



2017年江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司



2017年江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
PR 萍昌债/17 萍昌盛债	AAA	AAA

评级观点

本次评级结果是考虑到：江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司（以下简称“萍乡昌盛”或“公司”）作为湘东区重要的基础设施建设主体之一，公益性业务竞争优势较强且持续性较好，且在政府补贴方面继续获得较大力度的外部支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保仍可有效提升“PR 萍昌债 /17 萍昌盛债”的信用水平。同时，中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资产变现存在不确定性，且面临较大的投融资及偿债压力，跟踪期内控股股东萍乡市昌盛控股集团有限责任公司（以下简称“昌盛控股”）收回部分投资，公司资本实力有所减弱，同时存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为湘东区重要的基础设施建设主体之一，公益性业务竞争优势较强且持续性较好，且预计将持续获得较大力度的政府补助。

评级日期

2024 年 7 月 29 日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	260.20	278.16	259.91
所有者权益	137.66	155.15	142.95
总债务	92.37	88.81	90.31
资产负债率	47.09%	44.22%	45.00%
现金短期债务比	0.47	0.61	0.79
营业收入	27.82	52.97	39.37
其他收益	2.10	1.89	2.77
利润总额	1.87	2.99	1.60
销售毛利率	12.10%	12.38%	9.24%
EBITDA	4.74	7.14	5.62
EBITDA 利息保障倍数	0.90	1.43	1.08
经营活动现金流净额	1.84	-14.62	-10.17

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- 公司作为湘东区重要的基础设施建设主体之一，基础设施建设业务竞争优势较强且持续性较好。公司作为湘东区重要的基础设施建设主体之一，负责湘东区基础设施建设业务与土地整理等相关业务，公司公益性业务在区域内竞争优势较强。此外，公司主要基础设施项目投资规模较大，业务持续性较好。
- 公司继续获得较大规模的政府补贴。2023 年公司在财政补贴方面继续得到湘东区财政局拨付的 2.10 亿元，盈利水平得到较大提升。
- 三峡担保提供的保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升“PR 萍昌债 /17 萍昌盛债”的信用水平。

关注

- 控股股东收回部分投资，公司资本实力有所减弱。2023 年，受控股股东昌盛控股收回 20.00 亿元投资的影响，公司所有者权益规模减少，资本实力有所减弱，需关注公司资本稳定性情况。
- 公司资产流动性较弱，资产变现存在不确定性。公司资产主要由开发投入、土地资产，及以应收政府部门及地方国有企业款项构成，相关资产的流动性受到当地政府部门及国有企业及回款安排的制约较大，资金回笼时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用；此外，公司大部分土地资产受限，整体资产流动性较弱。
- 跟踪期内，公司营业收入及营业利润规模下滑。2023 年，公司主要业务规模出现不同程度收缩，导致收入规模大幅下滑至 27.82 亿元，营业利润下滑至 1.87 亿元。
- 公司仍面临较大的投融资及偿债压力。截至 2023 年末，公司主要建设项目尚需投入的资金规模较大，且公司相关项目建设资金依赖于外部融资，预计仍持续存在长期的资金需求，公司持续面临较大的投融资压力。同时，公司现金短期债务比仍较低，考虑到公司部分货币资金受限，公司仍持续面临较大的偿债压力。
- 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。截至 2023 年末，公司对外担保余额合计为 28.86 亿元，占同期末所有者权益的 20.97%，虽被担保方均为区域内国有企业，但均无反担保措施，存在一定的代偿风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	3/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a

外部特殊支持

3

主体信用等级

AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是萍乡市湘东区重要的基础设施建设平台之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，萍乡市湘东区人民政府（以下简称“湘东区政府”）提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司由萍乡市湘东区国有资产服务中心（以下简称“湘东国资”）接近全资拥有，湘东区政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司业务基本全部来源于湘东区政府及相关单位，且近年公司受到湘东区政府支持次数多且力度较大，预计公司与湘东区政府联系将比较稳定，我们认为公司与湘东区政府的关系非常紧密；同时，公司最主要的目标是提供对湘东区社会和经济至关重要的市政基础设施建设，且在该方面对湘东区政府贡献很大，公司的违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，我们认为公司对湘东区政府非常重要。此外，中证鹏元认为近年湘东区经济体量持续增长，产业结构有所改善，且聚焦电子信息特色产业细分领域和工业陶瓷优势产业发展，湘东区政府提供支持的能力很强

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
PR 萍昌债 /17 萍昌盛债	8.80	1.76	2023-6-28	2024-8-11

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司2017年8月11日发行了7年期8.80亿元公司债券，其中7.50亿元用于萍乡市湘东区棚改二期建设项目（以下简称“旧城区棚户区改造二期”），1.30亿元用于补充流动资金。截至2024年6月30日，“PR萍昌债/17萍昌盛债”募集资金专项账户余额为0.53万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构发生变化。2023年6月，公司注册资本由34.24亿元增至35.50亿元。股权结构方面，昌盛控股增加认缴金额1.53亿元；中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）减少认缴金额0.27亿元。本次变更后昌盛控股对公司持股比例小幅提升至90.55%，农发基金持股比例微降至9.45%。实收资本方面，受益于昌盛控股增资资本金部分到位，截至2023年末公司实收资本增至33.96亿元¹。跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化，仍分别为昌盛控股及湘东国资，股权结构见附录二。

跟踪期内，公司仍是萍乡市湘东区重要的城市开发建设主体之一，主要承担湘东区范围内基础设施投资与建设、土地开发整理等职能。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，

¹ 2017 年 10 月，农发基金对公司增资 3.64 亿元，其中的 1.37 亿元约定项目建设期满后，农发基金有权要求萍乡市湘旺投资有限公司按照规定的时间、比例和价格回购农发基金持有的本公司股权，根据投资协议，萍乡市湘旺投资有限公司负有偿债义务，因此在合并层面将该笔款项调整至长期借款科目核算。

制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024 年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设

施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

萍乡地处湘赣边际，因煤立市，老工业基地之一，城镇化率高，但受制于生产开发空间小，经济规模亦较小；近年来萍乡市以萍乡经济技术开发区（以下简称“萍乡经开区”）为工业发展的主战场，以实现“最美转型城市”为战略目标，积极推进产业转型，并取得一定的工作成效

区位特征：萍乡市以煤立市，地处湘赣边际，属长株潭国家级都市圈辐射区域，近年积极推进资源枯竭型城市转型。萍乡是江西的“西大门”，位于湘、赣二省交界处，在赣西经济发展格局中处于中心位置，具有联系长株潭国家级都市圈、大南昌都市圈的区位优势，市中心城区距湖南长沙黄花机场120千米。近年来萍乡全面改善与提速交通大环境，通过构建完善的高铁、城际、普铁和高速公路干线网络，全面融入长株潭，实现了1小时到达南昌、长株潭城市群，区域优势开始彰显。萍乡市是典型的资源型城市，因煤立市，创办于1898年、中国近代煤炭工业化程度最高的煤炭基地之一的安源煤矿坐落于此。但随着煤炭资源枯竭，2008年萍乡市被确定为全国首批资源枯竭转型城市。在经济发展方式转变的大背景下，萍乡开启资源枯竭型城市转型，在第二批国家产业转型升级示范区建设评估中居全国第一。萍乡下辖三县两区及一个国家开发区（芦溪县、上栗县、莲花县、安源区、湘东区及萍乡经开区，全市土地面积3,823.99平方公里，截至2023年末，常住人口180.16万人，城镇化率70.42%省内排名靠前，受限于城市面积，人口规模较小，常住人口规模较2021年180.59万人基本持平。

图1 萍乡市区位图



资料来源：萍乡市人民政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：“转型阵痛期”下萍乡市地区生产总值规模与增速省内排名均靠后，经济发展水平较低。受制于生产开发空间小、以煤炭资源为依托的高耗能产业占比较大，萍乡市地区经济总量省内排名靠后，并且作为老工矿城市，“转型阵痛期”下地区生产总值增长较慢，2021-2023 年 GDP 增速均低于全省平均水平。从支出视角来看，受国家统计局数据督查、数据核查等多重因素影响，萍乡市固定资产投资增速波动大，2023 年调整为负增长，比上年下降 7.5%，其中工业投资下降 29.6%。社会零售消费品总额增速较快，2022-2023 年均超过全省平均增速，分结构来看，限额以上单位商品零售额中大部分名录商品增速均较快，其中新能源汽车类商品在萍乡市新能源汽车推广应用项目的助力下，2022 年大幅增长 197.0%。从生产视角来看，萍乡三次产业结构为“三二一”，2023 年三次产业结构占比为 6.7:41.3:52.0，二三产业占比较高，且占比较 2018 年（2018 年三次产业占比 5.9:46.5:47.6）进一步提升。

表1 2023 年江西省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
南昌市	-	4.0%	-	500.2	270.8
赣州市	4,606.2	5.3%	51,245	319.6	326.7
宜春市	3,467.5	3.7%	70,131	290.0	187.4
上饶市	3,401.6	6.7%	53,020	270.7	244.1
抚州市	2,034.9	6.3%	56,854	141.6	155.9
新余市	1,261.9	3.2%	105,098	91.6	51.6
鹰潭市	1,302.0	7.0%	113,129	108.6	73.1
景德镇市	1,201.1	3.5%	74,146	90.3	213.4
萍乡市	1,151.7	3.5%	63,796	112.2	-

注：“-”数据未公告；宜春、鹰潭地区人均 GDP=2023 年地区生产总值/2023 年末各地区常住人口，其余地区为统计公报披露数据。

资料来源：各市统计公报和财政预算执行情况报告、各市人民政府网站，中证鹏元整理

表2 萍乡市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,151.66	3.5%	1,160.33	2.0%	1,108.30	8.30%

固定资产投资	-	-7.5%	-	7.8%	-	10.9%
社会消费品零售总额	438.51	6.8%	410.64	5.4%	389.78	17.3%
进出口总额	-	-	221.21	19.7%	184.80	28.0%
人均 GDP（元）		63,796		64,201		61,386
人均 GDP/全国人均 GDP		71.39%		74.85%		75.42%

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取；

资料来源：萍乡市 2021-2023 年统计公报、萍乡市人民政府网站，中证鹏元整理

产业情况：萍乡市近年来持续推动资源枯竭城市转型升级，新动能产业培育工作取得一定成效，但高耗能传统产业占据主导地位，转型升级压力仍较大。萍乡市矿产资源丰富，以煤立市，作为老工业基地之一，培育出五大传统产业（煤炭、陶瓷、水泥、烟花鞭炮、冶金），诞生了上市公司安源煤业（股票代码：600397.SH），均为高耗能行业，一度占到萍乡工业经济总量的八成以上。然而经多年开采，萍乡市煤炭资源进入严重枯竭期，2008 年被列入全国首批资源枯竭型城市。为推动经济水平高质量发展，萍乡市“十三五”期间累计完成煤炭去产能 433 万吨，钢铁去产能 215 万吨，整顿退出花炮企业 328 家。

随着近年国家产业转型升级示范区的提出、赣湘边区域合作示范区上升为国家战略，为区域经济提供了新的发展机遇，近年来萍乡市以萍乡经开区为工业发展的主战场，以实现“最美转型城市”为战略目标，积极推进产业转型。经多年摸索、调整，基于自身比较优势与产业定位，萍乡市委于 2023 年确立了以材料加工和装备制造产业集群为发展龙头，推动新材料、智能制造、食品、电子信息细分领域，以及湘赣边仓储物流基地、农产品加工基地“4+2”新动能培育，2023 年，“4+2”新动能中的智能制造产业、电子信息细分领域、食品产业规上工业增加值分别增长 21.0%、16.3%以及 6.2%，材料加工、装备制造 2 个制造业集群增加值增速 4.2%，均高于全市规模上工业增加值 2.8%的增速，有效拉动了全市工业经济的增长。但高耗能产业仍占据主导地位，2023 年五大传统产业产值占规上工业总产值比重 42.9%，传统产业转型升级压力仍然较大。

财政及债务水平：近年来萍乡市地方财政收入有所提升，但财政自给能力较弱，政府债务余额增速较快。受减税降费政策等多方面因素的叠加影响，2022 年萍乡市一般公共预算收入同比下降 1.4%，剔除留抵退税及其分担调库因素，一般公共预算收入同比增长 9.3%。2023 年在税收收入增长带动下，一般公共预算收入同比增长 4.8%。近年来萍乡市税收收入占比均低于 70%，财政收入质量有待改善，并且财政自给率较低，财政平衡能力有待进一步提升。区域债务方面，近年来萍乡市地方政府债务余额增速较快，2021-2023 年复合增长率超过 20%，2023 年地方政府债务余额达 572.12 亿元，资金用途主要用于萍乡市区县的交通道路、污水管网等基础设施项目的建设。

表3 萍乡市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	112.20	107.11	108.63
税收收入占比	63.46%	60.22%	64.85%
财政自给率	34.45%	34.91%	37.46%

政府性基金收入	-	133.56	106.60
地方政府债务余额	572.12	486.09	366.63

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；（2）萍乡市未披露 2022 年全市政府性基金收入，仅披露市本级政府性基金收入，上表中 2022 年政府性基金收入来源于萍乡市本级与各区县政府性基金收入合计数。

资料来源：江西省财政厅、萍乡市人民政府网站、萍乡市财政局，中证鹏元整理

湘东区经济体量持续增长，总体经济发展水平一般，财政自给能力偏低且债务压力增加，近年聚焦电子信息特色产业细分领域和工业陶瓷优势产业发展

区位特征：湘东区地处湘赣边际，位于长株潭都市圈的辐射核心区域，人口吸附能力较弱。湘东区为江西省萍乡市 5 个下辖区县之一，湘东区地处赣湘边界，是江西的西大门，处于长株潭国家级都市圈的辐射核心区域。湘东区拥有 1 个省级工业园湘东工业园（规划面积 8.61 平方千米），全区总面积 858.76 平方公里，其中建成区面积 22.8 平方千米、城区面积 7.83 平方千米。湘东是全国有名的制种之乡，南繁制种始于上世纪 70 年代，制种面积约 15 万亩，占全国南繁制种面积的 85%以上。湘东区国家现代农业产业园成功入选 2021 年全国农业产业融合发展项目创建名单，为全省唯二、全市唯一获批县区。截至 2023 年末，湘东区常住人口 30.41 万人，城镇化率达 67.29%。

图2 萍乡市湘东区区位图



资料来源：湘东区政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：湘东区经济体量持续增长，产业结构有所改善，但总体经济发展水平一般。2023 年湘东区地区生产总值为 164.04 亿元，同比增长 4.5%，三次产业结构由上年 12.0：40.9：47.1 调整为 11.2：40.3：48.5。湘东区经济保持增长，形成了以第二、三产业为主的产业结构，且第三产业占比提升。近年，湘东区人均 GDP 占全国人均 GDP 的比例在 60%左右，受制于生产开发空间不大、以陶瓷为依托的高耗能产业占比较大，湘东区总体经济发展水平一般。值得注意的是，受工业投资额下降影响，2023 年湘东区固定资产投资额有所下降，同比负增长 2.1%。

表4 2023 年萍乡市下辖区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
安源区	285.2	3.4%	7.12	29.01	16.20
上栗县	207.5	3.8%	4.80	17.62	19.74
湘东区	164.0	4.5%	5.38	14.24	39.58
芦溪县	142.1	2.5%	5.46	13.01	18.84
莲花县	-	3.5%	-	6.73	10.72

注：（1）安源区、上栗县人均GDP数据系当年区域GDP/2023年末常住人口数据；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：各区县2023年国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告等，中证鹏元整理

表5 湘东区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	164.04	4.5%	160.19	5.3%	146.37	8.6%
固定资产投资	-	-2.1%	-	7.6%	-	10.7%
社会消费品零售总额	30.82	6.7%	28.89	6.2%	27.21	21.3%
进出口总额	-	-	-	-	-	-
人均 GDP（万元）	5.38		5.25		4.81	
人均 GDP/全国人均 GDP	60.26%		61.31%		59.38%	

注：（1）2021 年人均 GDP=2021 年 GDP/七普常住人口，2022-2023 年人均 GDP 来源于当年湘东区国民经济和社会发展统计公报；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：湘东区人民政府，中证鹏元整理

产业情况：积极推进传统支柱产业工业陶瓷转型升级，重点打造节能环保、电子信息双首位产业集群。湘东区工业起步早、发展快，工业陶瓷为当地传统主导产业，湘东区坚持把工业陶瓷产业作为首位产业来抓，享有“中国工业陶瓷之都”美誉，全区的化工陶瓷占到全国市场份额 60%以上，是国家工业陶瓷高新技术产业化基地、国家新材料示范基地。围绕萍乡市“1+2+N”的产业体系，湘东区大力发展新兴产业电子信息，打造节能环保（含工业陶瓷）和电子信息（含装备制造、增材制造、新能源）双首位产业，目前电子信息产业规模较小但增速较快。2023 年，湘东区全部工业增加值 56.27 亿元，同比增长 2.7%，其中规模以上工业增加值同比增长 2.6%；高新技术产业、装备制造业及战略性新兴产业增加值分别同比增长 3.0%、22.2%及 1.8%。

发展规划：坚持工业强区之路，积极推进产业转型。根据《湘东区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，十四五期间，推动工业陶瓷、创意包装、钢铁产业等传统产业转型升级。工业陶瓷产业方面，重点发展工业陶瓷载体催化材料、先进结构材料、功能陶瓷材料和以环保陶瓷为核心构件的成套装备，打造全球工业陶瓷研发和生产基地，到 2025 年，力争培育 1 家以上企业上市，实现节能环保产业（含工业陶瓷）规模达 200 亿元；推动包装产业转型，全力打造包装、印刷、制盒、制罐、彩印为一体的创意包装产业链，到 2025 年，创意包装产业规模突破 20 亿元；建设集仓储、深加工、物流配送一体的钢铁循环经济产业园，到 2025 年，钢铁产业规模超 50 亿元。培育壮大战略性新兴产业，培育电子元器件、电子材料产业、智能终端产业等全产业链，到 2025 年，电子信息产业规

模达到 100 亿元。

财政及债务水平：近年来湘东区地方财政收入增速较缓，且自给率偏低，地方政府债务压力较大。近年来，湘东区一般公共预算收入持续增长，但增幅较小，2023 年区域一般公共预算收入为 14.24 亿元。2023 年湘东区税收收入占比提升至 75.00%，占比较高，财政收入质量有所提升。随着财政支出逐年上升，近年财政自给率持续偏低，财政收支平衡能力待改善，且近年地方政府债务持续上升，湘东区区域债务压力增加。

表6 湘东区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	14.24	13.37	13.27
税收收入占比	75.00%	64.55%	67.33%
财政自给率	25.01%	24.65%	26.60%
政府性基金收入	39.58	34.83	29.29
地方政府债务余额	103.16	95.09	76.80

注：（1）财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：江西省财政厅、湘东区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：湘东区融资平台为“1+N”模式，其中核心平台为 2020 年 4 月成立的昌盛控股，暂未发债。公司为昌盛控股有存续债的唯一下属子公司。

五、经营与竞争

公司系湘东区重要的基础设施投资建设主体之一；2023年，公司各主要业务规模出现不同程度收缩，导致收入规模大幅下滑，基础设施项目建设收入仍为公司主要收入来源；公司基础设施项目建设业务持续性仍较好，在湘东区区域内有较强竞争力，自营项目大多处于建设或运营初期阶段，存在收益不达预期的可能

公司主要从事湘东区基础设施投资与建设等业务，跟踪期内公司仍是湘东区重要的基础设施建设及城市开发主体之一。2023年，公司基础设施项目建设收入及土地相关业务等规模均有不同程度收缩，其中基础设施项目建设及土地相关业务规模下降较大，受此影响，当期公司营业收入大幅下滑至27.82亿元。跟踪期内，基础设施项目建设收入仍是公司营业收入的重要来源，但总体占比因当期该业务结转收入减少而有所下降；土地相关业务受当期转让的土地大幅减少而下降；商品销售业务规模小幅下降，总体占比上升至42.97%，并为公司营业收入的主要来源之一。投资性房地产租赁等其他业务等仍能对公司收入形成一定补充，但规模较有限。毛利率方面，2023年公司销售毛利率水平小幅下降0.28个百分点，主要系当期毛利率较低的商品销售业务收入占比提升等因素所致。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年	2022 年
----	--------	--------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施项目建设收入	105,129.69	37.79%	10.96%	237,728.18	44.88%	11.01%
商品销售收入	119,541.85	42.97%	0.57%	121,239.07	22.89%	0.44%
土地转让收入	14,455.32	5.20%	14.28%	121,177.78	22.88%	8.66%
土地整理收入	34,972.33	12.57%	50.97%	39,024.05	7.37%	67.25%
其他业务	4,129.32	1.48%	37.95%	10,521.01	1.99%	20.14%
合计	278,228.51	100.00%	12.10%	529,690.09	100.00%	12.38%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施项目建设业务

公司基础设施项目建设业务持续性较好，在湘东区区域内有较强竞争力；公司自营项目大多处于建设阶段，尚未产生收入，存在收益不达预期的可能；公司主要项目仍存在较大的投融资压力

公司是萍乡市湘东区重要的基础设施建设主体之一，承建了湘东区大量的基础设施建设项目，在湘东区区域内有较强竞争力。基础设施建设项目主要通过委托代建和回购两种模式进行投资与建设。其中委托代建模式即公司与湘东区政府签订委托代建协议，协议约定在项目建设期内，湘东区政府每年按照经审核确认的工程进度和实际成本向公司支付代建工程款，并在此基础上加成一定比例作为公司的代建服务费（各项目费率根据具体协议有所不同）。回购模式即公司与湘东区政府签订回购合同，合同约定具体的回购款及回购时间，其中回购款主要根据项目总投资加成一定比例的服务费计算，并约定在付款期限内湘东区政府按年支付回购款（含项目成本和服务费），同时承诺相关资金纳入政府财政预算和财务服务资金预算管理。

实际账务处理方面，公司每年根据湘东区政府确认的工程结算单按照完工百分比法确认成本和收入，将代建工程款和代建服务费共同确认为基础设施项目收入。2023年公司确认收入的项目主要包括废弃矿山项目（巨源片区）、区产业园调区扩区基础设施建设等项目，受项目建设及结算进度放缓等因素影响，该业务收入规模同比大幅下降，毛利率情况较稳定。

公司主要在建项目分为基础设施代建项目和棚户区改造项目。截至2023年末，公司主要在建项目总投资224.79亿元，已投入116.72亿元，未来待投入规模较大。其中基础设施代建类项目总投资97.05亿元，待投资35.26亿元，且相关项目均已签订代建协议，业务持续性较好，但在建项目尚需投资金额较大，公司面临较大的投融资压力。

自营项目方面，萍乡市湘东区渌水流域综合治理项目通过农贸市场铺面、摊位、户外广告出租等产生收入²；湘东产业园绿色工业园区建设示范工程（二期）通过工业园办公楼、标准厂房及公寓楼等出

² 该项目已于 2023 年 1 月投入运营，截至 2023 年末该项目出租率约为 30%，当年农贸市场摊位和铺面租金合同租金约 0.12 亿元，因免租期至 2026 年，当期该项目尚未收到租金。

租产生收入³；旧城区棚户区改造二期项目和湘东区返乡创业平台建设项目为公司自营项目均为房地产类项目，未来主要收入来源为住宅及商业物业出售及出租；体育中心建设项目建成后通过场租费收入；萍乡赣西港建设项目（一期）项目建成后通过冷库出租出售及仓储物流产生收入；萍乡赣西物流园一期和萍乡赣西物流园二期建成后通过冷库出租、仓储物流及商家入驻等产生收入。公司自营项目受工程建设进度以及实际出售、运营情况等多因素影响，未来存在收益不达预期的可能。

表8 截至 2023 年末公司主要基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	业务模式
陶瓷产业基地（三期）	2.86	2.20	代建
萍乡市湘东区污水收集管网全覆盖建设项目	20.25	20.60	代建
采煤沉陷区路网改造工程	1.43	0.51	代建
老工业区搬迁工程	3.03	0.42	代建
湘东区城区基础设施建设项目一期*	6.94	6.88	代建
城区基础设施建设二期	12.54	8.05	代建
区产业园调区扩区基础设施建设项目	50.00	23.48	代建
湘东产业园绿色工业园区建设示范工程（二期）	7.62	3.40	自营
萍乡市湘东区渌水流域综合治理项目*	12.69	13.01	自营
旧城区棚户区改造二期*	11.56	10.38	自营
湘东区返乡创业平台建设项目	12.69	10.93	自营
体育中心建设项目	1.37	1.21	自营
萍乡赣西港建设项目（一期）*	8.99	6.68	自营
萍乡赣西物流园一期	4.18	0.78	自营
萍乡赣西物流园二期	8.58	3.10	自营
湘东区河道综合整治及供水工程	60.06	5.09	自营
合计	224.79	116.72	—

注 1：“旧城区棚户区改造二期”系“PR 萍昌债/17 萍昌盛债”募投项目；“萍乡赣西港建设项目（一期）”系“22 萍昌 01/22 萍昌盛债 01”及“23 萍昌 01/23 萍昌盛债 01”募投项目；

注 2：带*项目已基本完工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地相关业务

公司土地相关业务易受政府规划、市场环境等因素影响，存在较大波动，收入稳定性一般；此外，公司存量土地受限比例较高，未来土地转让或回购将受到一定限制

公司从事萍乡市湘东区的土地整理及土地转让。土地整理业务主要经营主体为公司本部及子公司萍乡市湘旺投资有限公司（以下简称“湘旺投资”）。根据公司与湘东区政府签订的《萍乡市湘东区土地整理协议书》及湘东区财政局出具的《关于返还土地出让金的通知》等文件，公司被赋予湘东区土地整

³ 该项目已于 2023 年 1 月投入运营，租户主要为电子类企业，当年相关合同租金约为 402.50 万元，，因免租期至 2026 年，当期该项目尚未收到租金。

理开发的职能。业务模式上，湘东区政府及相关部门制定的土地开发计划后，公司对委托整理范围内的土地实施土地整理，内容包括征地拆迁、配套设施等建设项目；土地整理业务收益方面，公司根据《萍乡市湘东区土地整理协议书》中约定的支付款项金额确认土地整理业务收入。公司土地开发及出让情况易受政府规划、土地一级市场景气度等因素影响，导致公司土地相关业务收入存在较大波动。2023年，土地整理收入下降至3.50亿元，系整理了区域内两宗商住用地，土地面积合计为12.37万平方米。

表9 2023年公司确认土地整理业务收入明细（单位：万平方米、万元）

土地位置	土地编号	土地性质	土地面积	确认收入
湘东区湘东镇阳干村	XD-1212-58	商住用地	11.33	31,296.54
湘东区下埠镇大陂村	XD-2258	商住用地	1.04	3,675.79
合计	—	—	12.37	34,972.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，2023年公司土地转让收入同比大幅下降88.07%至1.45亿元，转让了湘东区湘东镇樟里村等三宗土地，转让土地面积合计12.53万平方米。

表10 2023年公司转让土地情况（单位：万平方米、万元）

土地位置	土地证号	土地性质	土地面积	确认收入	确认成本
湘东区湘东镇樟里村	赣（2016）湘东区不动产权第8103088号	商住用地	7.04	7,806.50	7,006.50
湘东区下埠镇木马村	赣（2023）湘东区不动产第036660号	工业用地	0.71	122.15	120.71
湘东区湘东镇道田村	赣（2023）湘东区不动产权第0029938号	住宅用地	4.78	6,526.67	5,263.30
合计	—	—	12.53	14,455.32	12,390.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司存量土地账面价值共计85.42亿元，以商业用地为主，但其中账面价值为63.97亿元的土地已抵押，未来土地转让或回购将受到一定限制，且相关收入实现易受土地市场环境和当地政府土地出让计划的影响，收入稳定性一般。

（三）商品销售业务

2023年，公司商品销售业务进一步扩大贸易标的物，业务规模虽较大但盈利贡献仍较低，需关注客户集中度较高及垫资风险

公司商品销售业务由子公司萍乡市昌盛贸易有限公司（以下简称“昌盛贸易”）负责运营，贸易标的物主要为煤炭、金属等。其中，2023年公司进一步扩大贸易标的物，新增销售电解铜、铝锭、锂云母等金属。当期，公司商品销售业务上游供应商主要为江西北方宏泰供应链管理有限公司及江西远桥金属有限公司（均系当地民营企业）；下游客户多为省内国有企业，主要包括江西易盛通贸易有限公司等，前五大客户占该业务总收入比例为70.77%，客户集中度较高。此外，公司贸易业务对下游国有企业客户存在资金垫付情况，主要模式为下游客户预付总货款的30%，剩余70%货款由公司垫付至上游供应商。除货物销售额外，公司向客户收取的垫资所产生的资金占用费亦计入该业务收入。

表11 2023 年公司商品销售业务前五大客户情况（单位：亿元）

客户名称	确认收入	占比商品销售总收入比	交易标的
江西易盛通贸易有限公司	3.23	27.01%	煤炭
江西申天地铜基新材料科技有限公司	1.88	15.72%	电解铜
南昌综保贸易有限责任公司	1.31	10.92%	电解铜
上饶市金宸贸易有限公司	1.03	8.59%	铝锭
江西汇易贸易有限公司	1.02	8.52%	煤炭
合计	8.46	70.77%	—

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 2023 年公司商品销售业务前五大供应商情况（单位：亿元）

供应商名称	采购金额	占商品销售总成本比	交易标的
江西北部方宏泰管理供应链有限公司	3.53	29.72%	煤炭
江西远桥金属有限公司	3.36	28.27%	电解铜
广西中恒国科供应链管理有限公司	1.02	8.57%	铝锭
萍乡赣西富兴矿业有限公司	0.33	2.80%	煤炭
萍乡市茂博供应链管理有限公司	0.38	3.18%	锂云母
合计	8.62	72.54%	—

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司还开展园林绿化、旅游咨询服务等业务，跟踪期内相关业务仍能对公司收入及利润形成一定补充，但规模仍较有限。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的分别经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）及经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）⁴审计并出具标准无保留意见的2022年及2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年，公司合并报表范围减少1家子公司，系萍乡市鑫耀通供应链管理有限公司（股权划出）；新增1家子公司，系江西嘉祥水利工程有限公司（非同一控制下企业合并）。

资本实力与资产质量

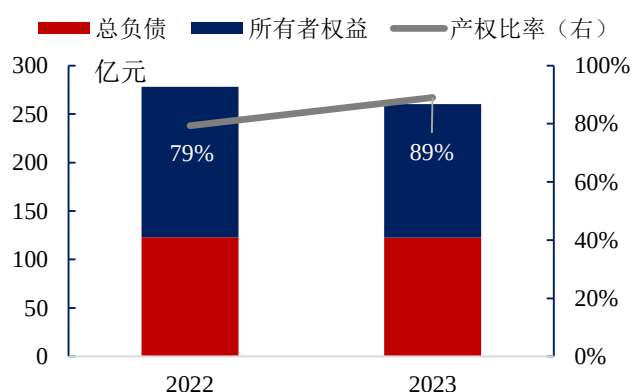
跟踪期内，公司股东减资导致所有者权益规模下降；资产规模亦有所下降，应收款项回收时间存在一定不确定性且对资金存在较大占用，同时存货变现易受当地财政资金安排影响，且土地受限比例

⁴ 根据公司于 2024 年 4 月发布的《江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司关于中介机构发生变更的公告》，因原审计机构北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）服务年限届满，不再承担公司 2023 年度财务报表审计工作。且根据公司业务发展需要，聘请利安达会计师事务所（特殊普通合伙）为公司提供 2023 年度财务报表审计服务。

已较高，公司资产流动性较弱

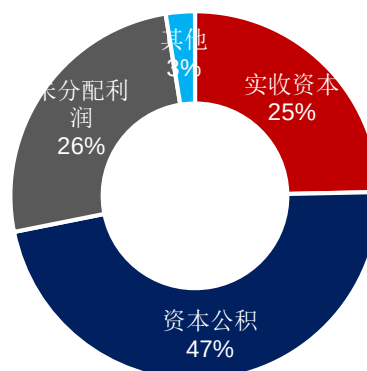
2023年，受到公司控股股东昌盛控股收回投资20.00亿元影响，公司资本实力有所减弱。截至2023年末，公司所有者权益同比减少11.27%至137.66亿元，所有者权益仍主要由资本公积、实收资本和未分配利润构成。跟踪期内，公司总负债规模变化不大，2023年末同比小幅下降0.39%至122.54亿元。受上述因素影响，公司产权比率上升至89.02%，所有者权益对负债的保障程度下降，未来需关注公司资本稳定性情况。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，受到股东减资等因素影响，公司资产规模有所下降。资产结构方面，公司资产结构仍以流动资产为主，且占总资产比例进一步提高。

跟踪期内，公司流动资产仍以存货及应收款项等为主。截至2023年末，公司货币资金受限部分为1.90亿元，其中包括银行承兑汇票、信用证保证金（1.08亿元）以及贷款定期存款、定期存单（0.82亿元），合计占同期末货币资金总额的比重为21.76%；应收账款主要为对公司江西省内国有企业及政府机构的应收款项，其中主要包括对公司实际控制人湘东国资的应收工程项目结算款（2.06亿元）及对萍乡市湘东土地收购储备中心的应收土地结算款（1.61亿元）等。值得注意的是，跟踪期内公司新增对区域内民营企业萍乡市豪仕置业有限公司规模较大的应收土地转让款（0.50亿元），后续需关注该笔款项回收情况。同期末，公司预付账款主要为预付货款及预付工程款，主要集中于2年以内（占比达95.26%）；其他应收款主要为公司与控股股东昌盛控股（9.32亿元）、萍乡市昌盛资产管理有限公司（5.76亿元）、萍乡市湘东区大众投资有限责任公司（5.55亿元）、实际控制人湘东国资（3.96亿元）以及江西省星火工业投资集团有限公司⁵（以下简称“星火工投”，2.33亿元）等区域内企业及政府机关的往来款，以上前五大欠款方期末余额合计26.92亿元，占合计数的72.69%。跟踪期内，公司其他应收款规模大幅减小，

⁵ 星火工投曾用名“江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司”，控股股东为萍乡市国有资本投资集团有限公司，实际控制人为萍乡市国资委。

主要系当期控股股东昌盛集团减资，抵消相关其他应收款所致。

值得注意的是，公司其他应收款中包括应收萍乡乐桥农业科技有限公司（以下简称“乐桥农业”）原值为0.52亿元的其他应收款（截至2023年末已全部计提减值损失），公司已就相关事项起诉乐桥农业等，详见本报告“七、其他事项分析”。整体来看，除部分对民营企业的应收款项外，公司应收款项回收风险整体可控，但回款时间存在一定不确定性。

公司存货主要为开发成本及土地，其中开发成本主要为代建项目成本，截至2023年末开发成本规模为70.82亿元，跟踪期内随公司代建项目持续投入而增长；同期末，土地账面价值为85.42亿元，主要系公司通过招拍挂取得，土地用途以商住、住宅土地为主，其中账面价值为63.97亿元的土地因用于融资而已被抵押，受限比例达到74.89%。

跟踪期内，公司非流动资产仍主要为长期应收款。截至2023年末，公司长期应收款包括应收实际控制人湘东国资30.71亿元，主要系公司为棚改项目垫付的征迁款项，相关部门按回购协议在约定期限内每年向公司支付一定的服务款；应收控股股东昌盛集团12.31亿元，为公司对其资金拆借款。当期长期应收款规模有所减少主要系湘东国资偿还部分款项所致。公司投资性房地产采用成本模式计量，主要包括由湘东国资向公司注入的萍乡市湘东区幸福花园、春风小区、阳光家园、瓷都小区⁶等房产，期末尚有2.86亿元投资性房地产未办理产权证。公司固定资产主要为房屋及建筑物，期末尚有1.61亿元因尚未足额缴纳税费而未办理产权证。跟踪期内，公司长期股权投资及其他权益工具投资未发生较大变化，主要新增对萍乡市赣西医院有限公司（以下简称“赣西医院”）0.25亿元投资，系江西康远投资股份有限公司于2023年3月将赣西医院15.17%股权划至公司名下以偿还借款所致。

整体看，受到当期昌盛控股对公司减资等因素影响，2023年公司资产规模有所下降，且资产中应收款项及存货占比仍较大，应收款项回收时间存在一定不确定性，对公司资金形成较大占用。此外，应收款项中存在一定对民营企业应收款项，需关注相关款项后续回收情况。同时，存货中开发成本变现主要受当地财政资金安排影响，不确定性亦较大，且存货中土地大部分已被用于抵押而处置受限，进一步削弱了公司资产流动性。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.71	3.35%	6.53	2.35%
应收账款	6.38	2.45%	11.01	3.96%
其他应收款	34.70	13.33%	64.66	23.24%

⁶ 由于萍乡市湘东区幸福花园、春风小区、阳光家园、瓷都小区等物业账面原值 3.30 亿元，属于公租房、廉租房，萍乡市湘东区房产管理局持有划拨土地，根据湘府办抄字【2016】159 号文件，将上述物业房产划拨至湘东国资，根据湘府办抄字（2016）160 号文件，湘东国资将上述物业用于增加公司的资产。

存货	156.29	60.07%	134.91	48.50%
流动资产合计	208.98	80.32%	221.85	79.76%
固定资产	1.69	0.65%	1.75	0.63%
长期应收款	43.02	16.53%	48.58	17.46%
投资性房地产	3.55	1.36%	3.08	1.11%
非流动资产合计	51.22	19.68%	56.31	20.24%
资产总计	260.20	100.00%	278.16	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年，公司营业收入规模及利润总额大幅下降，盈利对政府补助的依赖程度仍较高

2023年，公司主要业务规模出现不同程度收缩，导致营业收入规模大幅下滑。截至2023年末，公司主要基础设施代建类项目总投资规模较大，大部分项目已签订代建或回购协议，且存货中还包含较多代建项目开发成本，预计未来代建业务持续性仍较好。

毛利率方面，2023年公司销售毛利率情况稳定，受主营业务模式影响，公司毛利率仍处于较低水平，盈利能力较弱。公司作为湘东区重要的基础设施建设及城市开发主体，承担的基础设施项目建设具有一定的公益属性，公司每年可获得较大规模的政府补助，2023年公司获得政府补贴2.10亿元，超过同期利润总额，公司盈利对政府补助的依赖程度仍较高。值得注意的是，跟踪期内公司财务费用规模仍较大；同时，当期因对其他应收款计提预期信用损失而确认了0.58亿元信用减值损失，以上因素均较大侵蚀了公司利润。综合以上因素，2023年公司利润总额明显下降。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	27.82	52.97
营业利润	1.91	3.02
其他收益	2.10	1.89
财务费用	2.58	3.76
信用减值损失（损失以“-”表示）	-0.58	-0.99
利润总额	1.87	2.99
销售毛利率	12.10%	12.38%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内，公司总债务规模略有增长，公司部分货币资金受限，且在建项目带来的资金支出压力较大，公司持续面临较大的偿债压力

2023年，公司负债规模略微下降，但总债务规模随着当期发行债券及获得银行借款而增长。结构方

面，公司债务结构仍偏长期，与公司基础设施项目投资期限较匹配，但随着部分长期债务将于一年内到期，公司短期债务的规模及占比明显提升。

截至2023年末，公司债务构成仍主要为银行借款及应付债券等，其中银行借款占总债总额的比例超过80%。短期借款方面，期末以保证+抵押及保证借款为主，信用借款规模为0.30亿元，占比为8.41%，占比较低；长期借款方面，期末以保证+抵押+质押、保证+质押以及保证借款为主，此外公司长期借款中包括了1.79亿元基金借款，借款人为国开发展基金有限公司和农发基金⁷，期限均为10年，利率分别为1.2%和2.8%。应付债券包括“PR萍昌债 /17萍昌盛债”、“G19萍昌/19萍昌盛债”、“22萍昌01 /22萍昌盛债01”以及当期新增的“23萍昌01 /23萍昌盛债01”⁸。长期应付款有息部分主要包括应付江西省城镇开发投资有限公司棚户区改造项目资金0.55亿元及江西省行政事业资产集团有限公司项目资金0.32亿元；应付票据主要为银行承兑汇票。经营性债务方面，主要包括其他应付款，当期其规模随着公司与当地国有企业或政府机关往来款结算而下降。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.57	2.92%	1.15	0.94%
应付票据	1.08	0.88%	1.90	1.54%
应交税费	20.18	16.47%	18.76	15.25%
其他应付款	6.85	5.59%	12.31	10.01%
一年内到期的非流动负债	13.94	11.38%	9.55	7.77%
流动负债合计	48.26	39.39%	46.49	37.80%
长期借款	60.35	49.25%	65.64	53.36%
应付债券	12.54	10.24%	9.39	7.64%
长期应付款	1.38	1.13%	1.49	1.21%
非流动负债合计	74.28	60.61%	76.52	62.20%
负债合计	122.54	100.00%	123.02	100.00%
总债务	92.37	75.38%	88.81	72.19%
其中：短期债务	18.60	15.18%	12.60	10.25%
长期债务	73.77	60.20%	76.20	61.95%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，受到股东减资影响，跟踪期内公司资产负债率提升至47.09%。2023年末，公司现金短期债务比降至0.47，考虑到公司部分货币资金受限及在建项目带来的资金支出压力较大，公司持续面临较大的偿债压力。此外，受到公司当期收入规模大幅下降的影响，EBITDA利息保障倍数降至

⁷ 上述基金借款均为明股实债，在合并层面调整至长期借款。

⁸ “23 萍昌 01 /23 萍昌盛债 01” 发行于 2023 年 4 月，债券规模 6.20 亿元，债券期限为 7（3+4）年，发行时票面利率为 6.50%。

0.90，当期EBITDA已不足完全覆盖利率支出。银行授信方面，截至2023年末公司合计获得93.76亿元，可用额度为8.05亿元，但考虑到相关授信类型主要为项目贷款，实际对公司流动性支持有限。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	47.09%	44.22%
现金短期债务比	0.47	0.61
EBITDA 利息保障倍数	0.90	1.43

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无重大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司于2024年5月28日提供的《诚信、独立性、财务制度运营、组织机构设置说明》（以下简称“《说明》”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据《说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

通过公开资料查询，2020年至今未发现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府及相关部门的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

跟踪期内，公司董事长及董事、法定代表人发生较大变动。根据公司于2023年9月发布的公告：（1）根据公司股东会决定，林娟、黎海龙不再担任公司董事会成员，并选举李昱为公司董事；（2）根据公司董事会决定，解聘黎海龙公司总经理职务，并聘任李昱为公司总经理。

根据公司于2023年11月发布的公告：根据公司股东会决定，免去吴欣公司法定代表人职务，并任命李昱为公司法定代表人。

根据公司于2024年2月发布的公告：根据公司董事会及股东会决定，吴昕不再担任公司董事长，并选举黎海龙为公司董事长。

此外，公司还建立了与自身业务相适应的内部管理制度和组织架构，下设国资经营部、土地开发部、项目经营部等多个职能部门，跟踪期内公司组织架构未发生变化，详见附录三。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年4月22日），公司本部及子公司湘旺投资不存在未结清不良类信贷记录。公司已发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额为28.86亿元，对外担保规模较大，公司同期末净资产的20.97%。公司担保对象虽然均为区域内国有企业，但均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表17 截至2023年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	是否有反担保
江西省萍乡市星火陶瓷工业投资有限公司	111,400.00	否
萍乡盛栗建设开发有限公司	82,228.00	否
萍乡市国有资本投资集团有限公司	46,400.00	否
萍乡市湘东区湘渌投资管理有限责任公司	11,200.00	否
萍乡市湘东区农业农村发展有限公司	35,407.00	否
萍乡市旺盛供水有限公司	2,000.00	否
合计	288,635.00	—

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，跟踪期内公司因合同纠纷起诉广东一方乐土科技集团有限公司（以下简称“乐土集团”）、乐桥农业，请求依法判令一方乐土集团、乐桥农业返还公司已支付的投资款0.52亿元及资金占用利息。该投资款公司暂挂其他应收款，因距双方签订协议签订及公司履行付款义务已数年，乐土集团、乐桥农业工作人员已撤离项目现场，该项目已停工。乐土集团、乐桥农业此种行为属于已其自身行为表明不履行合同义务，致使双方协议无法实际履行。2023年12月，湘东区人民法院作出（2022）赣0313民初1752号民事判决书，判决相关方支付公司向公司支付相关款项；2024年1月，公司向湘东区人民法院申请强制执行，但截至目前公司仍暂未收回相关资金。

其他

本次评级公司个体信用状况为a，较上次评级上调1个级别，主要是由于评级方法模型变更所引起，上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）、《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）。

八、外部特殊支持分析

公司是湘东区人民政府下属重要企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，湘东区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与湘东区人民政府的联系非常紧密。公司由湘东区国资中心接近全资拥有，董监高均由湘东区人民政府任命，公司代建业务及土地相关业务均主要来源于湘东区人民政府安排，因此湘东区人民政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权，并且公司80%以上的业务收入来源于湘东区基础设施投资与建设及土地整理业务，且为湘东区唯一发债的城投平台；此外，近五年公司收到湘东区财政局在资本金注入、财政补贴等支持的次数多，公司与湘东区人民政府的联系预计比较稳定。

(2) 公司对湘东区人民政府非常重要。尽管公司不承担供水、供电、供热等区域专营性公用事业职能，使得湘东区人民政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，但公司主要承担了湘东区基础设施投资与建设及土地整理任务，公司最主要的目标是提供对湘东区社会和经济至关重要的公共产品和服务，公司所负责的业务对湘东区人民政府非常重要，对湘东区人民政府贡献很大，考虑到公司为发债主体，公司的违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性的影响。

经评估，湘东区人民政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况上调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差减少1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+4”调整为“+3”。

九、债券偿还保障分析

三峡担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“PR萍昌债 /17萍昌盛债”的信用水平

三峡担保为“PR 萍昌债 /17 萍昌盛债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年。债券持有人在此期间未要求三峡担保承担保证责任的，担保人免除保证责任。

三峡担保成立于 2006 年 4 月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本 5 亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理集团有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至 2023 年末，三峡担保注册资本为 51.00 亿元，实缴资本为 30 亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股 50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股 33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股 16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。截至 2023 年末，三峡担保的担保余额为 941.67 亿元，其中债券类担保余额占比为 67.72%；融资担保责任余额 704.33 亿元，同比增长 42.33%，期末融资担保责任余额放大倍数增长至 8.56。

表18 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	489.17	584.35	658.33
其中：债券类担保	115.15	178.90	192.48
借款类担保	190.66	153.61	315.59
其他融资担保	0.00	4.50	0.00
非融资担保	183.36	247.34	150.26
当期解除担保额	500.29	532.67	605.66
期末担保余额	941.67	952.79	901.12
其中：债券类担保余额	637.66	684.96	651.32
借款类担保余额	185.89	161.04	165.98
其他融资担保	3.68	4.17	1.25
非融资担保余额	114.45	102.63	82.57
融资担保责任余额	704.33	494.87	480.20
融资担保责任余额放大倍数（X）	8.56	7.19	8.49

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以 AA 为主，客户主要分布在重庆、四川、山东、湖北、湖南和江西等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN 等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，需关注该类客户信用风险的变化情况。另外，随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定业务转型压力。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2023 年末，三峡担保的借款类担保余额为 185.89 亿元，同比增长 15.43%。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020 年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模保持增长，2023 年非融资担保发生额为 183.36 亿元，期末余额为 114.45 亿元，同比增长 11.60%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，2023 年发生代偿 4.75 亿元，同比下降 29.10%，当期回收 2.22 亿元，同比小幅上涨。截至 2023 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.29%和 42.23%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，

需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。截至 2023 年末，三峡担保的担保风险准备金合计为 35.24 亿元，同比增长 1.26%；拨备覆盖率为 353.86%。

表19 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	130.60	119.83	110.25
其中：货币资金	21.69	18.20	18.09
应收代偿款净额	9.31	10.56	9.28
所有者权益合计	91.87	78.63	66.85
营业收入	17.43	15.13	12.95
其中：已赚担保费	12.74	11.34	9.04
利息收入	3.97	3.32	3.31
净利润	4.71	4.49	3.76
净资产收益率	5.52%	6.17%	5.57%
累计担保代偿率	1.29%	1.34%	1.35%
累计代偿回收率	42.23%	40.19%	40.87%
拨备覆盖率	353.86%	318.36%	285.00%

资料来源：三峡担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，三峡担保的资产总额为 130.60 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 21.69 亿元、40.70 亿元、41.16 亿元和 9.31 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信；截至 2023 年末，委托贷款和债券投资的账面价值分别为 3.13 亿元和 32.68 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.11 亿元和 0.05 亿元，考虑到逾期委托贷款计提减值的金额较大，需关注委托贷款的信用风险。截至 2023 年末，三峡担保本部 I 级、II 级资产之和占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 84.95%，其中 I 级资产占比为 67.65%；III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 14.58%。三峡担保 I 级资产占比较高，资产流动性良好。

截至 2023 年末，三峡担保的负债总额为 38.74 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 12.01 亿元、16.98 亿元、1.69 亿元和 1.68 亿元，其中其他应付款主要包括暂收应收款项 0.93 亿元和应付借款 0.70 亿元。

截至 2023 年末，三峡担保的所有者权益合计 91.87 亿元，其中实收资本为 51.00 亿元，其他权益工具中永续债 20.45 亿元，资本实力较强。2023 年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为 8.56，较 2022 年末有所上升。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入持续增长，2023 年三峡担保实现营业收入 17.43 亿元，同比增长

15.20%；其中已赚担保费收入占比为 73.09%，当期实现净利润 4.71 亿元，净资产收益率为 5.52%，同比下降 0.25 个百分点。

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；近年来三峡担保已赚担保费持续上升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，累计代偿回收率不高，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，“PR 萍昌债 /17 萍昌盛债”由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

公司作为湘东区重要的基础设施建设主体之一，负责湘东区基础设施建设业务与土地相关业务，公司公益性业务在区域内竞争优势较强，且作为湘东区唯一发债的基础设施建设工作，重要性较高。公司主要基础设施项目投资规模较大，业务持续性较好。跟踪期内，公司在政府补贴方面继续获得较大力度的外部支持。公司资产主要由开发投入、土地资产，及以应收政府部门及地方国有企业款项构成，相关资产的流动性受到当地政府部门及国有企业及回款安排的制约较大，资金回笼时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用；此外，公司大部分土地资产受限，整体资产流动性较弱。截至2023年末，公司主要建设项目尚需投入的资金规模较大，且公司相关项目建设资金依赖于外部融资，预计仍持续存在长期的资金需求，公司持续面临较大的投融资压力。同时，公司现金短债比仍较低，考虑到公司部分货币资金受限，公司仍持续面临较大的偿债压力。同时，当控股股东收回部分投资，公司资本实力有所减弱，且对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR萍昌债/17萍昌盛债”信用等级为AAA。

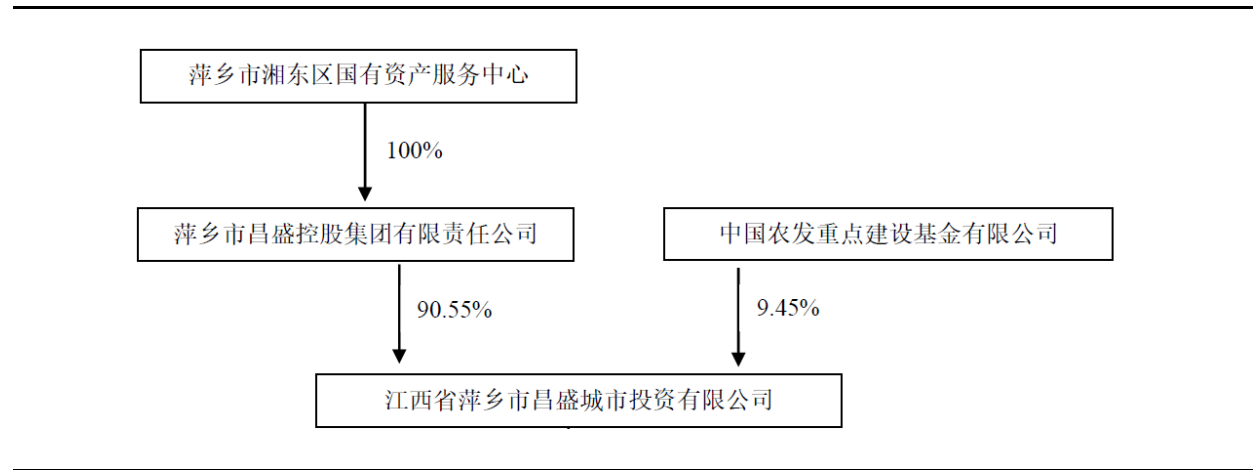
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	8.71	6.53	10.24
应收账款	6.38	11.01	12.46
其他应收款	34.70	64.66	35.31
存货	156.29	134.91	139.60
流动资产合计	208.98	221.85	198.51
其他权益工具投资	1.07	0.68	0.42
长期股权投资	0.54	0.64	0.63
长期应收款	43.02	48.58	54.38
投资性房地产	3.55	3.08	3.00
非流动资产合计	51.22	56.31	61.40
资产总计	260.20	278.16	259.91
短期借款	3.57	1.15	1.00
应付票据	1.08	1.90	3.40
应付账款	1.50	0.42	0.39
应交税费	20.18	18.76	15.24
其他应付款	6.85	12.31	10.76
一年内到期的非流动负债	13.94	9.55	8.62
流动负债合计	48.26	46.49	39.66
长期借款	60.35	65.64	66.96
应付债券	12.54	9.39	8.86
长期应付款	1.38	1.49	1.47
非流动负债合计	74.28	76.52	77.30
负债合计	122.54	123.02	116.96
总债务	92.37	88.81	90.31
其中：短期债务	18.60	12.60	13.02
所有者权益	137.66	155.15	142.95
营业收入	27.82	52.97	39.37
营业利润	1.91	3.02	1.63
其他收益	2.10	1.89	2.77
信用减值损失（损失以“-”表示）	-0.58	-0.99	-0.34
营业外支出	0.05	0.03	0.03
利润总额	1.87	2.99	1.60
经营活动产生的现金流量净额	1.84	-14.62	-10.17
投资活动产生的现金流量净额	-0.02	-0.64	-0.27
筹资活动产生的现金流量净额	0.47	9.53	12.29
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	12.10%	12.38%	9.24%

资产负债率	47.09%	44.22%	45.00%
短期债务/总债务	20.14%	14.19%	14.42%
现金短期债务比	0.47	0.61	0.79
EBITDA（亿元）	4.74	7.14	5.62
EBITDA 利息保障倍数	0.90	1.43	1.08

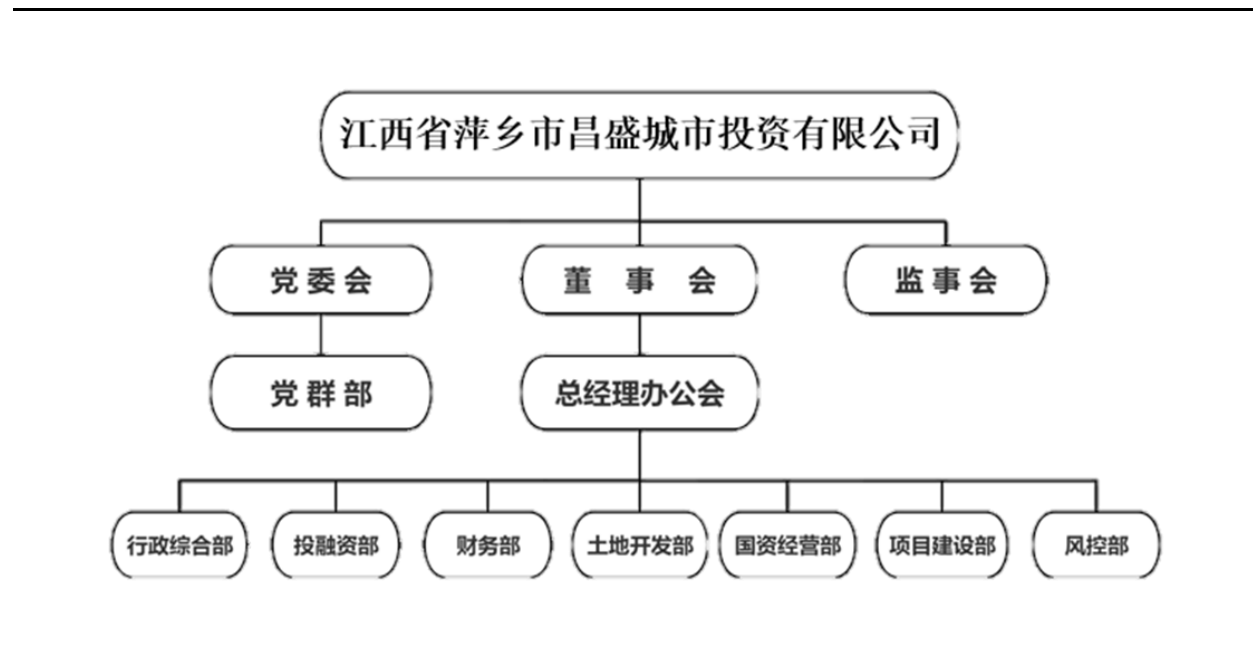
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
萍乡市湘旺投资有限公司	216,862.74	97.23%	城乡建设投资，土地收储整理
江西萍实旅游发展有限公司	50,000.00	100.00%	旅游资源 and 景区开发、旅游景区园林规划、设计及施工
萍乡市五峰林业发展有限公司	20,000.00	93.59%	荒山造林、苗木、花卉、盆景、草坪、种植、销售；种植业、养殖业、销售；园林绿化、道路绿化、市政公用工程，服务；
萍乡市昌盛贸易有限公司	15,000.00	100.00%	原油批发，金属材料销售，建筑材料销售，
萍乡市黄花驿旅行社有限责任公司	50.00	100.00%	旅游业务
萍乡市华韵房地产开发有限公司	5,000.00	100.00%	房地产开发经营，住宅室内装饰装修
萍乡市鑫聚供应链管理有限公司	10,000.00	25.00%*	供应链管理服务，国内贸易代理，企业管理
萍乡市盛新生态开发有限责任公司	100,000.00	97.23%	固体废物治理，土壤污染治理与修复服务
江西省湘盛通贸易有限公司*	10,000.00	97.23%	金属材料销售，建筑材料销售
萍乡市湘东区融泰文化传媒有限公司	500.00	100.00%	广播电视节目制作经营
江西嘉祥水利工程有限公司	880.00	93.59%	水利水电工程等

注 1：“萍乡市鑫聚供应链管理有限公司”剩余 75.00%股权由萍乡市昌盛资产管理有限公司持有，根据相关说明，萍乡市昌盛资产管理有限公司未实际出资，且未参与萍乡市鑫聚供应链管理有限公司日常经营活动，公司为实际控制方，故纳入公司合并报表范围；

注 2：“江西省湘盛通贸易有限公司”曾用名“萍乡市湘盛通贸易有限公司”，于 2024 年 2 月更为现名；2024 年 5 月，该公司股权已全部划转至昌盛控股。

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开信息，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。