

萍乡市汇丰投资有限公司

# 2017 年绿色债券信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本  
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间  
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用  
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2017】第 Z【456】  
号 01

分析师

姓名：  
钟继鑫 王一峰

电话：  
0755-82872242

邮箱：  
zhongjx@pyrating.cn

评级日期：  
2017 年 08 月 25 日

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司  
地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼  
电话：0755-82872897  
网址：[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)

## 萍乡市汇丰投资有限公司 2017 年绿色债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：20 亿元	评级展望：稳定
债券期限：7 年	增信方式：保证担保
担保主体：中合中小企业融资担保股份有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付	

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“汇丰投资”或“公司”）本次拟发行总额 20 亿元绿色债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到萍乡经济技术开发区（以下简称“萍乡经开区”）经济实力不断增强，公司业务发

展有一定保障，地方政府给予公司大力支持，且第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。同时鹏元也关注到，萍乡经开区财政实力和政府性基金收入波动较大，2016 年公共财政收入同比下跌，公司收入来源单一，资产流动性较弱，拆出款规模较大且非关联方拆出款存在回收风险，面临较大的资金压力和偿债压力，委托贷款业务存在违约风险以及对外担保和差额补偿存在代偿风险等风险因素。

### 正面：

- 萍乡经开区经济实力不断增强。萍乡经开区为国家级经济技术开发区，2014-2016 年分别实现地区生产总值 130.21 亿元、136.23 亿元和 148.69 亿元，增长率分别为 8.85%、4.62%和 9.15%。
- 公司业务发展有一定保障。公司承担萍乡经开区基础设施建设、土地一级开发任务，截至 2017 年 6 月末，公司主要在建的代建项目总投资合计 39.78 亿元，累计已投资 20.39 亿元，代建业务持续性较好；萍乡经开区可开发土地面积较大，且 2016 年末公司拥有 91.38 亿元土地使用权，均为商业、住宅用地，未来可为公司带来一定的土地开发和转让收入。

- **地方政府给予公司大力支持。**2014-2016年，地方政府通过注入货币资金和无偿划拨资本金的方式对公司增资，其中实收资本增加 3,863.00 万元，资本公积增加 598,657.00 万元；给予公司各类补贴 38,665.01 万元，置换公司贷款本息 121,054.32 万元。另外，公司利息支出均由萍乡经开区财政局支付。
- **第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。**本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，中合担保整体经营状况良好，经鹏元综合评定，中合担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的担保可有效提升本期债券信用水平。

#### 关注：

- **萍乡经开区财政实力受政府性基金收入影响波动较大，2016 年公共财政收入同比下跌。**2014-2016 年，萍乡经开区分别实现地方综合财力 22.60 亿元、25.71 亿元和 24.77 亿元，其中 2014 年和 2016 年分别同比下跌 53.82% 和 3.65%，系政府性基金收入稳定性较差所致。2016 年，受营改增等因素影响，萍乡经开区税收收入下降，导致当年实现公共财政收入 160,703 万元，同比降低 4.23%。
- **公司收入来源单一。**2014-2016 年公司土地一级开发收入分别占主营业务收入的 96.83%、97.93% 和 99.10%，收入来源单一，且土地的转让规模及价格易受国家政策及土地一级市场波动影响。
- **公司资产流动性较弱，拆出款规模较大且非关联方拆出款存在回收风险。**截至 2016 年末，预付款项、其他应收款和存货和分别占公司总资产的 24.49%、27.09% 和 32.58%；公司其他应收款 2014-2016 年的复合增长率为 72.03%，占用公司大量资金，回收时间不确定，且部分非关联方拆出款回收困难；存货中土地账面价值 91.38 亿元，其中已抵押土地账面价值占比 64.97%，整体来看公司资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现欠佳，面临较大的资金压力。**2014-2016 年，公司经营性现金分别净流出 5.71 亿元、65.69 亿元和 21.68 亿元，表现欠佳。截至 2017 年 6 月末，公司主要在建的工程项目尚需投资 71.34 亿元，未来面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模持续攀升，未来持续面临较大的偿债压力。**截至 2016 年末，公司有息债务合计为 88.56 亿元，较 2014 年末增长 78.13%，占负债总额的 82.34%，未来持续存在较大的还本付息压力。
- **委托贷款业务行业集中度较高，且贷款对象主要为小微企业，需持续关注违约风险。**公司委托贷款业务主要分布在建筑类、投资金融类和制造类，2016 年末三者分别占

比 26.98%、28.42% 和 30.20%，集中度较高；截至 2016 年末，公司已发放委托贷款（含逾期）76,357.89 万元，其中逾期未归还贷款本金合计 11,077.89 万元，需持续关注小微企业的违约风险。

- **公司对外担保和差额补偿规模较大，存在代偿风险。**截至 2017 年 7 月末，公司对外担保和差额补偿金额合计 188,476.90 万元，占 2016 年末净资产的 10.73%，考虑到该等对外担保和差额补偿均未采取反担保措施，需关注其代偿风险。

#### 主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	2,831,959.84	2,541,413.59	1,601,565.19
所有者权益合计（含少数股东权益，万元）	1,756,442.14	1,625,365.50	969,581.55
有息债务（万元）	885,590.00	727,040.00	497,170.00
资产负债率	37.98%	36.04%	39.46%
流动比率	9.81	6.30	6.34
主营业务收入（万元）	88,611.63	83,835.06	78,394.40
投资收益（万元）	11,464.03	8,075.93	6,446.56
政府补助（万元）	7,134.00	13,103.01	18,428.00
利润总额（万元）	45,446.38	51,002.16	51,951.92
主营业务毛利率	33.01%	35.27%	37.04%
EBITDA（万元）	45,490.70	51,047.14	51,986.32
经营活动现金流净额（万元）	-216,787.61	-656,899.92	-57,145.07

注：公司利息支出均由萍乡经济开发区财政局支付。

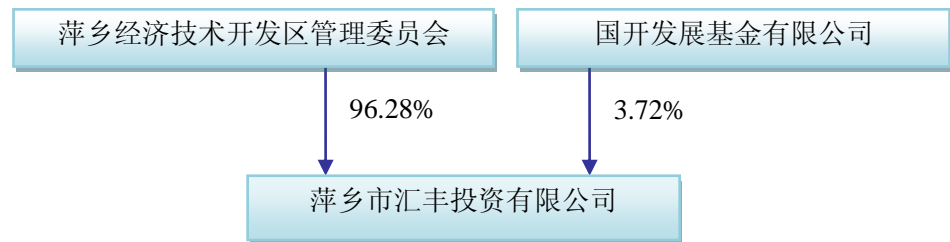
资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司前身为萍乡市汇丰投资开发有限公司，2002年1月经萍乡市人民政府《关于组建萍乡市汇丰投资公司的批复案》（萍府发〔2002〕7号）批准设立，初始注册资本为人民币3,000万元，股东为江西省安源经济开发区管理委员会（现更名为“萍乡经济技术开发区管理委员会”，以下简称“经开区管委会”或“管委会”）。2013年7月，管委会向公司增资9亿元（货币资金增资2亿元，资本公积转增资本7亿元）；2015年10月，公司、管委会与国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）签订投资合同，国开基金以现金对公司增资9,000万元（其中实收资本增加954万元）；2016年，国开基金以现金对公司增资人民币43,520.00万元，公司增加实收资本2,909.00万元，资本公积40,611.00万元。增资后国开基金不向公司派董事、监事和高级管理人员，不直接参与公司的日常正常经营。

截至2017年6月末，公司注册资本和实收资本均为103,863.00万元，管委会仍为公司控股股东和实际控制人，持有公司96.28%的股权。

图1 截至2017年6月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，鹏元整理

公司主要从事萍乡经开区内城市基础设施项目的投资、建设，以及土地一级开发业务。截至2016年末，公司纳入合并范围的子公司简要情况如表1所示。

表1 截至2016年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
萍乡市汇翔建设发展有限公司	24,141.00	49.71%	基础设施建设
萍乡市汇怡建设发展有限公司	1,000.00	100.00%	城市（城乡）综合开发，城市（城乡）基础设施和市政配套设施的建设与运营
江西振兴发展汇翔一号投资中心（有限合伙企业）	300,001.00	25.00%	投资管理

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司资产总额为283.20亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）为175.64亿元，资产负债率为37.98%；2016年度，公司实现主营业务收入8.86亿元，利润总额4.54亿元，经营活动现金净流出21.68亿元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2017年萍乡市汇丰投资有限公司绿色债券；

**发行总额：**20亿元；

**债券期限和利率：**7年期固定利率债券；

**还本付息方式：**本期债券每年付息一次，并设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3-7年末逐年分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息；

**增信方式：**本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额20亿元，其中12亿元拟用于萍乡经济技术开发区海绵城市及城市建筑节能建设项目，8亿元拟用于补充公司营运资金，资金投向明细如表2所示。

**表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）**

项目名称	总投资额	拟使用债券资金	拟使用资金占总投资的比例	拟使用资金占债券募集资金总额的比例
海绵城市及城市建筑节能建设项目	259,641.86	120,000.00	46.22%	60%
补充营运资金	-	80,000.00	-	40%
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>200,000.00</b>	<b>-</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司提供

### 1、项目建设内容

该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。项目概算总投资为259,641.86万元，其中土建费用151,664.01万元，设备购置费用22,076.52万元，设备安装费用27,406.93万元，其他费用58,494.40万元。

#### （1）海绵城市

海绵城市项目用地共3个片区，分别是：（1）玉湖片区：雨水管网合计铺设26.15千米，污水管网合计铺设21.21千米；（2）翠湖片区：道路改造益民路3,970米、吴楚东大道3,922米、中环北路4,356米，雨水管网合计铺设30.06千米，污水管网合计铺设20.96千米；

（3）田中湖片区：道路改造萍福路3,434米、萍实大道6,200米、洪山大道3,977米、宝鼎路6,402米、兴贤路5,658米、广兴西路1,605米、吴楚北大道2,843米，雨水管网合计铺设96.71千米，污水管网合计铺设109.46千米。

### (2) 地下管廊

根据萍乡经济技术开发区排水管网、给水管网、电力线路、燃气管道的规划，拟定城市地下综合管廊建设内容如下表：

**表3 城市地下综合管廊建设内容**

项目名称	位置	类型	工程量 (km)
城市地下综合管廊	武功山大道（320国首）	地下管廊主干道	6.30
	萍实大道	地下管廊主干道	6.05
	洪山大道	地下管廊主干道	5.45
	尚贤路	地下管廊支干道	3.95
	吴楚大道	地下管廊主干道	3.10
	萍福路	地下管廊支干道	2.30
	广兴西路	地下管廊支干道	4.20
	兴贤路	地下管廊主干道	4.75
	玉湖路	地下管廊支干道	2.40
		<b>合计</b>	

资料来源：公司提供

### (3) 建筑节能

田中湖片区解决26,000户至28,000户居民及该区域企事业单位的集中供冷采暖。总建筑面积280万平方米至315万平方米，服务人口数约8.5万人至10万人，服务面积6.0~8.5平方公里。主要建设内容有：铺设相应的管道，安置4.5-6.8万kw水源热泵，终端用户安装相应的散热片和冷风送风装置。

## 2、项目批复情况

本期债券募投项目的施工范围是既有市政道路升级改造和既有建筑的节能改造，不占用新的用地指标，故不涉及征地、拆迁工作，且不需进行土地证办理。该项目已取得的相关批复文件如下表所示。

**表4 萍乡经济技术开发区海绵城市及城市建筑节能建设项目批复情况表**

批复文件名称	文号	发文机关	印发时间	主要内容
建设项目选址意见书	选字第2016-4-011号至2016-4-022号	萍乡市规划局萍乡经济技术开发区分局	2016年4月10日	明确项目用地位置及面积
建设用地规划许可证	地字第2016-4-011号至2016-4-022号	萍乡市规划局萍乡经济技术开发区分局	2016年4月15日	明确项目用地性质
建设工程规划许可证	建字第2016-4-011号至2016-4-022号	萍乡市规划局萍乡经济技术开发区分局	2016年4月20日	明确项目建设工程规模
关于萍乡经济技术开发区	萍国土开分字	萍乡市国土资源	2016年4月22日	准予使用土地

区海绵城市及城市建筑节能建设项目预审意见	[2016]41号	局经济开发区分局		
关于萍乡经济技术开发区海绵城市及城市建筑节能建设项目节能评估和审查的批复	萍开发改能审字[2016]22号	江西萍乡经济开发区经贸科技发改局	2016年4月25日	该项目能源消耗和节能措施等符合国家和省有关政策规定
关于对萍乡市汇丰投资有限公司《萍乡经济技术开发区海绵城市及城市建筑节能建设项目环境影响报告书》的批复	萍开环字[2016]99号	江西萍乡经济开发区环境保护局	2016年4月28日	从环保角度分析, 同意审批
社会稳定风险评估评审表	-	萍乡经济技术开发区社会管理综合治理委员会	2016年4月30日	项目社会稳定风险等级为低风险, 项目可行
关于萍乡经济技术开发区海绵城市及城市建筑节能建设项目可行性研究报告的批复	萍开发改字[2016]39号	江西萍乡经济开发区经贸科技发改局	2016年5月10日	同意建设该项目

资料来源：公司提供

### 3、项目建设进度

项目建设期36个月（2016年3月至2019年2月）。截至2017年6月末，项目累计完成投资额约70,000.00万元<sup>1</sup>，占总投资的26.96%，主要用于支付土石方工程、路基工程和道路排水给水工程等。

### 4、经济效益分析

该项目属于萍乡经济技术开发区海绵城市建设、田中湖周边地区建筑物节能建设项目，建成后由公司运营。其中翠湖、玉湖、田中湖的生态建设以及开发区境内的道路改造均属于城市基础设施建设、生态环境建设项目，该项目建成后自身产生较少的经济效益，但提高了城市的品味和改善了城市环境、提高了水的利用率。该项目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15,831.11万元/年，在本期债券存续期共可取得净收益50,007.86万元。

但我们也关注到，根据项目可行性研究报告，募投项目收入不能覆盖本期债券本息，且项目收入预测是基于对用水量取水装置、综合管廊等建成后使用时间等指标的预测前提下，项目建设进度可能不达预期，项目建成后实际运营情况或有变动，因而该项目未来收益存在一定不确定性。

<sup>1</sup>2016年审计报告中未体现本期债券募投项目已投入成本。

## 四、区域经济

### 近年萍乡市经济稳步发展，经济实力持续增强，投资拉动经济发展的作用明显

萍乡市是江西省地级市，位于江西省西部，与湖南省相邻，紧靠长株潭，是江西对外开放的西大门。全市总面积3,823.99平方公里，其中市中心城区面积58平方公里，辖安源、湘东两个市辖区和莲花、芦溪、上栗三个县。截至2016年末，全市常住人口191.42万人。萍乡拥有丰富的煤资源和铁矿资源，其中煤的远景储量达8.52亿吨，铁矿储量达6,760万吨。依托资源优势，萍乡市的冶金、煤炭化工及煤炭深加工产业发展较好，建材、机械、医药食品是全市重点发展产业；另外，近年萍乡市重点支持新材料、新能源、生物医药、先进装备制造、现代服务业等战略性新兴产业的发展。

近年萍乡市经济保持较快发展，2014-2016年分别实现地区生产总值864.95亿元、912.39亿元和998.28亿元，分别同比增长8.6%、8.9%和9.1%，第一产业和第二产业增速持续放缓，第三产业发展持续提速；萍乡市三次产业结构由2014年的6.8：59.0：34.2调整为2016年的6.9：55.0：38.1，经济结构调整存在一定的压力。2016年萍乡市地区人均GDP与全国人均GDP的比值为96.94%，经济发展小幅落后于全国平均水平。

近年萍乡市工业生产稳步增长，2014-2016年分别实现工业增加值459.57亿元、464.21亿元和492.79亿元，分别同比增长9.6%、8.3%和8.1%。2016年，装备制造业实现增加值59.06亿元，同比增长19.4%；战略性新兴产业增加值87.1亿元，同比增长12.6%。近年工业园区对萍乡市工业发展贡献较大，截至2016年末，萍乡市三大工业园区（萍乡经济技术开发区、江西莲花工业园区、江西芦溪工业园区）投产企业为267家，2016年全年三大工业园区完成工业增加值184.7亿元，同比增长8.8%。

近年萍乡市在固定资产投资方面保持了较快的增长速度，2014-2016年固定资产投资分别为908.30亿元、1,026.74亿元、1,162.86亿元，分别同比增长9.8%、13.3%和13.3%，固定资产投资对经济的拉动作用较明显。分结构看，2016年萍乡市投资以制造业投资为主，其次为水利、环境和公共设施管理业投资，再次为房地产业投资。2016年萍乡市全年房地产开发投资48.51亿元，同比增长6.7%；商品房竣工面积60.49万平方米，同比增长13.4%；商品房销售面积131.66万平方米，同比增长47.1%；商品房销售额64.35亿元，同比增长48.4%。2014-2016年萍乡市社会消费品零售总额分别为266.55亿元、303.06亿元、338.08亿元，分别同比增长12.1%、10.2%、11.0%；2016年对外经济景气度回升，进出口总额为92.92亿元，较2015年增长18.3%。

**表5 2014-2016年萍乡市主要经济指标情况（单位：亿元）**

指标名称	2016年		2015年		2014年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	998.28	9.1%	912.39	8.9%	864.95	8.6%
其中：第一产业增加值	68.66	3.8%	62.83	4.0%	55.88	4.5%
第二产业增加值	549.04	7.9%	517.29	8.4%	509.99	9.6%
第三产业增加值	380.58	11.9%	332.27	11.0%	296.08	7.3%
工业增加值	492.79	8.1%	464.21	8.3%	459.57	9.6%
固定资产投资	1,162.86	13.3%	1,026.74	13.3%	908.30	9.8%
社会消费品零售总额	338.08	11.0%	303.06	10.2%	266.55	12.1%
进出口总额	92.92	18.3%	78.55	-13.9%	14.92	8.5%
存款余额	941.58	19.1%	790.34	16.3%	681.58	9.6%
贷款余额	617.93	14.6%	539.29	19.4%	451.71	19.3%
三次产业结构	6.9: 55.0: 38.1		6.9: 56.7: 36.4		6.8: 59.0: 34.2	
人均GDP（元）	52,330		48,133		45,867	
人均GDP/全国人均GDP	96.94%		97.53%		98.57%	

注：2014年进出口贸易总额单位为亿美元，2015-2016年进出口贸易总额单位为亿元。

资料来源：2014-2016年萍乡市国民经济与社会发展统计公报、萍乡市2015-2016年1-12月主要经济指标

### 近年萍乡经开区经济保持增长，但增速有小幅波动，经济发展主要依靠投资拉动

萍乡经开区原名安源经济开发区，创建于1993年，1995年经省政府批准为省级开发区。2003年5月萍乡市政府决定将经开区与萍乡高新技术工业园合并，形成“一区三园”（即：萍乡经济开发区与东区、西区、北区三个工业园）的格局，辖区面积57.6平方公里。2010年12月，萍乡经开区经国务院批准为国家级经济技术开发区。2014年萍乡市政府决定将新城区与开发区“两区”合并为萍乡经开区，总面积57.6平方公里。2014年7月合并正式启动，合并后萍乡城北新区城建框架全面拓展，城建项目纵贯南北。2016年全年续建和新开建重点项目58个（其中工业项目13个、城市基础设施项目14个、现代服务业项目13个、社会民生项目18个），总投资117.6亿元，其中政府性投资20.9亿元，社会资本投资96.7亿元。

近年萍乡经开区经济发展有小幅波动，2014-2016年分别实现地区生产总值130.21亿元、136.23亿元和148.69亿元，分别同比增长8.85%、4.62%和9.15%。萍乡经开区第三产业发展持续提速；三次产业结构由2014年的0.92: 73.11: 25.96调整为2016年的0.86: 68.83: 30.31，第三产业比重增加4.35个百分点，第二产业比重降低4.28个百分点，经济结构调整存在一定的压力。2016年萍乡经开区地区人均GDP与全国人均GDP的比值为244.82%。

依托洪山新能源产业基地、高丰汽车及零配件产业基地、清泉生物医药食品产业基地、白源金属材料产业基地、上柳源非金属材料产业基地、万新国家新材料产业基地，萍乡经

开区大力发展矿山机械、汽车零部件、生物医药食品、光伏新能源等高新技术制造业，和磁芯材料、新型轻质材料、粉末冶金材料、纳米材料、环保材料等新材料产业。近年萍乡经开区工业生产存在波动，2014-2016年分别实现工业增加值88.38亿元、89.02亿元和94.67亿元，分别同比增长7.17%、0.72%和6.35%；2014-2016年分别实现工业总产值496.73亿元、527.81亿元和602.31亿元，分别同比增长-10.00%、6.26%和14.11%。

2014-2016年，萍乡经开区分别实现固定资产投资122.39亿元、137.70亿元和156.65亿元，分别同比增长10.66%、12.51%和13.76%，固定资产投资逐年攀升，是拉动经济发展的重要因素，其中工业固定资产投资分别占比59.18%、65.42%和64.74%。

**表6 2014-2016年萍乡经开区主要经济数据（单位：亿元）**

指标名称	2016年		2015年		2014年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	148.69	9.15%	136.23	4.62%	130.21	8.85%
其中：第一产业增加值	1.28	5.79%	1.21	0.83%	1.20	2.56%
第二产业增加值	102.34	6.35%	96.23	1.08%	95.20	7.63%
其中：工业增加值	94.67	6.35%	89.02	0.72%	88.38	7.17%
第三产业增加值	45.06	16.19%	38.78	14.73%	33.80	12.67%
固定资产投资	156.65	13.76%	137.70	12.51%	122.39	10.66%
其中：工业固定资产投资额	101.41	12.57%	90.09	24.38%	72.43	-5.38%
社会消费品零售总额	36.16	12.75%	32.07	43.04%	22.42	11.54%
招商签约资金	52.42	-45.91%	96.91	46.37%	66.21	-22.12%
招商实际到位资金	81.28	-17.76%	98.83	41.17%	70.01	-9.10%
全区内投产工业企业个数(个)	315	11.70%	282	5.22%	268	5.51%
三次产业结构	0.86：68.83：30.31		0.89：70.64：28.47		0.92：73.11：25.96	
人均GDP（元）	132,155		121,913		118,373	
人均GDP/全国人均GDP	244.82%		247.03%		254.40%	

注：江西萍乡经济开发区统计局未提供按可比价格计算的增长率，表中增长率数据均为名义增长率。  
资料来源：江西萍乡经济开发区统计局

## 五、地方财政实力

**2016年萍乡市公共财政收入下滑，近年萍乡市政府性基金收入较不稳定，地方综合财力对上级补助收入和政府性基金收入有一定依赖**

2014-2016年萍乡市全市地方综合财力分别为214.02亿元、227.02亿元和259.57亿元，分别同比增长-11.09%、6.07%和14.34%，2014年地方综合财力下降主要系政府性基金收入大幅降低所致。2016年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入分别占全市地方综合财力的40.64%、36.05%和23.31%。

2014-2016年萍乡市全市公共财政收入分别为94.20亿元、106.07亿元和105.49亿元，分别同比增长10.15%、12.60%和-0.54%，2016年公共财政收入下降，主要系税收收入受营改增的影响有所下滑。萍乡市全市税收收入主要来源于增值税、营业税、契税等，2014-2016年税收收入分别为75.06亿元、83.02亿元和76.00亿元，分别占当年公共财政收入的79.68%、78.27%和72.04%，公共财政收入质量和稳定性尚可。

2014-2016年萍乡市全市上级补助收入分别为62.57亿元、75.35亿元和93.57亿元，分别同比增长-0.87%、20.44%和24.17%，其中一般性转移收入和返还性收入合计分别占上级补助收入的63.44%、62.37%和61.29%，政府对此二类补助的可支配性较强。

近年萍乡市全市政府性基金收入较不稳定，2014-2016年萍乡市全市政府性基金收入分别为55.14亿元、45.60亿元和60.51亿元，分别同比增长-38.57%、-17.31%和32.70%。政府性基金收入主要是国有土地使用权出让收入，易受当地政府土地出让规划和土地一级市场景气度影响而存在一定不确定性。

从财政支出来看，公共财政支出是萍乡市全市财政支出的主要构成，2014-2016年分别占比73.32%、79.71%和76.00%，2016年刚性支出<sup>2</sup>占公共财政支出比重为49.86%，财政支出灵活性尚可。从财政自给能力指标看，2014-2016年财政自给率分别为60.17%、57.09%和52.74%，呈下降趋势。

**表7 2014-2016年萍乡市全市财政收支情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年	2014年
<b>地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)</b>	<b>2,595,690</b>	<b>2,270,153</b>	<b>2,140,218</b>
(一) 公共财政收入	1,054,926	1,060,654	941,965
其中：税收收入	759,979	830,207	750,560
非税收收入	294,947	230,447	191,405
(二) 上级补助收入	935,687	753,541	625,679
其中：返还性收入	107,003	29,806	30,235
一般性转移支付收入	466,522	440,168	366,702
专项转移支付	362,162	283,567	228,742
(三) 政府性基金收入	605,077	455,958	551,409
(四) 预算外财政专户收入	-	-	21,165
<b>财政支出=(五)+(六)+(七)</b>	<b>2,632,007</b>	<b>2,330,838</b>	<b>2,135,031</b>
(五) 公共财政支出	2,000,197	1,858,005	1,565,483
(六) 政府性基金支出	631,810	472,833	548,702
(七) 预算外财政专户支出	-	-	20,846
<b>财政自给率</b>	<b>52.74%</b>	<b>57.09%</b>	<b>60.17%</b>

<sup>2</sup>刚性支出由一般公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出构成。

注：萍乡市财政局于 2015 年不再设预算外财政收支专户。  
 资料来源：萍乡市财政局

### 近年萍乡经开区政府性基金收入较不稳定，导致地方综合财力波动较大，2016年公共财政收入下降，但财政自给能力持续增强

近年萍乡经开区财政实力有较大波动，2014-2016年萍乡经开区地方综合财力分别为22.60亿元、25.71亿元和24.77亿元，分别同比增长-53.82%、13.72%和-3.65%，2014年和2016年综合财力下降主要系政府性基金收入大幅降低所致。2016年萍乡经开区公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入分别占地方综合财力的64.89%、26.17%和8.94%。

2014-2016年萍乡经开区公共财政收入分别为15.04亿元、16.78亿元和16.07亿元，分别同比增长12.83%、11.54%和-4.23%，2016年公共财政收入下降，系税收收入受营改增的影响有所下滑。萍乡经开区税收收入主要来源于增值税、营业税、土地增值税和契税，2014-2016年税收收入分别为12.31亿元、13.80亿元和12.01亿元，分别占当年公共财政收入的81.83%、82.24%和74.76%，公共财政收入质量和稳定性尚可。

2014-2016年萍乡经开区上级补助收入分别为2.57亿元、2.74亿元和6.48亿元，分别同比增长63.65%、6.90%和136.27%，其中一般性转移收入和返还性收入合计分别占上级补助收入的21.19%、21.77%和33.64%，政府对此二类补助的可支配性较强，但占比维持在较低水平。

近年萍乡经开区政府性基金收入波动较大，2014-2016年萍乡经开区政府性基金收入分别为4.99亿元、6.18亿元和2.22亿元，分别同比增长-85.33%、23.83%和-64.17%。政府性基金收入主要是国有土地使用权出让收入，易受当地政府土地出让规划和土地一级市场景气度影响而存在一定不确定性。

2014-2016年萍乡经开区财政支出分别为55.24亿元、31.38亿元和25.58亿元，近两年呈下降趋势，其中公共财政支出和政府性基金支出均有不同幅度的下降。公共财政支出在萍乡经开区财政支出的占比持续提高，2014-2016年分别占比50.00%、68.52%和75.11%。2016年刚性支出占公共财政支出的比例为19.53%，财政支出灵活性良好。从财政自给能力指标看，2014-2016年萍乡经开区财政自给率分别为54.47%、78.05%和83.65%，呈上升趋势，财政自给能力持续增强。

**表8 2014-2016年萍乡经开区财政收支情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年	2014年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	247,672	257,058	226,035
（一）公共财政收入	160,703	167,802	150,446
其中：税收收入	120,145	137,993	123,103
非税收收入	40,558	29,809	27,343

(二) 上级补助收入	64,818	27,434	25,663
其中：返还性收入	17,443	399	402
一般性转移支付收入	4,363	5,574	5,037
专项转移支付	43,012	21,461	20,224
(三) 政府性基金收入	22,151	61,822	49,926
<b>财政支出=(四)+(五)+(六)</b>	<b>255,786</b>	<b>313,790</b>	<b>552,378</b>
(四) 公共财政支出	192,114	214,995	276,189
(五) 政府性基金支出	63,672	98,795	159,287
(六) 预算外财政专户支出	-	-	116,902
<b>财政自给率</b>	<b>83.65%</b>	<b>78.05%</b>	<b>54.47%</b>

注：萍乡市经开区财政局于 2015 年不再设预算外财政收支专户。

资料来源：江西萍乡经济技术开发区财政局

## 六、经营与竞争

公司负责萍乡经开区土地一级开发及基础设施建设，2014-2016年公司主营业务收入稳定增长，分别为78,394.40万元、83,835.06万元和88,611.63万元。公司土地一级开发收入来源于自有土地的转让及开发土地的出让收入返还，近年随着公司转让及开发土地规模的提高，土地一级开发收入逐年增长，2014-2016年分别同比增长16.35%、8.15%和6.96%，但毛利率持续小幅下降。项目代建业务按照纯收益确认收入，因而毛利率为100%。2014-2016年公司土地一级开发收入占主营业务收入比例分别为96.83%、97.93%和99.10%，收入来源单一。

**表9 2014-2016 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级开发	87,815.49	32.41%	82,097.70	33.90%	75,911.75	34.98%
项目代建	796.14	100.00%	1,737.36	100.00%	2,482.65	100.00%
<b>合计</b>	<b>88,611.63</b>	<b>33.01%</b>	<b>83,835.06</b>	<b>35.27%</b>	<b>78,394.40</b>	<b>37.04%</b>

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

近年公司土地一级开发收入持续增长，萍乡经开区可开发土地面积较大，公司自持土地资产规模也较大，未来公司的土地开发和转让收入有一定保障，但土地转让规模和价格易受当地土地规划及土地一级市场影响而存在波动性

根据江西萍乡经济开发区管委办抄告单（萍开管办抄字（2010）36号）以及公司与萍乡经开区国土局、萍乡经开区财政局签订的《土地一级开发合作合同》，萍乡市政府同意公司自2010年起参与萍乡经开区内的土地一级开发工作并取得土地出让收益分成。

公司与萍乡经开区财政局签订《委托付款协议》，委托萍乡经开区财政局垫付土地一

级开发费用，前期土地开发在没确认收入成本之前的投入不在公司财务报表中反映。公司负责项目区域内用地的征用、征收、拆迁、收购等，土地开发完成后由萍乡经开区国土资源局进行出让，出让完毕后30日内萍乡经开区财政局向公司支付土地一级开发收入。公司在收到土地出让价款及相关合同、协议后，按收入确认原则以出让总价款确认土地一级开发收入，同时将萍乡经开区财政局垫付的土地一级开发费用归还，并将土地一级开发成本、相关税费、政府提取的各项基金合计数确认为开发成本。此外，公司将自有土地转让给萍乡经开区土地收购储备中心，获得的转让收入也纳入土地一级开发业务收入核算。

2014-2016年公司自有土地转让及土地一级开发出让面积分别为512.93亩、544.13亩和498.79亩，分别获得土地一级开发收入75,911.75万元、82,097.70万元和87,815.49万元，分别同比增长16.35%、8.15%和6.96%。受人工成本、拆迁补偿成本上升及营改增的影响，2014-2016年该业务毛利率分别为34.98%、33.90%和32.41%，呈小幅下降趋势。

**表10 2014-2016年公司土地一级开发业务情况（单位：亩、万元）**

出让时间	土地编号	宗地位置	土地类型	土地面积	出让返还收入/转让收入
2016年	DJF2016010	东至堆土区，南至水泥路，西至堆土区，北至堆土区	商服用地	94.58	10,215
	DJF2016028	东至乱掘地，南至乱掘地，西至乱掘地，北至兴贤中路	商业用地	60.29	9,647
	DJF2016009	东至堆土区，南至水泥路，西至迎宾大道，北至堆土区	商服用地	168.65	24,735
	萍国用（2011）第91793号	开发区萍实大道与尚贤路交汇处	商服、住宅用地	175.27	45,514.52
	合计			<b>498.79</b>	<b>90,111.52</b>
2015年	DJF2015007	开发区洪山大道西侧、宝鼎中路北侧	其他商服用地	86.12	7,746.00
	DJF2015032	开发区洪山大道西侧、敬贤路北侧	其他普通商品住房用地	179.07	24,593.00
	DJF2015017	开发区洪山大道西侧、敬贤路北侧 C-9-2-2	综合商住用地	40.69	5,350.00
	萍国用（2011）第99122号	开发区洪山大道西侧与齐民路北侧	商服、住宅	238.24	44,408.70
	合计			<b>544.13</b>	<b>82,097.70</b>
2014年	DJF2014015	吴楚大道以西、尚贤东路以北	商服、住宅	43.76	5,060.00
	DJF2014016	武功山大道以北、朝阳中路以西	商服、住宅	101.89	10,720.00
	DJF2014045	兴贤中路以南、洪山路以西	商服、住宅	62.40	10,608.00

DJF2014047	祥龙路以南、洪山路以西	商服、住宅	57.02	11,233.00
萍国用(2009)第75513号	郑和路北侧	商服、住宅	114.99	5,046.75
萍国用(2011)第99120号	郑和路北侧、齐民路南侧	商服、住宅	132.87	33,244.00
<b>合计</b>			<b>512.93</b>	<b>75,911.75</b>

注：本表 2016 年“出让返还收入/转让收入”包含增值税。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014年萍乡市委、市政府决定将新城区与开发区“两区”合并为萍乡经开区，总面积 57.6平方公里。合并后萍乡经开区城建框架全面拓展，未来可开发面积22,600亩，其中工业用地6,400亩，商业用地16,200亩，公司土地一级开发业务具有一定的持续性。此外，2016年末公司共拥有商业、住宅土地45宗，面积合计279.31万平方米，账面价值合计为913,847.61万元，其中未抵押土地22宗，账面价值占比35.03%；公司未来可通过转让土地获得一定规模的收入。但值得注意的是，公司土地的转让规模及价格易受当地土地规划及土地一级市场影响而存在波动性。

**公司存量代建项目投资额大，代建业务持续性较好，但近年代建收入受完工进度影响存在一定波动；公司主要的在建项目资金需求量较大，面临较大的资金压力**

根据江西省安源经济开发区管委办抄告单（安开管办抄字（2002）34号）以及公司与经开区管委会、经开区财政局签订的《基础设施建设代建及回购框架协议》、经开区管委会办公室抄告单（萍开管办抄字（2012）198号），经开区范围内的基础设施项目全部委托公司投资建设，工程竣工验收后，由政府负责按照投资额的1.2倍回购，项目回购款由萍乡经开区财政局直接拨付给公司。公司将基础设施项目的投入纳入预付账款核算，项目交付时冲减相应的预付账款，并确认相应的代建收益，不确认成本，因而该业务的毛利率为100%。在实际操作中，公司部分项目未按协议约定结算。

近年随着萍乡经开区的建设，公司基础设施建设投入逐年增加，但由于所投建的项目建设周期长，进度不一，因而代建收入呈现一定的波动。2014-2016年公司分别实现项目代建收入2,482.65万元、1,737.36万元和796.14万元，呈下降趋势。

**表11 2014-2016年公司完工决算的主要代建项目情况（单位：万元）**

年份	结算项目	投资额	代建收益
2016年	返乡农民工创业园 A6 栋	838.74	167.75
	电子商务大厦配电安装	408.66	81.73
	富裕路工程	348.38	69.68
	华美北路道路工程	299.92	59.98
	佳禾文化产业有限公司土石方工程	252.89	50.58
	320 国道以南三田煤矿以东萍洪高速以西等工程	165.71	33.14

	创业园电梯款	163.84	32.77
	兴业南路破损路面维修工程	160.60	32.12
	创业园内贯用地路三期工程	159.61	31.92
	法莱德新增七亩建设用地土石方（二期）工程	148.64	29.73
	清泉安置地土石方工程 C 标	147.26	29.45
	江西出入境检验检疫局萍乡办事处土石方工程	120.42	24.08
	火神广场修复工程结算	101.20	20.24
	<b>合计</b>	<b>3,315.87</b>	<b>663.17</b>
2015 年	迎宾大桥工程	2,737.29	547.46
	万新创业园车间(A2/A3/A4/A5 栋) 工程	2,053.11	410.62
	综合楼整体装饰工程	444.13	88.83
	富冲路（安源工业大道—玉湖西路）工程	443.25	88.65
	西郊变至工业园 10KV 一、二线路工程	242.97	48.59
	其余 51 项	2,766.05	553.21
	<b>合计</b>	<b>8,686.80</b>	<b>1,737.36</b>
2014 年	建设东路延伸工程结算	3,264.79	652.96
	万新创业园车间(A8\A9\A10 栋)	2,295.65	459.13
	洪山大道延伸工程	1,365.12	273.02
	开发区综合楼工程(机关食堂)结算	758.07	151.61
	法莱德建设用地剩余石方工程	748.52	149.70
	其余 58 个项目小计	3,981.11	796.22
<b>合计</b>	<b>12,413.26</b>	<b>2,482.65</b>	

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年6月末，公司主要在建的代建项目包括中环路项目、新三板创业园工程等，总投资合计39.78亿元，累计已投资20.39亿元；公司存量代建项目投资额大，代建业务持续性较好，但代建项目数量不多，未来代建收入可能受完工进度影响存在一定波动。截至2017年6月末，公司主要的在建项目尚需投资71.34亿元，未来面临较大的资金压力。

**表12 截至 2017 年 6 月末公司主要的在建项目情况（单位：亿元）**

序号	项目名称	项目总投资	累计已投资	是否签订代建协议
1	萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目	50.26	35.78	否
2	中环路项目	24.34	10.92	是
3	新三板创业园工程（三田煤矿采煤沉陷区环境治理项目）	5.00	2.23	是
4	武功山中大道改造工程（320道路）	8.44	5.34	是
5	杭南长高铁萍乡站基础设施配套工程	32.06	13.55	否
6	玉湖提升改造项目	2.00	1.90	是
7	海绵城市及城市建筑节能建	25.96	7.00	否

项目			
合计	148.06	76.72	-

注：田中生态水库项目为“13 汇丰投资债”募投项目，初始预计总投资额 23.70 亿元，2015 年追加至 40 亿元，现追加至 50.26 亿元；杭南长高铁萍乡站基础设施配套工程项目为“15 汇丰投资债”募投项目；海绵城市及城市建筑节能建设项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 委托贷款业务能够为公司利润提供良好的补充，但宏观经济下行的压力下，需持续关注公司委托贷款的违约风险

除土地一级开发和项目代建业务外，公司还有委托贷款业务，2014-2016年累计实现委托贷款利息收入13,564.82万元。公司委托贷款收入计入投资收益中的短期投资收益。公司成立小微债管理事业部（以下简称“事业部”），负责委托贷款业务的贷前审查、贷后管理、资金催收等事务，事业部采用市场化运作模式，人员独立、审批独立、费用独立。

从实际操作来看，事业部采取与江西银行股份有限公司（原名“南昌银行股份有限公司”，以下简称“江西银行”）萍乡分行合作的方式，对位于萍乡经开区或由管委会同意的其他区域的小微企业提供委托贷款业务，贷款流程包括贷前审查、确认投放、贷后管理、资金规划四个部分。

截至2016年末，公司已发放委托贷款（含逾期）为76,357.89万元，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。其中，逾期未归还贷款本金合计11,077.89万元，欠款单位及欠款本金分别为江西云维飞虎化工有限公司5,310.89万元、江西神硅科技有限公司1,767.00万元、江西彦星投资有限公司4,000.00万元。

从行业分布来看，公司委托贷款业务主要分布在建筑类、投资金融类和制造类，截至2016年末三者分别占比26.98%、28.42%和30.20%，行业集中度较高，不利于分散风险。

**表13 截至 2016 年末公司小微企业放贷行业分布情况（单位：万元）**

序号	行业分布	借款金额	占比
1	建筑类	20,600.00	26.98%
2	投资金融类	21,700.00	28.42%
3	制造类	23,057.89	30.20%
4	贸易类	1,500.00	1.96%
5	其他	9,500.00	12.44%
合计		76,357.89	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

整体来看，公司委托贷款业务规模较大，可以为公司利润提供良好的补充，但公司委托贷款业务行业集中度较高，且贷款对象主要为小微企业，在宏观经济下行的情况下，需持续关注小微企业的违约风险。

当地政府在资产注入、财政补贴和项目融资等方面给予公司大力支持，有效提升了公司的资本实力

作为萍乡经开区重要的基础设施建设投融资主体和土地一级开发经营主体，公司在资产注入、财政补贴和项目融资等方面得到了当地政府的大力支持。

2014-2016年当地政府同意国开发展基金有限公司通过注入货币资金的方式对公司进行增资，其中实收资本增加3,863.00万元，资本公积增加48,657.00万元；当地政府通过无偿划拨资本金的方式增加公司资本公积550,000.00万元，公司资本实力显著增强。

**表14 2014-2016年当地政府的注资情况（单位：万元）**

期间	文件号	划拨方	文件内容	确认资本公积	确认实收资本
2016年	萍开管办抄字（2016）12号、萍开管办抄字（2016）40号	国开发展基金有限公司	以现金增资	40,611.00	2,909.00
2015年	萍开管办抄字（2016）2号	国开发展基金有限公司	以现金增资	8,046.00	954.00
2015年	萍开管办纪要（2015）40号会议纪要	管委会	无偿划拨资本金	550,000.00	0.00
合计	-	-	-	<b>598,657.00</b>	<b>3,863.00</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

在补贴方面，2014-2016年公司共获得当地政府各类补贴38,665.01万元；江西省财政厅置换公司贷款本息121,054.32万元<sup>3</sup>，免除置换贷款的本息偿还责任。上级政府继续给予公司大力支持，有效地提升了公司的资本实力，缓解了公司资金压力。

**表15 2014-2016年当地政府拨付给公司的财政补贴、债务置换情况（单位：万元）**

期间	相关批准文件	批准机关	项目	金额	科目
2016年	萍开管抄字（2016）55号	经开区财政局	320国道补贴	7,000.00	补贴收入
	萍交财拨字（2016）33号	经开区财政局	县级公路补助资金	132.00	补贴收入
	-	经开区财政局	特别绩效奖	2.00	补贴收入
	-	江西省财政厅	贷款本息置换	79,540.88	资本公积
2015年	-	江西省财政厅	贷款本息置换	41,513.44	资本公积
	-	经开区财政局	招商引资奖励	3.00	补贴收入
	萍开管办抄字（2015）144号	经开区财政局	萍乡市田中生态水库项目建设	2,100.01	补贴收入
	萍开管办抄字（2015）145号	经开区财政局	杭南长沪昆客专高铁枢纽工程	11,000.00	补贴收入
2014年	萍开管办抄字（2012）198号	经开区财政局	融资补贴收入	676.00	补贴收入

<sup>3</sup>公司未提供相关文件，贷款本息置换数据来源于公司审计报告。

萍开管办抄字〔2014〕200号	经开区财政局	田中项目补贴	13,000.00	补贴收入
-	经开区财政局	招商引资奖励	3.00	补贴收入
萍开管办抄字〔2014〕202号	经开区财政局	企业发展基金	4,400.00	补贴收入
萍开管办抄字〔2014〕203号	经开区财政局	企业发展基金	349.00	补贴收入
<b>合计</b>			<b>159,719.33</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

另外，根据管委办抄字〔2002〕013号文件，经开区管委会承诺区财政拨付贷款利息和城市建设配套费给公司；根据萍开管办抄字〔2014〕199号文件，公司子公司萍乡市汇翔建设发展有限公司的银行借款利息费用均由萍乡经开区财政局承担，具体金额以当年实际支付的利息费用为准。依据萍开管办抄字〔2011〕169号、萍开管办抄字〔2015〕199号抄告单，公司利息支出均由萍乡经开区财政局支付。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>4</sup>审计并出具标准无保留意见的2013-2015年三年连审审计报告及2016年审计报告，报告均采用旧会计准则编制。2014-2015年公司合并范围无变化，2016年，公司合并范围新增萍乡市汇怡建设发展有限公司（以下简称“汇怡建设”）和江西振兴发展汇翔一号投资中心（有限合伙企业）（以下简称“振兴发展”），合并子公司情况见表1。

### 资产结构与质量

**近年公司资产规模快速增长，往来拆出款、预付工程款和土地资产占比较高，且拆出款存在一定的坏账风险，公司资产流动性较弱**

近三年随着资金的注入、公司业务的发展，公司资产规模持续提高。截至2016年末，公司总资产规模为283.20亿元，2014-2016年公司总资产复合增长率为32.98%。

公司流动资产包括货币资金、短期投资、预付账款、其他应收款和存货。2015年末公司货币资金较上年末大幅增长83.36%，主要系收到2015年11月发行的“15汇丰小微债”和“15汇丰投资MTN001”资金所致；截至2016年末，公司货币资金为19.63亿元，同比增长15.75%，主要系公司收到国开基金和国投瑞银资本管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）

<sup>4</sup>中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）于2016年8月更名为中审华会计师事务所（特殊普通合伙）。

的投资款；2016年末公司货币资金中一年期的2亿定期存单已用于银行借款质押，流动性受限。

2016年末，公司短期投资账面价值为31,723.96万元，同比下降16.99%。公司短期投资主要是公司委托银行向萍乡经开区内小微企业提供的委托贷款，委托贷款利率一般在10%-12%，其中贷款期限在一年以内的计入短期投资，超过一年的委托贷款在其他长期资产科目核算；公司短期投资还包括3,038,841股云南云维股份有限公司的股票，账面余额为2,294.32万元，已计提减值准备1,428.25万元。

预付款项系公司在项目建设过程中，预付给各施工方的工程款。由于部分项目建设周期较长，尚未办理结算，随着工程项目的投入，预付款项规模逐年上升。截至2016年末，公司预付款项为69.35亿元，近三年的复合增长率为72.11%。

截至2016年末，公司其他应收款为76.72亿元，近三年的复合增长率为72.03%，主要系往来款大幅增长所致。从账龄来看，2016年末除采用个别认定法计提坏账准备的75.52%款项外，公司其他应收款主要集中在1年以内、3至4年，二者分别占比14.36%和6.60%。个别认定法计提坏账准备的其他应收款中，应收江西宝瑞能源科技有限公司（以下简称“宝瑞能源”）的1,400万元借款已计提坏账准备1,266.96万元，系法院调解后仍难收回借款；宝瑞能源于2017年04月29日被吊销营业执照，截至2017年7月末，公司通过法院强制执行宝瑞能源资产的方式收回560.00万元；应收奉新县人民法院的196.00万元为法院强制执行款项，已全额计提坏账准备；应收三瑞科技（江西）有限公司（以下简称“三瑞科技”）的往来款5,400.00万元存在较大的回收风险，系三瑞科技生产经营陷入困境且资不抵债，其已向法院申请重整，正在进行清算。从集中度来看，应收萍乡经济技术开发区财政局及萍乡市新区建筑安装总公司的款项分别占比75.31%和10.54%，集中度较高。应收对象前五名中，萍乡经开区财政局、萍乡经开区田中管理处为政府机关单位，萍乡市汇盛工业投资管理有限公司、萍乡市新区建筑安装总公司为萍乡经开区管委会独资企业，回收风险较小，但回收时间不确定；江西星海建设有限公司为民营企业，款项平均账龄较长，存在一定的回收风险。公司其他应收款规模较大，近年关联方占用资金规模逐渐增大，回收时间存在一定不确定性，且对非关联方的拆出款存在一定的坏账风险。

**表16 截至2016年末其他应收款金额前五名单位情况（单位：万元）**

单位名称	性质	金额	年限	占其他应收款总额的比例
萍乡经开区财政局	往来款等	578,925.25	1年以内、1-2年、2-3年	75.31%
萍乡市新区建筑安装总公司	往来款等	81,036.87	1年以内	10.54%
江西星海建设有限公司	往来款等	39,276.89	1-2年、2-3年、3-4年	5.11%

萍乡市汇盛工业投资管理有 限公司	往来款等	25,070.40	1 年以内	3.26%
萍乡经开区田中管理处	往来款等	12,880.00	3-4 年	1.68%
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>737,189.41</b>	<b>--</b>	<b>95.90%</b>

资料来源：公司 2016 年审计报告

截至2016年末，公司存货为92.26亿元，占公司总资产的32.58%。公司存货主要为土地。公司土地主要通过作价投资和招拍挂获得，均为商业、住宅用地；土地账面价值91.38亿元，面积合计279.31万平方米，其中已抵押的土地使用权面积为153.01万平方米，账面价值合计59.37亿元，占比64.97%。

截至2016年末，公司长期股权投资主要包含对江西银行80,228.55万元的股权投资和对江西金融租赁股份有限公司（以下简称“江西金融租赁”）9,000万元的股权投资，此二项投资系公司2015年取得，根据协议规定，江西金融租赁公司股权由江西中煤科技集团有限责任公司代为持有，其分红公司享有90%。截至2016年末，公司长期债权投资为34,399.78万元，系对杭南沪昆客专高铁项目的债权投资。根据协议约定，该项债权投资按投入资金的实际占用时间乘20%的收益率确认为当期投资收益，由萍乡经开区管委会向公司支付，2016年确定高铁项目投资收益5,792.16万元。

截至2016年末，公司其他长期资产为75,500.00万元，同比增长143.55%，系一年以上委托贷款余额有所增长和受让萍乡农村商业银行股份有限公司（以下简称“萍乡农商行”）不良资产包所致。根据协议约定，萍乡农商行在2017年至2019年分期收购此不良资产包，年投资回报率为7%。

整体来看，近年公司资产规模快速增长，土地、往来拆出款、预付工程款占比较高，土地资产抵押比例达64.97%，资产流动性较弱；往来拆出款迅速增长，且部分应收款项存在一定坏账风险，回收时间存在不确定性。

**表17 2014-2016 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	196,314.29	6.93%	169,599.50	6.67%	92,496.63	5.78%
短期投资	31,723.96	1.12%	38,218.70	1.50%	21,887.00	1.37%
预付款项	693,483.62	24.49%	635,101.76	24.99%	234,099.24	14.62%
其他应收款	767,219.98	27.09%	573,427.01	22.56%	259,259.73	16.19%
存货	922,584.04	32.58%	951,238.74	37.43%	907,470.63	56.66%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,632,325.88</b>	<b>92.95%</b>	<b>2,367,585.71</b>	<b>93.16%</b>	<b>1,528,221.61</b>	<b>95.42%</b>
长期投资合计	123,906.43	4.38%	142,453.44	5.61%	72,952.67	4.56%
其他长期资产	75,500.00	2.67%	31,000.00	1.22%	0.00	0.00%

资产总计	2,831,959.84	100.00%	2,541,413.59	100.00%	1,601,565.19	100.00%
------	--------------	---------	--------------	---------	--------------	---------

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

**近年公司收入持续增长，但来源单一，政府补贴和投资收益是公司利润的有效补充**

公司收入包括土地一级开发收入和基础设施项目代建收入，随着自有土地转让及土地一级开发出让土地规模的增加，近年公司土地一级开发收入稳定增长，2014-2016年，公司分别实现主营业务收入7.84亿元、8.38亿元和8.86亿元，年均复合增长率为6.32%，其中土地一级开发收入占主营业务收入比例分别为96.83%、97.93%和99.10%，公司收入来源单一。公司代建收入受项目建设周期长、进度不一的影响，呈下降趋势。毛利率方面，受人工成本、拆迁补偿成本上升及营改增的影响，土地一级开发业务毛利率由2014年的34.98%下降至32.41%；代建项目收入的核算内容为投资回报，毛利率维持为100%。

截至2017年6月末，公司主要在建的代建项目总投资合计39.78亿元，累计已投资20.39亿元；公司存量代建项目投资额大，代建业务持续性较好，但代建收入可能受完工进度影响存在一定波动。同时，萍乡经开区可开发土地面积较大，公司自持土地资产规模也较大，未来公司的土地开发和转让收入有一定保障，但土地转让规模和价格易受当地土地规划及土地一级市场影响。

由于公司银行借款和已发行的债券主要用于基础设施建设，相关的贷款利息和债券利息均由萍乡经开区财政局负责支付，因而公司的财务费用规模较小。公司投资收益主要来源于委托贷款形成的利息收入和持有杭南沪昆客专高铁项目的长期债权投资收益。近三年投资收益持续增长，其中累计实现委托贷款利息收入13,564.82万元，杭南沪昆客专高铁项目债权投资收益13,881.49万元，以及投资江西银行的现金红利3,506.72万元。2014-2016年公司分别获得市政项目补贴、经费补贴等各项政府补贴收入18,428.00万元、13,103.01万元和7,134.00万元。2014-2016年投资收益和政府补贴合计数分别占当年公司利润总额的47.88%、41.53%和40.92%，占比维持在较高水平，政府补贴和投资收益是公司利润的有效补充。

**表18 2014-2016 年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2016 年	2015 年	2014 年
主营业务收入	88,611.63	83,835.06	78,394.40
营业利润	26,850.46	29,810.36	27,367.54
投资收益	11,464.03	8,075.93	6,446.56
政府补助	7,134.00	13,103.01	18,428.00

利润总额	45,446.38	51,002.16	51,951.92
主营业务毛利率	33.01%	35.27%	37.04%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

**近年公司经营活动现金流表现欠佳，对外部融资的依赖程度较高，项目资金需求量大，面临较大的资金压力**

公司将基础设施代建业务及土地开发业务的收入及支出分别纳入销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金科目核算，2014-2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为88,887.29万元、112,594.57万元和91,099.53万元，收现比分别为1.13、1.34和1.03，公司近年主营业务活动收现情况较好。公司收到及支付的其他与经营活动有关的现金流科目主要为往来款，其中2015年收到其他与经营活动有关的现金还包括19.00亿元的代建项目预付款；近年公司往来资金规模较大，且流出大于流入，对公司资金造成较大占用。2014-2016年，公司经营现金分别净流出5.71亿元、65.69亿元和21.68亿元，经营活动现金流表现不佳。

投资活动方面，公司收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金主要为收回委托贷款本息、收到理财产品收益等形成；2016年公司收到和支付其他与投资活动有关的现金系买卖理财产品形成。公司投资支付的现金主要为公司进行委托贷款、债权投资、购买江西银行股权等长短期投资、出资设立汇怡建设和振兴发展等形成。

经营活动及投资活动的资金缺口主要通过股东注资以及外部筹资解决。近三年公司筹资活动保持资金净流入。其中，2014年筹资活动净流入8.86亿元，主要系取得了银行借款。2015年筹资活动净流入83.10亿元，主要为收到经开区管委会无偿划拨资本金55亿元和发行10亿元“15汇丰投资债”、8亿元“15汇丰投资债MTN001”、7亿元“15汇丰小微债”流入的资金。2016年公司筹资活动现金流入46.05亿元，其中吸收投资收到的现金系收到的国开基金的投资款，取得借款收到的现金主要系发行7亿元中期票据“16汇丰投资MTN001”及取得银行借款，收到其他与筹资活动有关的现金主要系收到国投瑞银22.50亿元的基金款。截至2017年6月末，公司主要在建的工程项目尚需投资71.34亿元，未来面临较大的资金压力。

**表19 2014-2016年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2016年	2015年	2014年
收现比	1.03	1.34	1.13
销售商品、提供劳务收到的现金	91,099.53	112,594.57	88,887.29

收到的其他与经营活动有关的现金	264,873.73	384,497.00	526,352.57
经营活动现金流入小计	355,973.26	497,091.58	615,239.86
购买商品、接受劳务支付的现金	113,493.62	693,893.72	72,175.47
支付的其他与经营活动有关的现金	442,307.18	457,161.27	599,227.00
经营活动现金流出小计	572,760.87	1,153,991.50	672,384.94
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-216,787.61</b>	<b>-656,899.92</b>	<b>-57,145.07</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-71,900.96</b>	<b>-88,787.08</b>	<b>-38,772.64</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>295,403.35</b>	<b>831,039.88</b>	<b>88,623.00</b>
现金及现金等价物净增加额	6,714.78	85,352.87	-7,294.71

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司债务规模持续攀升，刚性债务偿付压力较大

受发行债券及收到国投瑞银出资款的影响，近年公司债务规模持续加大，截至2016年末，公司负债总额为107.55亿元，较2014年末增长70.18%。受政府增资及留存收益积累的影响，截至2016年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为175.64亿元，较2014年末增长81.15%。在二者综合影响下，2016年末公司产权比率为61.23%，较2014年末降低3.95个百分点，整体来看净资产对负债的保障能力有所提升。

**表20 2014-2016 年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2016 年	2015 年	2014 年
负债总额	1,075,517.71	916,048.08	631,983.64
所有者权益（含少数股东权益）	1,756,442.14	1,625,365.50	969,581.56
产权比率	61.23%	56.36%	65.18%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应交税金、应付利息、其他应付款和一年内到期的长期负债。公司近三年短期借款规模稳定，截至 2016 年末，公司短期借款为 19,780.00 万元，全为质押借款。公司应交税金主要是所得税，截至 2016 年末，公司应交税金为 40,375.27 万元，2015-2016 年末公司应交税金较 2014 年末均大幅增长，主要系应交所得税大幅增长所致。截至 2016 年末，公司应付利息为 20,412.92 万元，主要是应付债券利息，其占期末应付利息余额的 98.86%；2015-2016 年末公司应付利息较 2014 年末大幅增长，系公司 2015-2016 年发行债券导致应付债券利息大幅增长所致。公司其他应付款主要为公司与萍乡经开区财政局等政府职能单位之间的往来款，2016 年末公司其他应付款为 12.51 亿元。截至 2016 年末，公司一年内到期的长期负债为 58,490.00 万元，其中一年内到期的长期借款和应付债券占比分别为 65.81% 和 34.19%。

公司长期负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至 2016 年末，公司长期借款为 20.23 亿元，其中保证借款、质押借款和抵押借款分别占比 21.01%、10.18% 和 68.81%。截至 2016 年末，公司应付债券为 38 亿元，其中 6 亿元本期债券票面利率 7.06%（2 亿元划分至一年内到期的长期负债）、10 亿元“15 汇丰投资债”票面利率 6.6%、7 亿元“15 汇丰小微债”票面利率 5.65%、8 亿元“15 汇丰投资债 MTN001”票面利率 5.2%、7 亿元中期票据“16 汇丰投资 MTN001”票面利率 4.69%。公司长期应付款为 22.50 亿元，系 2016 年国投瑞银对振兴发展的 22.50 亿元投资款；公司需在 2024 年 5 月 10 日前偿还国投瑞银的全部出资 22.50 亿元，并支付相应的“溢价款”，年利率为 6.75%。

**表21 2014-2016 年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	19,780.00	1.84%	20,000.00	2.18%	20,000.00	3.16%
应交税金	40,375.27	3.75%	41,421.40	4.52%	27,895.40	4.41%
应付利息	20,412.92	1.90%	19,284.73	2.11%	3,817.48	0.60%
其他应付款	125,145.59	11.64%	124,051.94	13.54%	98,746.89	15.62%
一年内到期的长期负债	58,490.00	5.44%	166,940.00	18.22%	86,180.00	13.64%
<b>流动负债合计</b>	<b>268,197.71</b>	<b>24.94%</b>	<b>375,948.08</b>	<b>41.04%</b>	<b>240,993.64</b>	<b>38.13%</b>
长期借款	202,320.00	18.81%	190,100.00	20.75%	290,990.00	46.04%
应付债券	380,000.00	35.33%	350,000.00	38.21%	100,000.00	15.82%
长期应付款	225,000.00	20.92%	-	-	-	-
<b>长期负债合计</b>	<b>807,320.00</b>	<b>75.06%</b>	<b>540,100.00</b>	<b>58.96%</b>	<b>390,990.00</b>	<b>61.87%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,075,517.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>916,048.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>631,983.64</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	885,590.00	82.34%	727,040.00	79.37%	497,170.00	78.67%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

受发行债券及收到国投瑞银出资款的影响，近年公司有息债务快速增长，截至 2016 年末，公司有息债务主要是短期借款、一年内到期的长期负债、长期借款、应付债券和长期应付款，合计为 88.56 亿元，较 2014 年末增长 78.13%，偿债压力持续增大。随着未来公司基础设施建设的推进，预计负债规模可能会进一步增加，公司持续存在较大的还本付息压力。

**表22 截至 2016 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）**

项目	2017 年	2018 年	2019 年
本金	18.28	18.81	20.15

资料来源：公司提供

从短期偿债指标来看，近年公司流动比率和速动比率持续提高，2016 年末公司流动比率为 9.81，速动比率为 6.37。2016 年末公司拥有一定规模的货币资金和理财产品，流

动资产和速动资产对流动负债的实际保障能力尚可。从长期偿债指标来看，近年公司资产负债率变动不大，维持在 38% 左右。2016 年公司 EBITDA 受利润总额下降的影响较 2014 和 2015 年有所下降，叠加有息债务快速增长的影响，近年公司有息债务/EBITDA 持续提高，2016 年为 19.47，较 2014 年上升了 9.91，EBITDA 对有息债务利息的保障程度持续降低。

**表23 2014-2016 年公司偿债能力指标**

指标名称	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	37.98%	36.04%	39.46%
流动比率	9.81	6.30	6.34
速动比率	6.37	3.77	2.58
EBITDA（万元）	45,490.70	51,047.14	51,986.32
有息债务/EBITDA	19.47	14.24	9.56

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源及风险主要包括以下四个方面：

1、本期债券募投项目收益产生的现金流入。根据募投项目可行性研究报告，在债券存续期内，本期债券募投项目每年可实现运营收入 15,831.11 万元，是本期债券的本息偿付的资金来源之一。但我们也关注到，募投项目不能覆盖本期债券本息，且项目收入预测是基于对用水量取水装置、综合管廊等建成后使用时间等指标的预测前提下，项目建设进度可能不达预期，项目建成后实际运营情况或有变动，因而该项目未来收益存在一定不确定性。

2、公司自身经营产生的收入。公司作为萍乡经开区重要基础设施建设实施主体，业务经营在区域内有一定垄断性，2014-2016 年公司主营业务收入分别为 78,394.40 万元、83,835.06 万元和 88,611.63 万元，且公司存量代建项目投资额大，萍乡经开区可开发土地面积较大，且 2016 年末公司拥有 91.38 亿元土地使用权，均为商业、住宅用地，未来收入来源有一定保障。2014-2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 88,887.29 万元、112,594.57 万元和 91,099.53 万元，能为本期债券偿还提供一定保障。但我们关注到公司往来资金规模较大，流出大于流入，造成一定的资金占用，且非关联方拆出款存在坏账风险；公司近年经营活动现金持续净流出，2014-2016 年公司经营活动分别净流出 57,145.07 万元、

656,899.92万元和216,787.61万元。

3、资产抵押或变现。公司资产中理财产品（账面价值21,000.00万元）、长期股权投资（账面价值89,506.65万元）可通过转让的形式为公司提供流动性支持。存货中亦有部分土地（32.01亿元未抵押）可通过抵押或转让的方式为公司提供资金支持。需关注的是，公司长期股权投资存在减值风险，土地使用权的抵押和转让易受市场影响而存在一定不确定性。

4、当地政府对公司的支持。作为区域内重要基础设施建设实施主体，为支持公司发展，当地政府对公司给予一定支持。2014-2016年，地方政府通过注入货币资金和无偿划拨资本金的方式对公司增资，其中实收资本增加3,863.00万元，资本公积增加598,657.00万元；给予公司各类补贴38,665.01万元，置换公司贷款本息121,054.32万元。地方政府对公司的支持能够在一定程度上提高公司对本期债券本息偿还的能力，但萍乡经开区的经济和财政状况变化在一定程度上影响政府对公司的支持力度。

## （二）本期债券保障措施分析

中合担保经营状况较好，资本实力较强，由其为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平

### （1）担保条款

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

### （2）担保人情况

中合担保成立于2012年7月，初始注册资本为51.26亿元。2016年，中合担保以定向增发股份方式增加注册资本人民币20.50亿元，由天津天海投资发展股份有限公司（以下简称“天海投资”）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、内蒙古鑫泰投资有限公司（以下简称“鑫泰投资”）分别出资认购19.10亿股、0.80亿股和0.60亿股。截至2016年12月31日，中合担保注册资本为71.76亿元。增资的完成使得中合担保资本实力进一步增强，但中合担保主要股东持股比例发生变化，海航资本及其关联方天海投资对中合担保的持股比例合计为43.34%，虽未对中合担保形成绝对控制，但在一定程度上稀释了其他主要股东的股权。2015-2016年中合担保股权结构如表24所示

**表24 2015-2016年公司股权结构情况（单位：万元）**

股东名称	2016年12月31日	2015年12月31日
------	-------------	-------------

	注册资本	持股比例	注册资本	持股比例
天津天海投资发展股份有限公司	191,040.00	26.62%	-	-
JPMorgan China Investment Company Limited	127,600.00	17.78%	127,600.00	24.89%
海航资本集团有限公司	120,000.00	16.72%	120,000.00	23.41%
中国宝武钢铁集团有限公司	105,000.00	14.63%	105,000.00	20.48%
海宁宏达股权投资管理有限公司	68,000.00	9.47%	60,000.00	11.71%
中国进出口银行	50,000.00	6.97%	50,000.00	9.75%
西门子（中国）有限公司	35,000.00	4.88%	35,000.00	6.83%
内蒙古鑫泰投资有限公司	21,000.00	2.93%	15,000.00	2.93%
<b>合计</b>	<b>717,640.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>512,600.00</b>	<b>100.00%</b>

注：2016年11月17日，中合担保股东宝钢集团有限公司正式更名为“中国宝武钢铁集团有限公司”。  
 资料来源：中合担保2016年审计报告，鹏元整理

中合担保营业收入包括担保费收入、投资收益、公允价值变动收益、汇兑收益和其他业务收入。随着担保业务量的增加，近年营业收入较快增长，2014-2016年中合担保实现营业收入分别为6.95亿元、10.68亿元和14.63亿元，年复合增长率为45.10%，担保业务净收入分别为3.14亿元、5.12亿元和7.97亿元，其中扣除分出保费及收入返还的已赚保费分别为2.93亿元、5.00亿元和7.82亿元。投资收益主要系可供出售金融资产、应收款项类投资及长期股权投资等的收益，随着中合担保资本实力的增强及投资规模的扩大，近年不断增长，2014-2016年中合担保获得投资收益分别为3.94亿元、4.21亿元和4.79亿元，年复合增长率为10.28%。

**表25 2014-2016年中合担保营业收入构成情况（单位：万元）**

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务净收入	79,737.49	-	51,152.92	-	31,430.70	-
减：分出保费及收入返还	-1,541.98	-	-1,121.51	-	-2,148.20	-
已赚保费	78,195.51	53.45%	50,031.41	46.83%	29,282.50	42.14%
投资收益	47,906.77	32.75%	42,056.20	39.36%	39,391.96	56.69%
公允价值变动收益	11,073.95	7.57%	457.09	0.43%	-	-
汇兑收益	4,955.22	3.39%	6,774.13	6.34%	455.28	0.66%
其他业务收入	4,169.80	2.85%	7,518.63	7.04%	355.50	0.51%
<b>小计</b>	<b>146,301.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>106,837.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>69,485.24</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：中合担保2014-2016年审计报告，鹏元整理

中合担保足额提取了担保合同准备金、递延收益、一般风险准备金和应收代偿款减值准备。2014-2016年中合担保计提的担保风险准备金分别为7.37亿元、11.77亿元和15.60亿元，准备金计提充分。代偿方面，2014-2016年当期代偿额分别为0.55亿元、1.37亿元和4.04亿元，逐年增长；当期担保代偿率分别为1.46%、1.32%和1.97%。随着在保责任

余额的逐年增加，中合担保净资产放大倍数逐年增长，2014-2016年分别为5.58、8.42和10.51。按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》的规定，截至2016年末，公司风险调整在保责任余额334.32亿元，其中融资性风险调整在保责任余额306.80亿元；净资产为82.69亿元，融资性风险调整担保责任余额的净资产放大倍数为3.71倍，符合《融资性担保公司管理暂行办法》（2010年第3号令）的规定。

截至2016年12月31日，中合担保资产总额为121.04亿元，所有者权益合计82.69亿元，资产负债率为31.69%，净资产放大倍数为10.51；2016年度，中合担保实现营业收入14.63亿元，利润总额6.89亿元，经营活动现金流净额为0.90亿元，风险准备金覆盖率为1.97%。

**表26 2014-2016年中合担保主要财务指标**

项目	2016年	2015年	2014年
总资产（亿元）	121.04	77.06	63.24
所有者权益合计（亿元）	82.69	57.98	54.31
资产负债率	31.69%	24.76%	14.12%
营业收入（亿元）	14.63	10.68	6.95
投资收益（亿元）	4.79	4.21	3.94
利润总额（亿元）	6.89	5.83	3.45
综合毛利率	46.91%	54.23%	49.49%
净资产收益率	7.52%	7.92%	4.97%
经营净现金流（亿元）	0.90	2.31	2.54
当期担保责任增加额（亿元）	586.67	288.70	220.19
期末在保责任余额（亿元）	869.47	488.18	303.12
担保风险准备金（亿元）	15.60	11.77	7.37
净资产放大倍数	10.51	8.42	5.58
当期担保代偿率	1.97%	1.32%	1.46%

资料来源：中合担保2014-2016年审计报告，鹏元整理

经鹏元综合评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

## 九、或有事项分析

截至2017年7月末，公司为江西汇恒置业有限公司（以下简称“汇恒置业”）和萍乡市汇盛工业投资管理有限公司（以下简称“汇盛工业”）提供担保，为2016年萍乡经济技术开发区田中新区棚户区改造项目收益债券（以下简称“16萍棚改项目NPB”）提供差额补偿，对外担保和差额补偿金额合计188,476.90万元，占2016年末净资产规模的10.73%。

汇恒置业、汇盛工业均为萍乡经开区管委会独资企业，公司对外担保和差额补偿均未采取反担保措施，存在一定的代偿风险。

**表27 截至 2017 年 7 月末公司对外担保/差额补偿情况（单位：万元）**

被担保方	担保/差额 补偿金额	担保方式/差额 补偿	担保到期日	是否有反担保
江西汇恒置业有限公司	27,500.00	连带责任保证	2020 年 10 月 21 日	否
萍乡市汇盛工业投资管理 有限公司	20,244.50	连带责任保证	2022 年 02 月 16 日	否
16 萍棚改项目 NPB	140,732.40	差额补偿	2021 年 08 月 30 日	否
<b>合计</b>	<b>188,476.90</b>	-	-	-

注：16 萍棚改项目 NPB 的发债主体为江西汇恒置业有限公司。  
资料来源：公司提供

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	196,314.29	169,599.50	92,496.63
短期投资	31,723.96	38,218.70	21,887.00
应收账款	-	-	13,008.38
预付款项	693,483.62	635,101.76	234,099.24
其他应收款	767,219.98	573,427.01	259,259.73
存货	922,584.04	951,238.74	907,470.63
其他流动资产	21,000.00	-	-
<b>流动资产合计</b>	<b>2,632,325.88</b>	<b>2,367,585.71</b>	<b>1,528,221.61</b>
长期股权投资	89,506.65	89,394.03	38,625.45
合并价差	-	26,138.12	11,765.04
长期债权投资	34,399.78	26,921.29	22,562.18
<b>长期投资合计</b>	<b>123,906.43</b>	<b>142,453.44</b>	<b>72,952.67</b>
固定资产原价	417.85	576.15	547.65
减：累计折旧	190.32	201.72	156.74
固定资产净值	227.54	374.44	390.91
固定资产资产净值额	227.54	374.44	390.91
<b>固定资产合计</b>	<b>227.54</b>	<b>374.44</b>	<b>390.91</b>
其他长期资产	75,500.00	31,000.00	-
<b>无形资产及其他资产合计</b>	<b>75,500.00</b>	<b>31,000.00</b>	<b>-</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,831,959.84</b>	<b>2,541,413.59</b>	<b>1,601,565.19</b>
短期借款	19,780.00	20,000.00	20,000.00
应付账款	1,528.92	1,857.96	1,988.62
预收款项	10.98	10.98	10.98
应付利息	20,412.92	19,284.73	3,817.48
应交税金	40,375.27	41,421.40	27,895.40
其他应付款	178.56	105.62	78.66
其他应付款	125,145.59	124,051.94	98,746.89
一年内到期的长期负债	58,490.00	166,940.00	86,180.00
其他流动负债	2,275.46	2,275.46	2,275.61
<b>流动负债合计</b>	<b>268,197.71</b>	<b>375,948.08</b>	<b>240,993.64</b>
长期借款	202,320.00	190,100.00	290,990.00
应付债券	380,000.00	350,000.00	100,000.00
长期应付款	225,000.00	-	-
<b>长期负债合计</b>	<b>807,320.00</b>	<b>540,100.00</b>	<b>390,990.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,075,517.71</b>	<b>916,048.08</b>	<b>631,983.64</b>
少数股东权益	2,250.00	38,086.46	17,609.42

实收资本	103,863.00	100,954.00	100,000.00
实收资本净额	103,863.00	100,954.00	100,000.00
资本公积	1,473,139.64	1,339,701.25	740,141.81
盈余公积	18,143.36	14,969.36	11,342.00
未分配利润	159,046.14	131,654.43	100,488.33
<b>所有者权益合计（含少数股东权益）</b>	<b>1,756,442.14</b>	<b>1,625,365.50</b>	<b>969,581.55</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,831,959.84</b>	<b>2,541,413.59</b>	<b>1,601,565.19</b>

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
<b>一、主营业务收入</b>	<b>88,611.63</b>	<b>83,835.06</b>	<b>78,394.40</b>
减：主营业务成本	59,356.79	54,262.79	49,356.06
主营业务税金及附加	425.91	1,914.85	1,836.91
<b>二、主营业务利润</b>	<b>28,828.93</b>	<b>27,657.42</b>	<b>27,201.43</b>
加：其他业务利润	358.63	4,233.43	835.86
减：管理费用	2,269.52	2,065.65	480.43
财务费用	67.59	14.84	189.32
<b>三、营业利润</b>	<b>26,850.46</b>	<b>29,810.36</b>	<b>27,367.54</b>
加：投资收益	11,464.03	8,075.93	6,446.56
补贴收入	7,134.00	13,103.01	18,428.00
营业外收入	17.53	13.36	203.93
减：营业外支出	19.64	0.50	494.10
<b>四、利润总额</b>	<b>45,446.38</b>	<b>51,002.16</b>	<b>51,951.92</b>
减：所得税	12,020.06	12,325.92	13,077.42
<b>五、净利润</b>	<b>33,426.33</b>	<b>38,676.24</b>	<b>38,874.49</b>
减：少数股东收益	1,686.29	2,402.65	1,851.96
<b>六、归属母公司净利润</b>	<b>31,740.04</b>	<b>36,273.59</b>	<b>37,022.54</b>

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	91,099.53	112,594.57	88,887.29
收到的其他与经营活动有关的现金	264,873.73	384,497.00	526,352.57
现金流入小计	355,973.26	497,091.58	615,239.86
购买商品、接受劳务支付的现金	113,493.62	693,893.72	72,175.47
支付给职工以及为职工支付的现金	369.38	201.51	37.43
支付的各项税费	16,590.69	2,735.00	945.03
支付的其他与经营活动有关的现金	442,307.18	457,161.27	599,227.00
现金流出小计	572,760.87	1,153,991.50	672,384.94
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-216,787.61</b>	<b>-656,899.92</b>	<b>-57,145.07</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>			
收回投资所收到的现金	49,991.49	47,268.30	70,000.00
取得投资收益所收到的现金	14,531.40	9,530.71	7,151.87
收到的其他与投资活动有关的现金	44,254.81	-	-
现金流入小计	108,777.69	56,799.01	77,151.87
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	4.22	28.50	85.33
投资所支付的现金	115,419.62	136,557.59	105,839.19
支付的其他与投资活动有关的现金	65,254.81	9,000.00	10,000.00
现金流出小计	180,678.65	145,586.09	115,924.51
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-71,900.96</b>	<b>-88,787.08</b>	<b>-38,772.64</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量</b>			
吸收投资所收到的现金	43,520.00	561,250.00	10,953.00
取得借款收到的现金	169,280.00	360,200.00	168,800.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	247,700.68	11,030.00	-
现金流入小计	460,500.68	932,480.00	179,753.00
偿还债务支付的现金	163,923.00	99,960.00	91,130.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1,174.33	1,480.13	-
现金流出小计	165,097.33	101,440.13	91,130.00
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>295,403.35</b>	<b>831,039.88</b>	<b>88,623.00</b>
<b>四、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>6,714.78</b>	<b>85,352.87</b>	<b>-7,294.71</b>

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
<b>净利润</b>	<b>33,426.33</b>	<b>38,676.24</b>	<b>38,874.49</b>
加：资产减值准备	1,452.19	1,273.35	2.52
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	44.32	44.98	34.40
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1.10	-	-
投资损失	-11,464.03	-8,075.93	-6,446.56
存货的减少	28,654.70	-43,768.11	-20,119.08
经营性应收项目的减少	-252,198.77	-703,434.77	-124,117.22
经营性应付项目的增加	-16,701.26	58,384.33	54,626.37
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-216,787.61</b>	<b>-656,899.92</b>	<b>-57,145.07</b>

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	885,590.00	727,040.00	497,170.00
资产负债率	37.98%	36.04%	39.46%
流动比率	9.81	6.30	6.34
速动比率	6.37	3.77	2.58
主营业务毛利率	33.01%	35.27%	37.04%
EBITDA（万元）	45,490.70	51,047.14	51,986.32
收现比	1.03	1.34	1.13
产权比率	61.23%	56.36%	65.18%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
产权比率	负债总额/所有者权益（含少数股东权益） $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券+长期应付款

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。