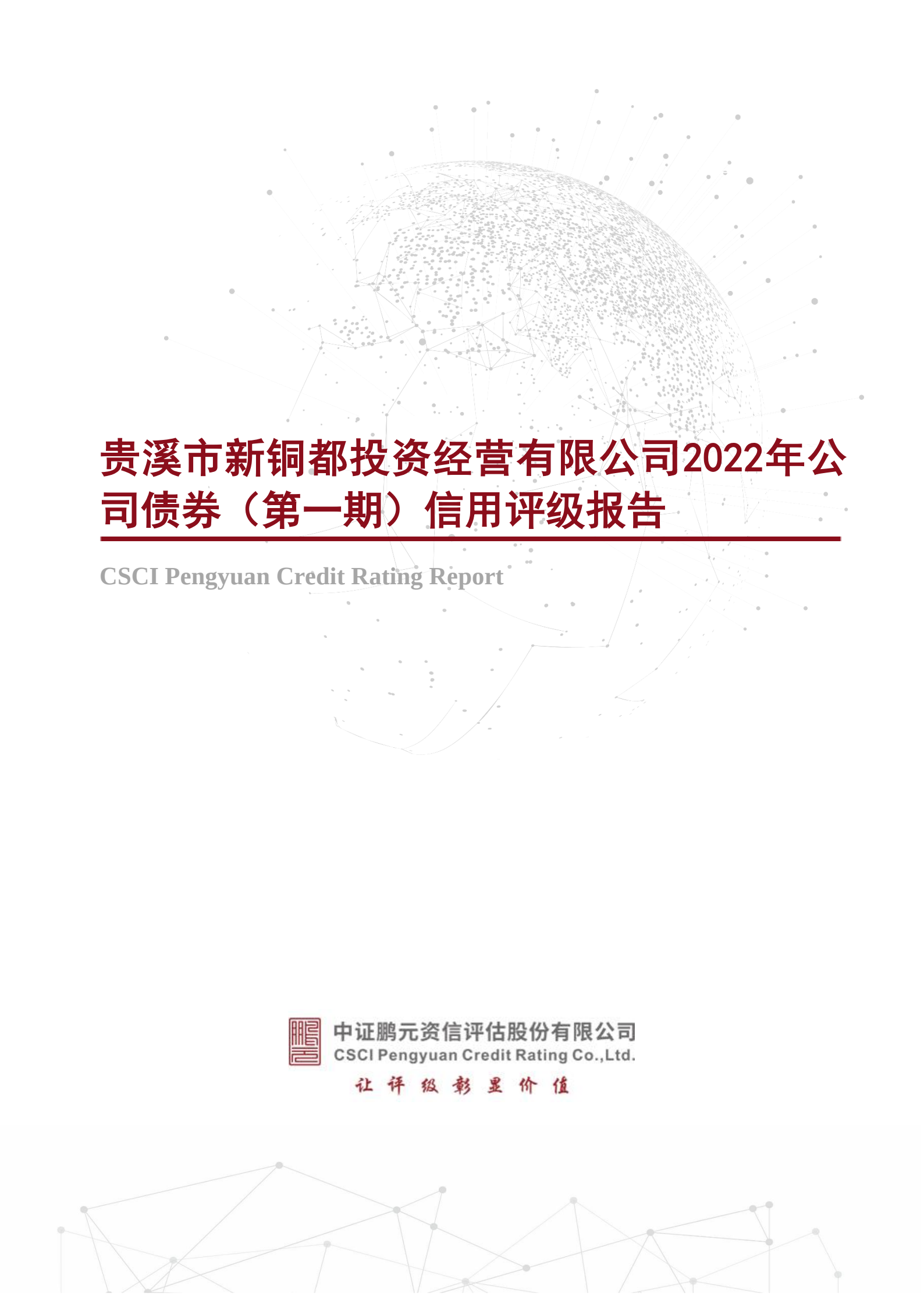




贵溪市新铜都投资经营有限公司2022年公司 债券（第一期）信用评级报告

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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

贵溪市新铜都投资经营有限公司

2022年公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
第一期信用等级	AAA
评级日期	2022 年 7 月 15 日

评级观点

- 中证鹏元评定贵溪市新铜都投资经营有限公司（以下简称“新铜都投资”或“公司”）本次拟发行 7.20 亿元公司债券（第一期）（以下简称“本期债券第一期”）的信用等级为 AAA，以上级别反映了本期债券第一期安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司代建业务持续性较好，获得的外部支持力度较大，以及重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券第一期的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司土地整理业务在建项目规模较大，但尚未实现收入，未来收入实现存在不确定性，整体资产流动性较弱，在建项目存在较大资金压力，总债务快速增长，且面临较大的短期偿债压力和较大的或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：第一期 7.20 亿元

发行期限：7 年（5+2），附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

偿还方式：每年付息一次，在存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照本次债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

发行目的：贵溪高端装备智能产业园（东区）建设项目及补充公司营运资金

增信方式：保证担保

担保主体：重庆三峡融资担保集团股份有限公司

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，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	2020	2019
总资产	162.11	161.14	136.22
所有者权益	80.34	75.18	75.46
总债务	67.60	82.35	51.25
资产负债率	50.44%	53.34%	44.60%
现金短期债务比	0.06	0.59	0.47
营业收入	7.88	5.87	5.42
其他收益	2.00	1.40	1.00
利润总额	2.35	1.89	1.93
销售毛利率	13.56%	16.64%	16.97%
EBITDA	2.85	2.49	2.48
EBITDA 利息保障倍数	1.20	0.90	1.22
经营活动现金流净额	1.23	-12.83	6.60
收现比	0.63	1.67	1.61

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：汪永乐
 wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：游云星
 youyx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **贵溪市为县域经济双百强县，铜产业为其经济发展提供重要支撑。**贵溪市经济总量较大且位列全省区县第一方阵、增速较快，产业特色鲜明，铜产业营业收入在当地工业企业营业收入占比高，地方财政收入规模在全省区县中排名靠前，依托龙虎山等旅游资源打造全域旅游新格局。
- **公司代建业务持续性较好。**公司是贵溪市重要的基础设施建设投融资主体，主要从事贵溪市内基础设施建设和土地整理开发业务，截至 2021 年末公司在建及拟建的代建项目规模较大，业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2012 年以来公司持续获得贵溪市人民政府和贵溪市国有资产管理局（以下简称“贵溪市国资局”）注入资产，资本实力得到有效提升；此外，公司获得的财政补贴对利润规模贡献度较高。
- **三峡担保提供的保证担保有效提升了本期债券第一期的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券第一期提供的全额不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券第一期的信用水平。

关注

- **公司土地整理业务在建项目规模较大，但尚未实现收入，未来收入实现时间不确定。**截至 2021 年末公司在建的土地整理开发项目尚未实现结算，受贵溪市建设规划、土地市场景气度及政府资金安排等影响，公司未来土地整理业务收入确认时间不确定。
- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2021 年末，公司其他应收款及预付款项规模较大，对营运资金形成一定占用；同期末待开发土地及项目开发成本占总资产的比重较高，整体资产流动性较弱。
- **公司在建项目存在较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司在建及拟建的代建项目、土地整理项目尚需投资金额较大，面临较大的资金支出压力。
- **公司短期债务快速增长，面临较大的短期偿债压力。**公司短期债务占比由 2020 年末的 20% 上升至 2021 年的 39%，现金短期债务比处于较低水平，短期偿债压力较大。
- **公司对外担保存在较大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保规模较大，占净资产的比重很高，且均未设置反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
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

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
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	3		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	2
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			



业务持续性和稳定性	7		
业务多样性	4		
业务状况等级	强	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA



一、发行主体概况

公司由贵溪市财政（国资）局于2012年7月以货币形式出资设立，初始注册资本2,000万元。2012年12月贵溪市财政（国资）局以货币形式对公司增资8,000万元，公司注册资本增至10,000万元。2016年4月，公司股东由贵溪市财政局变更为贵溪市国资局，持股比例100.00%。2017年9月，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）对公司出资15,300.00万元，其中615.00万元计入注册资本，14,685.00万元计入资本公积；国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）以货币形式对公司出资47,800.00万元，其中1,925.00万元计入注册资本，45,875.00万元计入资本公积，增资完成后公司注册资本和实收资本均增至12,540.00万元，贵溪市国资局、国开基金和农发基金分别持有公司79.75%、15.35%和4.90%的股权。国开基金和农发基金对其投资享受年化1.2%的投资收益，其股权在约定期限内由贵溪市国资局进行回购，公司的股权回购款及利息费用由贵溪市国资局承担。2020年4月，贵溪市国有资产管理局（以下简称“贵溪市国资局”）对公司新增认缴出资27,753.51万元，实缴出资27,653.51万元，增资完成后公司注册资本增至40,293.51万元，实收资本增至40,193.51万元，贵溪市国资局、国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别持有公司93.69%、4.78%和1.53%的股权。2021年8月，贵溪市国资局、国开基金和农发基金按各自持股比例向公司认缴增资合计49,706.49万元，公司注册资本增至90,000.00万元。

截至2021年末，公司注册资本为90,000.00万元，实收资本为40,193.51万元，控股股东和实际控制人为贵溪市国资局，持股比例为93.69%，国开基金和农发基金分别持有公司4.78%和1.53%的股权。公司主要从事贵溪市基础设施建设、土地整理开发等业务。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司为鹰潭市维康成建设有限责任公司（以下简称“维康成建设”），该公司注册资本为21,004.85万元，由公司于2021年新设成立并全资持有，用于项目的建设和经营，目前未开展业务。维康成建设具体情况详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2022年贵溪市新铜都投资经营有限公司公司债券（第一期）；

发行规模：本期债券计划发行规模为第一期7.20亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率，附第5年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

还本付息方式：每年付息一次，在存续期的第3-7个计息年度末分别按照本期债券发行总额20%的比例偿还债券本金；

增信方式：由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过15亿元（含），其中第一期资金总额为7.20亿元，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
贵溪高端装备智能产业园（东区）建设项目	16.34	5.28	32.32%
补充营运资金	-	1.92	-
合计	-	7.20	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

贵溪高端装备智能产业园规划范围为北至贵溪冶炼厂南侧，南至余信贵大道，东至冶金大道，西至铜都大道。本期债券募投项目贵溪高端装备智能产业园（东区）建设项目（以下简称“智能产业园东区项目”或“募投项目”）总用地面积499,285.00平方米（约748.93亩）；总建筑面积491,320.00平方米，其中地上建筑面积477,420.00平方米（包括丙类物流仓储用房建筑面积32,100.00平方米、丙类标准厂房400,200.00平方米、综合服务区配套服务用房45,120.00平方米），地下建筑面积13,900.00平方米，各地块配套建设绿化、道路及停车场以及给排水工程、强电工程、弱电工程、消防安全系统等设施。该项目概算总投资16.34亿元，资金来源包括自有资金和融资资金。该项目计划建设期限2年，2021年12月至2023年11月。

2、项目的审批、核准或备案情况

本期募投项目审批情况见下表。

表2 智能产业园东区项目审批情况

序号	批准文件	批准/备案文号	批准/备案部门
1	不动产权证书	赣（2021）贵溪市不动产权第 1000471 号	贵溪市自然资源局
2	关于贵溪高端装备智能产业园（东区）建设项目可行性研究报告的批复	贵发改字（2021）161 号	贵溪市发展和改革委员会
3	建设工程规划许可证	建字第 360681202102386（基）号	贵溪市自然资源局
4	建设用地规划许可证	地字第 360681202102168（基）号	贵溪市自然资源局
5	关于贵溪高端装备智能产业园（东区）环境影响报告表的批复	贵环政服函（2021）52 号	鹰潭市贵溪生态环境局
6	社会稳定风险评估备案表	-	贵溪市委政法委员会

资料来源：公司提供

3、项目收益



本期募投项目建成后将由公司运营。根据公司提供的由江西金正大工程项目管理有限公司编制的《贵溪高端装备智能产业园（东区）建设项目可行性研究报告》（以下简称“项目可研报告”），募投项目主要收入来源为出售、租赁收入、停车服务收入和物业管理费收入。其中，物流仓储用房9,630.00平方米、标准厂房120,060.00平方米、配套服务用房11,736.00平方米在运营期前5年按等比例出售；物流仓储用房22,470.00平方米、标准厂房280,140.00平方米、配套服务用房27,384.00平方米、517个车位可用于出租。

智能产业园东区项目计算期为20年，其中建设期2年、运营期为18年。经测算，本期募投项目经营期年均收入为14,920.51万元、年均利润总额为3,075.72万元，其中在本期债券存续期内可实现税前收入86,907.53万元，预计可实现经营净收益（息税折旧摊销前利润）75,949.40万元；所得税前静态投资回收期为14.56年（含建设期24个月），所得税后财务内部收益率为4.26%。

中证鹏元也关注到，募投项目总投资规模较大、建设周期较长，项目实际投资、施工期限有可能发生变动，影响项目按期竣工及正常投入运营。同时，项目建成后，停车位及商业租售情况受当地市场行情影响亦存在不确定性，或影响项目收益的实现。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。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，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，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。2021 年以来，央行稳健的货币政策



灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2019-2020 年，城投公司融资环境逐步宽松，但城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累；2021 年随着经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2019 年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019 年 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。

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，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，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”。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加快 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。

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3 月，国资委印



发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

贵溪为县域经济双百强县，经济总量较大、增速较快，产业特色鲜明，地方财政收入规模较大，依托龙虎山等旅游资源打造全域旅游新格局

区位特征：贵溪为中等县城人口及规模，城镇化水平不高，旅游资源较为丰富，交通较为便利。贵溪为鹰潭市下辖的三区一县之一，地处江西省东部偏北，信江中游，背靠龙虎山山脉、鄱阳湖流域。贵溪拥有1个全省首个晋级“千亿园区”的省级重点工业园区贵溪经开区和鹰潭（贵溪）铜产业循环经济基地。贵溪属于中等县城人口及规模，全市面积2,480平方公里，截至2020年末，常住人口54.05万人，为鹰潭市第一大区。2019年鹰潭市全域成为11个国家城乡融合发展试验区之一，但近年来鹰潭市重点发展中心城区月湖区，贵溪市人口小幅流出，2020年末常住人口城镇化率为54.39%，明显低于全国、全省、全市平均水平。贵溪市交通较为便利，境内有沪昆铁路、皖赣铁路、鹰厦铁路、沪昆高速铁路等四条铁路，以及320国道、206国道和沪昆高速公路、济广高速公路，鹰潭高铁北站坐落于贵溪市。旅游资源较为丰富，境内龙虎山是中国道教的发祥地，是中国第八处世界自然遗产、世界地质公园、国家自然文化双遗产地、国家5A级旅游景区，计划依托龙虎山等旅游资源打造全域旅游新格局。

图1 贵溪市区位情况



资料来源：贵溪市人民政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：贵溪市为县域经济双百强县，总量较大、增速较快。依托于铜冶炼行业，贵溪市经济总量靠前，2021 年在江西省的区县中位列第八，占据鹰潭市经济总量的 51.78%。近年来贵溪市经济保持较快增长，2020-2021 年 GDP 增速均高于全国、全省平均水平。贵溪市产业结构以重工业为主，2021 年三次产业结构为 6.8:60.7:32.5。近年来贵溪市人均 GDP 实力较好，经济发展水平较高，2021 年贵溪市位于县域高质量发展百强县第 74 位、县域经济百强县第 93 位。

表3 2021 年鹰潭市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
贵溪市	592.32	9.5	109,573	41.35	21.10
月湖区	360.00	9.3	125,222	7.70	-
余江区	191.62	-	58,750	15.13	-

注：（1）人均GDP=2021年GDP/2020年末常住人口；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：DM，中证鹏元整理

表4 贵溪市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	592.32	9.5%	506.17	4.10%	490.64	7.80%
固定资产投资	-	11.8%	-	9.00%	-	9.50%
社会消费品零售总额	132.90	18.4%	112.26	4.50%	77.27	10.90%
进出口总额（亿美元）	-	-	-	-	37.86	-14.40%
人均 GDP（元）	109,573		93,636		83,838	
人均 GDP/全国人均 GDP	135.32%		129.25%		118.26%	

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：贵溪市 2019-2020 年统计公报、贵溪市统计局，中证鹏元整理

产业情况：贵溪市铜首位产业支柱作用明显，新兴产业积极培育，产业转型稳步推进但压力仍存。铜产业是贵溪之本，大型铜采选、冶炼及加工企业江西铜业（600362.SH）坐落于此。贵溪市围绕江西铜业为中心，依托贵溪经开区、铜产业循环经济基地等平台，做大做强铜产业。贵溪市形成了以铜加工首位产业为主的产业结构，铜产业经济支柱作用明显，2020 年 1-10 月规模以上工业企业营业收入为 3,164.29 亿元，其中铜企业营业收入 3,040 亿元，占比 96%，2021 年上半年铜加工财政总收入占同期贵溪市的 56.99%。铜及铜加工获评省五星产业集群，积极推动铜精深加工，但目前铜产业上中游企业占了 2/3，附加值偏低。近年来，贵溪市大力培育以智能制造、数字经济、绿色照明等战略性新兴产业，2020 年全市战略性新兴产业增加值占规上工业增加值比重 22.72%，2021 年新开工亿元以上工业项目 42 个，但“一铜独大”局面未得到根本改变，产业转型升级稳步推进然压力仍存。

发展规划及机遇：贵溪实施工业强市战略，打造“1+3”现代化工业体系。根据《贵溪市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》，贵溪市实施工业强市战略，打造“1+3”现代化工业体系。铜为贵溪首位产业，围绕打造世界级有色产业集群核心区，着力把贵溪建设成为全国铜原材料集散中心、铜材料精深加工集聚区、铜产业应用集聚区，培育 1-2 家上市铜精深加工企业，主营收入达到 300-400 亿元，铜精深加工占比超过 50%，力争培育 10-15 家有竞争力的高端线缆线束龙头企业，主营收入达到 100-150 亿元，铜原料、铜产品和铜消费相互支撑。发展壮大智能制造、数字经济、绿色照明主导产业，力争各培育 8-10 家有竞争力的行业龙头企业，主营业务收入均达到 100-150 亿元，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重超 12%。

财政及债务水平：近年来贵溪市地方财政收入位列全省区县第一梯队，财政收入质量尚可，偿债压力加大。近年来贵溪市地方一般公共预算收入逐年提升，2021 年一般公共预算收入 41.35 亿元，增长 5.5%，总量居全省区县第三。近年来税收收入占比在 70%以上，财政收入质量尚可。近年来财政自给率波动下降，财政平衡能力有待提升。2017-2018 年，贵溪市政府性基金收入在 3 亿元左右，2020 年同比大幅增长 1.08 倍至 21.02 亿元，当年以恒大为首的民企摘地金额较大，2021 年仍维持了较大规模的政府性基金收入，系地产商拿地之余平台公司亦摘得较大价值的土地资产。区域债务方面，2021 年贵溪市地方政府债务余额大幅扩张，在鹰潭市下属区县中位于第一，偿债压力加大。

表5 贵溪市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	41.35	39.18	37.39
税收收入占比	75.87%	72.98%	76.97%
财政自给率	65.95%	58.50%	66.70%
政府性基金收入	21.10	21.02	10.09
地方政府债务余额	87.33	52.73	44.70

注：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、贵溪市人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，贵溪市财政局下属两家发债一级子公司，其中第一大平台为贵溪市国有控股集团有限公司（以下简称“贵溪国控”），另一发债平台为贵溪市新铜都投资经营有限公司，主



要负责基础设施建设的土地整理开发等业务，具体如下表所示。

表6 截至 2021 年末贵溪市主要投融资平台情况基本（单位：亿元、%）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
贵溪国控	贵溪市财政局 （贵溪市国有资产管理局）	163.63	43.54	30.40	101.47	贵溪市重要的基础设施建设主体，负责贵溪市政府投资建设工程项目的实施
新铜都投资	贵溪市财政局 （贵溪市国有资产管理局）	75.18	53.34	5.87	82.35	主要从事贵溪市基础设施建设、土地整理开发等业务
贵溪市昌贵投资管理有限公司	贵溪国控	-	-	-	-	主要负责江西贵溪经济开发区内产业园区的投资、建设和运营等

注：财务数据为 2020 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元评级报告，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》和其他有关法律、行政法规的规定，制定了《贵溪市新铜都投资经营有限公司章程》（以下简称“公司章程”），按照现代企业制度建立并完善法人治理结构。根据公司章程规定，公司设立了包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构。公司股东会由全体股东组成，其中股东国开基金和农发基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员。董事会由3名董事组成，均由股东会选举产生，其中设董事长1人。公司设总经理1人，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责，列席董事会会议。监事会由3名监事组成，监事会成员中的职工代表比例不低于三分之一，由职工大会或职工代表大会民主选举产生。

公司根据其业务发展需要，设立了综合办公室、计划财务部、规划建设部、项目策划部和资产管理部，截至2021年末，公司的组织结构如附录三所示。

六、经营与竞争

公司是贵溪市重要的基础设施建设及投融资主体，主要负责贵溪市内基础设施建设。公司营业收入主要由代建收入及租赁收入构成，2019-2021年代建收入占营业收入的比重均超过70%，随着代建项目结算规模增长，公司营业收入逐年增长。2021年，公司新增铜贸易供应链收入，由于业务处于发展初期，收入规模较小，毛利率低。由于新增供应链业务毛利率较低，2019-2021年公司综合毛利率持续下滑。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
代建收入	57,186.00	10.46%	54,416.93	10.07%	49,924.05	9.84%
租赁收入	5,728.38	81.99%	4,285.71	100.00%	4,285.71	100.00%
供应链收入	15,867.30	0.01%	0.00	-	0.00	-



合计	78,781.69	13.56%	58,702.65	16.64%	54,209.76	16.97%
----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

代建项目收入系公司收入的主要来源，业务有一定的持续性，但在建及拟建项目存在较大的资金压力

公司近年代建项目业务主要模式为：公司与贵溪市兴贵投资经营有限公司（以下简称“兴贵投资”）、贵溪市水利局分别签订《建设工程施工合同》、《委托投资建设协议书》，由公司负责项目融资、项目施工、维修等事宜，委托方每年按工程形象进度全额拨付工程进度款。实际操作中，代建项目资金由公司自筹及向银行融资获得，委托方每年根据项目实际完工进度进行结算，并按照公司当年实际支出成本的一定比例支付委托建设服务费。

随着项目建设推进、结算进度加快，2019-2021年公司代建收入逐年增长，结算项目包括东城区新型城镇化工程、“三河”流域农村环境综合整治建设项目、罗塘河两岸防洪治涝工程等。2019-2021年公司代建业务毛利率分别为9.84%、10.07%和10.46%。

表8 2019-2021 年公司代建项目收入明细（单位：万元）

项目名称	2021 年		2020 年		2019 年	
	确认收入	确认成本	确认收入	确认成本	确认收入	确认成本
贵溪市“三河”流域农村环境综合整治建设项目	0.00	0.00	10,522.05	7,998.10	9,018.90	6,854.36
贵溪市罗塘河两岸防洪治涝工程	0.00	0.00	7,120.95	6,763.32	6,901.00	6,554.40
贵溪市东城区新型城镇化工程	49,254.52	44,255.18	36,773.93	34,174.80	34,004.15	31,600.80
贵溪市城中（老汽车站）棚户区改造项目	7,931.49	6,948.25	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	57,186.01	51,203.43	54,416.93	48,936.22	49,924.05	45,009.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司在建项目较多，详见下表，其中贵溪市高端装备智能产业园建设项目为公司自营项目。公司在建项目总投资金额合计116.82元，尚需投资金额较大，业务持续性较好；同期末公司共有3个拟建项目，总投资合计17.36亿元，项目收益实现方式尚不明确。截至2021年末，公司在建及拟建的基础设施项目尚需投资金额较大，存在较大的资金压力。

表9 截至 2021 年末公司在建及拟建的基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	2021 年末已投资	是否签订代建协议
贵溪市东城区新型城镇化工程	194,012.28	185,780.02	是
贵溪市罗塘河两岸防洪治涝工程	41,047.61	49,445.95	是
S206 贵溪市港黄至桃源段（一期）公路改建工程	31,715.00	1,887.88	是
贵溪市城南棚户区（城中村）改造（二期）建设项目	125,896.45	50,830.36	否
贵溪市城中（老汽车站）棚户区改造项目	47,820.00	6,948.25	是



贵溪市城北村庄搬迁改造项目	146,296.00	60,247.41	是
贵溪市乡镇集镇污水处理工程	40,000.00	2467.18	是
贵溪高速公路连接线路面修复工程（河潭路口至长塘周家段）项目	600.00	428.57	是
贵溪市曹家湖公园景观工程	3,828.00	315.92	是
贵溪市人才公寓二期	397.00	194.60	是
贵溪市高端装备智能产业园建设项目	502,900.00	9,326.13	否
贵溪市沿河西路北延伸工程项目	33,713.00	22.79	是
小计	1,168,225.34	367,895.06	-
贵溪市罗河至大桥段公路大修改造工程	2,100.00		否
贵溪市流口-赵家岗公路大修改造工程	2,495.20		否
贵溪现代农业生态科技产业园建设项目	168,991.42		否
小计	173,586.62		-
合计	1,341,811.96	367,895.06	-

资料来源：公司提供

公司尚未实现土地整理开发收入，在建项目规模较大，未来可实现一定的收入，但受政府规划、土地市场景气度及政府资金安排影响，收入确认时间不确定

2017年1月，公司与贵溪市财政局（以下简称“财政局”）、贵溪市国土资源局（以下简称“国土局”）签订了《合作开发土地协议》，由财政局和国土局委托公司在贵溪市区域内开展一级土地开发事宜，包括农用地转用、征用、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施等工作，土地一级开发所需的各项投入和费用由公司负责筹集。公司土地一级开发业务的投资成本由财政局、国土局及公司三方协商确认；开发土地完成当期一级开发并验收合格后，将以招标、拍卖或挂牌方式出让该块国有土地使用权，土地交易的市价及时机由国土局征求公司意见后决定；每期土地交易后收到的地价款在支付省属部分土地出让金和相关税费后，由国土局与公司按照公司投资成本加成比例、根据土地整理进度及出让情况结算，具体比例由双方协商确定，并由财政局划入公司账户作为土地一级开发收入。实际操作中，公司确定计划开发土地后需向国土局申报，获得批复后出具可行性研究报告，并向贵溪市发展和改革委员会申请批复，项目获批后正式立项。公司分别与贵溪市房产管理局（以下简称“房管局”）、贵溪市旧城区改造工作指挥部（以下简称“旧改指挥部”）就具体项目签订《建设工程施工合同》，约定由房管局、旧改指挥部施工，项目资金由公司自筹，公司定期根据施工方提交的工程量清单造价书审核、确认当期工程款。

受贵溪市土地市场波动和项目进程影响，2019-2021年末公司未有土地整理开发项目进行结算，未实现土地整理收入。2021年末公司在建的土地整理开发项目共4个，具体如下表所示，总投资合计44.44亿元，后续需继续投入资金，后续随着项目成本结转，土地整理开发业务可带来一定的收入，但受贵溪市政府建设规划和城市化进程、土地市场景气度等影响，未来土地整理开发收入实现时间不确定。

表10 截至 2021 年末公司在建土地整理开发项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
贵溪市四冶生活区、余信贵大道及象山董家棚建设项目	156,300.00	109,010.77



贵溪市南街片区棚户区改造项目	149,041.55	151,480.72
南街片区二期及江边片区棚户区改造	69,923.33	67,815.42
贵溪市南街片区一期棚户改造项目	69,130.15	68,255.56
合计	444,395.03	396,562.46

资料来源：公司提供

2021年公司新增供应链业务，但毛利率水平很低，客户及供应商集中度很高

依托贵溪市铜产业发展，2021年公司新增铜产品供应链业务，公司的业务开展模式主要以长单交易为主，生产和销售均与大型上下游客户建立长期的合作关系，获取稳定长期的货源和渠道，赚取利润差价。公司供应链业务对上游拥有30天的账期，对下游款到发货。

2021年公司实现供应链业务收入15,867.30万元，占营收的20.14%，但业务毛利率很低。2021年供应链业务前五大客户和供应商占比分别为90.38%和100.00%，集中度很高，业务受单一客户或供应商的影响较大。

表11 2021 年公司商品销售业务前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售产品	销售金额	占比
贵溪市工控金信供应链管理有限公司	阴极铜	5,452.67	34.36%
贵溪正发铜业有限公司	阴极铜	3,971.35	25.03%
江西丰生铜业有限公司	电解铜	3,094.97	19.51%
江西鸥迪铜业有限公司	电解铜、锌锭	622.21	3.92%
贵溪顺源铜业有限公司	电解铜	616.17	3.88%
前五大客户销售金额小计	-	13757.37	86.70%
销售金额合计	-	15,867.30	100.00%

表12 2021 年公司商品销售业务供应商情况（单位：万元）

供应商名称	采购产品	采购金额	占比
贵溪市兴盛桥供应链管理有限公司	阴极铜	9,424.01	59.40%
贵溪市兴业实业发展有限公司	电解铜、锌锭	6,442.11	40.60%
采购金额小计	-	15,866.12	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司租赁业务稳定，对营业收入形成补充，但租金回款情况较差

租赁业务方面，公司于2017年12月29日与贵溪市金茂资产经营中心（以下简称“金茂资产”）签订《委托管理协议书》，约定自2018年1月1日起，公司委托金茂资产经营管理公司名下所属房产，期限为3年，金茂资产每年向公司就经营管理资产支付租金（含税）4,500.00万元，并于每年12月31日前一次性支付当年租金，公司计划本期《委托管理协议书》到期后每年年底与金茂资产续签协议书，目前已于



2021年1月签订为期一年的《委托管理协议书》。公司出租房产均来自政府注入，租赁业务毛利率为100.00%。

此外，随着贵溪市国资局向公司划拨污水管网资产28,962.48万元，2021年公司新增污水管网租赁业务，公司与贵溪市自来水公司签订《管网租赁协议书》，约定将以上管网资产的使用权出租给贵溪市自来水公司，为期1年，协议总价为1,386.26万元，合同到期后，由双方协商确定续约相关事宜。

公司出租资产均由政府注入，2021年实现租赁收入5,728.38万元，对营业收入形成一定补充，租赁业务毛利率同比下滑至81.99%，主要系公司将管网资产用作融资租赁，相关利息支出计入营业成本。需注意租赁业务回款情况较差，截至2021年末公司应收金茂资产9,135.00万元，应收贵溪市自来水公司1,386.26万元。

公司获得的外部支持力度较大，财政补贴对利润规模贡献度较高

作为贵溪市重要的基础设施投融资主体，近年公司持续得到股东在资产注入、增资和财政补贴等方面的大力支持。2012-2015年公司获得贵溪市人民政府无偿注入土地账面价值合计310,916.22万元，均为商服、住宅用途的出让用地；2012-2014年公司获得贵溪市人民政府作价出资的房产，账面原值为112,590.49万元；2021年贵溪市国资局向公司划拨管网资产，账面净值为28,962.48万元，有效提升了公司的资本实力。

资本金注入方面，2014年贵溪市财政局对公司增资41,300.00万元；2017年贵溪市财政局通过地方政府债券置换公司债务73,000.00万元；2020年贵溪市国资局向公司注入货币资金合计87,520.00万元（其中27,653.51万元计入实收资本，59,866.49万元计入资本公积），资本实力得到大幅增强。

表13 近年来公司获得的外部支持情况

1、资本金注入					
年份	注入金额（万元）	资产类别	划拨方	依据文件	
2020	87,520.00	货币资金	贵溪市国资局	贵府办抄字[2020]35 号	
2017	73,000.00	债务置换	贵溪市国资局	贵府办抄[2017]26 号	
2014	41,300.00	货币资金	贵溪市财政局	现金入账凭证	
合计	201,820.00	-	-	-	
2、土地使用权注入					
年份	宗数	评估价值（万元）	土地面积（平方米）	划拨方	依据文件
2015	10	137,828.56	773,061.00	贵溪市人民政府	贵府办抄[2015]24 号
2014	8	106,573.67	637,312.00		贵府办抄[2014]35 号
2013	3	64,831.32	419,897.60		贵府办抄[2013]48 号
2012	1	1,682.67	6,163.64		贵府办抄[2012]60 号
合计	22	310,916.22	1,836,434.24	-	-
3、其他资产注入					



年份	资产类别	价值（万元）	面积（平方米）	划拨方	依据文件
2012-2014	房产（性质为出让/自建房）	112,590.49（评估价值）	225,162.10	贵溪市人民政府	贵府办抄[2012]52号、贵府办抄[2013]32号、贵府办抄[2014]25号
2021	管道	28,962.48（账面原值）	-	贵溪市国资局	贵国资字[2019]12号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，2019-2021年公司分别获得财政补贴10,000.00万元、14,000.00万元和20,000.00万元，分别占当年利润总额的51.71%、73.91%和84.96%，财政补贴对利润规模贡献度较高。

表14 2019-2021年财政补贴情况（单位：万元）

年份	补贴金额	依据文件
2021	20,000.00	关于拨付贵溪市新铜都投资经营有限公司基础设施专项补贴资金的通知
2020	12,000.00	关于拨付贵溪市新铜都投资经营有限公司基础设施专项补贴资金的通知
	2,000.00	关于拨付新铜都公司基础设施专项补贴资金的通知
小计	14,000.00	-
2019	5,000.00	《关于拨付贵溪市新铜都投资经营有限公司补助资金的通知》（贵财字[2019]95号）
	5,000.00	《关于拨付贵溪市新铜都投资经营有限公司补助资金的通知》（贵财字[2019]96号）
合计	10,000.00	-

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财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告、经鹏盛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告及经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的子公司仅维康成建设1家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，其他应收款及预付款项对公司资金形成一定占用，在建项目成本及土地资产占比较高，部分资产使用受限，整体资产流动性较弱

2021年末公司总资产为162.11亿元，较2019年增加19%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产方面，受筹资力度影响，近年公司货币资金余额波动较大，截至2021年末为1.52亿元，无使用受限情况。预付款项均为项目工程款，随项目进度，公司投入成本转入存货，2021年末预付款项余额同比下滑54.95%。其他应收款主要系与政府部门和国有企业的往来借款，019年回款规模较大，2020年末账面价值较2019年末减少28.40%，其中账龄在1年以上的款项占比为43.04%。2021年末其他应收款余额前五单位为贵溪市建筑工程总公司、贵溪市财政局、贵溪市兴盛桥供应链管理有限公司、贵溪市

兴园投资发展有限公司、贵溪德川实业有限公司，上述应收政府及国有企业的款项合计15.89亿元，占其他应收款总额的96.18%。

公司存货主要由拟开发土地和开发成本构成，是公司最主要的资产。近年来存货随着项目开发持续投入而持续增长。2021年末存货账面价值同比增长29.53%至96.09亿元，其中拟开发土地账面价值为42.85亿元，共31宗地块，面积合计321.05万平方米，均为出让性质，大部分用途为商业、住宅用地；开发成本账面价值为53.24亿元，主要包含贵溪市南街片区棚户区改造项目、贵溪市四冶生活区、余信贵大道及象山董家棚建设项目等。2021年末存货中账面价值合计为2.45亿元的4宗土地尚未办理产权证，但均已缴纳土地出让金。截至2021年末，存货中账面价值为26.62亿元的土地资产已用于借款抵押，占总资产的16.42%，变现能力受到限制。

非流动资产方面，公司投资性房地产均采用公允价值计量模式，2021年末账面价值为14.82亿元，主要为政府注入的房产并用于出租，其中账面价值为5.72亿元的投资性房地产已用于对外担保抵押借款。2019-2021年公司其他非流动资产主要为基金投资10.00亿元，该款项为对贵溪市城市建设发展私募基金的投资，实际是对贵溪市庆贵投资管理有限公司（以下简称“庆贵公司”）进行增资扩股，该基金资金主要用于贵溪市棚户区改造。2020年公司新增4.25亿元预付长期资产购置款，计入其他非流动资产，相关购置款为公司购置土地、厂房及商铺的款项，部分资产尚未办理权证。截至2021年末，其他非流动资产中利息保证金360.00万元为受限资产。

整体来看，近年公司总资产规模有所增加，截至2021年末公司其他应收款及预付款项规模较大，对公司营运资金形成一定占用，且资产中待开发土地及项目开发成本占总资产的比重较高；同期末公司受限资产合计32.38亿元，占总资产的19.97%，整体资产流动性较弱。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.52	0.94%	9.92	6.15%	2.28	1.67%
预付款项	13.82	8.52%	30.67	19.03%	11.76	8.63%
其他应收款	16.00	9.87%	16.49	10.23%	23.03	16.90%
存货	96.09	59.27%	74.18	46.04%	72.32	53.09%
流动资产合计	129.66	79.98%	131.75	81.76%	112.02	82.24%
投资性房地产	14.82	9.14%	14.27	8.85%	13.82	10.14%
其他非流动资产	14.04	8.66%	14.48	8.99%	10.23	7.51%
非流动资产合计	32.45	20.02%	29.40	18.24%	24.20	17.76%
资产总计	162.11	100.00%	161.14	100.00%	136.22	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入持续增长，代建业务持续性较好，财政补贴对利润规模贡献度较高



公司营业收入主要来源于代建项目业务和租赁业务，随着代建收入的增长，2019-2021年营业收入持续增长。由于租赁业务毛利率下降和新增毛利率较低的供应链业务，2019-2021年公司销售毛利率持续下滑。2019及2020年公司业务回款情况较好，收现比均在1.60以上，而2021年公司业务回款情况趋弱，收现比下滑至0.63。截至2021年末公司在建的代建项目总投资合计116.82亿元，尚需投资规模较大，公司代建业务仍具有较好的持续性；同期存货中土地整理开发成本账面价值达39.66亿元，后续土地出让后，公司可实现一定的土地整理收入，但受贵溪市规划建设、区域房地产市场和土地市场景气度等影响，未来土地整理收入实现时间不确定。

2019-2021年公司分别获得财政补贴1.00亿元、1.40亿元和2.00亿元，分别占当年利润总额的51.71%、73.91%和84.96%，财政补贴对利润规模贡献度较高。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	7.88	5.87	5.42
收现比	0.63	1.67	1.61
营业利润	2.36	1.90	1.93
其他收益	2.00	1.40	1.00
利润总额	2.35	1.89	1.93
销售毛利率	13.56%	16.64%	16.97%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

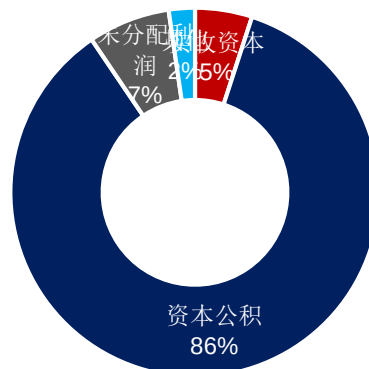
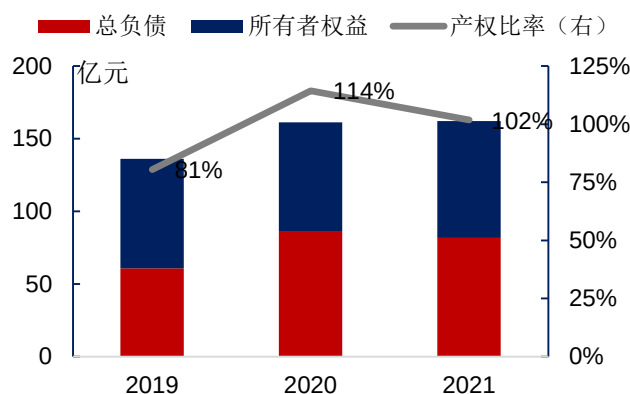
资本结构与偿债能力

公司近年总债务有所波动，面临很大的短期偿债压力

受公司融资力度变化影响，近年负债总额有所波动，2021年末为81.77亿元，较2019年末增长34.60%。2020年贵溪市国资局向公司注入货币资金合计8.75亿元，公司同年支付股利10.82亿元，综合影响下2020年末公司所有者权益同比小幅下降0.37%至75.18亿元；受益于贵溪市国资局向公司注入管网资产以及公司的经营积累，2021年末公司所有者权益同比增加6.87%至80.34亿元。综合影响下，2021年末公司产权比率下降至102%，净资产对负债的保障程度一般。

图 2 公司资本结构

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司短期借款余额5.00亿元，均为信用借款。其他应付款主要系应付政府单位及当地国企的往来款，2021年公司新增其他应付款规模较大，同时长期应付款中应付申万宏源证券有限公司（以下简称“申万宏源”）的基金转让款7.00亿元计入其他应付款中应付贵溪市庆贵投资管理有限公司（以下简称“庆贵公司”）的款项，期末余额同比增加11.67亿元。随着贵溪市新铜都投资经营有限公司2020年非公开发行公司债券(第一期)将于2022年到期，公司一年内到期的非流动负债同比大幅增长，包括一年内到期的应付债券14.94亿元和长期借款6.43亿元。

公司长期借款规模有所波动，主要为质押和保证借款，借款利率在4.9%至7.3%之间。随着“20铜都01”转入流动负债，2021年末公司应付债券账面余额为0。长期应付款为贵溪市城市建设发展私募基金份额转让款，2017年末公司与申万宏源签订基金份额转让合同，约定由申万宏源将持有的价值80,000.00万元的基金份额转让给公司，该基金以募集资金用于对贵溪市庆贵投资管理有限公司进行增资扩股，增资扩股以后的资金主要用于贵溪市棚户区改造及基础设施建设；基金期限为5年，第一年利率为6.00%，第二年起为基准利率上浮26.32%，公司需在第四年偿还50%的本金，剩余本金在第五年全部偿还。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.00	6.12%	9.68	11.26%	0.00	0.00%
其他应付款	12.53	15.33%	0.86	1.00%	8.63	14.20%
一年内到期的非流动负债	21.37	26.14%	7.11	8.27%	4.88	8.04%
流动负债合计	39.76	48.63%	19.65	22.86%	13.75	22.63%
长期借款	40.23	49.20%	42.66	49.63%	38.37	63.14%
应付债券	0.00	0.00%	14.90	17.33%	0.00	0.00%
长期应付款	1.00	1.22%	8.00	9.31%	8.00	13.17%
非流动负债合计	42.01	51.37%	66.31	77.14%	47.01	77.37%

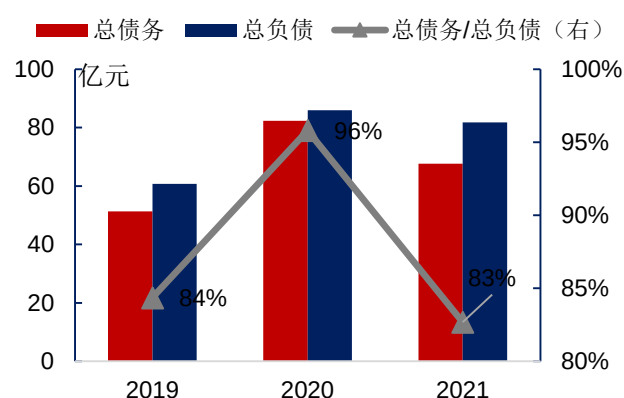


负债合计	81.77	100.00%	85.96	100.00%	60.76	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

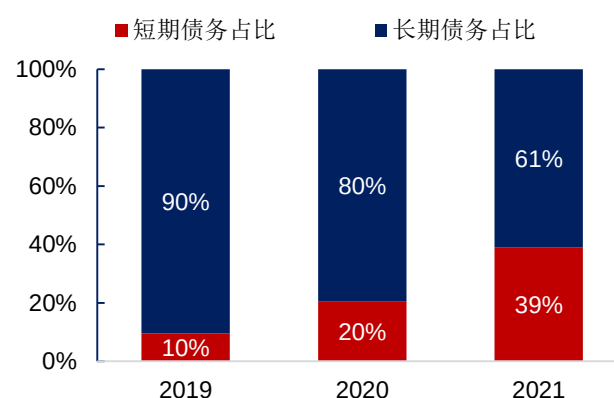
公司总债务包括银行借款、应付债券及长期应付款中的基金转让款。2020年公司新增银行借款、发行债券规模较大，总债务规模有所上升。2021年公司债务偿还规模较大，期末总债务较2020年下降17.90%，较2019年末增长31.93%，占负债总额的83%，其中短期债务占比39%。

图 4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末资产负债率同比下降2.9个百分点至50.44%。2021年，期末公司现金短期债务比下滑至0.06，现金对短期债务的保障程度很低，短期偿债压力很大。随着公司利润规模增加，2021年EBITDA有所上升。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年	2019 年
资产负债率	50.44%	53.34%	44.60%
现金短期债务比	0.06	0.59	0.47
EBITDA 利息保障倍数	1.20	0.90	1.22

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月13日），公司本部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；公司公开已发行债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析



公司对外担保金额较大，面临较大的或有负债风险

截至2021年末，公司对外担保金额合计63.86亿元，占同期末净资产的79.48%，担保对象均为国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

表19 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
贵溪市兴园投资发展有限公司	80,000.00	2030-05-24
贵溪市兴园投资发展有限公司	20,000.00	2022-07-13
贵溪市兴园投资发展有限公司	13,000.00	2022-07-13
贵溪市兴贵投资经营有限公司	91,000.00	2032-11-21
贵溪市兴贵投资经营有限公司	169,451.38	2033-10-10
贵溪市自来水公司	3,800.00	2023-12-28
贵溪市建筑工程总公司	7,000.00	2024-06-24
贵溪市自来水公司	7,000.00	2024-06-24
贵溪市裕通市政工程有限责任公司	10,000.00	2022-12-12
贵溪市城市建设投资开发公司	15,000.00	2023-05-14
贵溪市兴盛桥供应链管理有限公司	5,000.00	2023-05-05
贵溪市兴贵投资经营有限公司	15,000.00	2023-05-05
贵溪市兴园投资发展有限公司	5,600.00	2023-01-17
贵溪市农业开发投资有限公司	25,000.00	2035-12-21
贵溪市兴贵投资经营有限公司	150,000.00	2033-12-30
贵溪市裕通市政工程有限责任公司	10,000.00	2022-05-11
贵溪市自来水公司	5,000.00	2022-06-17
贵溪市砂石资源开发有限公司	5,900.00	2035-6-18
贵溪市林业开发投资有限公司	800.00	2022-11-23
合计	638,551.38	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

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

本期债券募投项目产生的现金流为本期债券还本付息提供了重要保障。根据本期债券募投项目可行性研究报告，本项目的投资回收期为14.56年，内部收益率为4.26%。本项目总投资163,371.50万元，项目运营期内预计可实现总收入268,569.19万元，预计可实现经营净收益210,149.40万元。本期债券存续期内本项目预计可实现总收入86,907.53万元，预计可实现经营净收益75,949.40万元。项目经济效益较好。但应关注项目完工进度、销售效果、出租情况及现金回流不达预期的风险。

公司日常经营所产生的现金流将为本期债券本息的偿付提供一定的保障。2019-2021年，公司分别



实现营业收入5.42亿元、5.87亿元和7.88亿元。截至2021年末公司代建的在建基础设施建设项目规模较大，预计公司未来仍可获得一定规模的基础设施建设收入；公司存货中土地整理开发成本规模较大，后续土地出让后，可实现一定的土地整理收入。同时中证鹏元也注意到公司现有业务的风险，代建项目收入会因项目投资建设进度而产生波动，且公司面临较大的资金压力；土地开发业务受土地市场波动等影响，未来土地整理收入实现时间不确定。此外，近年来参与的多个项目尚处于建设之中，项目周期相对较长、回款较慢，公司经营活动现金流表现不稳定。

公司还可通过资产变现来补充偿债资金。截至2021年末，公司存货中拟开发土地账面价值为合计42.85亿元，均为出让性质，大部分用途为商业、住宅用地，其中账面价值为16.23亿元的土地使用未受限，极端情况下可通过将土地资产变现的方式来补充偿债资金。但中证鹏元关注到，土地集中变现存在一定难度，变现价值受土地市场等影响存在不确定性。

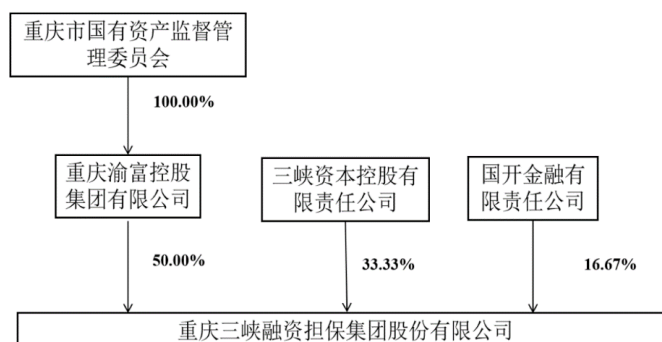
本期债券保障措施分析

三峡担保为本期债券第一期还本付息提供的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第一期的信用水平

根据三峡担保2021年9月29日出具的担保函（编号：SXDB-WH-DBH[2021]11955号），三峡担保为本期债券第一期还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括本期债券第一期的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月更为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2020年，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

图 6 截至 2021 年末三峡担保股权结构图



资料来源：三峡担保提供



三峡担保主要从事融资担保、非融资担保、小额贷款、自有资金投资、投资咨询及财务顾问等业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2021年实现营业收入12.95亿元，其中已赚担保费、利息净收入和投资收益分别占当期营业收入的69.81%、25.64%和1.24%。随着担保业务规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.64%，但受资产结构调整和执行新金融工具准则影响，债券收益由投资收益科目调整至利息净收入，投资收益下滑明显而利息净收入规模有所增长。

表20 三峡担保营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	9.04	69.81%	6.92	64.45%	6.41	57.69%
利息净收入	3.32	25.64%	2.18	20.31%	2.66	23.99%
投资收益	0.16	1.24%	1.11	10.30%	1.44	13.00%
其他收入	0.50	3.86%	0.53	4.94%	0.59	5.32%
合计	12.95	100.00%	10.74	100.00%	11.11	100.00%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保担保业务包括债券担保、借款类担保、非融资担保等，以债券担保为主，2021年当期担保发生额为658.33亿元，同比增加131.52%，主要系借款类担保和债券担保业务大幅增长所致。

表21 近年三峡担保主要财务数据（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	12.95	10.74	11.11
其中：已赚担保费	9.04	6.92	6.41
利息收入	3.32	2.18	2.66
投资收益	0.16	1.11	1.44
营业支出	7.59	6.69	7.92
其中：提取担保赔偿准备金	2.14	1.93	2.10
业务及管理费	1.83	1.85	2.26
信用减值损失	2.25	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	2.03	3.28
营业利润	5.36	4.05	3.18
利润总额	5.32	3.97	3.20
净利润	3.76	2.95	2.85
净资产收益率	5.57%	4.30%	4.13%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

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第一期的信用水平。



十、结论

综上，中证鹏元评定新铜都投资主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券第一期信用等级为AAA。



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。

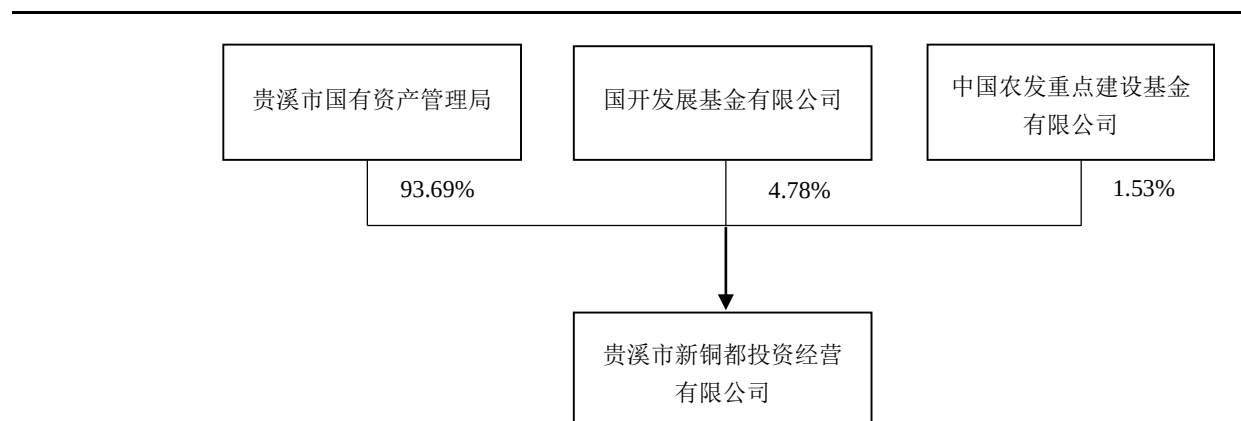


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	1.52	9.92	2.28
存货	96.09	74.18	72.32
流动资产合计	129.66	131.75	112.02
非流动资产合计	32.45	29.40	24.20
资产总计	162.11	161.14	136.22
短期借款	5.00	9.68	0.00
其他应付款（合计）	12.53	0.86	8.63
其他应付款	12.45	0.77	8.63
一年内到期的非流动负债	21.37	7.11	4.88
流动负债合计	39.76	19.65	13.75
长期借款	40.23	42.66	38.37
应付债券	0.00	14.90	0.00
长期应付款	1.00	8.00	8.00
非流动负债合计	42.01	66.31	47.01
负债合计	81.77	85.96	60.76
总债务	67.60	82.35	51.25
营业收入	7.88	5.87	5.42
所有者权益	80.34	75.18	75.46
营业利润	2.36	1.90	1.93
其他收益	2.00	1.40	1.00
利润总额	2.35	1.89	1.93
经营活动产生的现金流量净额	1.23	-12.83	6.60
投资活动产生的现金流量净额	0.17	-12.58	-12.51
筹资活动产生的现金流量净额	-4.50	27.75	4.05
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	13.56%	16.64%	16.97%
收现比	0.63	1.67	1.61
资产负债率	50.44%	53.34%	44.60%
现金短期债务比	0.06	0.59	0.47
EBITDA（亿元）	2.85	2.49	2.48
EBITDA 利息保障倍数	1.20	0.90	1.22

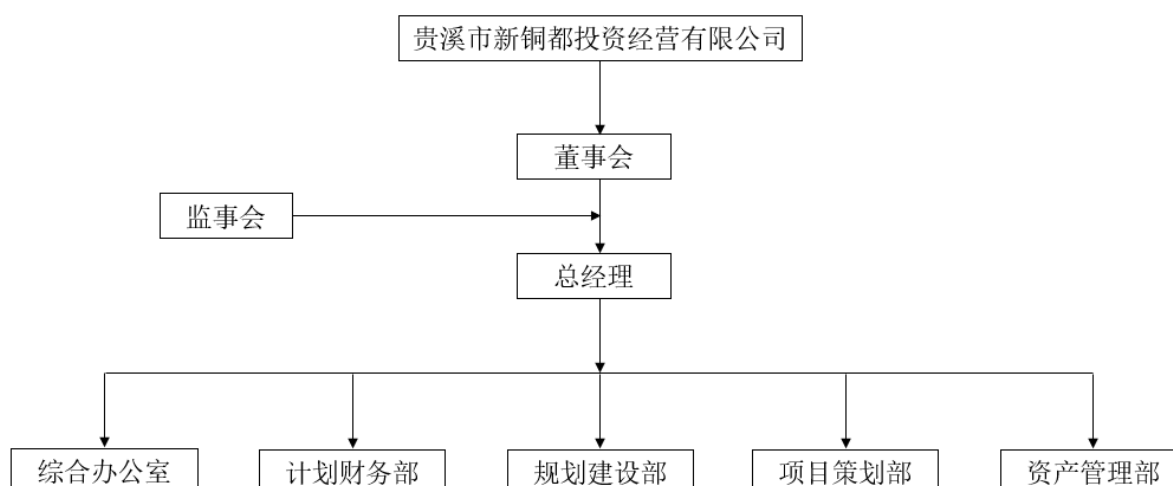
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 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
鹰潭市维康成建设有限责任公司	21,004.85	100%	房屋建筑业

资料来源：公司 2021 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期有息债务
现金类资产	货币资金 + 交易性金融资产 + 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 + 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 + 1 年内到期的非流动负债
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
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、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。