公司 4 家，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 3 月底，公司资产总额 340.65 亿元，所有者权益 189.99 亿元，少数股东权益 0.33 亿元；2018 年 1~3 月公司未实现主营业务收入，当期利润总额 0.08 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。

三、存续债券与募集资金使用情况

截至跟踪评级报告出具日，公司经联合资信评级的存续债券包括“15 汇丰投资 MTN001”及“16 汇丰投资 MTN001”，债券余额合计 15 亿元；存续债券分别于 2015 年 11 月及 2016 年 4 月发行，期限均为 5 年，每年付息一次，到期一次还本。

表 1　跟踪评级债券概况

债券简称	债券余额	起息日	债券期限
15 汇丰投资 MTN001	8 亿元	2015/11/9	5 年
16 汇丰投资 MTN001	7 亿元	2016/4/15	5 年

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，存续债券均已按时支付当期利息。存续债券募集资金合计 15 亿元，全部用于偿还金融机构借款；目前，募集资金已使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，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）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防

范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出

口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 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 2　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管理库集中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

资源来源：联合资信综合整理。

（3）行业展望

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

根据《萍乡市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2017 年萍乡市实现地方生产总值 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%。

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。

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，萍乡经开区全年地区生产总值完成 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，跟踪期内萍乡市及经开区经济稳步增长，经开区一般预算收入和地方可控财力略有下降，政府债务负担一般。

六、基础素质分析

公司是萍乡经开区唯一的基础设施工程建设及投融资主体，负责经开区内的土地一级开发和市政、水利基础设施代建，业务开展具有垄断优势。跟踪期内，公司在资金注入、政府补助、债务置换和财政贴息等方面继续获得萍乡市经开区的支持。

资金注入

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”。

政府补助

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，2017 年，江西省财政厅置换公司贷款本息 10.57 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。2017年，公司收到财政所拨付贴息2.00亿元。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，统一社会信用代码：91360301733930934P），截至2018年5月7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。跟踪期内，公司新增1笔已结清的关注类贷款记录，列入关注类贷款的原因为该笔贷款未使用足额资产抵押；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。

七、管理分析

跟踪期内，公司对部分董、监事人员进行了调整；公司的主要管理人员、管理体制、管理制度等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是萍乡经开区唯一的基础设施投融资主体，负责经开区内的土地一级开发和市政、水利基础设施代建业务。

跟踪期内，公司主营业务收入仍为土地一级开发收入及代建项目收入。2017 年，公司主营业务收入受土地一级开发收入下降影响，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 年完工结算项目规模较大影响。

毛利率方面，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，毛利率仍为 100%。

2018 年 1~3 月，公司暂未实现代建项目收

入及土地一级开发收入，无主营业务收入。

表 3　公司主营业务收入构成及毛利率情况

项目	2016 年			2017 年		
	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
土地一级开发收入	87815.49	99.10	32.41	36200.00	97.05	44.74
代建项目收入	796.14	0.90	100.00	1057.56	2.95	100.00
合计	**88611.63**	**100.00**	**33.01**	**37257.56**	**100.00**	**46.31**

资料来源：公司提供

2. 业务运营分析

（1）土地一级开发业务

跟踪期内，公司土地一级开发业务模式未发生变化。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）。

2016 年，公司出让土地面积为 323.62 亩；同时根据萍开管办抄字【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；地块回购金额为地块市价估值加成 20%，上述地块回购金额为 4.55 亿元，计入土地一级开发收入。2017 年，公司无地块被萍乡经开区管委会回购；当年实现土地一级开发收入 3.62 亿元，同比下降 58.77%，全部为土地出让收入。

表 4　2016~2017 年公司土地一级开发收入情况

年份	土地编号	宗地位置	土地面积（亩）	土地出让/回购价款(万元)
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：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。

（2）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。

跟踪期内，公司项目代建模式未发生变化。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，经开区管委会委托公司进行经开区范围内的基础设施建设，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。根据目前执行情况，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。2016~2017年，公司代建项目收入分别为796.14万元和1057.56万元；2017年同比增长32.84%，主要受当年完工结算项目规模较大影响。

截至2018年3月底，公司前五大在建项目主要为田中生态水库建设项目、城市基础设施建设项目等，项目总投资为121.56亿元，已完成投资63.26亿元，尚需投资58.30亿元。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

（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 5　截至 2018 年 3 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	36.00	14.26
中环路项目	代建	24.34	18.05	6.29
武功山中达到改造工程（320 道路）	代建	8.44	5.87	2.57
海绵城市及城市建筑节能建设项目	自建自营	25.96	2.72	23.24
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	0.63	11.93
合计	--	**121.56**	**63.26**	**58.30**

资料来源：公司提供

表 6　截至 2018 年 3 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 2018 年棚户区改造建设项目	18.00
萍乡经济技术开发区海绵城市建设项目（一期）	9.43
萍乡经济技术开发区双创产业孵化园项目	7.28
金融综合体	10.26
萍乡经济技术开发区翠湖公园提升改造及周边基础设施建设项目	6.78
合计	**64.25**

资料来源：公司提供

公司拟建项目总投资额 64.25 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，跟踪期内，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大；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；公司未来面临的资金压力较大。

（3）其他业务

公司其他业务收入主要来自于房租收入、担保费收入和资产转让收入等。2017 年，公司实现其他业务收入 3325.24 万元，利润 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，2017 年为 169.76 万元。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，2017 年该业务收入为 572.47 万元。担保收入为公司对外提供担保所收取的担保费收入，2017 年公司担保收入为 2583.02 万元。

2018 年 1~3 月，公司其他业务收入为 57.02 万元，均来自于房租收入，其他业务利润 49.02 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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年度财务报表，中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2018 年 1 季度财务数据未经审计。公司财务报表采用旧准则编制。

截至 2017 年底，公司拥有合并范围子公

司 4 家；跟踪期内，公司新增纳入合并范围子公司 1 家；2018 年 1~3 月，公司合并范围未发生变化；合并范围变动对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产总额为 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 3 月底，公司资产总额为 340.65 亿元，所有者权益为 189.99 亿元，少数股东权益为 0.33 亿元；2018 年 1~3 月公司未实现主营业务收入，当期利润总额 0.08 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额为 330.71 亿元，同比增长 16.78%，主要来自于货币资金、其他应收款及预付账款的增长；其中流动资产占比 93.98%。

表 7 2016~2018 年 3 月底公司主要资产构成

科 目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**263.23**	**92.95**	**310.80**	**93.98**	**321.96**	**94.51**
货币资金	19.63	6.93	39.52	11.95	43.52	12.78
其他应收款	76.72	27.09	98.33	29.73	105.16	30.87
预付款项	69.35	24.49	74.56	22.55	75.57	22.18
存货	92.26	32.58	93.17	28.17	92.29	27.09
长期投资	**12.39**	**4.38**	**14.37**	**4.34**	**14.43**	**4.24**
无形资产及其他资产	**7.55**	**2.67**	**5.53**	**1.67**	**3.72**	**1.09**
固定资产	**0.02**	**0.01**	**0.02**	**0.01**	**0.54**	**0.16**
资产合计	**283.20**	**100.00**	**330.71**	**100.00**	**340.65**	**100.00**

资料来源：公司审计报告和财务报告，联合资信整理。

注：因四舍五入，分项与合计数不完全一致。

流动资产

2017 年底，公司流动资产为 310.80 亿元，同比增长 11.18%，主要来自货币资金和其他应收款的增长。

2017 年底，公司货币资金为 39.52 亿元，同比增长 101.30%，主要是因为 2017 年 9 月公司发行“17 汇丰绿债”20 亿元，募集资金尚未使用完毕；公司货币资金主要为银行存款（占比 99.52%），无使用受限情况。

2017 年底，公司短期投资余额 3.12 亿元，同比下降 1.80%，主要为公司通过银行发放的委托贷款 3.02 亿元。公司与江西银行合作，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城的小微企业提供委托贷款，贷款年利率一般在 10%-12%，贷款期限分布在 2 个月至 3 年不等，利息按月收取；多采取担保、抵质押等风险防范措施。2017 年底，公司对江西神硅科技有限公司的委托贷款 1767.00 万元，对江西彦星投资有限公司的委托贷款 4000.00 万元，对萍乡市永朝贸易有限公司的委托贷款 494.79 万元，合计 6261.79 万元，已超过约定偿还期限，未能按期偿还，占短期投资余额的 20.73%；公司已采取司法诉讼、土地及房产抵押等保全措施，但涉及金额较大，回收情况将对公司短期投资安全性有一定影响。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，且已出现部分逾期情况；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”偿付可能带来的风险。

2017 年底，公司其他应收款总额为 98.49

亿元，计提坏账准备 0.16 亿元，余额为 98.33 亿元，同比增长 28.16%，主要为应收萍乡经开区财政局和萍乡市新区建筑安装总公司等的往来款项。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的 94.05%，集中度较高。公司其他应收款中应收萍乡市经济开发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 月出具了萍开管【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；公司对上述其他应收款整体回收有一定保障，但金额较大，回收完成之前对公司资金占用明显。除上述单位外，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，以 7183.07 万元为本金每月计息；并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。此外，公司其他应收款中应收江西宝瑞能源科技有限公司的借款 1400 万元以及应收奉新县人民法院的款项 196 万元，公司已计提坏账准备合计 1462.96 万元，后续回收风险较大，值得关注。

表 8　2017 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况

欠款单位	金额（万元）	占比（%）	账龄
萍乡经济技术开发区财政局	630150.26	63.98	1 年以内、1-2 年、3 年以上
江西星海建设有限公司	33200.00	3.37	4~5 年
萍乡市新区建筑安装总公司	141508.37	14.37	1 年以内
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	108535.40	11.02	1 年以内
江西萍乡经济开发区田中管理处	12880.00	1.31	4~5 年
合计	**926274.02**	**94.05**	--

资料来源：公司审计报表

2017 年底，公司预付账款 74.56 亿元，同比增长 7.52%，主要为预付工程款等。其中 1 年以内占 13.99%，1-2 年占 12.50%，2-3 年占 57.91%，3 年以上占 15.60%，综合账龄较长。2017 年底公司预付账款前五名合计占比 87.55%，主要为预付萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目建设指挥部款项，集中度高。

2017 年底，公司存货 93.17 亿元，其中开发成本 91.19 亿元，主要为土地资产 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

2017 年底，公司长期投资净额为 14.37 亿元，同比增长 15.95%，主要系长期股权投资增长所致；其中长期股权投资占比 76.48%，长期债权投资占比 23.52%。2017 年底，公司长期股权投资 10.99 亿元，同比增长 22.77%，主要是因为增加收购江西银行股份有限公司股权投资 2.04 亿元；2017 年底，公司长期股权投资对象包括江西银行股份有限公司（持股 5.15%）、江西金融租赁股份有限公司（持股 9.00%）和萍乡市农村商业银行股份有限公司（持股 0.28%）；公司长期股权投资以布局金融行业，增加盈利手段为目的，目前仅是作为财务出资者，并未参与被投资企业的管理经营；2017 年公司取得各股权投资对象现金分红合计 0.23 亿元；2018 年 6 月，江西银行股份有限公司于港交所主板上市，预计能为公司带来较可观的投资收益，公司股权投资变现能力得到增强。2017 年底，公司长期债权投资为 3.38 亿元，同比下降 1.80%，主要为对杭南沪昆客专高铁枢纽工程项目的投资。根据公司与萍乡市经济技术开发区管理委员会签订的《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

2017 年底，公司其他长期资产 5.53 亿元，同比下降 26.75%，主要因为收回一年以上的委托贷款；其他长期资产余额包括一年以上委托贷款 2.53 亿元和萍乡农村商业银行股份有限公司不良资产包 3.00 亿元；根据萍开党政联抄字【2016】163 号抄告单，公司 2016 年以 3.00 亿元受让萍乡农村商业银行股份有限公司账面余额 4.00 亿元的不良资产包；根据协议约定，2017 年至 2019 年萍乡农村商业银行股份有限公司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，但萍乡农村商业银行股份有限公司并未按照约定进行回购。

2018 年 3 月底，公司资产总额为 340.65 亿元，较 2017 年底增长 3.01%，主要来自于货币资金和其他应收款的增长；其中流动资产占 94.51%，较 2017 年底变动较小。受限资产规模为 66.39 亿元，主要为土地资产，占当期总资产的 19.49%，对公司资产流动及后续融资造成一定影响。

总体看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，资产规模快速增长；存货中土地抵押比例高，预付账款和其他应收款金额较大，对公司资金占用严重，公司资产流动性较弱；此外，公司委托贷款逾期规模较大，存在一定回收风险，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益为 189.92 亿元，同比增长 8.26%，主要来自资本公积的增长。

2017 年底，公司实收资本为 10.39 亿元，同比保持稳定。公司资本公积为 159.24 亿元，同比增长 8.10%，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 亿元以及公司未分配利润转增资本公积 1.01 亿元。2017 年底，公司少数股东权益为 0.33 亿元，同比增长 44.44%，主要系收到中建一局对子公司投资款。

2018 年 3 月底，公司所有者权益为 189.99 亿元，较 2017 年底基本保持稳定；少数股东权益为 0.33 亿元，较 2017 年底无变动。公司所有者权益中国开基金投资款 5.25 亿元，少数股东权益中农发基金投资汇翔公司款项 0.23 亿元，均为约定了投资期限、退出方式[1]及相应回报的“明股实债”。

总体看，跟踪期内，受益于股东增资、吸收外部投资及债务置换增加资本公积，公司所有者权益快速增长，实收资本和资本公积占比大；但国开基金及农发基金投资款未来到期退出情况可能对公司所有者权益稳定性造成一定影响。

负债

2017 年底，公司负债总额 140.47 亿元，同比增长 30.61%，主要来自长期借款以及应付债券的增长。其中，流动负债占 20.36%，长期负债占 79.64%，公司负债以长期负债为主。

2017 年底，公司流动负债 28.61 亿元，同比增长 6.69%，主要来自短期借款及一年内到期的长期负债的增长。公司短期借款 3.00 亿元，同比增长 51.67%，全部为信用借款。公司其他应付款 8.64 亿元，主要为往来款，同比下降 30.93%，主要系归还萍乡市新区建筑安装总公司往来款所致。公司一年内到期的长期负债 7.46 亿元，同比增长 27.54%，包括一年内到期的长期借款 3.46 亿元（主要为保证借款），一

[1]退出方式包括萍乡市经济开发区管委会回购股权、减资或市场化股权转让等。

年内到期的应付债券 4.00 亿元。公司长期负债 111.86 亿元，同比增长 38.55%，主要来自长期借款及应付债券的增长；其中长期借款占 35.99%，应付债券占 48.27%，长期应付款占 15.73%。公司长期借款 40.26 亿元，同比增长 98.97%；其中保证借款占 50.30%，抵押借款占 44.71%。公司应付债券余额 54.00 亿元，同比增加 16 亿元，主要因为公司 2017 年发行“17 汇丰绿债”20 亿元，且有 4 亿元转入“一年内到期长期负债”；2019~2021 年应付债券将分别到期 11 亿元、16 亿元、13 亿元。

2017 年底，公司长期应付款 17.60 亿元，同比减少 4.90 亿元；2016 年 5 月，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”）共同出资设立汇翔一号，注册资本 300001.00 万元，其中公司出资 75000.00 万元，国投瑞银出资 225000.00 万元，普泰金融出资 1.00 万元。根据出资协议，公司需在 2024 年 5 月 10 日前受让国投瑞银资本管理有限公司的全部出资 22.50 亿元，并支付相应“溢价款”，故将其列入“长期应付款”科目；2017 年公司受让国投瑞银出资 5 亿元，剩余待受让规模为 17.50 亿元；此外，2017 年公司子公司汇翔建设、汇怡建设、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；其中汇翔建设认缴 1.20 亿元，汇怡建设认缴 0.80 亿元，中建一局认缴 0.10 亿元，萍乡九盛认缴 2.90 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 亿元列入“长期应付款”。长期应付款中有息部分已调整至长期债务、全部债务及相关指标计算。

2018 年 3 月底，公司负债合计 150.34 亿元，较 2017 年底增长 7.02%，主要来自长期借款的增长。其中流动负债占 17.41%，长期负债占 72.59%，公司负债仍以长期负债为主。

2017 年底，公司全部债务为 122.32 亿元，同比增长 38.12%，其中长期债务占 91.45%。2018 年 3 月底，公司全部债务 129.54 亿元，较 2017 年底增长 5.91%，其中长期债务占 95.85%。

表 9　2016~2018 年 3 月底公司债务负担

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务（亿元）	7.83	10.46	5.37
长期债务（亿元）	80.73	111.86	124.17
全部债务（亿元）	88.56	122.32	129.54
长期债务资本化比率（%）	31.52	37.07	39.52
全部债务资本化比率（%）	33.55	39.17	40.54
资产负债率（%）	37.98	42.48	44.13

资料来源：公司审计报告和财务报告，联合资信整理
注：部分数据差异系由数据四舍五入造成

债务指标方面，2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 42.48%、39.17%和 37.07%，同比分别上升 4.50 个、5.62 个和 5.55 个百分点；2018 年 3 月底，上述三项指标分别为 44.13%、40.54%和 39.52%，较 2017 年底略有上升。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 3 月底公司实际债务负担高于上述指标显示值。有息债务期限分布方面，2018 年 4~12 月以及 2019~2020 年，公司有息债务到期规模分别为 15.07[2]亿元、17.60 亿元和 23.75 亿元，债务集中兑付压力尚可。

总体看，跟踪期内，受发行债券、长期借款增长影响，公司有息债务规模快速增长，整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现主营业务收入 3.73 亿元，同比下降 57.95%，主要系土地一级开发收入减少所致。同期公司主营业务成本 2.00 亿

[2] 此处含短期债务 5.37 亿元、长期债务中需于 2018 年 4~12 月偿还但公司并未调整的长期借款 0.09 亿元及长期应付款 9.60 亿元。

元，同比下降 66.30%，降幅大于收入降幅；受此影响，2017 年，公司主营业务利润率同比上升 12.17 个百分点至 44.70%。

2017 年，公司实现其他业务利润 0.26 亿元，同比增加 0.22 亿元，主要来源于公司房屋租金收入及对外担保收取的担保费收入。

公司期间费用主要体现为管理费用和财务费用；2017 年，公司期间费用为 0.10 亿元，同比下降 57.54%，主要得益于管理费用下降；财务费用规模较小，主要因为公司财务费用中的利息支出均由江西萍乡经济开发区财政局提供贴息支持，不在财务费用科目体现，公司财务费用主要为手续费等。2017 年，公司期间费用占主营业务收入比重为 2.66%，同比上升 0.02 个百分点。

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。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。得益于投资收益及补贴收入增长，2017 年公司利润总额及净利润分别为 5.35 亿元、4.08 亿元，同比分别增长 17.74%、21.93%。

表 10　2016~2017 年公司盈利情况

项目	2016 年	2017 年
主营业务收入（亿元）	8.86	3.73
其他业务利润（亿元）	0.04	0.26
投资收益（亿元）	1.15	1.75
补贴收入（亿元）	0.71	2.00
利润总额（亿元）	4.54	5.35
净利润（亿元）	3.34	4.08
主营业务利润率（%）	32.53	44.70
总资本收益率（%）	1.38	1.38
净资产收益率（%）	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，2017 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 1.38%、2.15%，总资本收益率较上年持平，净资产收益率同比上升 0.24 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司未实现主营业务收入，实现其他业务利润 49.02 万元，均来自于房租收入；投资收益为 0.14 亿元，实现利润总额 0.08 亿元。

总体看，跟踪期内，公司主营业务收入及利润受土地整理业务影响下降；投资收益及财政补贴对利润总额及净利润影响大；公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2017 年，公司经营活动现金流入 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为 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。2017 年，公司经营活动现金流出 83.55 亿元，同比增长 45.88%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 8.55 亿元，同比下降 24.62%，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。2017 年，公司经营活动现金流净额为-23.14 亿元。收入实现质量方面，2017 年，公司现金收入比为 133.75%，收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，2017 年，公司投资活动现金流入 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%，主要为收回银行委托贷款本金；收到其他与投资活动有关的现金 4.48 亿元，同比增长 1.15%，主要为赎回理财产品本金。2017 年，公司投资活动现金流出 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。2017 年，公司投

资活动现金流净额为-3.88 亿元。

筹资活动现金流方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 53.93 亿元，同比增长 17.12%；主要为借款收到的现金 53.73 亿元，同比增长 217.43%。公司筹资活动现金流出为 5.02 亿元，同比下降 69.57%；主要为偿还债务支付现金 4.53 亿元，同比下降 72.37%。2017 年，公司筹资活动现金流净额为 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 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.04 亿元，主要为往来款项的流入及流出；投资活动产生的现金流量净额 1.68 亿元，主要为收回委托贷款本金收到的现金；筹资活动现金流净额为 6.36 亿元，主要为取得借款收到的现金以及偿还债务支付的现金。

表 11　2016-2017 年公司现金流主要构成情况

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入额（亿元）	35.60	60.41
经营活动现金流出额（亿元）	57.28	83.55
经营活动现金流量净额（亿元）	-21.68	-23.14
投资活动现金流净额（亿元）	-7.19	-3.88
筹资活动现金流量净额（亿元）	29.54	48.91
现金收入比（%）	102.81	133.75

资料来源：公司审计报告

注：部分数据差异系由数据四舍五入造成

总体看，跟踪期内，公司经营及投资活动现金流呈净流出状态；内生现金流无法满足项目建设投入及委托贷款等需要，对外部融资依赖较大。

6. 偿债能力

短期债务指标方面，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1086.61%和 760.56%，同比分别上升 104.67 个、123.07 个百分点。2018 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 1230.30%、877.61%，较 2017 年底进一步上升。2017 年，公司经营活动现金流呈净流出状态，公司经营活动现金流净额对公司短期债务不具备保障能力。2018 年 3 月底，公司现金类资产为 46.83 亿元，对当期短期债务的覆盖倍数为 8.72 倍；若将公司需于 2018 年 4~12 月偿还的长期借款 0.09 亿元、长期应付款 9.60 亿元计算在内，2018 年 3 月底现金类资产为当年需偿还债务规模（15.07 亿元）的 3.11 倍。总体来看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2017年，公司EBITDA为5.35亿元，同比增长17.58%；全部债务/EBITDA倍数为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，能够获得经开区政府持续稳定的支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司对外担保余额合计7.37亿元，其中江西汇恒置业有限公司5.35亿元、萍乡市汇盛工业投资管理有限公司2.02亿元，担保比率为3.88%。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济开发区管委会独资公司；整体看公司或有负债风险较低。

截至2018年3月底，公司获得授信总额124.59亿元，尚未使用的额度为65.05亿元，公司间接融资渠道通畅。

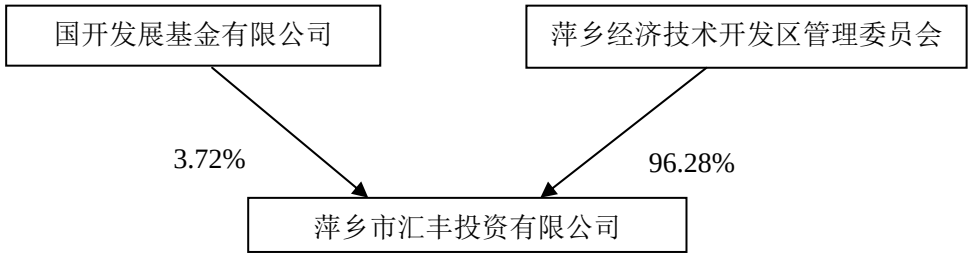
十、存续债券偿债能力分析

截至本跟踪评级报告出具日，公司存续债券余额合计 15.00 亿元。2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 5.35 亿元、60.41 亿元，分别为存续债券余额的 0.36 倍、4.03 倍。公司经营活动现金流入规模大，对公司存续债券余额的保障能力强。

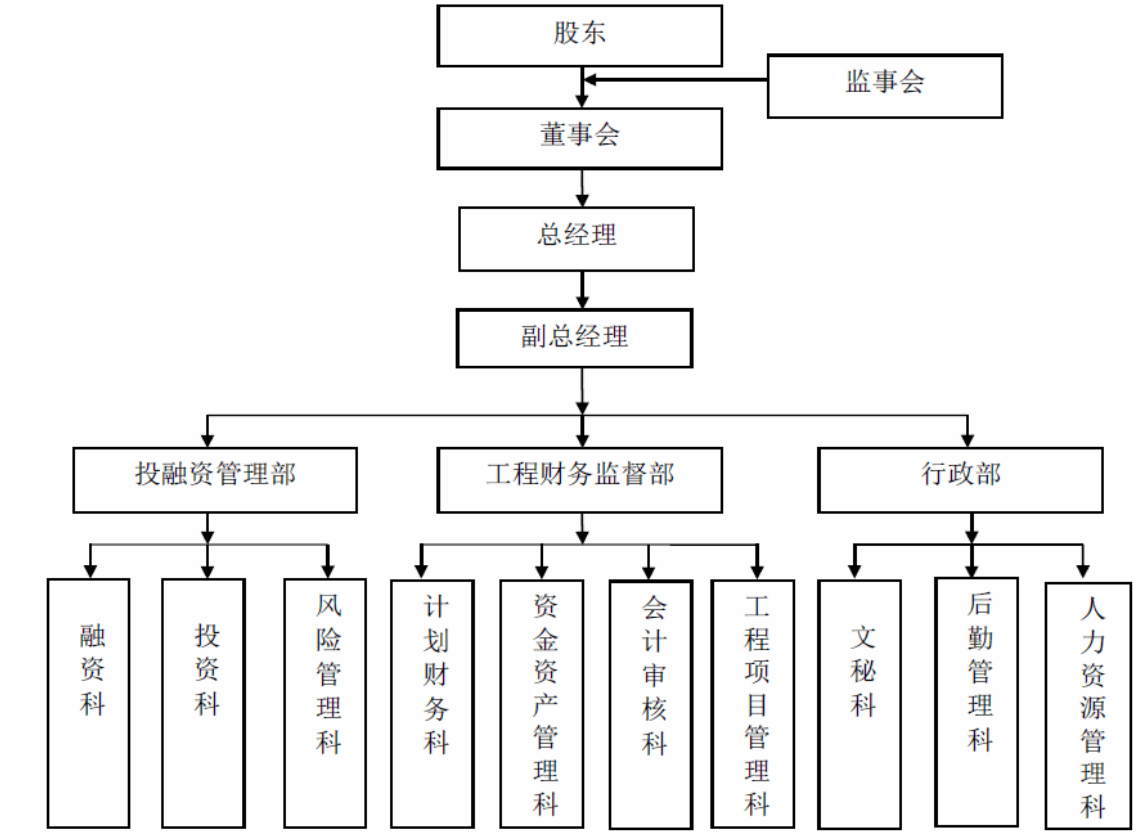
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“15 汇丰投资 MTN001”和“16 汇丰投资 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.78	22.80	42.63	46.83
资产总额（亿元）	254.14	283.20	330.71	340.65
所有者权益（亿元）	158.73	175.42	189.92	189.99
短期债务（亿元）	18.69	7.83	10.46	5.37
长期债务（亿元）	54.01	80.73	111.86	124.17
全部债务（亿元）	72.70	88.56	122.32	129.54
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	0.08
EBITDA（亿元）	5.10	4.55	5.35	--
经营性净现金流（亿元）	-65.69	-21.68	-23.14	-4.04
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	39.52
全部债务资本化比率（%）	31.41	33.55	39.17	40.54
资产负债率（%）	36.04	37.98	42.48	44.13
流动比率（%）	629.76	981.49	1086.16	1230.30
速动比率（%）	376.74	637.49	760.56	877.61
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 1 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

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

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。