



2021年第一期、第二期抚州市投资发展(集团)有限公司绿色债券2023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。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：

2021年第一期、第二期抚州市投资发展(集团)有限公司¹绿色债券 2023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
21 抚投绿债 01/G21 抚州 1	AA+	AA+
21 抚投绿债 02/G21 抚州 2	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：近年抚州市经济保持良好发展势头，抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司（以下简称“抚州国投”或“公司”）作为抚州市最大的基础设施建设主体，承担了抚州市大量的城市基础设施、交通基础设施和安置房等项目建设，项目储备充足，公司业务多元化经营程度较高且可持续性较好，公司继续获得较大力度的外部支持。同时中证鹏元也注意到，公司资产质量一般且流动性仍较弱，随着业务扩张，公司面临较大的资金压力等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司是抚州市非常重要的基础设施建设主体，近年经营实力稳步提升，未来业务可持续性较好。

评级日期

2023 年 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：游云星
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	1,246.27	1,236.88	1,042.34	852.93
所有者权益	572.29	571.21	398.28	399.46
总债务	477.03	466.33	417.94	352.77
资产负债率	54.08%	53.82%	61.79%	53.17%
现金短期债务比	1.95	1.75	2.82	3.20
营业收入	35.25	115.61	66.55	60.37
其他收益	1.03	5.77	5.37	4.48
利润总额	1.76	9.68	9.05	10.04
销售毛利率	6.19%	7.97%	12.75%	17.10%
EBITDA	--	17.80	12.72	12.49
EBITDA 利息保障倍数	--	0.97	0.89	0.82
经营活动现金流净额	8.59	-24.44	-12.66	-13.00

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 公司名称已于 2022 年 5 月变更为“抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司”。

优势

- **抚州市经济增长保持良好势头。**抚州市距省会南昌仅百公里，区位优势较好。近年抚州市工业经济发展平稳，围绕新能源汽车及零部件、有色金属精深加工、现代信息、新能源新材料、生物医药、绿色农产品深加工六大产业主导推进产业结构优化升级，2022 年抚州市地区生产总值完成 1,945.62 亿元，经济总量保持较快增长。
- **公司是抚州市最大的基础设施建设主体，项目储备充足，未来业务可持续性较好。**公司是抚州市最大基础设施建设主体，承担了抚州市大量的城市基础设施、交通基础设施和安置房等项目建设，截至 2023 年 3 月末，公司主要在建基础设施项目总投资规模较大，尚需投资金额约 28 亿元。
- **公司业务经营多元化程度较高，收入和利润来源较为丰富。**公司主要从事包括基础设施建设、自来水销售、砂石销售等区域专营性较高的公益性和准公益性业务，也开展工程施工、房地产销售、商品贸易等市场化经营业务，具有明显的多元化经营特点，2022 年多项业务促进了公司收入和利润稳步增长。
- **公司仍获得较大力度的外部支持。**2022 年抚州市国资委将抚州市属农业发展集团有限公司（以下简称“抚州农发”）60%股权无偿划转至公司，较大增加了公司的资产规模；2022 年公司获得财政补助 5.77 亿元，对公司利润水平形成有力支撑。

关注

- **公司资产质量一般且流动性仍较弱。**2022 年末公司资产规模同比大幅增长，但主要来自于林权资产的增加，且公司仍有大量资金沉淀于项目建设投入成本、应收扶贫基建项目贷款及与当地政府单位或国企的往来款，回款具有一定不确定性，且公司土地资产大部分未缴纳土地出让金，公司资产整体的集中变现能力仍较弱。
- **资金压力和增长的债务规模。**公司基础设施建设项目和工程施工项目规模较大，项目的拓展和持续推进将推升公司的建设资金缺口，同时农产品贸易、房地产销售等业务的开展同样需要大量营运资金周转，近年公司经营活动现金流量持续净流出。随着公司经营规模的扩张，公司将面临较大的资金压力和融资需求。2022 年公司债务规模进一步增长，目前短期集中偿付压力较小，偿债压力仍较为可控，但仍需持续关注公司未来债务攀升的速度和偿债能力的变化。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司	抚州市主要基础设施建设运营主体	1,236.88	571.21	115.61
抚州市文化旅游投资发展集团有限公司	抚州市文化旅游类基础设施建设	152.34	66.10	18.09
抚州市城市文化旅游服务发展集团有限公司	抚州市重点工业园区基础设施建设投资运营主体、工业产业转型升级投融资主体	146.93	40.01	20.89
抚州高新区发展投资集团有限公司	抚州高新区国有资本运营主体	235.01	97.47	34.29

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：公司 2022 年审计报告、同花顺，中证鹏元整理

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_2022V1.0
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	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	7/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	6/7
	行政层级	3/5			
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					aa
外部特殊支持					1
主体信用等级					AA+

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 aa，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是抚州市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，抚州市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与抚州市政府的联系非常紧密以及对抚州市政府非常重要。同时，中证鹏元认为抚州市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+/21 抚投绿债 01/G21 抚州 1、21 抚投绿债 02/G21 抚州 2	2022-6-27	谢海琳、陈念	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)	阅读全文
AA+/稳定	AA+/21 抚投绿债 01/G21 抚州 1	2021-1-29	谢海琳、阮航	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+/11 抚州债	2012-4-1	杨振斌、徐杨彪	公司债券评级方法 (py_ff 2007V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA/11 抚州债	2010-8-19	黄忠仁、熊小聪	公司债券评级方法 (py_ff 2007V1.0)	阅读全文

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
21 抚投绿债 01/G21 抚州 1	9.00	9.00	2022-6-27	2028-7-28
21 抚投绿债 02/G21 抚州 2	9.00	9.00	2022-6-27	2028-8-27

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

公司于2021年7月发行7年期9亿元的“21抚投绿债01/G21抚州1”、于2021年8月发行7年期9亿元的“21抚投绿债02/G21抚州2”，募集资金均计划用于抚州市城市绿色生态提升工程项目及补充营运资金。截至2023年3月31日，两期债券募集资金专项账户余额分别为11,152.84万元、45,997.47万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2023年3月末，公司注册资本及实收资本均为36,795.00万元，抚州市国资委持有公司88.06%的股权，较上年没有变化，仍为公司的控股股东和实际控制人。

2022年公司一级子公司减少13家（其中9家由一级子公司转为二级子公司，仍在公司合并范围内、2家子公司被注销、1家被无偿划转出）、增加1家，具体变化情况如下：

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的一级子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
抚州市属农业发展集团有限公司	100.00%	20,000.00	初级农产品收购，食用农产品批发，农副产品销售等	无偿划转
2、不再纳入公司合并范围的一级子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
抚州市市政投资建设有限公司	100.00%	8,000.00	承担市政重点工程项目建设任务	无偿划转
抚州诚投融资租赁有限公司	100.00%	30,000.00	融资租赁；设备租赁等	注销
抚州市远大投资建设有限公司	100.00%	10,000.00	市政基础设施、农村基础设施、交通基础设施、水利工程、保障性住房的投资建设等	注销

资料来源：2022年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力

持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债

务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

抚州市紧邻南昌，区位优势明显，招商引资力度较大，工业经济发展平稳，固定资产投资持续拉动经济增长，一般公共预算收入较为稳定，但人均GDP水平较低

区位特征：抚州紧临南昌，为“大南昌都市圈”两大支撑之一。抚州市位于江西省东部，是离省会南昌最近的地级市，福银高速、济广高速、抚吉高速、资光高速及向莆铁路、沪昆高铁等穿境而过，是打造融合一体发展的“大南昌都市圈”两大支撑之一²，同属鄱阳湖生态经济区、海西经济区、原中央苏区振兴发展战略区、长江中游城市群、江西省生态文明先行示范区五个国家级区域发展平台。抚州市历史悠久，2022年1月，国务院批复将抚州市列为国家历史文化名城³，城市内涵更加丰盈厚重。抚州市农业基础较好，是国家区域性商品粮基地。抚州下辖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。截至2022年末，抚州市常住人口357.90万人，常住人口城镇化率（城镇常住人口占总人口的比重）58.58%，比2021提高0.62个百分点。

经济发展水平：抚州市经济增长保持良好势头，人均GDP水平逐步提升但仍较低。2022年抚州市地区生产总值完成1,945.62亿元，三次产业比由上年的12.7：38.9：48.4调整为12.4：39.4：48.2，三次产业对GDP增长的贡献率分别为8.9%、44.4%、46.7%。2022年，抚州市固定资产投资保持较高增速，社会消费品零售总额增速大幅回落，进出口总额进一步实现大幅度增长。近年来抚州市经济总量保持较快增长，经济总量居于全省中下游，但人均GDP水平靠后，2022年抚州市人均GDP为5.44万元，是同期全国人均GDP的63.43%，较上年有所提升，但经济发展水平仍较低。此外，以都市圈、城市群为牵引的经

² 两大支撑为九江市、抚州市。

³ 截至2022年1月，国家历史文化名城合计140座。

济“极化”趋势日益明显，省内南昌、九江、上饶、赣州等对抚州形成强烈“挤压”态势，集聚人才、资金等生产要素将面临一定挑战。

表2 江西省各设区市 2022 年经济财政指标情况（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
南昌市	7,203.50	4.10%	11.02	457.68
赣州市	4,523.63	5.20%	5.03	306.06
九江市	4,026.60	4.30%	8.83	303.40
宜春市	3,473.12	5.30%	6.99	277.48
上饶市	3,309.70	5.10%	5.14	250.86
吉安市	2,750.33	5.10%	6.22	190.87
抚州市	1,945.62	5.00%	5.44	137.20
新余市	1,252.15	4.80%	10.41	88.94
鹰潭市	1,237.55	4.90%	10.71	100.28
景德镇市	1,192.19	4.70%	7.35	94.00
萍乡市	1,160.33	2.00%	6.41	107.11

资料来源：江西省统计局，中证鹏元整理

表3 抚州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,945.62	5.0%	1,794.55	8.0%	1,572.51	3.7%
固定资产投资	-	8.3%	-	9.6%	-	8.7%
社会消费品零售总额	665.90	5.5%	631.48	17.1%	539.26	3.2%
进出口总额	284.18	32.6%	214.30	23.2%	173.87	14.1%
人均 GDP（元）	54,362		50,135		50,136	
人均 GDP/全国人均 GDP	63.43%		61.61%		61.91%	

注：人均 GDP=当年 GDP/当年常住人口

资料来源：抚州市 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报、2022 年 1-12 月抚州市综合统计数据，中证鹏元整理

产业情况：抚州市聚焦于“2+4”主导产业，即新能源汽车及零部件、有色金属精深加工两大优势产业以及现代信息、新能源新材料、生物医药、绿色农产品深加工四大新兴产业，推动传统优势产业提质提效、优化升级，工业园区经济聚集效应较为明显。2022年，抚州市“2+4”主导产业实现营业收入1757.9亿元，同比增长17.67%，占全市规模以上企业营业收入的69.2%，其中：有色金属产业实现营业收入867.86亿元，同比增长5.9%，占全市规模以上企业营业收入的34.1%；新能源汽车及零部件产业实现营业收入254.84亿元，同比增长111.6%，占全市规模以上企业营业收入的10%，此外，新能源新材料产业实现营业收入247.6亿元、数字经济（含现代信息）产业实现营业收入191.37亿元、绿色农林产品深加工产业实现营业收入109.25亿元、生物医药产业实现营业收入87.47亿元。2022年，抚州新能源汽车产业园一期项目顺利投产达产、二期项目签约落地，项目建成后将实现年产60万辆整车、万亩产业园、

千亿产值；同时，抚州市稳步推动有色金属产业向精深加工转型升级，全力打造全国区域性新能源汽车制造中心和国家级有色金属精深加工基地。截至2022年末，全市规模以上工业企业达到1,314家，规模以上工业完成销售产值2,541.32亿元，同比增长11.4%。2022年，抚州市工业园区完成营业收入2,474.87亿元，工业园区的经济聚集效应较为明显。目前抚州市境内上市公司3家，包括博雅生物（300294.SZ）、新元材料（300472.SZ）、志特新材（300986.SZ）。

发展规划及机遇：根据《抚州市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，抚州市坚持“融入南昌，对接海西，建设向莆经济带”发展战略，全面融入大南昌都市圈，着力增强抚州对大南昌都市圈发展的重要支撑作用。因此，抚州市将持续推进城市交通基础设施建设。产业政策和发展方面，抚州市以先进制造业为核心，加快培育新一代信息技术、汽车及零配件、生物医药、新能源新材料四大先进制造产业集群，重点推进四大主导产业链优化升级等。

财政及债务：抚州市财政自给率低，对土地财政依赖度较大，近年债务规模快速扩张。近年抚州市一般公共预算收入微幅增长，总量在全省排名中下游，和GDP排名匹配，其中2022年受增值税留抵退税因素影响，税收收入占比下降至64.94%。抚州市财政自给率常年不足30%，财政自给程度低。政府性基金收入成为当地主要的财政收入来源，但受房地产市场景气度下行影响，土地成交量和成交价格大幅下降，国有土地使用权出让收入大幅下降，导致2022年政府性基金收入同比大幅下降34%。近年抚州市地方政府债务余额持续增长，债务扩张较快。

表4 抚州市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	137.20	131.87	130.34
税收收入占比	64.94%	72.43%	72.20%
财政自给率	25.88%	26.36%	26.07%
政府性基金收入	170.75	258.88	281.00
地方政府债务余额	744.31	648.87	445.79

资料来源：2020-2022 年抚州市预算执行情况，抚州市地方政府网站，抚州市财政局官网，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是抚州市最大的基础设施建设主体，承担了抚州市大量的城市基础设施、交通基础设施和安置房等项目建设，项目储备充足，未来业务可持续性较好；同时，公司还开展抚州市供水、砂石销售等区域专营性较强的业务，并从事工程施工、房地产销售、商品贸易等多种市场化业务。公司业务多元化经营程度较高，且具有较强的区域竞争力，2022年公司收入和利润实现稳步增长

公司为抚州市最大的基础设施建设主体，主要从事基础设施建设、工程施工、商品贸易等业务，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。2022年公司实现营业收入115.61亿元，较上年同期增长73.73%，主要系新增农业活动收入，且工程施工业务收入和销售商品收入大幅增加所致；

2022年公司销售毛利率为7.97%，较上年同比明显下滑，主要系收入结构变化且毛利率较低的商品销售业务收入占比大幅提升所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程施工收入	8.31	23.56%	9.43%	24.78	21.43%	6.69%	11.98	18.01%	5.97%
农业活动收入	6.07	17.22%	2.54%	22.71	19.64%	5.65%	-	-	-
销售商品收入	12.29	34.85%	0.64%	22.55	19.51%	0.50%	9.28	13.95%	1.02%
基础设施建设 项目收入	3.35	9.50%	10.00%	17.99	15.56%	12.32%	15.83	23.78%	11.60%
演出住宿餐饮旅 游收入	1.07	3.03%	10.02%	8.86	7.66%	2.05%	8.24	12.39%	5.47%
砂/砾石收入	1.90	5.39%	31.49%	7.81	6.75%	23.80%	9.16	13.76%	28.44%
房地产销售收入	1.15	3.27%	11.00%	6.17	5.34%	14.54%	8.35	12.54%	27.20%
供水及安装收入	0.37	1.06%	40.23%	1.98	1.71%	35.08%	1.54	2.32%	34.08%
其他业务收入	0.75	2.12%	2.75%	2.77	2.40%	11.24%	2.17	3.26%	-0.52%
营业收入合计	35.25	100.00%	6.19%	115.61	100.00%	7.97%	66.55	100.00%	12.75%

注：其他业务收入包括勘测、测绘、规划收入、保安押运收入和混凝土收入等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司作为抚州市重要的基础设施建设主体，承担了抚州市大量的城市基础设施、交通基础设施、安置房等项目建设业务，目前公司项目储备仍较为充足，未来业务可持续性较好；同时，随着项目的持续推进，公司也面临一定的资金压力

公司基础设施建设业务主要由公司本部及子公司抚州市广厦安居工程投资建设有限公司（以下简称“广厦安居”）、抚州市城市文化旅游服务发展集团有限公司（以下简称“抚州文旅”）等负责运营，主要承担抚州市的道网工程、棚户区改造、经济适用房等基础设施建设、文化旅游项目以及交通基础设施建设。公司基础设施建设业务采用委托代建、政府购买服务和自建自营等模式。

对于公司本部，主要采用政府购买服务和委托代建模式。政府购买服务模式，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购买，并按协议约定分期向公司支付购买资金。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。投资回报大致为8.50%-10.00%。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。

对于子公司抚州文旅，通过与抚州市城市旧城改造开发有限公司（以下简称“抚州城改”）签订项目建设协议书开展基础设施项目建设。待项目完工后，双方将根据抚州城改及监理单位出具的完工证明，

按项目建设协议书约定确认项目实际投入成本，并按照该实际投入成本加上15%利润确定最终的资产转让价，在完成资产移交后由抚州城改安排支付。

对于子公司广厦安居，主要通过自建自营方式开展安置房和公租房项目建设。安置房项目业务模式主要为：子公司广厦安居通过招拍挂形式获得安置房小区的土地使用权后开展安置房项目建设，土地性质为“出让”，土地用途为“居住用地（含商业配套）”或“商业、住宅”。公司所承建的安置房小区均用于拆迁户的异地安置，待项目竣工验收后，房管局代拆迁户通过团购的方式向公司购买安置房，剩余少量房源面向市场销售。公租房项目业务模式为政府和社会资本合作（PPP）模式：公司作为公开招标选定的社会资本方参与公租房项目建设，并由子公司广厦安居具体负责公租房项目的设计、融资、建设、运营维护及移交。截至目前，公司建设的公租房项目均已列入财政部PPP项目库，项目合作期均为25年。项目运营期内，由广厦安居收取公租房对外出租的全部经营收益及可行性缺口补助；项目运营期届满后，由广厦安居向抚州市房管局移交公租房的相关产权。2022年、2023年1-3月，公司分别实现基础设施建设项目收入17.99亿元和3.35亿元。

截至2023年3月末，公司主要在建基础设施项目预计总投资为64.35亿元，未来尚需投资27.99亿元，主要包括市科技文化传媒综合体项目、赣东学院建设工程和江西中医药高等专科学校改扩建项目等。公司项目建设前期需要垫付资金，近年公司经营活动产生的现金流持续大额净流出，随着项目的持续推进，公司面临一定的资金压力。

表6 截至 2023 年 3 月末公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资金额
主要在建项目			
市科技文化传媒综合体	213,290.00	116,845.00	96,445.00
赣东学院建设工程	149,000.00	32,940.00	116,060.00
江西中医药高等专科学校改扩建项目	120,825.91	100,050.00	20,775.91
西津家园租赁房建设项目	67,724.00	64,645.00	3,079.00
揭暄家园（租赁房）建设项目	41,148.20	19,870.00	21,278.20
北辰院子城市棚户区改造工程	24,526.00	16,896.00	7,630.00
钟岭水厂改扩建及城区老旧管网提升改造项目	20,000.00	10,300.00	9,700.00
抚州市第二职业技术学院改扩建项目（一期）	7,000.00	2,100.00	4,900.00
合计	643,514.11	363,646.00	279,868.11

资料来源：公司提供

“21抚投绿债01/G21抚州1”、“21抚投绿债02/G21抚州2”募投项目均为抚州市城市绿色生态提升工程项目。截至2023年3月末，抚州市城市绿色生态提升工程项目累计已投入7.04亿元，完成总投资的41.19%，募投项目建设进度不达预期，主要系因为子项目生活垃圾分类、处理及公厕项目因市内规划变化暂未开工所致。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，募投项目涉及

到的收益种类较多，还存在运营收益不达预期的可能。

（二）工程施工业务

公司拥有多种工程施工资质，主要通过招投标承接经营性的市场化项目，业务范围涵盖抚州市内及抚州市外，是公司重要的收入和利润来源；随着项目推进及业务扩张，公司也面临一定的资金压力

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”）、抚州文旅负责经营。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。赣东路桥拥有公路工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级、房屋建筑工程总承包一级等资质。

业务模式方面，同鑫建工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款。工程款结算模式随同鑫建工与不同项目实施主体签订的合同条款约定而不同，业务范围主要为抚州市域。

赣东路桥主要通过招投标承接纯经营的市场化项目，以高速公司及一级公路工程为主，其他项目为辅。从项目性质来区分，高速公路项目大部分来源银行融资，有收费权，属纯经营性项目；一级公路项目大部分来源于中央财政车船税及附加，不涉及增加地方政府债务。公司项目按区域来区分，项目大部分均在抚州市级以外，抚州市本级项目占比较小。投标阶段，公司会向招标方支付投标保证金。招标结束后，公司会根据项目具体情况（主要为项目投资方资金实力，以往项目建设经历，双方合作状况等因素）与项目投资人谈判，并签署相关合同。

2022年、2023年1-3月，公司分别实现工程施工收入24.78亿元和8.31亿元。2022年公司工程施工收入较上年同比增长106.77%，主要系工程项目结算量增加导致工程施工收入增加所致。截至2022年末，公司主要在建的工程项目合同金额36.87亿元，为公司工程施工业务收入提供了保障，但收入规模可能受项目建设进度及结算量影响存在波动，同时随着项目推进和业务扩张，公司也面临一定的资金压力。

表7 截至 2022 年末公司主要在建的工程施工项目情况（单位：亿元）

项目名称	合同金额	累计收到工程款	累计确认收入
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	7.9	3.7	3.49
S208 东乡寨上至岗上积段等建设项目设计施工总承包 EPC 项目	5.83	2.74	2.57
揭惠高速揭阳市区连接线 2 标项目经理部	4.16	4.22	3.72
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	3.79	1.4	1.29
乐安县 2017 年度交通基础设施工程 EPC 项目（A 标段）	3.77	2.07	1.91
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）	2.85	0.72	0.72
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）	2.8	1.64	1.5
235 国道金华婺城至武义公路工程（婺城段）公路项目 TJ1 施工标段	2.37	1.9	1.74
安福县泰山至洋溪环武功山旅游公路 EPC 项目	1.84	2.34	2.15
乐安县 2017 年度交通基础设施工程 EPC 项目（B 标段）	1.56	0.81	0.75
合计	36.87	21.53	19.83

资料来源：公司提供

（三）供水及安装业务和砂/砾石业务

公司拥有抚州市市区唯一的自来水公司，主要承担城市建成区和新开发区的自来水供应，在当地具有较强的区域专营性；公司子公司是抚州市唯一一家拥有采砂许可证合法经营相关河道采砂的公司，业务具有一定的区域专营性

公司供水业务分为自来水业务和供水安装业务，其中自来水业务由子公司抚州公用水务有限公司（以下简称“供水公司”）负责，供水公司是抚州市市区唯一的自来水公司，主要承担城市建成区和新开发区的自来水供应，在当地具有较强的区域专营性；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，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。

截至2022年末，供水公司正在运营的水厂有3座，日供水能力达23万吨。2022年抚州市水价小幅提升，用户数和实际售水量的同比增长，2022年公司实现自来水收入0.96亿元，安装收入1.02亿元。

表8 2021-2022 年公司供水及安装业务情况

项目	2022 年	2021 年
日供水能力（万吨/日）	23.00	23.00
实际供水量（万吨/年）	6,947.00	6,179.00
实际售水量（万吨/年）	5,484.00	4,841.00
用户数（户）	255,510	233,474
平均售水价格（元/吨）	1.64	1.62
自来水收入（亿元）	0.96	0.83
安装收入（亿元）	1.02	0.72

资料来源：公司提供

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（以下简称“赣抚建材”）及其子公司负责运营。2020年4月26日，为完善河道采砂统一经营管理体制，江西省抚州市政府办公室印发了《抚州市人民政府关于深化和完善全市河道采砂统一经营管理体制的实施意见》，将全市各县（区）河道砂石资源全部纳入赣抚建材统一开采经营管理范围。赣抚建材是抚州唯一一家经水利局核发采砂许可证、可合法在相关河道采砂的公司，采砂权有效期平均为1年左右，每年发放新的许可证，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。

赣抚建材所产砂石主要用于搅拌站、建筑工程及居民用砂。砂/砾石销售客户主要为抚州市内建材企业和个体工商户，客户较分散，一般采取先收款后发货的结算方式，公司具有较强的行业话语权。2022年公司实现砂/砾石业务收入7.81亿元，较上年同期均有所减少，主要系受环境影响采砂量缩减所致。

（四）房地产开发和销售业务

公司子公司拥有房地产开发二级资质，主要负责商品房和安置房、廉租房等经济适用房的开发建

设，随着在建项目的持续销售，公司能实现一定的现金流入，但受当地房地产市场景气影响存在波动

公司房地产业务主要由其子公司抚州市宇恒房地产开发有限公司及下属公司承担，宇恒公司拥有房地产开发二级资质。业务模式方面，公司负责商品房项目以及安置房、廉租房等经济适用房项目的开发建设，建成后将安置房、廉租房等经济适用房用于安置后的剩余部分和纯商品房项目面向市场出售，从而实现房地产销售收入。2022年公司实现房地产销售收入6.17亿元，主要来自梦湖公馆、梦湖天玺项目。

截至2023年3月末，公司已完工在售的房地产开发项目为梦湖公馆项目，该项目总建筑面积11.16万平方米，已销售面积7.74万平方米，已销售金额6.38亿元。截至2023年3月末，公司主要在建房地产项目为梦湖天玺项目，计划总投资18.00亿元，已投资14.00亿元。随着在售项目的持续销售，将为公司带来一定的现金流入，可能受项目建设进度及当地房地产市场景气影响存在波动。

表9 截至 2023 年 3 月末公司主要房地产项目建设及销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	已销售面积	已销售金额	计划总投资	已投资金额
梦湖公馆	11.16	7.74	6.38	5.52	5.52
梦湖天玺	33.68	9.32	7.07	18.00	14.00
合计	44.84	17.06	13.45	23.52	19.52

资料来源：公司提供

（五）商品贸易业务

2022年公司商品贸易业务销售规模大幅增加，但毛利率较低，拉低了公司整体的盈利能力；2022年公司新增农产品贸易业务，该业务上下游均对公司资金形成一定占用，且客户资质一般，需关注该业务的货款回收风险和预付款坏账风险

公司商品贸易业务包括建材类商品贸易业务和农产品贸易业务，分别由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”）、赣抚建材和抚州农发负责。供应链公司销售的商品主要为建材商品，包括钢筋、混凝土、铜材等建筑施工用材料以及纸张等，客户所在区域涵盖抚州市、南昌市及新余市等；赣抚建材自2022年起开始从事商品销售业务，主要销售商品为铜。抚州农发系2022年1月被无偿划入公司，主要从事农产品供应链贸易业务，主要销售产品包括粮食、木材、鸡蛋、毛竹等。

供应链公司主要业务模式为现款现货，下游企业发送订单至公司，将款项汇入公司指定账户后，公司向上游厂商发送订单，上游厂商确认后，公司打款给上游以购买下游企业订购的产品。除此之外，公司也存在部分替下游先垫付资金的情况。公司的下游客户所在区域涵盖抚州市、南昌市及新余市等。2022年公司实现建材等商品贸易业务收入22.55亿元，较上年大幅增加；毛利率仅0.50%，同比大幅下滑。

表10 2022 年公司前五大建材类商品贸易业务客户情况（单位：万元）

客户名称	所在区域	销售产品	销售额	占相关收入比重
江西省江旅产融供应链科技有限公司	南昌市	钢筋	36,036.70	15.98%
抚州鑫兴特建材有限公司	抚州市	钢筋	26,340.75	11.68%

江西勤天金属有限公司	抚州市	钢筋	23,012.97	10.20%
南城伟业金属发展有限公司	抚州市	钢筋	15,714.01	6.97%
抚州高新供应链管理有限公司	抚州市	钢筋	12,674.45	5.62%
合计			113,778.88	50.45%

资料来源：公司提供

表11 2022 年公司前五大建材类商品贸易业务供应商情况（单位：万元）

供应商名称	采购产品	采购金额	占相关成本比重
方大特钢科技股份有限公司	钢筋	73,211.18	16.69%
江西赣铁物流有限公司	钢筋	14,167.07	3.23%
抚州高新金盛实业有限公司	铜	12,674.19	2.89%
江西省伟梦钢铁贸易有限公司	钢筋	12,398.82	2.83%
江西金投创智发展有限公司	钢筋	4,938.05	1.13%
合计	-	117,389.31	26.76%

资料来源：公司提供

农产品贸易业务采取以销定采的采购模式，公司收到下游订单后向上游订货，上游收款后发货至下游仓库，因此公司不存在库存压力及存货风险。农产品贸易业务的上游供应商主要为个体农户、养殖户、木材种植方户等，主要通过先款后货的模式向上游采购；下游客户主要为农副产品经销商，主要采用先货后款的方式向下游销售，货款的结算具有一定周期，下游客户账期外需额外支付欠款利息及违约金。整体看，公司的上游供应商和下游客户均对公司资金有一定占用，且客户资质一般，需关注可能存在的货款回收风险和预付款坏账风险。2022年公司实现农产品贸易业务收入22.71亿元，毛利率为5.65%。

表12 2022 年公司前五大农产品贸易业务客户情况（单位：万元）

客户名称	销售产品	销售额	占相关收入比重
湖南华菱湘潭钢铁有限公司	焦炭	18,845.01	8.30%
抚州市绿缘实业有限公司	生猪	14,654.00	6.45%
湖南晟旺工贸有限公司	焦炭	12,437.23	5.48%
江西南丰振宇实业集团有限公司	木材	10,698.00	4.71%
江西山土农业发展有限公司	鸡蛋	10,224.00	4.50%
合计	-	66,858.24	29.44%

资料来源：公司提供

表13 2022 年公司前五大农产品贸易业务供应商情况（单位：万元）

供应商名称	采购产品	采购金额	占相关成本比重
江西宏宇能源发展有限公司	焦炭	31,250.94	14.59%
江西中育农牧发展有限公司	生猪	10,762.47	5.02%
农户（鸡蛋）	鸡蛋	9,963.00	4.65%
柳城县吉嘉木业有限公司	毛竹	5,425.00	2.53%
柳城县鸿林王木业有限公司	木材	4,967.00	2.32%
合计	-	62,368.41	29.11%

资料来源：公司提供

（六）外部支持

公司在股权划转、财政补贴等方面继续得到了地方政府的大力支持

资本注入方面，2022年抚州市国资委将抚州农发60%股权无偿划转至公司，公司资本公积增加56.56亿元。

财政补贴方面，2022年公司获得政府补助5.77亿元，包括基础设施建设专项补贴5.08亿元、公交燃油补贴0.38亿元和给予抚州农发的补贴0.31亿元。

六、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2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采了用新会计准则编制。2021年公司纳入合并范围的一级子公司为28家；2022年公司纳入合并范围的一级子公司合计16家；2023年1-3月，公司合并范围未发生变化。公司合并范围见附录四。

资本实力与资产质量

因股权划入和业务扩张，2022年公司资本实力得到增强，总资产规模同比大幅增加；公司仍有大量资金沉淀于项目建设投入和应收扶贫基建项目贷款及与当地政府单位或国企的往来款，土地资产大部分未缴纳土地出让金，且存在一定规模的公益性资产，公司资产整体的集中变现能力仍较弱

随着经营规模扩张和对外融资增长，2022年公司总负债规模有所上升。公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润等构成，因2022年抚州农发60%股权无偿划入公司，2022年末公司所有者权益大幅增加。综合影响下，2022年末公司产权比率下降至117%，所有者权益对负债的保障程度有所改善。

图 1 公司资本结构

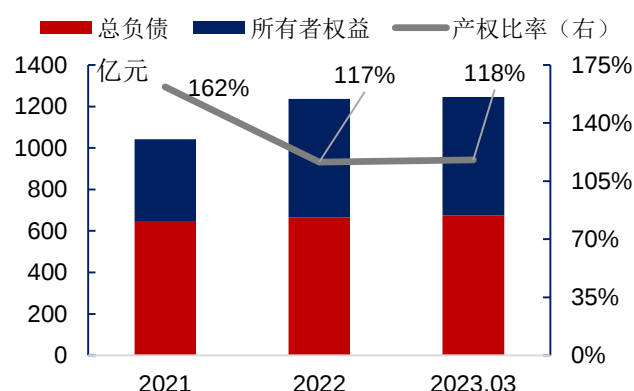
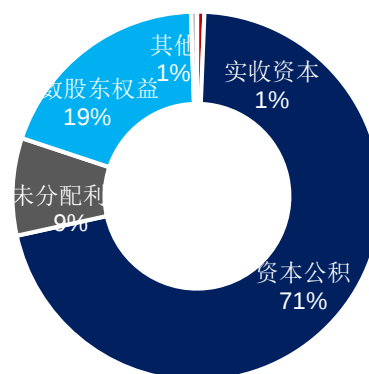


图 2 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因政府无偿划入股权以及业务扩张等原因，2022年公司资产规模大幅增加至1,236.88亿元。公司资产结构仍以流动资产为主，主要构成系存货、无形资产、其他应收款、其他权益工具投资和货币资金。

公司存货主要由开发成本和库存商品构成。2022年末公司存货账面价值406.75亿元，开发成本和库存商品分别为389.81亿元和16.73亿元。开发成本主要系在建项目的土地使用权及项目建设成本，其中土地使用权账面价值139.20亿元，公司合计94宗土地土地使用权，主要为商业、住宅用地，其中以出让方式取得的土地使用权57宗，账面价值合计138.67亿元，已缴纳土地出让金的土地资产占比20.70%，已抵押的土地资产11.72亿元，对全部土地资产占比为8.42%；剩余250.61亿元系尚未竣工决算的基础设施项目和待售房产的建设成本，主要包括抚州市棚户区改造项目、亚行抚州城市基础设施综合改善项目等。

公司无形资产主要系林权、采砂权和土地使用权。2022年公司无形资产账面价值203.65亿元，较上年末大幅增加，主要系2022公司将抚州农发纳入合并范围，导致林权增加125.90亿元所致，林权主要系公益性资产。采砂权是子公司赣抚建材司及下属子公司的采砂权，按评估价值入账。

公司其他权益工具主要系对抚州市当地城投平台的股权投资，截至2022年末公司其他权益工具投资账面为134.39亿元，较上年基本持平，其中对前五大投资对象抚州市临川区城镇建设开发投资有限公司、广昌县城市建设投资集团有限公司、乐安县城市投资发展有限公司、崇仁县城市建设投资发展有限公司和抚州市东乡区城市投资开发有限公司的股权投资金额合计79.02亿元。

公司货币资金主要构成系银行存款和其他货币资金。2022年末公司货币资金余额118.64亿元，因偿还到期债务较上年末有所下降，其中银行存款108.62亿元，1.08亿元因司法冻结、1.68亿元为大额存单、7.25亿元为开立银行承兑汇票保证金而使用受限。

其他资产方面，规模相对较大的资产主要系应收账款、固定资产、在建工程、投资性房地产和其他非流动资产。公司应收账款主要构成系公司应收混凝土销售款、工程款及水费等款项，2022年末公司应收账款余额33.95亿元，较上年末大幅增加，主要系抚州城建集团工程项目建设依照合同约定确认应收工程款所致；公司固定资产以房屋建筑物为主，2022年末固定资产账面价值31.75亿元，较上年同比大幅增长系抚州农发纳入合并范围所致；公司在建工程系自建自营项目的投入成本，2022年末公司在建工程规模为27.44亿元，较上年大幅增加，主要系新承接的项目增加所致；公司投资性房地产系抚州文旅通过划拨取得的文昌雅苑、祥和家园、悦居佳园、怡居佳园和民心佳园等保障房资产，用于对外出租，按公允价值模式计量，2022年末公司投资性房地产账面价值36.60亿元，较上年末的变化主要系市场公允价值变动所致；公司其他非流动资产主要系公司本公司自建、委托代建项目及市政府办公楼、道路等，主要为公益性资产，2022年末其他非流动资产账面价值38.29亿元，较上年变化不大。

受限资产方面，截至2022年末公司受限资产账面价值47.15亿元，对期末净资产占比8.25%，主要系因融资抵押的房产、土地使用权以及受限的货币资金。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	131.19	10.53%	118.64	9.59%	134.18	12.87%
应收账款	33.26	2.67%	33.95	2.75%	17.50	1.68%
其他应收款	138.37	11.10%	168.84	13.65%	159.35	15.29%
存货	431.80	34.65%	406.75	32.89%	391.65	37.57%
流动资产合计	761.44	61.10%	745.80	60.30%	717.80	68.86%
固定资产	33.24	2.67%	31.75	2.57%	14.09	1.35%
在建工程	32.49	2.61%	27.44	2.22%	13.17	1.26%
其他权益工具投资	133.28	10.69%	134.39	10.86%	134.53	12.91%
投资性房地产	36.59	2.94%	36.60	2.96%	37.04	3.55%
无形资产	199.89	16.04%	203.65	16.47%	79.07	7.59%
其他非流动资产	30.43	2.44%	38.29	3.10%	37.97	3.64%
非流动资产合计	484.82	38.90%	491.08	39.70%	324.54	31.14%
资产总计	1,246.27	100.00%	1,236.88	100.00%	1,042.34	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务多元化经营程度较高，受益于商品贸易业务和工程施工业务扩张，2022年公司营业收入同比大幅增长，但收入结构的调整也使得公司盈利能力弱化，政府补助仍有效提升了公司了利润水平

公司业务多元化经营程度较高，既有区域专营性较高的公益性和准公益性业务，也有大量市场化经营业务。2022年公司实现营业收入115.61亿元，较上年同期增长73.73%，主要系商品贸易收入和工程施工收入大幅增加所致，其中工程施工收入、商品贸易收入和基础设施建设收入合计占比为76.14%，砂石收入、房地产销售收入以及演出住宿餐饮旅游收入是公司收入来源的重要补充。截至2022年3月末，公司在建基础设施项目储备充足，且账面待结算资产规模较大，未来业务收入仍有较好保障。

毛利率方面，2022年公司销售毛利率为7.97%，较上年同期下降4.78个百分点，主要系毛利率较低的商品贸易收入规模及占比大幅增加，拉低了公司整体的盈利能力。此外，公司的基础设施建设项目根据不同项目的回款协议，因此毛利率略有波动；2022年因采砂权所计提的无形资产摊销较多，导致砂石业务毛利率有所下滑。

政府补助方面，2022年公司获得政府补贴5.77亿元，占当年利润总额的59.65%，政府补助对公司利润贡献较大。

表15 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
营业收入	35.25	115.61	66.55
营业利润	1.75	9.97	8.65

其他收益	1.03	5.77	5.37
利润总额	1.76	9.68	9.05
销售毛利率	6.19%	7.97%	12.75%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

随着业务扩张和项目建设的持续推进，2022年公司债务规模有所增加，公司债务以长期债务为主，短期集中偿付压力较小，且公司备用流动性较为充裕，整体看目前公司偿债压力仍较为可控，但仍需持续关注公司未来债务攀升的速度和偿债能力的变化

随着业务扩张和项目建设的持续推进，公司对外融资需求增加，2022年公司负债总额和债务规模进一步增加。2022年末公司负债总额665.66亿元，其中债务规模 466.33亿元。融资渠道方面，公司债务以银行借款和债券融资为主，并有少量的非标融资。其中，银行借款余额222.23亿元，公司短期借款以信用借款为主，长期借款主要为担保借款和抵质押借款，借款年利率在1.20%-5.60%之间；债券融资余额223.14亿元，2023年1-3月，公司新增发行5只债券，截至2023年6月20日，公司存续债券合计30只，债券余额199.82亿元，票面利率在2.99%-5.70%之间。期限结构方面，截至2022年末公司一年以内到期债务余额为67.52亿元，对总债务占比为14.48%，结合公司账面货币资金及再融资能力，公司的短期集中偿付压力较小。

其他负债方面，规模和占比相对比较高的主要系长期应付款、其他应付款、应付账款和合同负债。2022年末公司长期应付款科目账面余额101.70亿元，较上年末基本持平，主要包括93.71亿元专项应付款（其中采砂权出让费70.59亿元，其余为财政专项资金、项目配套资金等）和7.99亿元应付的融资租赁款、投资款及信托借款等；2022年末公司其他应付款余额为45.98亿元，较上年末有所减少，主要系对抚州市财政局、抚州高新建设投资有限公司等往来款；2022年末公司应付账款余额为30.47亿元，较上年末大幅增加，主要系应付工程款增加所致；2022年末公司合同负债余额为20.84亿元，主要构成系公司预收合同未履约货款，2022年因工程项目履约确认收入导致合同负债余额减少。

表16 截至 2023 年 6 月 20 日公司存续债务融资工具情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行规模	债券余额	发行利率	发行日期	到期日	发行期限
23 抚州国投 PPN002	4.00	4.00	4.20	2023-03-23	2026-03-27	3.00
23 抚州国投 PPN001	5.00	5.00	4.38	2023-03-14	2026-03-16	3.00
23 抚州 02	5.00	5.00	4.57	2023-03-02	2026-03-06	3.00
23 抚州 01	5.00	5.00	5.19	2023-02-09	2028-02-13	5.00
23 抚州投资 SCP001	10.00	10.00	3.93	2023-01-04	2023-09-28	0.73
22 抚州投资 CP001	12.00	12.00	4.77	2022-12-21	2023-12-23	1.00
22 抚州 06	11.00	11.00	3.65	2022-11-07	2027-11-09	5.00
22 抚州 05	14.00	14.00	3.50	2022-10-19	2027-10-21	5.00
22 抚州 04	2.00	2.00	2.99	2022-08-24	2027-08-26	5.00
22 抚州国资 PPN001	8.00	8.00	3.78	2022-06-24	2025-06-28	3.00

22 抚州 03	5.00	5.00	3.98	2022-06-13	2027-06-15	5.00
22 抚州投资 MTN001	9.00	9.00	3.38	2022-05-27	2027-05-31	5.00
22 抚州 02	8.00	8.00	3.55	2022-02-24	2027-02-28	5.00
21 抚州投资 PPN003	3.00	3.00	4.05	2021-11-23	2026-11-25	5.00
21 抚州投资 MTN003	3.00	3.00	3.65	2021-11-18	2026-11-22	5.00
21 抚投绿债 02	9.00	9.00	4.41	2021-08-25	2028-08-27	7.00
21 抚州投资 MTN002	10.00	10.00	3.65	2021-08-05	2026-08-09	5.00
21 抚州 04	10.00	10.00	3.61	2021-08-03	2026-08-05	5.00
21 抚投绿债 01	9.00	9.00	4.47	2021-07-26	2028-07-28	7.00
21 抚州投资 MTN001	6.00	6.00	4.07	2021-06-07	2026-06-09	5.00
21 抚州投资 PPN002	2.00	2.00	4.64	2021-04-25	2024-04-27	3.00
21 抚州 02	15.00	15.00	4.50	2021-03-18	2026-03-22	5.00
21 抚州 01	7.00	7.00	4.69	2021-01-20	2026-01-22	5.00
21 抚州投资 PPN001	9.00	0.80	4.75	2021-01-08	2024-01-12	3.00
20 抚州 02	8.00	8.00	4.88	2020-11-23	2025-11-25	5.00
20 抚州 01	10.00	10.00	4.70	2020-09-15	2025-09-17	5.00
20 抚州投资 MTN002	6.50	1.20	3.57	2020-04-01	2025-04-03	5.00
20 抚州投资 MTN001	5.00	0.10	3.49	2020-03-11	2025-03-13	5.00
19 抚州投资 MTN004	4.00	4.00	4.48	2019-12-24	2024-12-26	5.00
17 抚投专项债	9.30	3.72	5.70	2017-10-27	2024-10-30	7.00
合计	223.80	199.82				

资料来源：同花顺，中证鹏元整理

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32.30	4.79%	27.90	4.19%	13.43	2.09%
应付账款	29.16	4.33%	30.47	4.58%	16.44	2.55%
应付票据	22.14	3.28%	11.28	1.69%	1.43	0.22%
合同负债	22.28	3.31%	20.84	3.13%	52.65	8.18%
其他应付款	28.51	4.23%	45.98	6.91%	57.69	8.96%
一年内到期的非流动负债	17.61	2.61%	15.14	2.27%	22.96	3.57%
流动负债合计	171.53	25.45%	173.11	26.01%	179.52	27.87%
长期借款	190.20	28.22%	179.19	26.92%	176.22	27.36%
应付债券	214.79	31.87%	209.94	31.54%	185.81	28.85%
长期应付款	96.25	14.28%	101.70	15.28%	100.64	15.63%
非流动负债合计	502.45	74.55%	492.55	73.99%	464.54	72.13%
负债合计	673.98	100.00%	665.66	100.00%	644.06	100.00%
总债务	--	--	466.33	70.05%	417.94	64.89%
其中：短期债务	--	--	67.52	10.14%	47.16	7.32%
长期债务	--	--	398.81	59.91%	370.78	57.57%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年末，公司资产负债率为53.82%，较上年末下降7.97个百分点；受货币资金较少以及短期债务规模

增加，现金短期债务比下降至1.76，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度仍较好。因对外融资规模增加，公司利息支出有所增加，同时由于业务扩张带来利润也有所提升，综合影响下，2022年公司EBITDA利息保障倍数小幅上升至0.97，公司盈利对债务本息的保障能力仍一般。此外，截至2022年末，公司获得银行授信额度345.00亿元，尚未使用额度93.04 亿元，备用额度较大。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	54.08%	53.82%	61.79%
现金短期债务比	--	1.75	2.82
EBITDA 利息保障倍数	--	0.97	0.89

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，过去一年公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司过去一年不存在因空气污染或温室气体、废气、废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司过去一年不存在因违规经营、损害员工健康和保障等方面的负面事件或报道等情形。

治理方面，公司作为国有独资企业，建立了和业务发展需要相匹配的内部控制体系和治理结构。根据公司2023年5月10、12日发布的公告，根据抚州市国有资产监督管理委员会抚国资字〔2022〕13号、抚国资党字〔2022〕17号、抚国资字〔2022〕21号、抚国资字〔2022〕30号等文件，公司免去涂时昌、艾志锋公司董事职务；任命吴仇华为公司副董事长，杜佳琳、曾腊如为公司董事。此外，公司财务负责人由陈鹏变更为祝卫福。公告显示本次人员变动系公司日常经营管理中的正常变动，对公司治理无重大不利影响。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4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；公司公开发行的各类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

截至2022年末，公司对外担保金额合计29.09亿元，占当期末净资产的5.09%，被担保人均均为抚州市

国有企业或事业单位，均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表19 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
抚州高新区发展投资集团有限公司	国有企业	100,000.00	2028/2/8	否
抚州市数字经济投资集团有限公司	国有企业	60,000.00	2024/7/1	否
抚州幼儿师范高等专科学校	事业单位	30,000.00	2024/6/20	否
抚州高新区工业与科技资产运营有限公司	国有企业	30,000.00	2023/3/1	否
抚州市抚河流域投资开发有限公司	国有企业	21,635.00	2038/8/17	否
江西大觉山旅游投资集团有限公司	国有企业	20,000.00	2026/4/28	否
抚州市盛华报废汽车回收（拆解）有限公司	国有企业	13,300.00	2024/2/28	否
抚州市工业与科技创新投资发展有限责任公司	国有企业	8,000.00	2024/1/25	否
抚州市工业与科技创新投资发展有限责任公司	国有企业	8,000.00	2024/2/22	否
合计		290,935.00		

注：除了上述对外担保情况之外，子公司抚州市诚投融资担保有限公司为江西广厦钢结构有限公司等多家企业累计提供 6,100.00 万元的贷款担保。

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是抚州市政府下属重要企业，抚州市政府直接持有公司88.06%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，抚州市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与抚州市政府的联系非常紧密。从职能定位和业务运营上看，公司承担了抚州市大量的基础设施建设项目，同时砂石业务和供水业务的特许经营权也由抚州市政府授予，抚州市政府与公司的业务联系较为紧密；从人事任命上看，公司的董事长、总经理等核心管理人员均由抚州市政府任命，抚州市通过人事任命实现对公司重大经营决策的有效管控；此外，抚州市政府在股权划转、财政补贴等方面持续给予公司较大的支持力度，增强了公司的资本实力和利润水平。

（2）公司对抚州市政府非常重要。公司作为抚州市最大的基础设施建设主体，承担了抚州市大量的城市基础设施、交通基础设施和安置房等项目建设，对抚州市政府贡献很大。此外，公司已经成功发行了债券，若公司发生违约，将会对抚州市的金融生态环境和融资成本产生实质性影响，违约的社会影响较大。

九、结论

近年抚州市经济保持良好发展势头，为公司发展提供了良好的外部环境。公司作为抚州市最大的基础设施建设主体，承担了抚州市大量的城市基础设施、交通基础设施和安置房等项目建设，项目建设周期较长且回款相对滞后，同时公司开展工程施工、房地产销售、商品贸易等需要大量资金周转的市场化业务，导致公司长期面临较大的资金缺口和融资需求，公司仍面临较大的资金压力，债务规模也有所增

加。但是，中证鹏元也注意到公司充足的项目储备为公司未来业务持续发展形成有力支撑，多元化经营有利于分散市场风险，也丰富了公司的收入和利润来源。此外，公司持续获得抚州市政府在股权划转、财政补贴等方面的大力支持，提高了公司的资本实力和利润水平。整体看，公司的抗风险能力尚可。

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“21抚投绿债01/G21抚州1”、“21抚投绿债02/G21抚州2”的信用等级均为AA+。

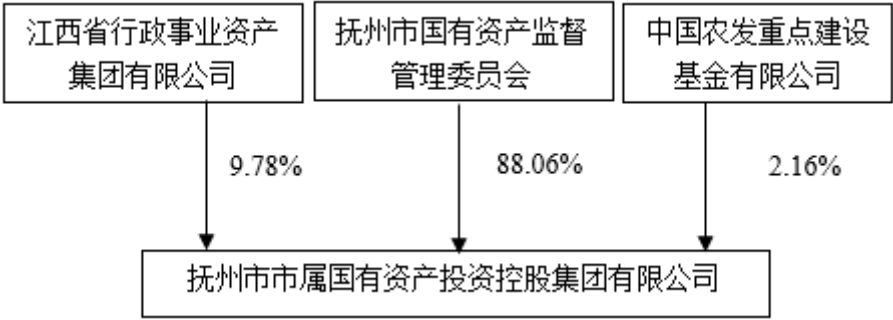
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	131.19	118.64	134.18	112.75
应收账款	33.26	33.95	17.50	18.56
预付款项	15.93	15.58	10.66	8.20
其他应收款	138.37	168.84	159.35	125.77
存货	431.80	406.75	391.65	342.79
流动资产合计	761.44	745.80	717.80	611.15
固定资产	33.24	31.75	14.09	14.47
在建工程	32.49	27.44	13.17	6.00
其他权益工具投资	133.28	134.39	134.53	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6.92	6.72	6.92	6.66
投资性房地产	36.59	36.60	37.04	35.13
生产性生物资产	11.39	11.50	0.06	0.06
无形资产	199.89	203.65	79.07	4.05
其他非流动资产	30.43	38.29	37.97	41.85
非流动资产合计	484.82	491.08	324.54	241.78
资产总计	1,246.27	1,236.88	1,042.34	852.93
短期借款	32.30	27.90	13.43	15.39
应付账款	29.16	30.47	16.44	14.60
应付票据	22.14	11.28	1.43	0.54
合同负债	22.28	20.84	52.65	0.00
其他应付款	28.51	45.98	57.69	28.64
一年内到期的非流动负债	17.61	15.14	22.96	8.79
其他流动负债	16.49	14.71	10.85	8.04
流动负债合计	171.53	173.11	179.52	136.36
长期借款	190.20	179.19	176.22	183.03
应付债券	214.79	209.94	185.81	115.18
长期应付款	96.25	7.99	8.74	9.34
专项应付款	0.00	93.71	91.90	8.23
非流动负债合计	502.45	492.55	464.54	317.12
负债合计	673.98	665.66	644.06	453.47
其中：短期债务	--	67.52	47.16	35.22
总债务	--	466.33	417.94	352.77
所有者权益	572.29	571.21	398.28	399.46
营业收入	35.25	115.61	66.55	60.37
营业利润	1.75	9.97	8.65	11.44

其他收益	1.03	5.77	5.37	4.48
利润总额	1.76	9.68	9.05	10.04
经营活动产生的现金流量净额	8.59	-24.44	-12.66	-13.00
投资活动产生的现金流量净额	-3.93	-9.24	-11.30	-4.73
筹资活动产生的现金流量净额	7.88	20.22	48.66	43.99
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	6.19%	7.97%	12.75%	17.10%
资产负债率	54.08%	53.82%	61.79%	53.17%
短期债务/总债务	--	14.48%	11.28%	9.99%
现金短期债务比	--	1.75	2.82	3.20
EBITDA（亿元）	--	17.80	12.72	12.49
EBITDA 利息保障倍数	--	0.97	0.89	0.82

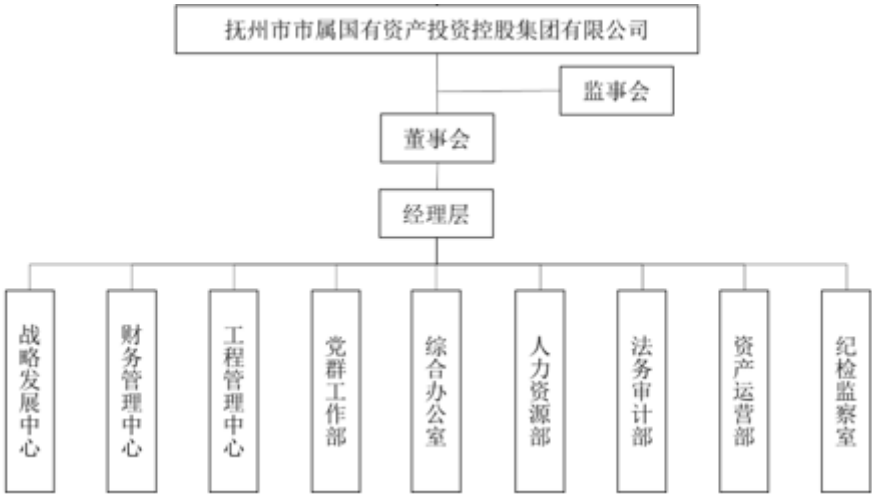
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
抚州公用水务有限公司	1,880.00	100.00%	无偿划拨
抚州金巢经济开发区投资发展有限公司	8,000.00	100.00%	无偿划拨
抚州市诚投融资担保有限公司	10,000.00	100.00%	无偿划拨
抚州市腾达投资经营有限公司	10,400.00	79.27%	投资设立
江西省赣抚建材资源开发有限公司	20,000.00	51.00%	投资设立
抚州市地方铁路投资有限公司	2,000.00	100.00%	无偿划拨
抚州诚投市政公用建设有限公司	111.11	92.00%	投资设立
抚州市广厦安居工程投资建设有限公司	20,000.00	100.00%	投资设立
抚州诚投供应链管理有限公司	20,000.00	100.00%	投资设立
抚州市公共交通有限责任公司	14,800.00	100.00%	无偿划拨
抚州市城市文化旅游服务发展集团有限公司	30,000.00	100.00%	无偿划拨
抚州市城市建设集团有限公司	20,000.00	100.00%	无偿划拨
金溪县民惠医养结合项目管理有限公司	11,494.40	86.00%	投资设立
抚州市诚鑫建设投资发展有限公司	10,000.00	70.00%	投资设立
抚州市东临环城高速公路有限公司	5,000.00	65.70%	投资设立
抚州市属农业发展集团有限公司	20,000.00	100.00%	无偿划拨

资料来源：公司 2022 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，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。