信用等级公告

联合〔2019〕1066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”及“19萍乡汇丰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

二〇一九年五月二十七日

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

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
19 萍乡汇丰 MTN001	5 亿元	2024/5/10	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 5 月 27 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.80	42.63	44.53	31.28
资产总额(亿元)	283.20	330.71	360.44	371.56
所有者权益(亿元)	175.42	189.92	209.95	210.05
短期债务(亿元)	7.83	10.46	15.51	10.42
长期债务(亿元)	80.73	111.86	117.99	127.29
全部债务(亿元)	88.56	122.32	133.50	137.70
主营业务收入(亿元)	8.86	3.73	7.60	0.00
利润总额(亿元)	4.54	5.35	5.44	0.10
EBITDA(亿元)	4.55	5.35	5.45	--
经营性净现金流(亿元)	-21.68	-23.14	-34.45	-17.60
主营业务利润率(%)	32.53	44.70	44.15	--
净资产收益率(%)	1.91	2.15	1.99	--
资产负债率(%)	37.98	42.48	41.66	43.38
全部债务资本化比率(%)	33.55	39.17	38.87	39.60
流动比率(%)	981.49	1086.16	1075.00	1050.66
经营现金流动负债比(%)	-80.83	-80.88	-107.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.47	22.85	24.51	--

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《企业会计制度》编制，所有者权益不含少数股东权益； 3. 2019 年 1 季度财务数据未经审计

分析师

张建飞 马 颖 黄琪融

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

跟踪期内，萍乡市以及萍乡经济技术开发区经济保持增长，区域发展环境良好。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资主体和土地一级开发主体，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市经济技术开发区管理委员会的持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“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，预付款项和其他应收款对公司资金占用严重等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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”、“16汇丰投资MTN001”和“19萍乡汇丰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. 2018 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. 2018 年，萍乡市及萍乡经济技术开发区一般预算收入下降。
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；预付款项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。
5. 公司委托贷款对象主要为萍乡市经济技术开发区范围内的小微企业，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 2019 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 2019 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 2018 年底，公司资产总额 360.44 亿元，所有者权益 209.95 亿元，少数股东权益 0.33 亿元；2018 年公司实现主营业务收入 7.60 亿元，利润总额 5.44 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 371.56 亿元，所有者权益 210.05 亿元，少数股东权益 0.33 亿元；2019 年 1—3 月公司实现主营业务收入 0.00 元，利润总额 0.10 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[1]。

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”、“16 汇丰投资 MTN001”及“19 萍乡汇丰 MTN001”，债券余额合计 20 亿元；“15 汇丰投资 MTN001”、“16 汇丰投资 MTN001”分别于 2015 年 11 月、2016 年 4 月，期限均为 5 年；“19 萍乡汇丰 MTN001”于 2019 年 5 月发行，期限为 3+2 年，附第三年末投资者回售选择权及公司票面利率调整权。存续债券均为每年付息一次，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
19 萍乡汇丰 MTN001	5 亿元	2024/5/10	5（3+2）年

资料来源：联合资信整理

“15 汇丰投资 MTN001”、“16 汇丰投资 MTN001”募集资金全部用于偿还金融机构借款，目前已使用完毕，跟踪期内，均已按时支付当期利息。“19 萍乡汇丰 MTN001”募集资金偿还发行人本部及下属子公司汇翔公司的有息债务本息等，目前资金尚未使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，

[1] 2019 年 2 月 25 日，根据萍开党字〔2019〕4 号文件，公司董事长及法定代表人由赖瑶变更为卢小强，该事项公司尚未进行工商变更。

我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电

器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设

立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、

		压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资源来源：联合资信综合整理。

（3）行业展望

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

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资等任务，其发展与萍乡市及萍乡经开区区域经济的发展紧密相关。

萍乡市概况及其经济财政情况

根据《萍乡市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2018 年萍乡市实现地方生产总值 1009.05 亿元，比上年增长 8.7%（按不变价格计算，下同）。其中，第一产业增加值 59.36 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 469.27 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 480.42 亿元，增长 10.4%。三次产业结构调整为 5.9∶46.5∶47.6。三次产业对经济增长的贡献率分别为 2.2%、52.0%和 45.8%。人均生产总值 52307 元，比上年增长 8.2%。

2018 年萍乡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%，其中工业投资增长 11.4%，占全部投资的 54.2%；第三产业投资增长 13.2%。分投资主体看，国有投资增长 13.0%；非国有投资增长 9.9%，其中民间投资增长 10.4%，占全部投资的 75.3%，对投资增长的贡献率为 74.6%。基础设施投资增速加快。基础设施投资增长 20.3%，占全部投资的 26.8%，比上年提高 2.2 个百分点。

2018 年萍乡市全部工业完成增加值 394.97 亿元，比上年增长 8.3%，占生产总值比重为 39.1%。其中，规模以上工业增加值增长 8.6%。高新技术产业增加值增长 10.7%，高于规模以上工业增加值增幅 2.1 个百分点，占规模以上工业增加值比重为 33.5%；装备制造业增加值增长 20.3%，高于规模以上工业增加值增幅 11.7 个百分点。

财政收支方面，2018 年萍乡市全年财政总收入为 161.60 亿元，同比增长 10.5%。公共财政预算收入为 99.7 亿元，下降 2.90%；全市一般公共预算支出完成 245.3 亿元，同比增长 9%。萍乡市市本级财政总收入完成 22.07 亿元，同比增长 43.7%；一般公共预算收入完成 14.26 亿元，同比增长 35.3%。市本级政府性基金收入完成 35.91 亿元，同比增长 148.9%；其中国有土地使用权出让收入 32.87 亿元，同比增长 151.3%。

萍乡经开区概况及其经济财政情况

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。

根据萍乡经开区统计局提供的数据，2018 年萍乡经开区地区生产总值 178.50 亿元，其中第一产业增加值 1.06 亿元，第二产业增加值 115.18 亿元，第三产业增加值 62.26 亿元；人均地区生产总值 15.62 万元。2018 年萍乡经开区完成固定资产投资 73.88 亿元（因国家统计局进行相关专业统计数据核实及口径调整，部分数据绝对值低于 2017 年度，下同），其中工业固定资产投资 36.08 亿元；完成社会消费品零售总额 40.96 亿元，同比增长 1.21%；城镇居民人均可支配收入 37655.9 元，农民人均可支配收入 18495.78 元。

地方财力方面，根据萍乡经开区财政局提供的数据，2018 年，萍乡经开区地方可控财力 51.76 亿元，同比大幅增长 61.20%；一般预算收入 14.22 亿元，同比下降 8.73%，主要受非税收入减少影响；其中税收收入 10.20 亿元，较 2017 年基本保持稳定，占当期一般预算收入比重为 71.73%，同比上升 6.37 个百分点；国有土地使用权出让收入 32.06 亿元，同比大幅增长 214.31%，主要受 2018 年土地出让增加影响；转移支付和税收返还收入 5.48 亿元，同比下降 13.70%。

地方政府债务方面，2019 年 4 月底，萍乡经开区直接债务余额 21.25 亿元，担保债务余额 6.00 亿元，全部债务余额 24.25 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%）；政府债务率为 46.85%，政府债务负担一般。

总体看，跟踪期内萍乡市及萍乡经开区经济保持增长，一般预算收入有所下降，但质量有所提高；国有土地出让收入增长带动可控财力保持增长，整体政府债务负担一般。

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。（1）2018 年，公司收到萍乡经开区管委会追加投资款 10.34 亿元，计入“资本公积”；（2）2018 年，萍乡经开区财政局给予公司建设项目补贴 0.50 亿元，计入公司“补贴收入”科目；（3）依据国发〔2014〕43 号、财库〔2015〕102 号文件精神，2018 年，江西省财政厅置换公司贷款本息 6.00 亿元，相应增加公司资本公积（4）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；2018 年，公司收到财政所拨付贴息 3.50 亿元。

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4月28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。2笔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；1笔关注的原因为贷款未使用资产足额抵押被列为关注类。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。

七、管理分析

跟踪期内，根据政府文件，公司董事长兼职法定代表人由赖瑶变更为卢小强（尚未完成工商变更）。

公司董事长卢小强先生，1972年出生；曾任职于横板小学，光丰管理处；历任横板管理处支委、副处长、书记，萍乡经开区社会发展局副局长，萍乡经开区社会工作管理一局党委副书记、局长、党委书记，萍乡经开区党政办副主任；2019年2月至今任公司董事长。

公司其他主要管理人员、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。2018 年，公司主营业务收入受土地一级开发收入增长影响，同比增长 103.97%至 7.60 亿元；其中土地一级开发收入 7.47 亿元，同比增长 106.46%，主要因为当年公司部分地块被萍乡经开区管委会回购，当年土地一级开发收入包含土地出让收入及回购收入两部分；代建项目收入 1258.64 万元，同比增长 19.01%，主要受 2018 年完工结算项目同比增长影响。

毛利率方面，2018 年公司土地一级开发业务毛利率为 44.16%，同比下降 0.58 个百分点；公司代建项目按照代建成本的 20%计提净收入，毛利率仍为 100%。2018 年公司主营业务毛利率受土地一级开发业务毛利率下降影响，同比下降 1.22 个百分点至 45.09%。

受萍乡经开区管委会确认和返还公司收入进度影响，2019 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。

表 3　公司主营业务收入构成及毛利率情况（万元、%）

项目	2017 年	2018 年

	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发收入	36200.00	97.05	44.74	74736.78	98.34	44.16
代建项目收入	1057.56	2.95	100.00	1258.64	1.66	100.00
合计	**37257.56**	**100.00**	**46.31**	**75995.42**	**100.00**	**45.09**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

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，主要负责萍乡经开区范围内拟收储土地的一级开发。萍乡经开区土地收购储备中心、萍乡经开区财政局与公司签订《土地一级开发合作合同》后，公司对萍乡经开区土地进行开发整理，使土地达到可出让条件；所整理土地由萍乡经开区土地收购储备中心验收合格后，交萍乡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，公司与萍乡经开区财政局签订《委托付款协议》，公司委托萍乡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，公司支付萍乡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。萍乡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，并将萍乡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）；同时确认土地一级开发成本。

萍乡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）。

2017 年，公司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。2018 年，公司实现土地一级开发收入 7.47 亿元，同比大幅增长，系公司两宗土地合计 55.76 亩被萍乡经开区管委会回购，回购金额为 3.32 亿元；若剔除回购的款，2018 年公司土地出让收入为 4.15 亿元，同比增长 14.64%。

表 4　2017—2018 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）
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
2018 年	DJF2018015	开发区尚贤中路以南，萍实北大道以西	123.15	21552.00
	DJF2018016	开发区吴楚北大道以南，高铁西路以西	145.46	24554.00
	萍国用（2013）114717 号	开发区宝鼎中路以南、朝阳中路以东	22.42	13258.14
	萍国用（2013）114719 号	开发区宝鼎中路以南、朝阳中路以东	33.34	19941.70

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

资料来源：公司提供。

截至 2019 年 3 月底，萍乡经开区未来可开发面积 26970 亩，其中工业用地 9300 亩，商业用地 3200 亩。2019 年预计安排土地出让指标 2300 亩，能够为公司土地开发业务提供充足的土地储备。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（萍乡经开区曾用名）管委办抄告单（萍开管办抄字〔2002〕34号）文件，同意萍乡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》，规定萍乡经开区内由公司代萍乡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，萍乡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，项目建设费用由萍乡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。2017—2018年，公司代建项目收入分别为1057.56万元和1258.64万元；2018年同比增长19.01%，主要受当年完工结算项目同比增长影响。

截至2019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、中环路项目等，项目总投资为121.56亿元，已完成投资77.70亿元，尚需投资43.86亿元。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 2019 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	36.22	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	9.70	16.26
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	5.40	7.16
合计	--	**121.56**	**77.70**	**43.86**

资料来源：公司提供

表 6　截至 2019 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奥体中心建设项目	10.00
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
萍乡经济技术开发区萍水河综合整治工程	6.00
合计	**39.34**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司拟建项目总投资额 39.34 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。

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 2018 年度财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司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 2019 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 2019 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司 4 家；2018 年及 2019 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。

截至 2018 年底，公司资产总额为 360.43 亿元，所有者权益为 209.95 亿元，少数股东权益为 0.33 亿元；2018 年，公司实现主营业务收入 7.60 亿元，利润总额 5.44 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 371.56 亿元，所有者权益为 210.05 亿元，少数股东权益为 0.33 亿元；2019 年 1—3 月，公司未实现主营业务收入，利润总额 0.10 亿元。

截至 2018 年底，公司母公司资产总额 322.16 亿元，所有者权益 209.95 亿元；2018 年，公司母公司实现主营业务收入 3.45 亿元，利润总额 4.74 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司母公司资产总额 321.23 亿元，所有者权益 210.05 亿元；2019 年 1—3 月，公司母公司未实现主营业务收入，利润总额 0.10 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额为 360.44 亿元，同比增长 8.99%，主要来自于存货、其他应收

款及预付账款的增长；其中流动资产占比 95.97%，上升 1.99 个百分点。

表 7 2017—2019 年 3 月底公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**310.80**	**93.98**	**345.91**	**95.97**	**356.18**	**95.86**
货币资金	39.52	11.95	34.11	9.46	19.76	5.32
预付款项	74.56	22.55	85.15	23.62	87.23	23.48
其他应收款	98.33	29.73	105.26	29.20	125.95	33.90
存货	93.17	28.17	110.96	30.78	111.72	30.07
长期投资	**14.37**	**4.34**	**14.44**	**4.01**	**14.45**	**3.89**
长期股权投资	10.99	3.32	10.99	3.05	10.99	2.96
固定资产	**0.02**	**0.01**	**0.08**	**0.02**	**0.87**	**0.24**
无形资产及其他资产	**5.53**	**1.67**	**0.01**	**0.00**	**0.06**	**0.01**
资产总额	**330.71**	**100.00**	**360.44**	**100.00**	**371.56**	**100.00**

注：因四舍五入，分项与合计数不完全一致
资料来源：公司审计报告和财务报告，联合资信整理

流动资产

2018 年底，公司流动资产为 345.91 亿元，同比增长 11.30%，主要来自预付款项、其他应收款和存货的增长。

2018 年底，公司货币资金为 34.11 亿元，同比下降 13.69%，主要系公司土地整理及代建项目投入所致。公司货币资金均为银行存款，无使用受限情况。

2018 年底，公司短期投资余额 10.42 亿元，同比大幅增长 234.43%，主要系委托贷款规模增长以及部分委托贷款由于期限缩短由“其他长期资产”转入“短期投资”所致。公司短期投资主要为委托贷款（10.35 亿元），即以自有资金及“15 汇丰小微债”募集资金向位于萍乡经开区或由萍乡经开区管委会同意的其他区域的小微企业提供的委托贷款；2018 年底，公司对部分企业的委托贷款合计 4494.79 万元（其中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，占短期投资账面价值的 4.31%；公司已采取司法诉讼、土地抵押等保全措施，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。

2018 年底，公司其他应收款余额 105.42 亿元，计提坏账准备 0.16 亿元，其他应收款账面价值 105.26 亿元，同比增长 7.05%。2018 年底公司其他应收款中主要为应收萍乡经开区财政局及其相关部门的往来款项，该部分款项回收风险小，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。2018 年，萍乡经开区管委会印发关于《江西云维飞虎化工、江西柯美纸业两家企业搬迁改造工作方案》的通知（萍开管字〔2018〕64 号），由于环境问题拟将云维飞虎关停清算或搬迁改造，相关事宜正在协商中。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，已累计计提坏账准备 1462.96 万元，后

续回收风险较大，值得关注。

表 8　2018 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	占比	性质
萍乡经济技术开发区财政局	54.96	52.13	往来款等
萍乡市新区建筑安装总公司	26.17	24.82	往来款等
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	12.54	11.89	往来款等
江西汇恒置业有限公司	5.46	5.18	往来款等
江西星海建设有限公司	1.13	1.07	往来款等
合计	**100.25**	**95.09**	--

资料来源：公司审计报表

2018 年底，公司预付账款 85.15 亿元，同比增长 14.20%，主要为预付工程款。从账龄看，1 年以内的预付款项占 13.03%，1—2 年的占 12.13%，2—3 年的占 10.46%，3 年以上的占 64.38%，账龄长。从集中度看，公司预付款项前五名合计占 84.77%，集中度高。

表 9　2018 年底公司预付款项前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	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	36.22	42.54
萍乡经济技术开发区中环路建设现场指挥部	18.34	21.54
萍乡市新区建筑安装总公司	9.35	10.98
320 国道提升改造建设指挥部	6.02	7.07
江西省建工集团有限责任公司萍乡分公司	2.25	2.64
合计	**72.18**	**84.77**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司存货 110.96 亿元，同比增长 19.10%，主要系购买土地使用权以及土地整理及代建项目投入所致。公司存货主要为开发成本（108.27 亿元，占 97.58%），开发成本全部为土地使用权（50 宗，取得方式主要为出让和政府作价出资，面积合计 4775.15 亩）；其中因抵押等原因导致使用受限的土地使用权价值为 25.11 亿元，存货受限比率为 23.19%。

长期投资

2018 年底，公司长期投资净额为 14.44 亿元，同比增长 0.48%。公司长期投资包括长期股权投资（占 76.12%）和长期债权投资（占 23.88%）。2018 年底，公司长期股权投资 10.99 亿元，同比保持稳定，主要为对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%）等金融企业的投资；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；2018 年公司取得各股权投资对象现金分红合计 0.24 亿元；2018 年 6 月，江西银行股份有限公司于港交所主板上市，预计未来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。

表 10　2018 年底公司长期股权投资情况

（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	2008.86
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	7.96
合计	**109884.65**	--	**2381.31**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司长期债权投资为 3.45 亿元，同比基本稳定，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。2018 年，公司取得长期债权投资收益 0.63 亿元，反映在“投资收益”科目中。

无形资产及其他资产

2018 年底，公司其他长期资产 0.01 亿元，同比下降 99.82%，主要因为一年以上的委托贷款转入短期投资以及萍乡农村商业银行股份有限公司（以下简称“萍乡农商行”）回购公

司 2016 年受让的不良资产包（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—2018 年公司分别取得投资收益 0.21 亿元和 0.05 亿元。2018 年，萍乡农商行以 3.00 亿元回购上述不良资产包）所致。公司其他长期资产为按 1%认购的信托贷款的保障基金 100 万元。

2019 年 3 月底，公司资产总额 371.56 亿元，较上年底增长 3.08%；资产构成仍以流动资产为主，流动资产占比 95.86%。2019 年 3 月底，公司货币资金较上年底下降 42.06%至 19.76 亿元，主要系对外支出往来款较多所致；受此影响，公司其他应收款较上年底增长 19.65%至 125.95 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产构成以流动资产为主，但流动资产中存货以土地资产和土地整理及代建项目投入为主，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

2018 年底，公司所有者权益为 209.95 亿元，同比增长 10.55%，主要来自资本公积的增长。

2018 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 175.58 亿元，同比增长 10.26%，主要因为收到萍乡经开区管委会增资及追加投资合计 10.34 亿元以及江西省财政厅置换公司贷款本金 6.00 亿元所致。2018 年底，公司少数股东权益为 0.33 亿元，同比保持稳定。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 210.05 亿元，较上年底增长 0.05%；所有者权益构成基本保持稳定。2019 年 3 月底，公司少数股东权益 0.33 亿元，较上年底保持不变。

2019 年 3 月底，公司所有者权益中包括国开基金公司投资款 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”）投资汇翔建设款项 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。

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；所有者权益结构稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额 150.16 亿元，同比增长 6.90%，主要来自长期借款的增长。其中长期负债占 78.57%，同比下降 1.07 个百分点，公司负债以长期负债为主。

2018 年底，公司流动负债 32.18 亿元，同比增长 12.45%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司短期借款 1.10 亿元，同比下降 63.33%，全部为保证借款。公司其他应付款 11.31 亿元，主要为往来款，同比增长 30.90%，主要系与萍乡市新区建筑安装总公司往来款增长所致。公司一年内到期的长期负债 14.41 亿元，同比增长 93.18%，主要系即将到期的长期借款和应付债券增加所致，一年内到期的长期借款（6.61 亿元，主要为保证借款，另有部分抵质押借款）和一年内到期的应付债券（7.80 亿元）。公司长期负债 117.99 亿元，同比增长 5.48%，由长期借款（占 49.36%）、应付债券（占 34.75%）和长期应付款（占 15.89%）构成。公司长期借款 58.24 亿元，同比增长 44.66%，主要包括保证借款（占 34.05%）、质押借款（占 34.55%）和抵押借款（占 31.40%）。公司应付债券余额 41.00 亿元，同比减少 13 亿元，主要因为偿还部分债券本息以及有 7.80 亿元转入“一年内到期的长期负债”所致。

2018 年底，公司长期应付款 18.75 亿元，同比增加 1.15 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（计入“投资所支付的现金”科目），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—2018年公司分别将实际收到的萍乡九盛投资款0.10亿元和1.15亿元计入“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计算。

2019年3月底，公司负债合计161.19亿元，较2018年底增长7.34%，主要来自其他应付款和长期借款的增长；其中流动负债占21.03%，长期负债占78.97%，公司负债结构仍以长期负债为主。2019年3月底，公司其他应付款较上年底增长69.18%至19.14亿元，主要系收到的往来款规模较大所致；长期借款较上年底增长15.97%至67.54亿元，主要系借款规模扩大所致。

2018年底，公司全部债务为133.50亿元，同比增长9.14%，其中长期债务占88.38%。2019年3月底，公司全部债务137.70亿元，较上年底增长3.15%；其中长期债务127.29亿元，公司有息债务结构仍以长期债务为主。

表11　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	10.46	15.51	10.42
长期债务	111.86	117.99	127.29
全部债务	122.32	133.50	137.70
资产负债率	42.48	41.66	43.38
全部债务资本化比率	39.17	38.87	39.60
长期债务资本化比率	37.07	35.98	37.73

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

债务指标方面，2018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41.66%、38.87%和35.98%，较2017年底略有下降；2019年3月底，上述三项指标分别为43.38%、39.60%和37.73%，较2018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公司投资款（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，公司实际债务负担高于上述指标值。有息债务到期分布方面，2019年4—12月、2020年和2021年到期债务规模分别为7.78亿元、21.96亿元和21.62亿元，相较于近几年债务偿付规模，2020及2021年公司存在一定集中偿付压力。

总体看，跟踪期内，受借款增长影响，公司有息债务规模快速增长，整体债务负担较轻，但2020及2021年存在一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

2018年，公司实现主营业务收入7.60亿元，同比增长103.75%，主要系土地一级开发收入增长所致。同期公司主营业务成本4.17亿元，同比增长108.50%，增幅大于收入增幅；受此影响，2018年，公司主营业务利润率同比下降0.55个百分点至44.15%。

公司期间费用主要体现为管理费用和财务费用；2018年，公司期间费用为0.11亿元，同比增长10%，主要因为管理费用增加；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。2018年，公司期间费用占主营业务收入比重为1.51%，同比下降1.16个百分点。

2017年公司补贴收入为0.50亿元，同比

下降 75.00%，为萍乡经开区财政局的项目补贴等。2018 年公司投资收益为 1.67 亿元，同比下降 4.57%，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；2018 年公司利润总额为 5.44 亿元，同比增长 1.69%。

表 12　2017—2018 年公司盈利情况（亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
主营业务收入	3.73	7.60
其他业务利润	0.26	0.03
投资收益	1.75	1.67
补贴收入	2.00	0.50
利润总额	5.35	5.44
主营业务利润率	44.70	44.15
总资本收益率	1.38	1.29
净资产收益率	2.15	1.99

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从盈利能力指标看，2018 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别 1.29%和 1.99%，同比均略有下降。

2019 年 1—3 月，公司未实现主营业务收入。公司实现其他业务利润 60.99 万元，主要来自于房租收入；实现投资收益 0.15 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 0.10 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快速增长；投资收益及财政补贴对利润影响大；公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2018 年，公司经营活动现金流入 63.23 亿元，同比增长 4.67%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 8.77 亿元，受主营业务收入增加影响，同比增长 75.97%；收到其他与经营活动有关的现金 54.46 亿元，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，同比下降 1.74%。2018 年，公司经营活动现金流出 97.68 亿元，同比增长 16.91%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 34.06 亿元，主要为土地使用权购买（19.10 亿元）、土地整理及代建项目投入等，同比大幅增长；支付其他与经营活动有关的现金 59.23 亿元，同比下降 20.42%，主要为往来款等。2018 年，公司经营活动现金流净额为-34.45 亿元。收入实现质量方面，2018 年，公司现金收入比为 115.39%，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2018 年，公司投资活动现金流入 35.61 亿元，同比增长 253.62%；主要受赎回理财产品本金收到现金以及收回银行委托贷款本金影响。2018 年，公司投资活动现金流出 33.60 亿元，同比增长 140.86%；其中投资支付的现金 13.21 亿元，同比增长 39.49%，主要为委托贷款、追加投资支出的现金；支付其他与投资活动有关的现金 20.40 亿元，同比增长 355.36%，为购买理财产品支付的现金。2018 年，公司投资活动现金流净额为 2.01 亿元。

筹资活动现金流方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 38.27 亿元，同比下降 29.04%；主要为借款收到的现金 26.78 亿元，同比下降 50.16%；吸收投资收到的现金 11.49 亿元，同比大幅增长，系收到的萍乡经开区管委会的增资及追加投资（10.34 亿元）以及收到的萍乡九盛投资款（1.15 亿元，计入“长期应付款”科目）。公司筹资活动现金流出为 11.23 亿元，同比增长 123.71%；主要为偿还债务支付现金 10.75 亿元，同比增长 137.31%。2018 年，公司筹资活动现金流净额为 27.04 亿元，同比下降 44.74%。

2019 年 1—3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为-17.60 亿元、-0.95 亿元和 4.21 亿元。

表 13　2017—2018 年公司现金流情况（亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入额	60.41	63.23
经营活动现金流出额	83.55	97.68
经营活动现金流量净额	-23.14	-34.45

投资活动现金流净额	-3.88	2.01
筹资活动现金流量净额	48.91	27.04
现金收入比（%）	133.75	115.39

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投资活动等需要，对外部融资依赖较大。

6. 偿债能力

短期债务指标方面，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1075.00%和 730.16%，同比分别下降 11.61 个、30.40 个百分点。2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1050.66%和 721.11%，较 2018 年底进一步下降。2019 年 3 月底，公司现金类资产为 31.28 亿元，相当于短期债务的 3.00 倍。公司短期偿债能力很强。2018 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。

长期偿债能力方面，2018年，公司EBITDA为5.45亿元，同比增长1.87%；全部债务/EBITDA倍数为24.51倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力弱。公司长期偿债能力指标较弱。

截至2019年3月底，公司对外担保余额8.83亿元，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2.58亿元、对萍乡市新区建筑安装总公司担保0.50亿元，担保比率为4.20%。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2019年3月底，公司获得授信额度163.10亿元，尚未使用的额度为101.94亿元，公司间接融资渠道通畅。

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，公司整体偿债能力很强。

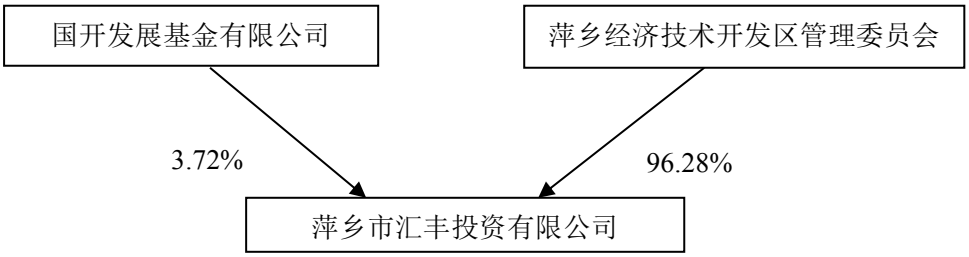
十、存续债券偿债能力分析

截至本跟踪评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券余额合计 20.00 亿元。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 5.45 亿元、63.23 亿元，分别为存续债券余额的 0.27 倍、3.16 倍。公司经营活动现金流入规模大，对联合资信所评公司存续债券余额的保障能力强。

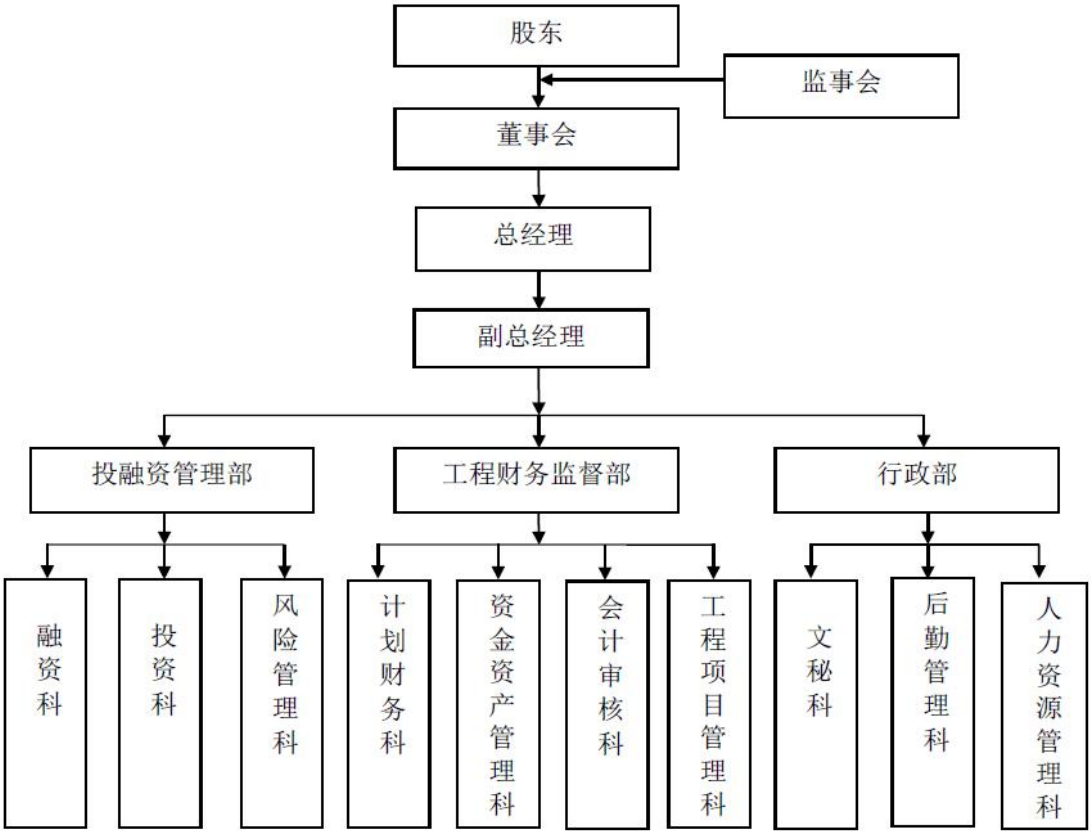
十一、结论

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”、“16 汇丰投资 MTN001”和“19 萍乡汇丰 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.80	42.63	44.53	31.28
资产总额（亿元）	283.20	330.71	360.44	371.56
所有者权益（亿元）	175.42	189.92	209.95	210.05
短期债务（亿元）	7.83	10.46	15.51	10.42
长期债务（亿元）	80.73	111.86	117.99	127.29
全部债务（亿元）	88.56	122.32	133.50	137.70
主营业务收入（亿元）	8.86	3.73	7.60	0.00
利润总额（亿元）	4.54	5.35	5.44	0.10
EBITDA（亿元）	4.55	5.35	5.45	--
经营性净现金流（亿元）	-21.68	-23.14	-34.45	-17.60
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	83533.76	--
存货周转次数（次）	0.06	0.02	0.04	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.01	0.02	--
现金收入比（%）	102.81	133.75	115.39	--
主营业务利润率（%）	32.53	44.70	44.15	--
总资本收益率（%）	1.38	1.38	1.29	--
净资产收益率（%）	1.91	2.15	1.99	--
长期债务资本化比率（%）	31.52	37.07	35.98	37.73
全部债务资本化比率（%）	33.55	39.17	38.87	39.60
资产负债率（%）	37.98	42.48	41.66	43.38
流动比率（%）	981.49	1086.16	1075.00	1050.66
速动比率（%）	637.49	760.56	730.16	721.11
经营现金流动负债比（%）	-80.83	-80.88	-107.06	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.47	22.85	24.51	--

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. 2019 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　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。

附件 4-3　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