



抚州市投资发展（集团）有限公司2021年 第二期绿色债券信用评级报告

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.

技术领先，服务全球，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。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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



抚州市投资发展（集团）有限公司

2021年第二期绿色债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2021-08-03

债券概况

发行规模：9 亿元；其中基础发行 6 亿元弹性配售 3 亿元

发行期限：5+2 年

偿还方式：每年付息一次，分次还本，自债券存续期第 3 年起，逐年分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金

发行目的：用于抚州市城市绿色生态提升工程和补充流动资金

联系方式

项目负责人：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元评定抚州市投资发展（集团）有限公司（以下简称“抚州投资”或“公司”）本次拟发行人民币 9 亿元绿色债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司外部环境较好，业务持续性较好，获得的外部支持力度很大；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，部分业务在区域内将继续保持专营性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	874.71	852.93	766.27	507.79
所有者权益	401.35	399.46	388.81	257.72
总债务	368.52	335.27	298.15	211.88
资产负债率	54.12%	53.17%	49.26%	49.25%
现金短期债务比	3.21	3.20	2.10	9.45
营业收入	16.83	60.37	44.99	15.38
其他收益	0.89	4.48	4.50	3.35
利润总额	2.20	10.04	8.55	5.59
销售毛利率	13.37%	17.10%	16.67%	27.20%
EBITDA	-	12.49	11.57	7.04
EBITDA 利息保障倍数	-	0.82	1.12	1.17
经营活动现金流净额	9.87	-13.00	-17.24	13.11
收现比	1.21	1.26	0.84	2.39

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，区位优势明显，为公司发展提供了良好基础。**抚州市凭借区位优势承接沿海产业梯度转移，第二产业占比较高，带动经济快速发展；2018-2020年抚州市地区生产总值保持较快增长。
- **公司业务持续性较好。**作为抚州市主要的城市基础设施建设主体，公司承担了较多重要的基础设施项目，截至2020年末，公司主要在建拟建的基础设施项目及在施工工程项目预计总投资及尚需投资规模较大；同时，公司具有砂/砾石、供水、公交业务的专营权。
- **公司获得的外部支持力度很大。**股东在资产注入和政府补贴等方面给予公司的支持力度很大。近年抚州市政府公司向公司注入股权、土地等方式增加公司资本公积；且公司持续获得了较多的政府补贴，有效提升了公司的资本实力及盈利水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2020年末，公司资产以存货及其他应收款为主，其中存货规模占比较大，主要包括土地使用权和公司承建的项目所归集的建设成本，其中土地资产规模较大，部分已抵押；另外，公司其他应收款主要为应收抚州市各区县平台的扶贫基建项目贷款及抚州市部分国有企业和政府部门往来款项，回收时间存在不确定性。
- **公司面临较大的资金压力。**截至2020年末，公司在建、拟建基础设施建设项目、在施工工程项目及本期债券募投项目尚需投资规模较大。
- **公司面临较大的偿债压力。**近年公司总债务持续攀升且规模较大，占总负债比例较高。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保涉及金额较多，其中为民营企业江西大乘汽车工业有限公司提供担保金额及占比相对较高，其经营风险较大。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司成立于2002年6月8日，经江西省股份制改革和股票发行联审小组办公室（赣股办[2002]14号）和抚州市人民政府抚府字[2002]45号文《关于印发组建抚州市投资发展有限公司方案的通知》批准成立，注册资本15,000万元。2012年5月，抚州市国有资产监督管理委员会向公司增资21,000万元，公司注册资本增加至36,000万元。2016年6月，公司股东名称变更为抚州市国有资产监督管理委员会。2017年9月，公司增加795.00万元注册资本，出资人为中国农发重点建设基金有限公司，该出资是根据中国农发重点建设基金有限公司、抚州市国有资产监督管理委员会、抚州市投资发展（集团）有限公司、抚州市人民政府分别于2015年10月20日和2016年2月29日共同签订《中国农发重点建设基金投资协议》，这两次投资协议约定由中国农发重点建设基金有限公司对公司增资43,962.50万元，公司将其中795.00万元作为实收资本，剩余43,167.50万元增加资本公积。公司承诺中国农发重点建设基金有限公司投资的年投资收益率为1.2%。经过该次增资后，公司注册资本为36,795.00万元。

截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为36,795.00万元，抚州市国有资产监督管理委员会持有公司97.84%的股权，为公司的控股股东和实际控制人。

作为抚州市的城市基础设施建设的重要主体，公司主要从事抚州市城市基础设施建设、砂/砾石开采及销售、工程施工、供水、房地产开发及销售、担保、混凝土和租赁等业务。截至2020年末，纳入公司合并范围的子公司共83家，明细如附录四所示。

二、本期债券概况

债券名称：2021年第二期抚州市投资发展（集团）有限公司绿色债券；

发行规模：9亿元；其中基础发行6亿元，弹性配售3亿元；

债券期限和利率：债券期限为7年，在债券存续期第5个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，即自债券存续期第3年起，逐年分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额9亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
抚州市城市绿色生态提升工程	17.08	4.50	26.35%
补充流动资金	-	4.50	-

合计	-	9.00
----	---	------

资料来源：《抚州市城市绿色生态提升工程可行性研究报告》，公司提供

1、项目概况

抚州市城市绿色生态提升工程主要包括生活垃圾分类、处理及公厕项目、中心城区海绵城市项目和抚州城投管网提升工程三个子项目。项目总投资170,841.37万元，项目于2020年2月开工，计划于2022年2月完工，项目建设周期为24个月。截至2020年末，项目已完成可行性研究报告编制、项目整体方案审计等前期工作，项目已投资金额为0.32亿元。项目批复情况如下。

表2 本期债券募投项目批复情况

文件名称	发文机关	出具时间
抚州市发改委关于抚州市城市绿色生产提升工程项目备案通知书	抚州高新技术产业开发区经济发展与科技创新局	2020.4.3
抚州市重大事项社会稳定风险评估工作备案表	中共抚州市委政法委员会	2020.5.15
抚州高新技术产业开发区经济发展与科技创新局关于抚州市城市绿色生态提升工程项目节能的说明	抚州高新技术产业开发区经济发展与科技创新局	2020.5.6
抚州市生态环境局关于对抚州市城市绿色生态提升工程项目环境影响的批复	抚州市生态环境局	2020.5.18
抚州市自然资源局关于抚州市城市绿色生态提升工程的选址意见书和用地预审意见	抚州市自然资源局	2020.5.21

资料来源：公司提供

生活垃圾分类、处理及公厕项目

(1) 生活垃圾分类无害化处理试点项目：拟建年处理30万吨生活垃圾的分类处理厂一座，项目总用地面积60,000m²，总建筑面积69,500m²，分类、分拣厂房（4栋）36,000m²、处理加工车间25,000m²、值班楼4,000m²、宿舍楼1,500m²、仓库3,000m²，项目建成后预计年生产有机肥8.8万吨。

(2) 抚州市生活垃圾中转站及公厕项目：城区拟建生态公厕11座，面积1,650m²；拟建公厕及垃圾中转站（6座），面积8,000m²；改造7座公厕及垃圾中转站3,500m²。

中心城区海绵城市项目

表3 中心城区海绵城市项目建设内容（单位：km，m²）

项目名称	全长	机动车路面	非机动车透水路面	透水人行道	绿化带/绿化	新增用地
钟岭大道、竹山路、府后路、中轴东西路路面（海绵城市）改造工程	7.6	98,800	45,600	68,400	-	-
西津大道、赣东大道至抚北大道白改黑（海绵城市）建设工程	7.5	105,000	45,000	60,000	-	-
市中心城区创国卫园林绿化基础设施完善提升工程	-	-	-	45,000	100,000	-
崇岗大道建设工程（海绵城市道路工程）	4.38	102,731	40,196	50,593	60,868	254,388
抚州市中心城区环城绿道（海绵型透水人行道）项目	42.57	-	-	161,129	76,614	70,793

赣东大道与玉茗大道两侧建筑立面改造（绿色建筑）工程

不适用

资料来源：《抚州市城市绿色生态提升工程可行性研究报告》

抚州城区管网提升项目

老城区污水管网改造提升，包括改造老城区13km雨污水管道及道路恢复建设和抚州市中心城区排水管网改造。公司承诺募集资金不用于该部分项目投资。

2、项目经济效益

根据南昌华信投资咨询有限公司出具的《抚州市城市绿色生态提升工程可行性研究报告》及公司测算，项目建设期2年，运营期18年，项目建成进入运营期将会产生收益，主要有生活垃圾综合利用生产有机肥收益、可回收垃圾销售收入、生活垃圾中转收入、中水销售收益。运营期每年营业收入将达到19,546.34万元，预计募投项目在本期债券存续期间内可累计实现收入97,731.70万元。运营期年平均净收益11,228.26万元。

但我们注意到该项目投资规模较大，涉及项目较多，项目能否如期完工存在一定的不确定性；同时，募投项目涉及到的收益种类较多，还面临运营收益不达预期的可能。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，

受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2% 左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018 年下半年至 2019 年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善。2020 年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018 年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求。10 月，国办发[2018]101 号文明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5 月，《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》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，中共中央政治局常务会议提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，为城投公

司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

近年抚州市经济保持稳定增长，但增速逐年放缓，经济发展水平偏弱

抚州市位于江西省东部，辖9县2区和抚州国家级高新技术开发区、东临新区两个重点开发区，总面积1.88万平方公里。2018-2020年抚州地区生产总值增速均高于全国水平。第一、第二、第三产业结构由2018年的为14.4：41.0：44.6调整为2020年的14.1：37.4：48.5。按2019年末抚州市常住人口计算，2020年地区人均生产总值38,729元，为全国平均水平的53.46%，经济发展水平偏弱。

抚州市工业经济保持较快增长态势，全部工业增加值保持较高增长。2018-2020年，地区六大支柱产业营业收入方面，化工建材、有色金属加工、生物医药和电子信息持续增长，机电汽车增长呈现波动性，食品工业增速持续下降。

抚州市经济发展主要依靠固定资产投资拉动。2018-2020年，抚州市全社会固定资产投资增速保持较高增速，其中工业投资分别增长12.1%、11.2%和14.4%；基础设施建设投资分别增长40.3%、14.8%和-7.6%。房地产投资方面，2018-2020年抚州市全年房地产开发投资增速分别为20.4%、-6.9%和11.5%；房屋销售建筑面积分别为467.93万平方米、482.74万平方米和540.10万平方米，增速分别为-15.6%、3.2%和11.9%，房地产景气度有所上升。

表4 抚州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,572.51	3.7%	1,510.92	7.9%	1,382.40	8.0%
第一产业增加值	221.38	2.3%	215.20	3.1%	199.28	3.1%
第二产业增加值	588.85	4.2%	573.88	8.2%	566.00	8.0%
第三产业增加值	762.28	3.7%	721.85	9.4%	617.12	10.1%
全部工业增加值	415.31	4.0%	413.38	8.7%	424.94	8.5%
固定资产投资	-	8.7%	-	9.2%	-	10.7%
社会消费品零售总额	539.26	3.2%	607.53	11.7%	544.14	10.6%

进出口总额	173.87	14.1%	152.40	7.9%	141.33	5.8%
存款余额	2,562.31	13.9%	2,249.67	8.6%	2,067.27	8.8%
贷款余额	2,266.00	20.4%	1,882.04	16.4%	1,608.78	17.5%
人均 GDP（元）	38,729		37,272		34,226	
人均 GDP/全国人均 GDP	53.46%		52.58%		52.95%	

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：抚州市 2018-2020 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年抚州市实现一般公共预算收入130.34亿元，同比增长0.8%；政府性基金收入281.00亿元，增长44.2%；同期抚州市一般公共预算支出为499.98亿元，同比增长5.3%；抚州财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为26.07%。

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业国有资产法》和《企业国有资产监督管理暂行条例》等规定制定了公司章程，规定了党委会、出资人的权利，并设立了包括董事会、监事会、经营管理机构在内的法人治理机构。

公司设董事会，成员为7名，其中至少一名为职工董事，职工董事由公司职工代表大会选举产生，其他董事成员由股东委派；董事会设董事长1名，由抚州市人民政府任命。公司设监事会，监事会由5名监事组成，其中职工监事2名，职工监事由公司职工代表大会选举产生，其他监事由股东委派。监事会设监事会主席1名，由股东从监事会成员中指定。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期三年，任期届满，可连派（连选）连任。公司设总经理1名，总理由抚州市委提名，抚州市人民政府任命，出资人委派。

此外，公司在组织机构设置方面，根据业务特点及需要下设了党群工作部、纪检监察室及计划财务部等8个职能部门。截至2020年末，公司的组织结构如附录三所示。

六、经营与竞争

公司为抚州市最重要的城市基础设施建设主体，主要从事工程施工、基础设施建设、贸易等业务，此外，还包含砂/砾石开采及销售和供水等区域特许经营业务。2019年公司营业收入大幅增长，主要系公司于2019年将江西赣东路桥建设集团有限公司（以下简称“赣东路桥”）纳入合并范围所致，2020年公司收入继续保持较快增长，主要系基础设施建设业务，工程施工业务和砂/砾石业务等主要业务收入均有所增长。

2019年，随着多家重要子公司股权的划入，公司业务结构变化较大，工程施工业务成为公司占比最大业务，基础设施建设项目收入和砂/砾石收入亦稳步增长，占比较为稳定。同时，公司新增了销售商

品、保安押运、演出、公交、旅游服务、宣传检测咨询租金和住宿餐饮等业务，对公司营业收入形成良好补充。毛利率方面，受工程施工收入占比大幅提升且毛利率较低影响，2019年公司综合毛利率下降明显，2020年变化不大，较为稳定。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工收入	210,966.29	3.82%	174,126.41	4.69%	11,625.36	2.23%
基础设施建设项目收入	187,537.95	9.18%	132,467.67	8.25%	60,000.00	7.00%
砂/砾石收入	94,693.23	71.20%	66,201.85	67.52%	50,313.72	61.84%
销售商品收入	54,193.62	1.57%	22,468.43	1.88%	-	-
混凝土收入	14,182.32	8.64%	12,180.54	9.72%	7,153.49	10.14%
供水及安装收入	13,219.46	42.58%	12,191.41	44.30%	11,408.50	38.83%
宣传检测咨询租金收入	7,890.37	71.40%	2,079.48	43.93%	-	-
保安押运收入	6,639.87	59.93%	7,111.01	57.02%	-	-
勘测、测绘、规划收入	6,438.20	38.06%	5,320.09	37.24%	5,503.21	43.75%
公交收入	3,805.47	-102.14%	3,817.08	-100.74%	3,872.71	-75.97%
演出住宿餐饮旅游收入	2,494.37	-235.28%	9,895.72	4.72%	-	-
广告收入	995.70	22.76%	-	-	-	-
房地产销售收入	379.90	15.39%	1,985.23	28.75%	2,623.69	14.68%
担保收入	225.03	100.00%	55.58	100.00%	46.61	100.00%
教育服务收入	58.42	45.89%	-	-	-	-
租赁收入	-	-	-	-	1,253.43	96.47%
合计	603,720.20	17.10%	449,900.51	16.67%	153,800.72	27.20%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司基础设施建设项目收入持续增长且项目规模较大，业务可持续性较好，但存在较大的资金压力

公司主要承担抚州市基础设施项目的建设，所承担的基础设施建设项目主要采用代建回购模式和委托代建模式。代建回购模式，即政府委托公司投资建设基础设施工程，项目建成后由政府分期回购，并按项目代建回购协议的约定分期向公司支付回购资金。委托代建模式，即政府将辖区内基础设施等投资项目委托给公司，签订工程项目代建委托合同，公司再通过公开招标等方式选择具体实施主体，并对工程设计、工程造价、工程进度、工程质量等方面进行审核和监督，工程承包商凭阶段性验收、结算报告向公司收取工程建设款，公司以自有资金垫付，再凭相关资料向政府申请项目建设资金并按成本发生额的一定比例收取代建费。基础设施建设未来主要采用委托代建的模式，公司主要在建项目系根据公司与政府签订的框架协议执行。

近年公司基础设施建设收入主要来源于棚户区旧城改造，廉公租房和临川温泉区域城镇化基础设施项目等项目。2018年-2020年，公司分别确认基础设施建设收入6.00亿元、13.25亿元、18.75亿元，收入

持续增长。

表6 2018年-2020年公司基础设施建设回购项目情况（单位：亿元）

时间	项目名称	结算成本	确认收入
2020年	棚户区旧城改造	0.53	0.59
	经济适用房	0.50	0.55
	临川温泉区城镇化基础设施项目	12.96	14.40
	其他项目	3.04	3.21
	合计	17.03	18.75
2019年	棚户区旧城改造	7.02	7.67
	廉公租房	3.76	4.10
	污水收集管网	0.04	0.04
	城西堤防洪	0.03	0.04
	新城路网工程	0.08	0.09
	金巢四期基础设施建设	0.14	0.15
	其他项目	1.08	1.15
合计	12.15	13.25	
2018年	棚户区旧城改造	5.16	5.55
	廉公租房	0.42	0.45
	合计	5.58	6.00

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在建及拟建的委托代建项目预计总投资为159.59亿元，未来尚需投资75.19亿元，项目采用委托代建模式回笼资金，随着项目完工并验收，将为公司带来持续的收入。我们注意到公司主要在建项目投资规模较大，此外本期债券的募投项目尚需投入17.08亿元，整体看公司面临较大的资金压力。

表7 截至2020年12月31日公司在建、拟建的委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资
保障性安置房	520,000.00	229,952.96	290,047.04
临川温泉区城镇化基础设施项目	249,850.00	146,000.39	103,849.61
文化传媒中心	174,000.00	38,732.83	135,267.17
2018年棚户区改造项目——市中心城区项目	165,511.45	107,502.52	58,008.93
2016年~2017年棚户区改造项目——市中心城区项目	130,692.88	103,406.94	27,285.94
亚行抚州城市基础设施综合改善项目	128,045.36	119,943.25	8,102.11
崇仁师范	45,000.00	24,293.10	20,706.90
文昌二桥（中洲大桥）	29,780.00	10,999.07	18,780.93
揭暄家园（租赁房）建设项目	25,000.00	0.00	25,000.00
市监管中心	19,900.00	9,758.05	10,141.95

抚州职业技术学校改造及其他项目	19,600.00	11,557.54	8,042.46
仙溪安置点建设工程	18,000.00	14,505.17	3,494.83
抚临路农贸市场	16,675.00	10,011.20	6,663.80
六水桥、西大街街办老旧社区改造项目	12,400.00	0.00	12,400.00
钟岭大道、竹山路、府后路、中轴东西路路面改造工程	10,400.00	0.00	10,400.00
抚州老年大学	10,000.00	8,421.41	1,578.59
市植物园	9,536.00	5,405.65	4,130.35
武警抚州支队反恐基地改（扩）建项目	7,800.00	1,121.28	6,678.72
临川大道高桥建设项目	2,400.00	1,481.46	918.54
白岭安置房二期基础工程	1,190.00	894.95	295.05
州学岭小游园工程	150	23.01	126.99
合计	1,595,930.69	844,010.78	751,919.91

资料来源：公司提供

2018年以来，两家工程施工子公司相继纳入合并报表范围，公司新增工程施工业务，收入规模较大，但盈利能力较弱

公司工程施工业务由子公司抚州市同鑫建设工程有限公司（以下简称“同鑫建工”）、江西赣东路桥建设集团有限公司（以下简称“赣东路桥”）、抚州市文化旅游投资发展有限责任公司（以下简称“文旅投”）负责经营。2018年，公司收购了自然人江国祥持有的同鑫建工53.00%股权，从而开拓了工程施工业务。同鑫建工拥有建筑工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包二级等资质。2019年6月，因收到政府无偿股权划转，公司将赣东路桥纳入合并范围，扩大了公司工程施工业务规模。赣东路桥拥有公路工程施工总承包一级、市政公用工程总承包一级、房屋建筑工程总承包一级等资质。工程施工业务经营模式主要为中标施工，即由项目实施主体对外公开招标施工单位，由施工企业先期投入资金建设，后期项目实施主体再分期付费。工程款结算模式随公司与不同项目实施主体签订的合同条款约定而不同。

2018-2020年，公司分别实现工程施工收入1.16亿元、17.41亿元和21.10亿元，毛利率分别为2.23%、4.69%和3.82%，占营业收入的比重分别为7.55%、38.70%和34.94%，工程施工业务已成为了公司重要的收入来源，但毛利率较低，盈利能力较弱。

表8 2018-2020年公司工程施工收入、成本及毛利率情况（单位：亿元）

施工单位	2020年			2019年			2018年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
同鑫建工	1.12	0.98	12.53%	1.70	1.58	7.05%	1.16	1.14	2.23%
赣东路桥	19.62	18.96	3.37%	15.64	14.94	4.43%	-	-	-
文旅投	0.35	0.35	1.19%	0.08	0.08	5.06%	-	-	-

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在施工工程项目如下表所示。

表9 截至2020年末公司在施工工程项目情况：（单位：万元）

项目名称	施工单位	合同金额	累计投资	尚需投资
金溪境内 G316 绕城公路、G206 绕城公路、国防公路等工程建设设计施工总承包（EPC）项目	赣东路桥	79,000.00	14,080.00	64,920.00
G322(原 S318)南丰市山至杉树坳段公路改建工程设计施工总承包（EPC）	赣东路桥	77,473.76	560.00	76,913.76
S208 东乡寨上至岗上积段、S424 东乡孝岗至安全村段、G236 黄金埠至东乡老虎岗段、SL16 茶林至下阳段建设项目设计施工总承包（EPC）	赣东路桥	58,303.16	17,484.81	40,818.35
S433 崇仁巴山至乐安咸溪段公路改建工程设计、施工总承包（EPC）项目	同鑫建工	37,935.41	6,085.01	31,850.40
乐安县 2017 年度交通基础设施工程 EPC 项目（A 标段）	赣东路桥	37,727.00	30,361.00	7,366.00
乐安县县城主干道路面改造工程勘察、设计、采购及施工总承包（EPC）	赣东路桥	28,507.00	4,350.00	24,157.00
江西黎川工业园区基础设施平台建设项目设计采购施工总承包（EPC）	赣东路桥	27,959.62	13,383.98	14,575.64
2018 年抚州市 G236 芜汕线（原 S208 石宁线、S215 六上线、S316 里崇线）崇仁株山至叉路口路面灾毁恢复及养护大修、2018 年抚州市 S313 巴文线（原 S215 六上线）崇仁六家桥至罗陂岗段路面灾毁恢复重建工程 EPC 建设项目	赣东路桥	18,599.84	13,283.28	5,316.56
东临新区新型建材产业基础设施设计、采购、施工总承包（EPC）项目	赣东路桥	17,096.50	1,849.00	15,247.50
乐安境内普通国省道公路养护工程建设设计、施工总承包（EPC）项目	赣东路桥	15,550.00	9,756.00	5,794.00
上饶经济技术开发区武夷山大道“白改黑”（含吉阳路开发段）工程 EPC 总承包	赣东路桥	13,164.00	6,300.00	6,864.00
浏阳天马山隧道改扩建工程	赣东路桥	12,276.81	3,485.47	8,791.34
灵谷峰旅游公路建设项目设计、施工总承包 EPC	赣东路桥	6,041.00	3,307.00	2,734.00
S212 前德线（原 S214 丰德线）南城大桥至杨林渡大桥段路面灾毁恢复重建工程	赣东路桥	4,798.80	3,849.24	949.56

流坑古村旅游公路新建及新村二期基础设施工程 EPC 总承包	赣东路桥	4,693.66	2,465.00	2,228.66
创新湖大桥（含创智路 400 米市政道路）建设项目	赣东路桥	4,509.37	1,100.00	3,409.37
宁夏交投高速公路管理有限公司 2020 年高速公路养护工程(第二批) 第二标段	赣东路桥	2,836.68	1,687.01	1,149.67
湖南省张花高速公路连接线项目交通安全设施工程六标段	赣东路桥	869.09	1,250.00	-
合计	-	447,341.70	134,636.80	313,085.81

资料来源：公司提供

公司砂/砾石业务收入及毛利率大幅增长且具有较强的盈利能力，已成为公司较稳定的利润来源

公司砂/砾石业务由子公司江西省赣抚建材资源开发有限公司及其子公司经营，主要开发河道位于盱江、黎滩河、相水、宜黄河、抚河和崇仁河等河段。2018年公司出资设立抚州市金溪县赣抚建材资源开发有限公司、抚州市南丰县赣抚建材资源开发有限公司、崇仁县赣抚建材资源开发有限公司和黎川县赣抚建材资源开发有限公司，完成了对抚州市本级及下辖区、县的河道砂石资源整合，垄断了抚州市及下辖区、县的砂/砾石市场。砂和砾石销售客户主要为抚州市内建材企业经营企业和个体工商户，客户较为分散，一般采用收款后发货的结算方式，公司具有较强的行业话语权。

近年公司在抚州市市县设立子公司并取得相应抚河河段的采砂权，砂/砾石业务实现了大幅增长且具有较强的盈利能力，2018-2020年，公司砂/砾石销量分别为979.06万吨、679.63万吨、889.57万吨，销售收入分别为5.03亿元、6.62亿元、9.47亿元，毛利率分别为61.84%、67.52%、71.20%，已成为公司较稳定的利润来源。

销售商品业务为公司营业收入提供了一定的补充，盈利能力较弱

公司2019年新增商品销售业务，主要由二级全资子公司抚州诚投供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）负责。供应链公司主要经营钢筋、混凝土、铜材等建筑施工用材料。

销售商品业务的经营模式为供应链公司从上游厂商或大型经销商购买商品，再加价转售给下游客户。从结算方式来看，公司销售商品业务主要以现款现货为主。目前房地产行业景气度不高，对建材行业的负面影响较大，建材需求量较小；混凝土、钢材等建材产能严重过剩，导致建材贸易整体利润空间压缩严重。受行业经济大环境影响，公司销售商品业务议价能力较弱，2019-2020年毛利率分别为1.88%、1.57%，水平较低。此外，2020年客户及供应商集中度均较高，存在一定风险。

表10 2020年公司商品销售业务主要客户及供应商情况（单位：万元）

主要销售情况			
单位	销售产品	金额	收入占比
江西金品铜业科技有限公司	铜	18,881.54	32.98%
玉茗建设集团有限责任公司	钢筋、混凝土	9,162.15	16.00%

抚州高新区工业与科技资产运营有限公司	固态硬盘、铜	6,010.02	10.50%
江西建工第三建筑有限责任公司	钢筋、混凝土	5,598.16	9.78%
中阳建设集团有限公司	钢筋、混凝土	2,774.34	4.85%
小计	-	42,426.21	74.10%

主要采购情况

单位	采购产品	金额	成本占比
江西金道新材料科技有限公司	铜	13,396.11	23.47%
抚州高新金盛实业有限公司	铜	9,408.24	16.49%
抚州玉茗材料有限公司	钢筋、混凝土	8,849.56	15.51%
方大特钢科技股份有限公司	钢筋	3,720.40	6.52%
江西勤天金属有限公司	钢筋	3,539.82	6.20%
小计	-	38,914.13	68.19%

资料来源：公司提供

公司供水业务、混凝土产销、勘测、保安押运业务、公交运营业务相对稳定，旅游板块受疫情冲击较大

➤ 供水及安装业务

公司供水及安装业务具有较强的区域专营优势，收入较为稳定。公司供水业务可分为自来水销售业务和供水安装业务，其中自来水销售业务由子公司抚州市公用水务有限公司（以下简称“供水公司”）负责，供水安装业务由子公司抚州市日月供水安装工程有限公司（以下简称“安装公司”）负责。供水公司是抚州市市区唯一的一家自来水公司，在当地具有垄断优势。供水公司目前正在运营的水厂有3座，日供水能力达23万吨，其中2020年汝水生态水厂投产，供水能力为10万吨/日，同时关停两座水厂，供水能力合计6.5万吨/日，2020年供水能力净增加3.5万吨/日。近年抚州市水价变动不大，随着用户数和售水量的逐年增加，公司自来水收入稳定增长。安装公司主要从事抚州市内供水管网的建设、改造等业务，主要为当地政府项目。

表11 公司自来水销售情况

项目	2020年	2019年	2018年
日供水能力（万吨/日）	23.00	19.50	19.50
实际供水量（万吨/年）	5,973.00	5,542.00	5,367.00
实际售水量（万吨/年）	4,275.00	4,031.00	3,761.00
用户数（户）	232,610	195,097	192,965
自来水收入（单位：亿元）	0.69	0.66	0.60
平均售水价格（元/吨）	1.61	1.62	1.60

资料来源：公司提供

➤ 混凝土销售

公司混凝土销售业务由子公司抚州市安达混凝土有限公司负责，主要生产和销售各种强度预拌混凝土及预制构件，主要面向建筑企业销售。2018年-2020年，混凝土销售量分别为16.06万立方米、27.90万

立方米和32.33万立方米，实现混凝土销售收入分别为7,153.49万元、12,180.54万元和14,182.32万元，收入规模增长较快。

➤ 勘测、测绘、规划收入

公司勘测、测绘、规划收入主要由抚州市城市测绘院、抚州市城市规划设计研究院、抚州市房地产测绘所、抚州市金土勘测规划有限责任公司和抚州市建筑勘察设计院运营，主要为抚州区域内从事基础设施建设的客户提供勘察设计服务，该业务规模较稳定，毛利率较高。

➤ 保安押运收入

2019年公司文旅投公司收到抚州市国资委无偿划拨的抚州市国威保安服务有限公司100%的股权，公司新增保安押运收入，该业务主要为抚州区域内银行客户提供武装押运服务，目前毛利率较高。

➤ 公交收入

公司公交收入主要由子公司抚州市公共交通有限责任公司运营，该公司在抚州区域内开展公交运营和出租包车业务，是抚州市的重要市政型产业，具有一定的业务垄断性，且收入规模较稳定。但受政府限价影响，整体盈利能力较弱，近年人员成本较高，该业务持续呈大幅亏损。

➤ 演出住宿餐饮旅游收入

公司旅游板块业务主要由文旅投公司及其子公司运营，主要业务涵盖演出、旅游服务、住宿餐饮等。文旅投公司通过投资创作文化演出、建设景区等方式，为公司收入创造了新的增长点，但需关注的是，该类业务与居民消费关联度大，2020年受疫情影响收入大幅降低，毛利率大幅下降，且前期建设投入及人工维护成本较高，盈利能力较弱。

此外，公司下属子公司还开展宣传检测租金、房产销售、担保等业务，毛利率及规模波动较大；2020年新增广告收入、教育服务收入，规模较小，对营业收入形成补充。

公司在资产注入、财政补贴等方面得到了地方政府的大力支持

公司作为抚州市最重要的城市基础设施建设主体，为保证城市建设的顺利实施，提升公司的融资能力，抚州市政府给予公司较大支持。

资本注入方面，2018-2020年，公司陆续获得抚州市政府向公司注入的股权、土地和房屋等资产，合计增加公司资本公积85.81亿元，其中2019年公司收到政府无偿划入的赣东路桥、文旅投公司股权，规模较大，有效提升了公司的收入及资产规模。

财政补贴方面，根据抚州市人民政府办公室抄告单（抚府办抄字【2009】264号），自2009年起，每年由抚州市财政安排资金对公司从事的基础设施建设项目进行专项财政补贴。2018-2020年，公司分别获得政府补贴收入3.35亿元、4.50亿元和4.48亿元。

表12 近年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

时间	资产名称	文件名称	增资金额
2018年	供水公司股权	国办发（2016）45号	344.86
	抚州市公共交通有限责任公司股权	抚府办抄字（2018）477号	6,256.16
	抚州市农科院土地及房产	抚府办抄字（2018）611号	3,556.46
	公交公司股权	抚府办抄字（2018）611号	580.88
2019年	抚州市文化旅游投资发展有限责任公司等3家企业股权	抚府办抄字（2019）396号	785,832.25
	电广传媒、广播传媒、广电文化、兴绿园林股权	-	1,324.74
	抚州、深圳、温州部分房产	-	11,268.56
2020年	抚州市远大投资建设有限公司100%股权	《关于抚州市远大投资建设有限公司股权划转的批复》	10,000.00
	惠民雅苑、利民雅苑、二仙桥花园廉租房	-	33,772.25
	财政局拨款	-	5,000.00
	赠款、实物	-	149.11
	合计		858,085.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2018年，公司合并报表范围内新增17家子公司。2019年公司合并报表范围内新增加33家子公司，减少3家子公司。2020年公司合并报表范围内新增17家子公司，截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共83家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，资产以土地、建设成本及应收款项为主，整体流动性较弱

因公司合并范围内新增数家子公司，近年来公司资产规模保持较快增长。

公司货币资金主要为银行存款、保证金及大额存单，截至2020年末，公司2.74亿元货币资金使用受限，主要为保证金及存单质押资金。

公司其他应收款主要为往来款，截至2020年末，应收抚州各区县城投公司款项70.06亿元，系以公司为借款主体为抚州各区县向国家开发银行贷款用于区县扶贫、基础设施建设，贷款本金及利息均由各区县城投公司偿还；应收抚州市高新区发展投资集团有限公司27.34亿元，主要为暂借款及扶贫资金。

综合来看，其他应收款中对国有企业及机关事业单位应收项目较多，回收时点存在不确定性，对资金形成一定占用。

公司存货主要为以土地使用权和在建项目为主的开发成本，截至2020年末，存货中土地使用权75宗，账面价值130.58亿元，占存货的38.09%，用途多为住宅或商业用地，其中出让地38宗，存货中已抵押土地账面价值为11.72亿元，占土地账面价值的8.98%，账面价值为124.59亿元的土地尚未缴纳出让金。其余的存货为公司承建的基础设施项目、经济适用房、安置房等项目归集的建设成本，受建设成本增加影响，2020年公司存货规模大幅增长。

非流动资产方面，可供出售金融资产为公司及子公司持有的企业股权，2019年因取得抚州市各区县城投公司股权，公司可供出售金融资产大幅增加至128.76亿元。投资性房地产主要是新划入子公司抚州市文化旅游投资发展有限责任公司带来经营性物业，其中账面价值20.72亿元物业已因借款抵押。在建工程主要是公司的在建项目、房屋建筑物等，2020年规模大幅下降，主要为金额较大的文昌里历史文化街区改造工程完工转入固定资产所致。其他长期非流动资产主要为公司自建、政府委托代建的市政基础设施工程建设项目及市政办公楼、道路等公益性资产。

总体来看，近年来公司资产规模保持较快增长，资产以土地、建设成本及应收国有企业的款项为主，建设项目一般周期较长，应收款项回收时间存在不确定性，且大部分土地未缴纳出让金或已用于抵押，资产整体流动性较弱。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	125.71	14.37%	112.75	13.22%	80.99	10.57%	59.51	11.72%
其他应收款	131.43	15.03%	125.77	14.75%	131.79	17.20%	113.37	22.33%
存货	356.31	40.74%	342.79	40.19%	281.12	36.69%	276.29	54.41%
流动资产合计	643.29	73.54%	611.15	71.65%	516.76	67.44%	450.32	88.68%
可供出售金融资产	132.04	15.10%	132.04	15.48%	128.76	16.80%	4.97	0.98%
投资性房地产	35.13	4.02%	35.13	4.12%	33.13	4.32%	-	-
在建工程	5.88	0.67%	6.00	0.70%	27.94	3.65%	5.09	1.00%
其他非流动资产	30.26	3.46%	41.85	4.91%	36.01	4.70%	40.22	7.92%
非流动资产合计	231.42	26.46%	241.78	28.35%	249.51	32.56%	57.46	11.32%
资产总计	874.71	100.00%	852.93	100.00%	766.27	100.00%	507.79	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入增长较快，业务多元化程度较高，政府补助对利润贡献较大

随着赣东路桥纳入公司合并范围，在其工程施工业务及基础设施建设业务并表带动下，公司营业收

入增长较快。近三年基础设施建设项目收入亦逐年增长，公司在建基础设施建设项目规模较大，存货中尚未结转收入开发成本较多，未来基础设施建设业务持续性较好，收入较有保障。同时，公司砂/砾石业务和销售商品业务规模扩张明显，未来将成为公司新的收入增长点。除此之外，受新增较多合并主体影响，公司还新增了销售商品、保安押运、演出、公交、旅游服务、宣传检测咨询租金和住宿餐饮等业务，业务多元化程度较高。随着业务结构的变化，2018年-2020年公司销售毛利率有所波动。2018年，毛利率较高的砂/砾石业务规模占比较大，使得公司整体毛利率较高；2019-2020年，毛利率较低的工程施工业务成为公司收入规模最大的业务，使得公司销售毛利率相比2018年显著下滑。

2018-2020年，公司获得的补贴分别为3.35亿元、4.50亿元和4.48亿元，占当年利润总额的比例分别为59.93%、52.63%和44.62%，政府补助对公司利润的贡献较大。

表 14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年 1-3月	2020年	2019年	2018年
营业收入	16.83	60.37	44.99	15.38
收现比	1.21	1.26	0.84	2.39
营业利润	2.10	11.44	9.42	5.55
其他收益	0.89	4.48	4.50	3.35
利润总额	2.20	10.04	8.55	5.59
销售毛利率	13.37%	17.10%	16.67%	27.20%

资料来源：公司 2018 年-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务持续攀升且规模较大，存在较大的偿债压力

近年来，公司所有者权益增长较快，以资本公积为主，主要系抚州市政府向公司无偿注入土地使用权、股权、财政拨款及固定资产。公司负债总额亦保持较快增速，2020 年末负债总额达 453.47 亿元，产权比率由 2018 年末的 97.03% 上升至 2020 年末的 113.52%，净资产对负债的保障程度有所下降。

图 1 公司资本结构

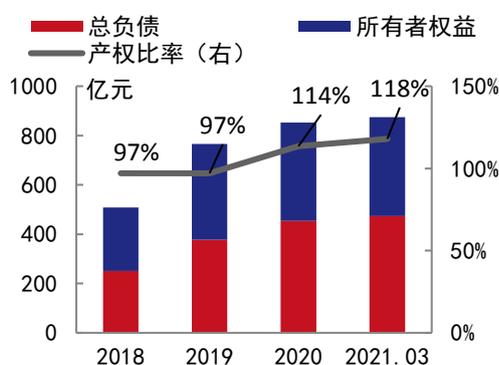
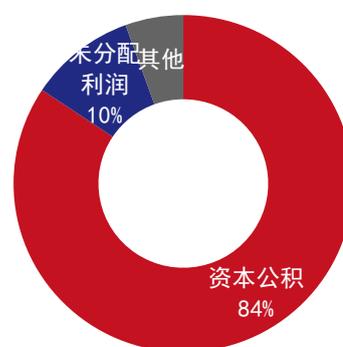


图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司短期借款主要为保证、信用借款，2019年增长幅度较大主要系文旅投公司和赣东路桥纳入公司合并范围。预收款项主要为预收财政回购款、代建款、购房款和砂石销售等款项，近年规模逐年增长；其他应付款主要系公司应付抚州高新建设投资有限公司、抚州市财政局的往来款，江西省崇仁师范学校的代借款以及应付各区县财政局的保证金，近年规模有所波动。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期长期借款。其他流动负债主要系子公司文旅投2020年发行的8.00亿元超短期融资券。

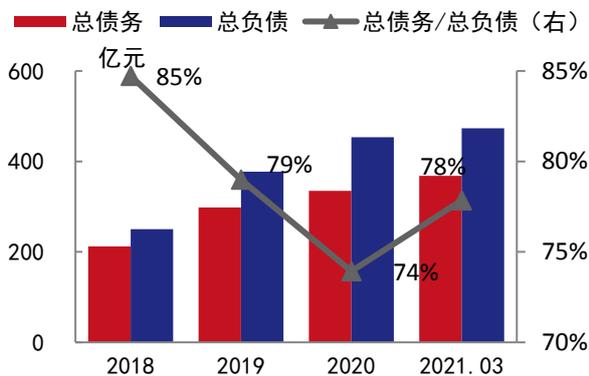
长期借款主要系收到的国家开发银行用于棚户区改造等基础设施项目建设和扶贫的资金转贷款以及公司自身的银行借款，转贷款到期本息最终由承建项目的区、县城投公司负责偿还。应付债券系公司存续的企业债券、中期票据、专项债券、定向债务融资工具等。长期应付款系应付的融资租赁款、投资款、财政专项资金等。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

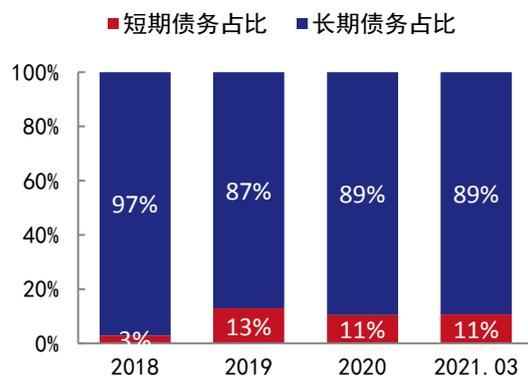
项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.67	3.10%	15.39	3.39%	18.88	5.00%	4.35	1.74%
预收款项	49.88	10.54%	55.63	12.27%	36.60	9.70%	28.08	11.23%
其他应付款	29.29	6.19%	28.94	6.38%	32.66	8.65%	15.67	6.27%
一年内到期的非流动负债	13.22	2.79%	8.79	1.94%	16.69	4.42%	1.95	0.78%
其他流动负债	0.00	0.00%	8.04	1.77%	-	-	-	-
流动负债合计	127.24	26.88%	136.36	30.07%	121.02	32.06%	52.66	21.06%
长期借款	192.96	40.76%	183.03	40.36%	159.60	42.28%	131.36	52.53%
应付债券	134.52	28.42%	115.18	25.40%	75.17	19.91%	41.06	16.42%
长期应付款	17.55	3.71%	17.57	3.88%	19.52	5.17%	24.93	9.97%
非流动负债合计	346.12	73.12%	317.12	69.93%	256.44	67.94%	197.41	78.94%
负债合计	473.35	100.00%	453.47	100.00%	377.46	100.00%	250.07	100.00%

资料来源：公司 2018 年-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司总债务持续攀升且规模较大，2020年总债务规模为335.27亿元，较2018年增长58.24%，占总负债的73.93%。债务结构方面，2020年末短期债务占比仅为11%，主要以长期债务为主，债务期限结构尚可。

图 3 公司债务占负债比重


资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构


资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力来看，2020年末公司资产负债率上升至53.17%，主要系负债规模增长较快所致。2019年纳入合并范围的文旅投公司和赣东路桥短期借款较大导致公司现金短期债务比下降，但公司短期偿债能力仍较好。随着公司利润水平的持续增长，公司的EBITDA逐年增长，但随着债务的增加，公司的EBITDA利息保障倍数并未改善。整体来看，公司存在较大偿债压力。

表 16 公司偿债能力指标

项目	2021年3月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	54.21%	53.17%	49.26%	49.25%
现金短期债务比	3.21	3.20	2.10	9.45
EBITDA 利息保障倍数	-	0.82	1.12	1.17

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表及公司提供，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2021年5月21日）、子公司赣东路桥（报告查询日：2021年5月24日）、子公司文旅投（报告查询日：2021年4月15日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部及子公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司对外担保规模相对较大，其中对民营企业的担保已设置反担保措施，仍存在一定的或有负债风险

截至2020年末，公司为江西大乘汽车工业有限公司等合并范围以外学校和企业提供25.59亿元贷款

担保，占当期净资产规模的6.41%，其中对民营企业江西大乘汽车工业有限公司担保金额为9.50亿元，该公司已出现欠薪等负面新闻，经营风险较高，公司对其担保金额占总担保金额的37.12%，规模较大，但对其设置了反担保措施。整体来看，公司对外担保规模相对较大，存在一定的或有负债风险。

表 17 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保	企业性质
江西大乘汽车工业有限公司	50,000.00	2023-08-08	是	民企
江西大乘汽车工业有限公司	45,000.00	2024-12-24	是	民企
抚州幼儿师范高等专科学校	30,000.00	2024-06-20	否	事业单位
抚州市抚河流域投资开发有限公司	21,635.00	2038-08-17	否	国企
抚州市盛华报废汽车回收（拆解）有限公司	13,300.00	2024-02-28	否	国企
抚州高新金乘发展有限公司	10,000.00	2021-12-21	否	国企
抚州市农业发展投资有限公司	10,000.00	2022-07-16	否	国企
抚州市工业与科技创新投资发展有限责任公司	8,000.00	2024-01-11	否	国企
抚州市工业与科技创新投资发展有限责任公司	8,000.00	2023-12-18	否	国企
抚州市工业与科技创新投资发展有限责任公司	8,000.00	2024-01-25	否	国企
抚州市工业与科技创新投资发展有限责任公司	8,000.00	2024-02-22	否	国企
抚州市工业与科技创新投资发展有限责任公司	15,000.00	2023-09-30	否	国企
抚州高新供应链管理有限公司	5,000.00	2021-12-21	否	国企
江西省鄱阳湖融资租赁有限公司	24,000.00	2021-07-08	否	国企
合计	255,935.00	-	-	-

资料来源：公司提供

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目的收益是本期债券本息偿还资金的重要来源。根据募投项目可研报告，在募投项目顺利完工，且各业务运营符合预期的情况下，预计募投项目在本期债券存续期间内可累计实现收入97,731.70万元。但值得关注的是，募投项目能否按照预定计划顺利完工并投入运营，相关项目的收益能否达到预期存在一定不确定性，未来需持续关注募投项目的建设及运营情况。

其次，公司的日常经营所得也是本期债券还本付息资金的重要来源。2018年-2020年公司营业收入分别为15.38亿元、44.99亿元和60.37亿元。公司具有抚州市砂/砾石业务、供水业务的专营权，能够为公司提供稳定的收入，同时在建的基础设施项目及工程施工项目较多，工程施工和代建业务为公司收入来源提供了保障。但值得注意的是，公司在建项目所需资金规模较大，存在较大资金压力，若未来项目建设不及预期，则可能无法及时提供本期债券还本付息所需资金。

此外，资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至2020年末，公司存货中土地使用权账面

价值130.58亿元，其中未抵押土地账面价值118.86亿元，可为本期债券本息及时偿付提供一定保障。但是，极端情况下，资产能否顺利变现及变现金额存在较大的不确定性。

十、结论

综上，中证鹏元评定抚州投资主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

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本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	125.71	112.75	80.99	59.51
其他应收款（合计）	131.43	125.77	131.79	113.37
其他应收款	131.43	125.77	131.79	113.37
存货	356.31	342.79	281.12	276.29
流动资产合计	643.29	611.15	516.76	450.32
可供出售金融资产	132.04	132.04	128.76	4.97
非流动资产合计	231.42	241.78	249.51	57.46
资产总计	874.71	852.93	766.27	507.79
短期借款	14.67	15.39	18.88	4.35
预收款项	49.88	55.63	36.60	28.08
一年内到期的非流动负债	13.22	8.79	16.69	1.95
流动负债合计	127.24	136.36	121.02	52.66
长期借款	192.96	183.03	159.60	131.36
应付债券	134.52	115.18	75.17	41.06
长期应付款	17.55	9.34	14.72	21.37
非流动负债合计	346.12	317.12	256.44	197.41
负债合计	473.35	453.47	377.46	250.07
总债务	368.52	335.27	298.15	211.88
所有者权益	401.35	399.46	388.81	257.72
营业收入	16.83	60.37	44.99	15.38
营业利润	2.10	11.44	9.42	5.55
其他收益	0.89	4.48	4.50	3.35
利润总额	2.20	10.04	8.55	5.59
经营活动产生的现金流量净额	9.87	-13.00	-17.24	13.11
投资活动产生的现金流量净额	-22.55	-4.73	-18.02	-33.55
筹资活动产生的现金流量净额	25.64	43.99	58.56	42.38
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	13.37%	17.10%	16.67%	27.20%
收现比	1.21	1.26	0.84	2.39
资产负债率	54.12%	53.17%	49.26%	49.25%
现金短期债务比	3.21	3.20	2.10	9.45
EBITDA（亿元）	-	12.49	11.57	7.04
EBITDA 利息保障倍数	-	0.82	1.12	1.17

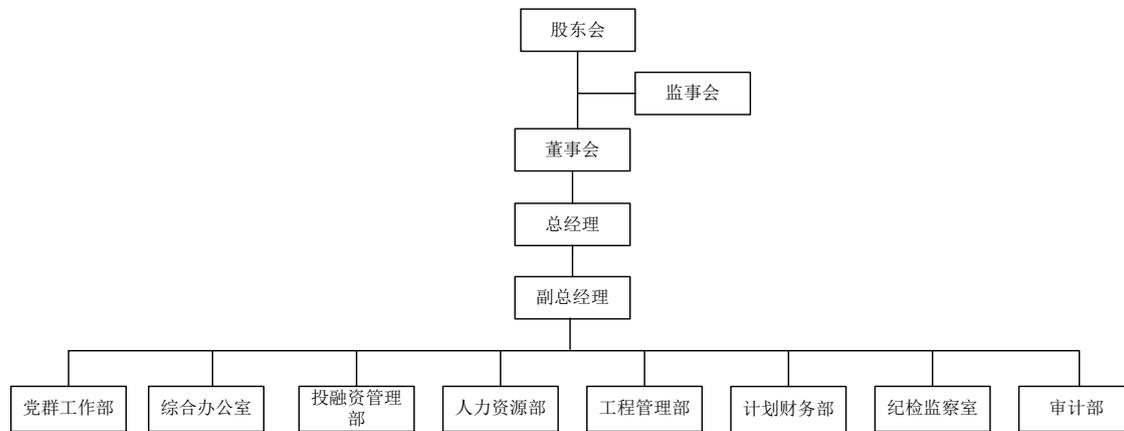
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构情况（截至 2020 年 12 月 31 日）

股东名称	出资额（万元）	持股比例
抚州市国有资产监督管理委员会	36,000.00	97.84%
中国农发重点建设基金有限公司	795.00	2.16%
合计	36,795.00	100.00%

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供、中证鹏元整理

附录四 2020年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

序号	控股子孙公司名称	注册资本（万元）	持股比例	
			直接（%）	间接（%）
1	抚州公用水务有限公司	1,880.00	100	
2	抚州金巢经济开发区投资发展有限公司	8,000.00	100	
3	抚州市诚投融资担保有限公司	10,000.00	100	
4	抚州市安达混凝土有限公司	1,666.00	100	
5	抚州市腾达投资经营有限公司	10,400.00	76.92	19.23
6	抚州市市政投资建设有限公司	8,000.00	100	
7	抚州市宇恒房地产开发有限公司	3,688.00	100	
8	抚州市日月供水安装工程有限公司	2,016.00		100
9	江西省赣抚建材资源开发有限公司	30,000.00	51	
10	抚州诚投融资租赁有限公司	30,000.00	100	
11	抚州市地方铁路投资有限公司	2,000.00	100	
12	江西省抚赣生态建设开发有限公司	3,000.00		51
13	江西省南城县赣抚建材资源开发有限公司	5,000.00		35.7
14	江西省宜黄县赣抚建材资源开发有限公司	1,600.00		35.7
15	抚州市中泽实业管理有限公司	100.00		100
16	抚州诚投市政公用建设有限公司	111.11	100	
17	抚州市城市测绘院	100.00	100	
18	抚州市城市规划设计研究院	100.00	100	
19	抚州市房地产测绘所	30.00	100	
20	抚州市金土勘测规划有限责任公司	100.00	100	
21	抚州市建筑勘察设计院	307.00	100	
22	抚州市同鑫建设工程有限公司	10,200.00	53	
23	抚州市广厦安居工程投资建设有限公司	20,000.00	100	
24	抚州诚投文化传媒有限公司	200.00	100	
25	抚州诚投供应链管理有限公司	20,000.00	100	
26	抚州市公共交通有限责任公司	14,800.00	100	
27	抚州市临川区赣抚建材资源开发有限公司	8,000.00		35.7
28	抚州市金溪县赣抚建材资源开发有限公司	1,600.00		35.7
29	抚州市南丰县赣抚建材资源开发有限公司	2,800		35.7
30	崇仁县赣抚建材资源开发有限公司	3,500.00		35.7
31	黎川县赣抚建材资源开发有限公司	1,200.00		35.7
32	抚州市恒鑫房地产开发有限公司	3,000.00		85.3
33	抚州市公务用车保障服务中心有限公司	200.00		100
34	抚州市碧润源水质监测有限公司	200.00		100
35	抚州市建业工程咨询有限公司	100.00		100

36	江西赣东路桥建设集团有限公司	100,800.00	100
37	江西赣东路桥工程咨询有限公司	200.00	100
38	江西赣东路桥商品混凝土有限公司	200.00	100
39	江西赣东路桥检测有限公司	200.00	100
40	抚州城鑫置业有限公司	4,000.00	75
41	江西鑫州置业有限公司	8,000.00	55
42	抚州市文化旅游投资发展有限责任公司	30,000.00	100
43	抚州地景园林设计有限公司	200.00	100
44	抚州市羊城园林绿化有限公司	1,046.00	100
45	抚州汝水森林宾馆有限责任公司	1,000.00	100
46	抚州市文昌里保护开发有限公司	17,200.00	100
47	抚州市文顺项目管理有限责任公司	10,000.00	100
48	抚州市万景实业发展有限公司	50,000.00	100
49	江西景佳文化旅游传媒有限公司	500.00	99
50	抚州市三翁花园运营管理有限公司	1,000.00	100
51	抚州市景达旅游客运有限公司	2,000.00	51
52	抚州市三翁旅游服务有限责任公司	600.00	100
53	戏都会展（抚州）有限责任公司	1,000.00	100
54	抚州市汤显祖文化演艺有限责任公司	500.00	100
55	抚州寻梦牡丹亭文化发展有限公司	2,800.00	100
56	抚州市国威保安服务有限公司	1,433.6	100
57	抚州市万兴建设开发有限公司	1,000.00	51
58	抚州市万悦文旅产业有限公司	1,000.00	60
59	抚州市交通建设投资集团有限公司	20,000.00	100
60	抚州博微公路设计有限公司	100.00	100
61	抚州市交通设计咨询服务有限公司	500.00	100
62	抚州市交通设施租赁管理有限公司	8,000.00	100
63	抚州市交通建设工程有限公司	12,000.00	100
64	抚州市赣抚运输有限公司	600.00	100
65	金溪县民惠医养结合项目管理有限公司	11,494.4	80
66	抚州市诚鑫建设投资发展有限公司	10,000.00	70
67	抚州市水上环保有限公司	300.00	51
68	抚州市东乡区赣抚建材资源开发有限公司	500.00	35.7
69	资溪县赣抚建材资源开发有限公司	500.00	35.7
70	江西辅安物流服务有限公司	1,000.00	100
71	江西呗乐科技有限公司	1,000.00	89
72	江西赣东融资担保有限公司	10,000.00	60
73	金溪县共生新材料有限公司	10,000.00	60

74	抚州市远大投资建设有限公司	10,000.00	100
75	抚州市宇恒物业管理有限公司	500.00	100
76	抚州诚合开发建设有限公司	20,000.00	80
77	抚州赣中建材有限公司	1,000.00	70
78	抚州市万悦教育科技有限公司	100,000.00	100
79	抚州市万链供应链管理有限公司	10,000.00	100
80	抚州市广播传媒有限公司	10.00	100
81	抚州市广电文化传媒有限公司	50.00	100
82	抚州市电广传媒有限公司	60.00	100
83	抚州市兴绿园林绿化有限公司	1,000.00	100

资料来源：公司 2020 年审计报告

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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、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。