信用等级公告

联合〔2020〕1613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”“19萍乡汇丰MTN001”及“19萍乡汇丰MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十七日

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
邮编：100022
http://www.lhratings.com

萍乡市汇丰投资有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
15汇丰投资MTN001	AA	稳定	AA	稳定
16汇丰投资MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19萍乡汇丰MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19萍乡汇丰MTN002	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15汇丰投资MTN001	8亿元	8亿元	2020/11/9
16汇丰投资MTN001	7亿元	7亿元	2021/4/15
19萍乡汇丰MTN001	5亿元	5亿元	2024/5/10
19萍乡汇丰MTN002	5亿元	5亿元	2024/11/29

评级时间：2020年6月17日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F六个等级，各级因子评价划分为六档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1－F7共7档，各级因子评价划分为七档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

评级观点

萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“公司”）是江西省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，业务开展具有区域垄断优势；跟踪期内，公司资产、收入及利润规模保持增长，并继续得到萍乡市及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土地规划及出让进度等外部因素影响、项目投入回收周期长和往来款对资金占用严重等对其信用水平带来的不利影响。

公司可开发的储备土地较多，随着基础设施代建项目的持续推进以及市场化转型，未来公司的收入及利润水平有望维持，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”“19萍乡汇丰MTN001”和“19萍乡汇丰MTN002”信用等级为AA，评级展望为稳定。

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，公司在资金注入、政府补助和财政贴息方面获得萍乡市政府及经济技术开发区管理委员的持续支持。

关注

1. 公司业务收入结构单一，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，未来资金平衡存在一定不确定性。
2. 公司的项目投入成本回收期较长；往来款对公司资金占用明显，且对民营企业往来款存在一定回收风险公司资产的流动性较弱。

分析师：张建飞　徐佳
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

3. 跟踪期内，公司经营活动现金流呈净流出状态，且缺口进一步扩大；在建及拟建项目未来投资规模较大，公司现金流对外部融资依赖较大。
4. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，2020—2022 年偿付压力较大。

主要财务数据

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	42.63	34.19	15.06	17.70
资产总额(亿元)	330.71	360.44	377.48	394.59
所有者权益(亿元)	189.92	210.27	212.63	212.56
短期债务(亿元)	10.46	15.51	22.24	19.52
长期债务(亿元)	111.86	117.99	126.66	143.53
全部债务(亿元)	122.32	133.50	148.91	163.05
营业收入(亿元)	3.73	7.63	22.36	0.01
利润总额(亿元)	5.35	5.44	6.10	-0.07
EBITDA(亿元)	5.35	5.45	6.11	--
经营性净现金流(亿元)	-23.14	-34.45	-40.12	-11.46
现金收入比(%)	133.75	114.87	71.82	--
营业利润率(%)	44.70	44.35	20.38	47.18
净资产收益率(%)	2.15	1.99	2.20	--
资产负债率(%)	42.48	41.66	43.67	46.13
全部债务资本化比率(%)	39.17	38.83	41.19	43.41
流动比率(%)	1086.16	1075.00	892.04	926.65
速动比率(%)	760.56	465.54	348.50	361.48
经营现金流动负债比(%)	-80.88	-107.06	-105.06	--
现金短期债务比(倍)	4.08	2.20	0.68	0.91
全部债务/EBITDA(倍)	22.85	24.51	24.38	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	300.58	304.64	311.92	319.61
所有者权益(亿元)	189.92	192.43	192.52	192.52
全部债务(亿元)	61.82	66.17	76.67	84.78
营业收入(亿元)	0.11	3.48	13.63	0.01
利润总额(亿元)	4.81	2.41	3.16	0.00
资产负债率(%)	36.82	36.83	38.28	39.76
全部债务资本化比率(%)	24.56	25.59	28.48	30.57
流动比率(%)	395.29	456.35	406.80	438.49
经营现金流动负债比(%)	-3.95	-37.10	-46.84	--

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 2017 年财务报表采用《企业会计制度》编制；3、2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数，2020 年 1 季度财务数据未经审计。

评级历史：

债项简称	债项级别	信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 萍乡汇丰 MTN001、16 汇丰投资 MTN001、15 汇丰投资 MTN001	AA	AA	稳定	2019.5.27	张建飞 马颖 黄琪融	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 萍乡汇丰 MTN002	AA	AA	稳定	2019.5.27	张建飞 马颖 黄琪融	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 萍乡汇丰 MTN001	AA	AA	稳定	2019.3.7	张建飞 马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 汇丰投资 MTN001	AA	AA	稳定	2016.3.31	章演 张依	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
15 汇丰投资 MTN001	AA	AA	稳定	2015.7.22	过国艳 张依	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

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

2020 年 3 月，根据萍开党政联抄字〔2019〕220 号文件，萍乡经开区管委会将持有公司的 96.28%股权无偿划转至萍乡经济技术开发集团有限公司（以下简称“萍乡经开集团公司”）。萍乡经开集团公司成立于 2019 年 8 月 15 日，由萍乡经开区管委会全额出资设立。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 10.39 亿元，国开基金公司持有公司 3.72%股权，萍乡经开集团公司持有公司 96.28%股权；萍乡经开区管委会为公司实际控制人。

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 2020 年 3 月底，公司本部内设投融资管理部、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（详见附件 1-2）；合并范围内子公司 6 家（详见附件 1-3）。

截至 2019 年底，公司资产总额 377.48 亿元，所有者权益 212.63 亿元（少数股东权益 0.32 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 22.36 亿元，利润总额 6.10 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 394.59 亿元，所有者权益 212.56 亿元（少数股东权益 0.32 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.01 亿元，利润总额-0.07 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：卢小强。

三、跟踪评级债券与其募集资金使用情况

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”“19 萍乡汇丰 MTN001”及“19 萍乡汇丰 MTN002”，债券余额合计 25 亿元；上述债券期限均为 5 年，其中“19 萍乡汇丰 MTN001”“19 萍乡汇丰 MTN002”均附第三年末投资者回售选择权及公司票面利率调整权。跟踪期内，公司已按时支付“15 汇丰投资 MTN001”“16 汇丰投资 MTN001”“19 萍乡汇丰 MTN001”的当期利息；“19 萍乡汇丰 MTN002”尚未到首个付息日。

表 1　跟踪评级债券概况

债券简称	债券余额	起息日	票面利率
15 汇丰投资 MTN001	8 亿元	2015/11/9	5.20%
16 汇丰投资 MTN001	7 亿元	2016/4/15	4.69%
19 萍乡汇丰 MTN001	5 亿元	2019/5/10	7.12%
19 萍乡汇丰 MTN002	5 亿元	2019/11/29	7.00%

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；“19 萍乡汇丰 MTN001”“19 萍乡汇丰 MTN002”募集资金均用于偿还公司本部及下属子公司汇翔公司的有息债务本息等；截至跟踪评级日，“15 汇丰投资 MTN001”“16 汇丰投资 MTN001”“19 萍乡汇丰 MTN001”募集资金均已按约定用途使用完毕，“19 萍乡汇丰 MTN002”募集资金尚未使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋

明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全

国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企

业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进

一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融

资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投债券相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右

2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信综合整理。

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，萍乡市经济及一般预算收入保持增长；萍乡市经济技术开发区（以下简称“萍乡经开区”）经济发展及招商引资趋势向好；一般预算收入质量较好，整体保持增长趋势；但综合财力受土地出让行情影响波动较大，政府债务负担一般。

萍乡市经济及财政情况

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。

根据《萍乡市国民经济和社会发展统计公报数据》，2019 年，萍乡市实现国民生产总值 930.02 亿元。2019 年萍乡市国民生产总值比上年增长 7.5%（按不变价格计算，下同）。其中，

第一产业增加值 68.05 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 413.89 亿元，增长 7.6%；第三产业增加值 448.08 亿元，增长 8.4%。三次产业结构为 7.3：44.5：48.2。三次产业对经济增长的贡献率分别为 3.2%、48.2%和 48.6%。人均生产总值 48007 元，比上年增长 7.0%。

2019 年，萍乡市固定资产投资比上年增长 9.7%。分产业看，第一产业投资下降 23.9%；第二产业投资增长 15.9%，其中工业投资增长 15.9%，占全部投资的 57.3%；工业技改投资增长 59.2%，占全部投资的 20.5%；第三产业投资增长 3.8%。基础设施投资下降 11.1%，占全部投资的 21.7%，比上年下降 5.1 个百分点。

2019 年萍乡市全部工业完成增加值 355.56 亿元，比上年增长 8.6%，其中，规模以上工业增加值增长 8.7%。分行业看，31 个行业大类中，22 个实现增长，占比达到 71.0%。新产业加速发展，高新技术产业增加值占规模以上工业增加值比重为 37.9%，较上年提高 4.5 个百分点；装备制造业增加值增长 23.0%，高于规模以上工业增加值增幅 14.3 个百分点。战略性新兴产业增加值增长 9.8%，高于规模以上工业增加值增幅 1.1 个百分点，占规模以上工业增加值比重为 18.4%，较上年提高 2.5 个百分点。传统行业转型升级，煤炭、陶瓷、水泥、烟花鞭炮、冶金五大传统产业增加值增长 4.2%，低于规模以上工业增加值增幅 4.5 个百分点；六大高耗能产业（石油加工、炼焦和核燃料加工业，化学原料和化学制品制造业，非金属矿物制品业，黑色金属冶炼和压延加工业，有色金属冶炼和压延加工业，电力、热力生产和供应业）增加值比上年增长 4.9%，低于规模以上工业增加值增幅 3.8 个百分点；高耗能产业占规模以上工业增加值比重为 63.1%，较上年下降 1.5 个百分点。

财政收支方面，2019 年萍乡市全年财政总收入为 172.57 亿元。2019 年，萍乡市一般公共预算收入 105.02 亿元，比上年增长 5.3%；全市一般公共预算支出完成 274.43 亿元，比上年增长 12.0%。

萍乡经开区经济及财政情况

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，2019 年，萍乡经开区地区生产总值为 254.62 亿元；2019 年萍乡经开区地区生产总值同比增长 8.92%，其中第一产业增加值 0.74 亿元，第二产业增加值 159.82 亿元，其中工业增加值 152.05 亿元，第三产业增加值 94.06 亿元；人均地区生产总值 22.11 万元。2019 年萍乡经开区完成固定资产投资 80.63 亿元，2019 年保持增长；2019 年固定资产投资中工业投资完成 42.39 亿元，同比增长 17.49%。2019 年萍乡经开区社会消费品零售总额 45.84 亿元，同比增长 11.91%；城镇居民人均可支配收入 4.06 万元，农民人均可支配收入 2.00 万元，同比分别增长 7.69%和 8.11%。招商引资方面，2019 年，

萍乡经开区招商签约资金为 81.79 亿元，实际到位资金 56.78 亿元，2019 年均保持增长。全区内投产工业企业个数为 418 个，其中规上工业企业数为 115 个。招商引资及工业企业投产保持向好趋势。

地方财力方面，根据萍乡经开区财政局提供的数据，2019 年，萍乡经开区地方可控财力为 43.10 亿元，2019 年同比下降 16.73%。一般预算收入为 16.12 亿元，同比增长 13.36%，其中税收收入为 11.74 亿元，同比增长 15.10%，占当期一般预算收入比重为 72.83%，同比上升 1.10 个百分点，一般预算收入质量及稳定性较好。2019 年萍乡经开区国有土地使用权出让收入为 19.18 亿元，同比下降 40.14%，受土地出让市场行情及政策影响大，对综合财力影响较大。2019 年萍乡经开区获得转移支付和税收返还收入 7.81 亿元，同比增长 42.52%。

地方政府债务方面，2020 年 4 月底，萍乡经开区直接债务余额 17.67 亿元，担保债务余额 4.00 亿元；政府债务率为 45.64%，政府债务负担一般。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司继续得到萍乡市及萍乡经开区管委会的有力支持。

2019 年，萍乡经开区管委会将公司上缴利润作为追加投资，增加公司资本公积 0.51 亿元。

2019 年，萍乡经开区财政局给予政府补贴 0.50 亿元，计入公司“补贴收入”科目。

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， 2019年，公司收到财政所拨付贴息8.00亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版，统一社会信用代码：91360301733930934P），截至 2020 年 5 月 9 日，公司本部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。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版，机构信用代码：G10360302001073708），截至 2020 年 5 月 9 日，公司子公司萍乡市汇翔建设发展有限公司（以下简称“汇翔建设”）无未结清及已结清不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，根据政府安排，公司股权结构发生变更，公司对章程进行了相应变更，对公司治理结构无实际影响；除此外，公司管理体制、内部管理制度等均无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事土地一级开发和市政、水利基础设施的代建业务，收入主要来源于土地一级开发业务；跟踪期内，公司收入规模持续增长，但毛利率水平下降明显。

得益于土地一级开发收入增长，2019 年公司主营业务收入同比增长 198.80%至 22.32 亿元；其中土地一级开发收入占比 98.68%。

2019 年公司主营业务毛利率为 20.54%，同比下降 24.55 个百分点，主要受土地一级开发业务毛利率下降影响。

受萍乡经开区管委会确认和返还公司收

入进度影响，2020 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 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	74736.78	98.34	44.16	220599.97	98.68	19.60
代建项目	1258.64	1.66	100.00	2607.00	1.17	100.00
合计	**75995.42**	**100.00**	**45.09**	**223206.97**	**99.84**	**20.54**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务运营分析

（1）土地一级开发

公司受萍乡经开区土地收购储备中心、萍乡经开区财政局委托，对萍乡经开区范围内拟收储土地进行一级开发，所整理土地挂牌出让后萍乡市经开区财政局向公司返还土地出让价款。此外，公司自有土地被政府回购所取得回购价款一同计入土地开发收入；该业务收入受土地出让进度及政府回购情况影响大。跟踪期内，受益于政府回购土地，公司土地以及开发收入大幅增长，毛利率水平下降。

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。土地整理相关费用实质仍由公司承担。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）。

2019 年，公司出让土地 169.51 亩（2 宗），出让价款为 3.19 亿元，均较 2018 年有所下降。

表 5 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）
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
2019 年	萍国用（2012）第 104584 号	开发区洪山大道以南	212.25	95391.04
	萍国用（2013）第 114718 号	开发区尚贤中路以南、朝阳中路以东	81.73	37909.47
	萍国用（2013）第 114866 号	开发区尚贤中路以南、朝阳中路以东	124.80	58528.28

	DJF2019019	武功山中大道以北、大冲路以西	67.43	11509.00
	DJF2019022	开发区祥龙路以南、紫元路以西	102.08	20427.00

注：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
资料来源：公司提供

另外，根据政府规划，萍乡经开区管委会回购公司部分自有地块；2019 年，萍乡经开区管委会回购公司土地 418.78 亩（3 宗），回购金额 19.18 亿元；定价标准由管委会决定，一般为地块市价估值加成 20%；公司将土地回购金额计入土地一级开发收入。

公司土地一级开发收入包括土地出让返还收入和地块回购收入，2019 年，土地一级开发收入为 22.06 亿元；因萍乡经开区管委会回购地块较多，2019 年土地以及开发收入较 2018 年增长明显。同期，公司土地一级开发业务毛利率为 19.60%，同比下降 24.56 个百分点，主要受地块位置以及市价估值等影响，当年回购地块毛利率较低导致。 2019 年土地一级开发收入实际到账 14.06 亿元，未到款部分计入“其他应收款”。

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

公司受萍乡经开区管委会委托，开展萍乡经开区内的市政、水利基础设施项目的建设工作，业务模式包括代建、政府采购或自营。2020 年 3 月底，公司在建及拟建项目尚需投资规模大，投资回收周期较长，部分项目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。

公司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，公司基础设施项目建设资金投入计入“存货”科目，每年末与政府就达到结算条件的项目进行结算，按照结算项目投入的 20%确认为代建收入，收到的项目投入款项冲减“存货”。2019 年，公司代建项目收入 2607.00 万元，同比增长 107.13%，主要受当年完工结算项目规模较大影响，当期毛利率为 100%，款项已于当年实收到账；此外，2019 年收到结算项目成本返还 1.44 亿元，冲减“存货”。

截至 2020 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 83.85 亿元，尚需投资 38.15 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 6　截至 2020 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	36.52	13.74
中环路项目	代建	24.34	20.15	4.19
武功山中大道改造工程（320 道路）	代建	8.44	8.88	--
海绵城市及城市建筑节能建设项目	自建自营	25.96	11.99	13.97
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	6.31	6.25
合计	--	**121.56**	**83.85**	**38.15**

资料来源：公司提供

表 7　截至 2020 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	15.00
萍乡市玉湖教育基地建设项目	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	**44.34**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司拟建项目总投资额 44.34 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。

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 2019 年财务报表，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意见的审计结论。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围包括

子公司 6 家；2019 年，公司合并范围新增子公司 2 家；2020 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。

2018 年及之前，公司适用企业会计制度，自 2018 年起适用企业会计准则，并采用追溯调整法对比较财务报表进行调整。本报告 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数。

截至 2019 年底，公司资产总额 377.48 亿元，所有者权益 212.63 亿元（少数股东权益 0.32 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 22.36 亿元，利润总额 6.10 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 394.59 亿元，所有者权益 212.56 亿元（少数股东权益 0.32 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.01 亿元，利润总额-0.07 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构以流动资产为主；资产中往来款对公司资金占用明显，且对民营企业的往来款存在回收风险；存货变现周期长，受政府结算进度及土地出让影响大，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底公司资产总额 377.48 亿元，较 2018 年底增长 4.73%；其中流动资产占 90.25%，公司资产结构仍以流动资产为主。

表 8　公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**345.91**	**95.97**	**340.68**	**90.25**	**356.77**	**90.42**
货币资金	34.11	9.46	14.98	3.97	17.62	4.47
预付款项	--	--	--	--	--	--
其他应收款	105.26	29.20	116.81	30.94	120.21	30.46
存货	196.11	54.41	207.59	54.99	217.60	55.15
非流动资产	**14.53**	**4.03**	**36.80**	**9.75**	**37.82**	**9.58**
可供出售金融资产	10.99	3.05	33.19	8.79	33.19	8.41
资产总额	**360.44**	**100.00**	**377.48**	**100.00**	**394.59**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

2019 年底，公司流动资产 340.68 亿元，较 2018 年底下降 1.51%。

2019 年底，公司货币资金 14.98 亿元，同比下降 56.08%，主要系项目投入及对外拆借支出所致所致；余额包括银行存款 12.12 亿元和其他货币资金 2.87 亿元（定期存单、保证金、七天通知存款）。

2019 年底，公司其他应收款账面价值 116.81 亿元，同比增长 10.97%。2019 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，公司应收福建省黄金时代融资租赁有限公司款项 5.00 亿元，性质为拆借款，期限 1 年，利率为 10%；该公司为民营企业，该笔款款项回收风险值得关注。

表 9　2019 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比	性质
萍乡经济技术开发区财政局	70.52	60.36	往来款等
萍乡市新区建筑安装总公司	18.49	15.82	往来款等
江西汇恒置业有限公司	13.22	11.31	往来款等
福建省黄金时代融资租赁有限公司	5.00	4.28	往来款等
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	1.50	4.28	往来款等
合计	**108.72**	**93.05**	--

资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司存货包括开发成本 108.19 亿元，全部为土地使用权，共 61 宗，面积合

计 360.54 万平方米，其中政府注入 11 宗（55.42 万平方米，10.83 亿元）、政府作价出资 11 宗（106.70 万平方米，34.58 亿元）、招拍挂 39 宗（198.42 万平方米，62.78 亿元），用途主要为商服、住宅、工业等。除政府作价出资外，其余土地均已缴纳出让金，已办理相关权证。2019 年当年，公司 3 宗地块由萍乡经开区管委会回购，回购成本 16.04 亿元；当期，公司新拍土地 14 宗，价款及相关契税合计 15.96 亿元；公司土地资产中因抵押等原因导致使用受限的土地使用权价值为 39.40 亿元。开发项目 99.39 亿元，主要为项目投入。公司存货中项目投入变现周期长，受政府结算进度及实际运营情况影响大，土地资产受限比例高，公司资产流动性受到一定影响。

2019 年底，公司其他流动资产为 1.23 亿元，主要为委托贷款 1.06 亿元，较 2018 年底下降 89.76%，系委托贷款回收以及对江西星星科技有限责任公司（以下简称“星星科技”）委托贷款 5.00 亿元转入“可供出售金融资产”所致；其中对江西彦星投资有限公司（以下简称“彦星投资”）委托贷款本金 4000.00 万元，未能按期偿还；公司已采取司法诉讼、土地抵押等保全措施，后续回收情况需关注。

2019 年底，公司非流动资产 36.80 亿元，较 2018 年底增长 153.26%，主要来自可供出售金融资产增长。

2019 年底，公司可供出售金融资产 33.19 亿元，较 2018 年底增长 202.03%，主要系公司当年将对星星科技[1]委托贷款 15.00 亿元（2018 年底委托贷款余额 5.00 亿元收回，2019 年当年新增 20.00 亿元）进行债转股，公司持股 48.75%[2]，但无实际控制权。此外，2019 年公司将对萍乡市汇盛工业投资管理有限公司（以下简称“汇盛工业”）的往来款 7.20 亿元转为投资，公司持股 29.93%（尚未进行工商变更）。2019 年底公司可供出售金融资产余额主要为对星星科技、汇盛工业和江西银行股份有限公司的投资款；其中江西中煤科技集团有限责任公司代持股权 0.90 亿元，实质为公司通过江西中煤科技集团有限责任公司对江西金融租赁股份有限公司的股权投资。2019 年，公司取得现金分红 0.21 亿元，投资收益率较低。

表 10　2019 年底公司可供出售金融资产情况

（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
江西星星科技有限责任公司	150000.00	48.75	--
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	72000.00	29.93	--
江西银行股份有限公司	100606.55	5.15	1928.71
江西中煤科技集团有限责任公司代持股权	9000.00	9.00	202.50
萍乡市农村商业银行股份有限公司	278.10	0.28	--
合计	**331884.65**	--	**2131.21**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司受限资产合计 57.27 亿元，受限比例为 15.17%；包括货币资金 2.86 亿元、存货 39.40 亿元和可供出售金融资产 15.00 亿元；受限用途主要为对外借款质押。

2020 年 3 月底，公司资产总额 394.59 亿元，较上年底增长 4.53%；流动资产占 90.42%。公司资产构成仍以流动资产为主。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定；债务规模快速增长，以长期债务为主，整体债务负担一般，2020—2021 年偿付压力较大。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益为 212.63 亿元，较 2018 年底增长 1.12%，构成仍以实收资本（占 4.88%）、资本公积（占 82.82%）和未分配利润（占 10.68%）为主。

2019 年底，公司实收资本 10.39 亿元，同比保持稳定，其中萍乡经开区管委会出资 10

[1] 星星科技股东为浙江星星科技股份有限公司（300256，以下简称“星星股份”）和汇盛工业，汇盛工业实际控制人为萍乡经开区管委会，星星股份单一最大流通股股东为萍乡范钛客网络科技有限公司（2020 年 3 月底持股 15.04%，以下简称“范钛客网络”）；范钛客网络实际控制人为汇盛工业。

[2] 2020 年 3 月，根据萍开党（2020）4 号抄告单，公司将持有的星星科技 48.75%股权无偿划转至汇盛工业。

亿元，持股比例为 96.28%；国开基金公司出资 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%。同期，公司资本公积 176.09 亿元，基本保持稳定，主要为收到的政府投资、债务置换资金等。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 212.56 亿元，较年初变动较小；所有者权益构成基本保持稳定。其中包括国开基金公司投资款 5.25 亿元、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，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。

负债

2019 年，公司负债总额 164.86 亿元，较 2018 年底增长 9.78%，主要系长期借款和一年内到期的非流动负债规模增加所致。2019 年底负债中流动负债及非流动负债分别占 23.17%和 76.83%，公司负债结构以非流动负债为主。

2019 年，公司流动负债 38.19 亿元，较 2018 年底增长 18.69%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；公司流动负债主要由其他应付款（占 30.30%）和一年内到期的非流动负债（占 58.24%）构成。

公司其他应付款主要为往来款等，2019 年底为 9.54 亿元（不含应付利息），较 2018 年底下降 15.72%。同期，公司一年内到期的非流动负债 22.24 亿元，较 2018 年底增长 54.35%，主要包括一年内到期的长期借款 8.24 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 14.00 亿元。

2019 年底，公司非流动负债 126.66 亿元，较 2018 年底增长 7.36%；主要由长期借款（占 56.97%）、应付债券（占 29.21%）和长期应付款（占 13.82%）构成。

2019 年底，公司长期借款 72.16 亿元，较 2018 年底增长 23.92%；包括保证借款 19.17 亿元、质押借款 32.17 亿元和抵押借款 20.82 亿元。同期，公司应付债券 37.00 亿元，较 2018 年底下降 9.76%，主要由于债券偿还及部分债券转入“一年内到期的非流动负债”所致。2019 年底，公司长期应付款 17.50 亿元，较 2018 年底下降 6.66%，主要系回购萍乡九盛投资款 1.25 亿元。2019 年底余额全部为应回购国投瑞银资本管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）投资款。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。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。

从有息债务看，2019 年底，公司全部债务 148.91 亿元，同比增长 11.54%，主要因为借款规模扩大所致；其中长期债务占 85.06%。

表 11　公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	15.51	22.24	19.52
长期债务	117.99	126.66	143.53
全部债务	133.50	148.91	163.05
资产负债率	41.66	43.67	46.13
全部债务资本化比率	38.83	41.19	43.41
长期债务资本化比率	35.94	37.33	40.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从债务指标看，受有息债务规模扩大影响，2019 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分别为 43.67%、41.19%和 37.33%，整体债务负担一般。若将权益中的农发基金投资款（0.23 亿元）以及国开基金公司投资款（5.25 亿元）计入有息债务，则公司实际债务负担高于上述指标值。

2020 年 3 月底，公司负债合计 182.03 亿元，较 2019 年底增长 10.42%，主要来自其他

应付款、长期借款和应付债券的增长；负债结构较 2019 年底保持稳定。2020 年 3 月底，公司全部债务 163.05 亿元，较上年底增长 9.50%；其中长期债务 143.53 亿元，公司有息债务结构仍以长期债务为主。

债务指标方面，2020 年 3 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 46.13%、43.41%和 40.31%，均较 2019 年底进一步上升。

有息债务到期分布方面，2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年到期债务规模分别为 19.44 亿元、20.52 亿元和 21.29 亿元，分布较平均，但相较于近几年债务偿付规模，未来两年偿付压力较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入及利润总额保持增长，投资收益及财政补贴对利润总额贡献大。

2019 年，公司实现营业收入 22.36 亿元，同比增长 198.80%，主要得益于土地一级开发收入增长。同期，公司营业成本 17.75 亿元，同比增长 324.64%。2019 年公司营业利润率年为 20.38%，同比下降 23.97 个百分点。

公司期间费用主要为管理费用，2019 年，公司期间费用为 0.17 亿元，同比增长 88.89%；由于萍乡经开区财政局给予公司贴息支持，公司财务费用规模较小，2019 年财务费用为 -47.77 万元。

2019 年，公司获得的财政补助 0.50 亿元，同比保持稳定，为公司收到的萍乡经开区财政局的项目补贴。

2019 年，公司投资收益 1.27 亿元，同比下降 23.95%，主要为公司对外股权及债权投资取得的投资收益。

2019 年，公司实现利润总额 6.10 亿元，同比增长 12.16%。当期投资收益及政府补助占利润总额的比重为 29.02%。

表 12　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	7.63	22.36
投资收益	1.67	1.27
政府补助	0.50	0.50
利润总额	5.44	6.10
营业利润率	44.35	20.38
总资本收益率	1.21	1.29
净资产收益率	1.99	2.20

资料来源：联合资信跟踪公司审计报告整理

从盈利能力指标看，2019 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 1.29%和 2.20%，均略有上升。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流净流出缺口进一步扩大；在建及拟建项目投资回收周期长，未来投资规模较大，公司对外部融资需求较大。

经营活动现金流方面，2019 年，公司经营活动现金流入 98.79 亿元，同比增长 56.23%，主要为往来款流入；其中销售商品、提供劳务收到的现金 16.06 亿元，主要为当年收入及以往代建项目投入回款；收到其他与经营活动有关的现金 82.73 亿元，主要为往来款；同比分别增长 83.10%和 51.91%。同期，公司经营活动现金流出 138.91 亿元，同比增长 42.21%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 31.71 亿元，同比下降 6.90%，主要为新拍土地、项目建设、土地整理等投入；支付其他与经营活动有关的现金 106.21 亿元，同比增长 79.34%，主要为往来款及对外拆借款等。2019 年，公司经营活动现金流净额为-40.12 亿元，净流出规模同比增长 16.47%，缺口进一步扩大。收入实现质量方面，2019 年，公司现金收入比为 71.82%，同比下降 43.05 个百分点，收入实现质量大幅下降。

投资活动现金流方面，2019 年，公司投资活动现金流入 7.62 亿元，同比大幅下降，主要为赎回理财产品本金以及收回银行委托贷款本金收到现金。同期，公司投资活动现金流出

3.28 亿元，全部为投资支付的现金，包括回购萍乡九盛投资管理中心（有限合伙）对建宇置业股权收购款 1.25 亿、支付正常委托贷款 2.03 亿。2019 年，公司投资活动净现金流为 4.34 亿元。

筹资活动现金流方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 35.56 亿元，全部为取得借款收到现金，同比下降 7.08%。同期，公司筹资活动现金流出 21.77 亿元，同比增长 93.86%，主要为债务偿还支出的现金。2019 年，公司筹资活动现金流净流入 13.79 亿元，随着债务偿还的增长，筹资活动现金流净额下降。

表 13　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入额	63.23	98.79
经营活动现金流出额	97.68	138.91
经营活动现金流量净额	-34.45	-40.12
投资活动现金流量净额	2.01	4.34
筹资活动现金流量净额	27.04	13.79
现金收入比	114.87	71.82

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力指标较弱，目前公司间接融资渠道通畅，并能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。

短期偿债能力指标方面，2019 年，公司流动比率和速动比率分别为 892.04%和 348.50%，较 2018 年底分别下降 182.96 个及 117.04 个百分点。2020 年 3 月底上述指标分别为 926.65%和 361.48%，较 2019 年底有所上升。2020 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.91 倍。公司短期偿债能力尚可。2019 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。

长期偿债能力指标方面，2019年，公司EBITDA为6.11亿元，当期全部债务/EBITDA倍数为24.38倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力弱。

截至2020年3月底，公司对外担保余额16.86亿元，担保比率为7.93%。其中对星星科技及民营企业担保合计5.15亿元，占30.55%，其余担保对象主要为萍乡经开区范围内平台企业。公司对外担保均无反担保措施，且区域集中度高。整体看，公司存在一定或有负债风险。

截至2020年3月底，公司获得授信额度195.68亿元，尚未使用的额度为80.81亿元，公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司分析

公司资产及权益集中于母公司，母公司整体债务负担轻。

2019 年底，母公司资产总额为 311.92 亿元，较 2018 年底增长 2.39%，其中流动资产占 73.99%，主要由其他应收款、存货、长期股权投资构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 192.52 亿元，较 2018 年底基本保持稳定。其中，实收资本和资本公积合计占 94.03%，所有者权益结构较为稳定。

2019 年底，母公司负债总额为 119.40 亿元，较 2018 年底增长 6.41%，主要由其他应付款、长期借款和应付债券构成。2019 年底，母公司资产负债率为 38.28%。

2019 年，母公司实现营业收入 13.63 亿元，利润总额为 3.16 亿元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

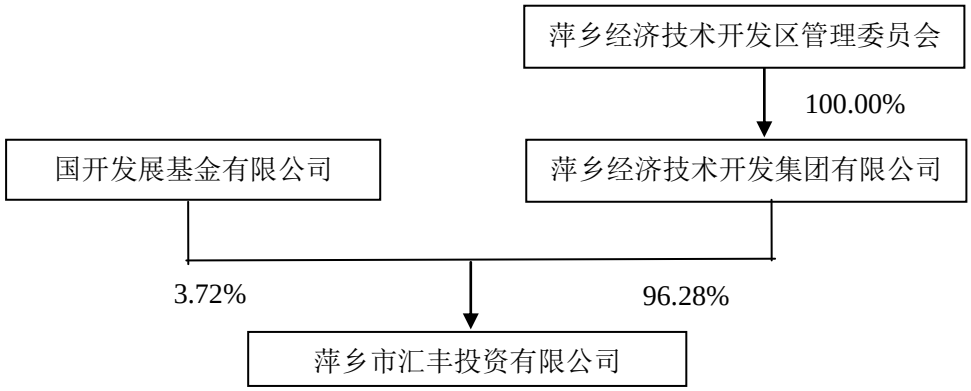
截至本跟踪评级报告出具日，“15汇丰投资MTN001”“16汇丰投资MTN001”“19萍乡汇丰MTN001”及“19萍乡汇丰MTN002”债券余额合计25.00亿元。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量分别为6.11亿元、98.79亿元，分别为上述债券余额的0.24倍、3.95倍。上述债券单年最高到期金额为10.00亿元，公司EBITDA、经营活动现金流入量分别为单年最高到期金额的0.61倍、9.88倍。公司经营活动

现金流入量规模大，对联合资信所评公司存续债券余额的保障能力强。

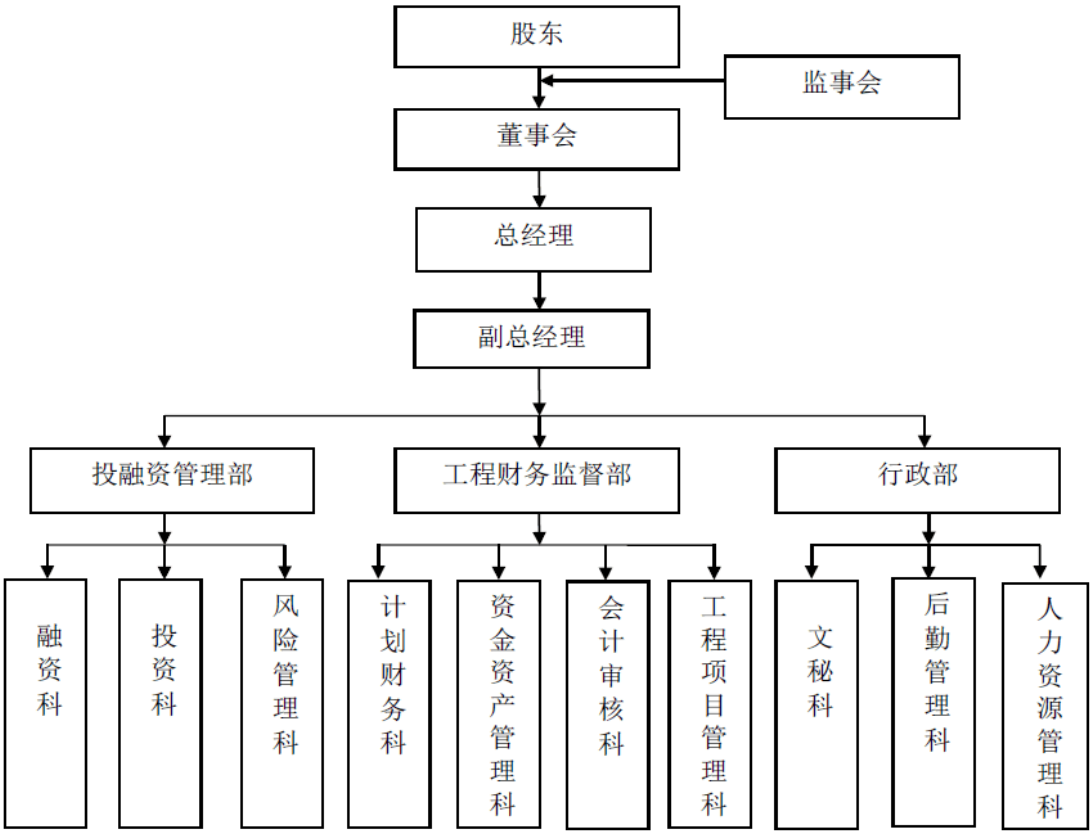
十一、结论

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”“19 萍乡汇丰 MTN001”及“19 萍乡汇丰 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	注册资本（万元）	业务性质	持股比例（%）		表决权比例（%）	取得方式
					直接	间接		
萍乡市汇翔建设发展有限公司	萍乡市	萍乡市	24141.00	城市开发建设	49.71	40.97	100.00	投资设立
萍乡市汇怡建设发展有限公司	萍乡市	萍乡市	1000.00	城市开发建设		100.00	100.00	投资设立
萍乡市建宇置业有限公司	萍乡市	萍乡市	50000.00	房地产开发		98.00	98.00	投资设立
萍乡市海新建筑有限公司	萍乡市	萍乡市	12502.30	城市开发建设	100.00		100.00	投资设立
萍乡市汇辉建筑有限公司	萍乡市	萍乡市	18008.20	城市开发建设	90.00		90.00	投资设立
江西振兴发展汇翔一号投资中心(有限合伙)	萍乡市	萍乡市	300001.00	投资	25.00		100.00	投资设立

资料来源：公司财务报告

附件 2　主要财务数据和指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	42.63	34.19	15.06	17.70
资产总额（亿元）	330.71	360.44	377.48	394.59
所有者权益（亿元）	189.92	210.27	212.63	212.56
短期债务（亿元）	10.46	15.51	22.24	19.52
长期债务（亿元）	111.86	117.99	126.66	143.53
全部债务（亿元）	122.32	133.50	148.91	163.05
营业收入（亿元）	3.73	7.63	22.36	0.01
利润总额（亿元）	5.35	5.44	6.10	-0.07
EBITDA（亿元）	5.35	5.45	6.11	--
经营性净现金流（亿元）	-23.14	-34.45	-40.12	-11.46
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	83912.29	245735.52	--
存货周转次数（次）	0.02	0.04	0.09	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.04	0.06	--
现金收入比（%）	133.75	114.87	71.82	--
营业利润率（%）	44.70	44.35	20.38	47.18
总资本收益率（%）	1.38	1.21	1.29	--
净资产收益率（%）	2.15	1.99	2.20	--
长期债务资本化比率（%）	37.07	35.94	37.33	40.31
全部债务资本化比率（%）	39.17	38.83	41.19	43.41
资产负债率（%）	42.48	41.66	43.67	46.13
流动比率（%）	1086.16	1075.00	892.04	926.65
速动比率（%）	760.56	465.54	348.50	361.48
经营现金流动负债比（%）	-80.88	-107.06	-105.06	--
现金短期债务比(倍)	4.08	2.20	0.68	0.91
全部债务/EBITDA（倍）	22.85	24.51	24.38	--

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 2017 年财务报表采用《企业会计制度》编制；3. 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数，2020 年 1 季度财务数据未经审计；4. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

附件 3　主要财务数据和指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	27.74	23.90	12.59	13.51
资产总额（亿元）	300.58	304.64	311.92	319.61
所有者权益（亿元）	189.92	192.43	192.52	192.52
短期债务（亿元）	7.06	7.80	14.00	12.08
长期债务（亿元）	54.76	58.37	62.67	72.70
全部债务（亿元）	61.82	66.17	76.67	84.78
营业收入（亿元）	0.11	3.48	13.63	0.01
利润总额（亿元）	4.81	2.41	3.16	0.00
EBITDA（亿元）	4.81	2.42	3.16	--
经营性净现金流（亿元）	-2.21	-19.98	-26.57	-7.16
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	0.00	0.02	0.09	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.04	--
现金收入比（%）	911.88	119.50	94.40	0.00
营业利润率（%）	92.70	37.21	17.93	40.13
总资本收益率（%）	1.62	0.71	0.90	--
净资产收益率（%）	2.15	0.96	1.25	--
长期债务资本化比率（%）	22.38	23.27	24.56	27.41
全部债务资本化比率（%）	24.56	25.59	28.48	30.57
资产负债率（%）	36.82	36.83	38.28	39.76
流动比率（%）	395.29	456.35	406.80	438.49
速动比率（%）	276.17	229.59	193.63	199.72
经营现金流动负债比（%）	-3.95	-37.10	-46.84	--
现金短期债务比(倍)	3.93	3.06	0.90	1.12
全部债务/EBITDA（倍）	12.84	27.38	24.26	*

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 2017 年财务报表采用《企业会计制度》编制；3。2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数，2020 年 1 季度财务数据未经审计；4. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义；5、部分财务数据及指标因过小而无法显示

附件 4　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	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×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%
营业利润率	营业利润/营业收入净额×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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+一年内到期的非流动负债+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 5-1　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 5-2　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 5-3　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