



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2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

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 2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
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“抚州国控”或“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、交通基础设施和安置房等项目建设，项目储备充足，公司业务多元化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，公司资产流动性仍较弱，随着业务扩张，偿债压力增加及面临较大的资金支出压力和一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司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

2024 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：张一鸣
zhangym@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	1,305.86	1,300.13	1,236.88	1,042.34
所有者权益	557.92	557.36	571.21	398.28
总债务	--	495.15	466.33	417.94
资产负债率	57.28%	57.13%	53.82%	61.79%
现金短期债务比	--	0.64	1.75	2.82
营业收入	23.03	113.46	115.61	66.55
其他收益	0.21	1.76	5.77	5.37
利润总额	0.89	6.04	9.68	9.05
销售毛利率	10.03%	7.87%	7.97%	12.75%
EBITDA	--	12.41	17.80	12.72
EBITDA 利息保障倍数	--	0.60	0.97	0.89
经营活动现金流净额	0.34	-10.60	-24.44	-12.66

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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“2+4”主导产业推进产业结构优化升级，2023年抚州市地区生产总值完成2,034.91亿元，同比增长6.30%，增速跃居全省第三，经济总量保持较快增长。
- **公司是抚州市重要的基础设施建设主体，业务多元化程度较高，且未来业务可持续性较好。**公司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、开展区域专营性较高的自来水销售等业务和砂石销售业务，亦有其他房地产销售、商品贸易等市场化经营业务，截至2024年3月末，公司开发成本中未完工的委托代建项目账面价值合计数为136.22亿元。
- **公司仍获得较大力度的外部支持。**2023年公司继续获得财政补助支持，对公司利润水平形成有力支撑。

关注

- **项目投入成本、往来款等资金沉淀规模较大，资产流动性较弱。**截至2023年末，公司资产主要为存货、应收款项、无形资产等，其中应收款项主要为未结算项目款、与当地政府部门、国企等单位的往来款，回收时间不确定，部分款项存在一定的坏账风险；存货主要为拟开发土地、代建的基础设施建设工程的投入成本，变现依赖当地政府结算和回款安排，无形资产主要由林权、采砂权构成，均对营运资金形成较大规模占用。
- **2023年末公司偿债压力有所增加，仍面临较大的资金支出压力。**为满足项目投入资金需求，公司通过外部融资平衡资金缺口，随着项目推进，2023年末总债务规模继续增加，且债务期限明显缩短，2023年EBITDA利息保障倍数与现金短期债务比指标均有所减弱，考虑到公司主要基础设施建设工程后续资金缺口仍较大，而经营活动现金流仍大额净流出，未来仍存在较大的资金需求。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至2024年3月末，公司对外担保金额合计26.37亿元，占同期末净资产的比重为4.73%，且均未设置反担保措施。

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	1,300.13	557.36	113.46
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	259.60	106.41	31.99
抚州市数字经济投资集团有限公司	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	154.04	43.51	20.98

注：以上各指标均为2023年数据。

资料来源：Wind，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
绿色债券信用评级方法	cspy_ff_2024V1.0
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素		评分	评分要素	评分
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	6/7
			经营状况	6/7
调整因素	ESG 因素		财务状况	6/7
	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+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **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

- 公司是抚州市地区重要的基础设施投资企业，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非常强，一方面，公司作为抚州市国资委的下属企业，主要管理人员由政府任命，业务主要来自抚州市政府，且近年来持续受到抚州市政府的较大力度支持，公司与抚州市政府的联系非常紧密；另一方面，公司作为抚州市重要的公开发债融资平台，承担了抚州市重大基础设施建设等任务，公司对抚州市政府较为重要。同时，抚州市近年经济发展迅速，一般公共预算收入持续增长，综合认为抚州市政府提供支持的能力很强。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 抚投绿债 01/G21 抚州 1	9.00	9.00	2023-6-26	2028-7-28
21 抚投绿债 02/G21 抚州 2	9.00	9.00	2023-6-26	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2024年3月31日，两期债券募集资金专项账户余额分别为23.92万元、58.06万元。

抚州市城市绿色生态提升工程项目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、抚州城区管网提升项目，截至2024年3月末，本期债券募投项目抚州市城市绿色生态提升工程项目建设进度仍不达预期，主要原因是子项目生活垃圾分类、处理及公厕项目因市内规划变化导致未能如期开工所致。

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。截至2024年3月末，抚州市城市绿色生态提升工程项目尚未完工和竣工结算，尚未进入运营期，尚未产生实际环境效益。

表1 截至2024年3月末公司本期债券募投项目建设进度（单位：万元）

被担保方	预计总投资金额	拟使用募集资金金额	累计已投资金额	已使用募集资金金额	投资进度
抚州市城市绿色生态提升工程项目	170,841.37	90,000.00	131,151.13	90,000.00	76.77%

资料来源：公司提供

三、发行主体概况

2023年至2024年3月，公司名称、注册资本和实收资本均未发生变化。基于拓宽融资渠道因素等考量，2023年9月，公司公告抚州市国有资产监督管理委员会（以下简称“抚州市国资委”）将其持有的88.056%公司股权全部无偿划转至抚州市国资委市属一级子公司抚州市国有资产经营管理有限责任公司（以下简称“抚州国资”），公司由市属一级子公司变更为二级子公司，但公司和抚州国资的主要管理团队基本一致。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本仍均为3.68亿元，控股股东变更为抚州国资，实际控制人仍为抚州市国资委，具体股权结构见附录二。

2023年，公司新增合并范围内子公司25家，因注销及丧失控制权等原因导致减少合并范围内子公司

48家，具体见附录五。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

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

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

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

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

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

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

区域经济环境

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，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、沪昆高铁等过境而过，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2023年末，抚州市常住人口356.26万人，人口继续净流出，常住人口城镇化率（城镇常住人口占总人口的比重）59.72%，比上年有所提高。

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。2023年抚州市地区生产总值完成2,034.91亿元，同比增长6.3%，三次产业比由上年同期的12.6:38.7:48.7优化调整为11.9:39.1:49.0，三次产业对GDP增长的拉动分别为0.6个百分点、3.8个百分点和1.9个百分点。2023年固定资产投资增速出现明显下滑，抚州市积极推出一系列提振消费政策举措，推动消费市场持续回升向好，社会消费品零售总额增速回升。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，2023年抚州市人均GDP为5.69万元，是同期全国人均GDP的63.62%，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 2023年江西省各地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
南昌市	-	4.0%	-	500.18	270.81
赣州市	4,606.21	5.3%	5.12	319.59	326.72
九江市	-	1.1%	-	322.4	177.50
宜春市	3,467.50	3.7%	7.01	290.02	187.35
上饶市	3,401.60	6.7%	5.32	270.70	244.10
吉安市	2,735.10	3.7%	6.24	204.83	106.75
抚州市	2,034.91	6.3%	5.69	141.64	155.93
鹰潭市	1,282.25	7.0%	11.12	108.56	73.10
新余市	1,261.89	2.5%	10.53	91.61	51.60
景德镇市	1,201.10	3.5%	7.43	90.30	213.41
萍乡市	1,151.66	3.0%	6.39	112.20	-

注：“-”表示数据尚未公开披露，人均GDP=当年GDP/当年常住人口。

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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率

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。

地区生产总值（GDP）	2,034.91	6.30%	1,945.62	5.0%	1,794.55	8.0%
固定资产投资	-	-6.4%	-	8.3%	-	9.6%
社会消费品零售总额	712.05	6.9%	665.90	5.5%	631.48	17.1%
进出口总额	233.22	-13.7%	284.18	32.6%	214.30	23.2%
人均 GDP（万元）	5.69		5.43		4.99	
人均 GDP/全国人均 GDP	63.62%		63.43%		61.91%	

注：2021-2022 年人均 GDP=当年 GDP/当年常住人口。

资料来源：抚州市统计局官网、抚州市 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，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，工业产业成为全市经济增长第一引擎。近年来，抚州市加快构建以新能源汽车及零部件、有色金属精深加工2个优势产业以及电子信息、新能源新材料、医药、绿色农林产品深加工4个主导产业为核心的现代化产业体系。2023年，抚州市“2+4”主导产业产值增长16.4%，其中，新能源汽车及零部件、新能源新材料产业产值分别增长29.9%、39.5%，有色金属产业精深加工产值占比提高10个百分点。2023年抚州市新增规模以上工业（以下简称“规上工业”）企业203家，规上工业增加值和税收贡献分别为509.8亿元和87.16亿元，工业对GDP增长的贡献率达到53.4%，成为全市经济增长的第一引擎。抚州市工业园区经济聚集效应较为明显，新能源汽车及零部件产业聚集在抚州市高新区，2023年抚州市高新区完成规上工业产值800.3亿元、规上工业利润65.9亿元，分别占全市规上工业产值和利润的31.87%和41.74%。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。2022年以来随着非税收入的增长，税收收入占比出现一定下滑。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，但受房地产市场不景气影响，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年以来政府性基金收入连续大幅下滑。近年抚州市地方政府债务规模扩张较快，截至2023年末，抚州市政府债务余额910.50亿元，接近2023年债务限额925.44亿元。

表4 抚州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	141.64	136.42	131.87

税收收入占比	63.15%	63.88%	72.43%
财政自给率	26.29%	25.51%	26.36%
政府性基金收入	155.93	170.75	258.88
地方政府债务余额	910.50	744.31	648.87

资料来源：2021-2023 年抚州市预算执行情况，抚州市财政局官网，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2023 年末，抚州市市级已发债平台公司共 4 家，实际控制人均为抚州市国资委。其中：抚州国资规模最大，是抚州市最重要的基础设施建设投资运营主体，拥有两家发债子公司，分别为抚州国控和抚州市城市文化旅游服务发展集团有限公司；抚州市数字经济投资集团有限公司由抚州市国资委直接 100%控股，主要负责抚州市重点工业园区的基础设施建设和运营；抚州高新区发展投资集团有限公司为抚州高新区国有资本运营主体。

五、经营与竞争

公司是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、交通基础设施和安置房等项目建设，储备项目充足，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，业务多元化程度较高，但因代建项目结算规模下降，2023 年公司收入和利润均有所下降

公司为抚州市重要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。2023 年，公司实现营业收入 113.46 亿元，较上年同期略有下降，主要系因政府规划安排项目结算量大幅减少导致基础设施建设业务收入锐减所致，虽低毛利的贸易业务收入规模增加，但工程施工业务毛利和规模均明显增加，综合影响下，综合毛利率基本持平。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年 1-3 月			2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设收入	0.00	0.00	--	2.83	2.49	6.70	17.99	15.56	12.32
供水及安装收入	0.37	1.60	38.06	2.36	2.08	32.10	1.98	1.71	35.08
公交收入	0.10	0.45	-130.35	0.35	0.31	-197.76	0.28	0.24	-229.67
工程施工收入	9.52	41.35	15.57	31.14	27.44	9.99	24.78	21.43	6.69
砂/砾石收入	0.60	2.62	24.28	8.62	7.60	24.28	7.81	6.75	23.80
销售商品收入	3.47	15.08	0.76	29.66	26.14	0.85	22.55	19.51	0.50
房地产收入	0.21	0.91	18.59	2.93	2.58	20.90	6.17	5.34	14.54
农产品收入	7.69	33.40	5.98	28.72	25.31	1.99	22.71	19.64	5.65
其他收入	1.06	4.59	14.09	6.85	6.04	29.70	11.35	9.82	10.01
营业收入合计	23.03	100.00	10.03	113.46	100.00	7.87	115.61	100.00	7.97

资料来源：公司提供

（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，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。

公司本部方面，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。

子公司抚州文旅方面，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。

子公司广厦安居方面，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2024年3月末，公司在建的金溪县医养服务提升工程PPP项目和抚州市2018年中心城区租赁住房项目PPP项目均已列入财政部PPP项目库，项目合作期均为25年，均暂未进入运营期。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。

2023年，公司基础设施建设项目收入锐减至2.83亿元，主要原因是受政府规划安排业务结算量大幅下降。截至2024年3月末，公司开发成本中未完工的委托代建项目账面价值合计数为136.22亿元，规模较大，后续可为公司结转较大规模的代建业务收入，业务持续性较好。

此外，主要在建基础设施项目预计总投资为111.12亿元，未来尚需投资27.04亿元，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 2024 年 3 月末公司在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资金额	是否签订代建协议
市科技文化传媒综合体	21.33	14.12	7.21	否
抚州市城市绿色生态提升工程项目	17.08	13.12	3.96	否，募投项目
赣东学院建设工程	14.90	3.37	11.53	否
江西中医药高等专科学校改扩建项目	12.08	10.64	1.44	是
西津家园租赁房建设项目	6.77	7.54	-	否
揭暄家园（租赁房）建设项目	4.11	3.74	0.37	否
北辰院子城市棚户区改造工程	2.45	2.32	0.13	否
钟岭水厂改扩建及城区老旧管网提升改造项目	2.00	1.65	0.35	否
抚州市第二职业技术学院改扩建项目（一期）	0.70	0.51	0.19	是
金溪县医养服务提升工程 PPP 项目	5.55	2.94	2.61	否，PPP 项目
抚州市 2018 年中心城区租赁住房项目	24.13	24.74	-	否，PPP 项目
合计	111.12	84.69	27.80	

资料来源：公司提供

（二）工程施工业务

公司工程施工资质尚可，主要通过投标方式承接抚州市政府及相关机构业务，工程施工业务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

公司工程施工业务原由子公司抚州市城市建设集团有限公司（以下简称“抚州城建”）下属的江西赣东路桥建设集团有限公司（以下简称“赣东路桥”）和抚州市同鑫建设工程有限公司（以下简称“同鑫建工”）负责经营。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，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。2024年6月，同鑫建工由公司的全资子公司变更为参股公司，需关注股权变更对公司业务开展情况的影响。

业务模式方面，赣东路桥主要通过投标方式承接纯经营的市场化项目，以高速公路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辖区内，抚州市外项目占比不高且单个规模偏小。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。

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费。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。

公司实现工程施工业务现已成为公司第一大来源收入，随着项目结算量增加，2023年实现收入同比增长25.66%至31.14亿元。截至2023年末，公司主要在建的工程项目合同金额56.72亿元，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 2024 年 3 月末公司主要在建的工程施工项目情况（单位：亿元）

项目名称	位置	合同金额	已投资	已回款
抚州市东临环城高速公路	抚州市	10.61	6.60	6.60
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	抚州市金溪县	7.90	5.33	5.32
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）	抚州市南丰县	7.75	1.95	1.86
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）	抚州市东乡区	5.83	3.00	3.00
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	抚州市崇仁县	3.79	2.24	2.24
乐安县 2017 年度交通基础设施工程 EPC 项目（A 标段）	抚州市乐安县	3.77	3.38	2.07
乐安县东片区基础设施建设项目 EPC 总承包（设计、采购、施工）项目	抚州市乐安县	3.76	2.00	0.05
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）	抚州市乐安县	2.85	0.62	0.79
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)	抚州市黎川县	2.80	1.73	1.73
2018 年抚州市 G236 莞汕线（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	抚州市崇仁县	1.86	1.52	1.52
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	抚州市东临新区	1.71	1.09	1.07
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	抚州市乐安县	1.56	1.08	1.08
上饶经济技术开发区武夷山大道“白改黑”（含吉阳路开发区段）工程 EPC 总承包	上饶经济技术开发区	1.32	1.32	0.69
浏阳天马山隧道改扩建工程	湖南省长沙市	1.23	1.23	0.99
合计	-	56.72	33.07	28.99

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

（三）供水及安装业务和砂/砾石业务

公司供水及安装业务具有较强的区域专营性，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；砂/砾石业务具有较强的区域垄断性，根据政府授权负责全市各

县（区）河道砂石资源开采经营

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2023年末，公司共拥有3座水厂，水源均为抚河，其中钟岭水厂日供水能力为10万吨，抚北水厂8万吨，汝水生态水厂日供水能力为15万吨，目前钟岭水厂正在改扩建，暂未投产，投产后日供水能力将达到33万吨，近年来公司供水及安装业务收入小幅波动，可为公司持续贡献一定规模的收入和现金流。

表8 公司供水及安装业务情况

项目	2023 年	2022 年
日供水能力（万吨/日）	23.00	23.00
实际供水量（万吨/年）	7,027.00	6,947.00
实际售水量（万吨/年）	5,413.00	5,484.00
用户数（户）	277,781	255,510
平均售水价格（元/吨）	1.66	1.64
自来水收入（亿元）	0.90	0.96
安装收入（亿元）	0.89	1.02
产销差率	22.79%	21.06%

资料来源：公司提供

公司砂/砾石业务具有较强的区域垄断性。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，因公司话语权较大，一般采取先收款后发货的结算方式。2023年公司实现砂/砾石业务收入8.62亿元，较上年同期有所回升，主要系开采量明显回升。

表9 公司砂/砾石业务销售情况

项目	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
销量（万立方）	86.33	902.92	809.39
均价（元/立方）	94.04	95.54	96.48

销售收入（万元）	6,032.33	86,181.08	78,058.17
----------	----------	-----------	-----------

资料来源：公司提供

（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2023年收入受当地房地产市场景气度影响而下降，需关注商品房去化压力

公司房地产业务主要与其子公司抚州市宇恒房地产开发有限公司（以下简称“宇恒地产”）及下属公司承担，宇恒地产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。受地产景气度下行影响，2023年公司实现房地产销售收入同比下降52.47%至2.93亿元，主要来自梦湖公馆、梦湖天玺项目。

截至2024年3月末，公司主要地产项目的投资建设已基本完成，建筑面积合计47.48万平方米，随着在售项目的持续销售，将为公司带来一定的现金流入，但当前地产景气度低迷，销售端压力较大，需持续关注当地房地产市场景气波动对公司业绩的影响。

表10 截至 2024 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	11.59	7.66	6.47	5.52	5.98
梦湖天玺	33.32	9.80	7.40	18.00	17.00
南湖苑	2.57	0.60	0.36	0.58	0.60
合计	47.48	18.06	14.23	24.10	23.58

资料来源：公司提供

（五）商品销售业务

2023年公司商品贸易业务规模继续增加，但毛利率较低，盈利能力较弱，且需关注预付款坏账、销售回款和资金占用风险

公司商品销售业务主要为建材类商品和农产品贸易业务，主要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2022年1月无偿划入的抚州农发负责。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，供应商包括江西方大钢铁集团有限公司等省内钢企；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，经营模式为农发投公司及子公司从上游供货商处购买商品，再加价转售给下游客户，上游供应商主要为个体农户、养殖户、木材种植户等，下游客户主要为农副产品经销商。

公司的商品销售业务在上下游的结算方式包括先款后货和先货后款等，具体结算方式根据实际业务

情况而定，其中截至2023年末，公司预付账款25.89亿元，占相关业务体量的比重较高，需关注该业务资金的占用、回款和预付款坏账风险。

2022-2023年，公司商品销售业务收入合计数分别为45.26亿元和58.38亿元，近年来公司业务规模不断扩大，同期毛利率分别为3.08%和1.41%，盈利能力较弱。

表11 2023 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	48,799.92	16.45%
南城伟业金属发展有限公司	抚州市	钢筋	26,822.10	9.04%
江西省兴八方供应链管理有限公司	抚州市	钢筋	17,361.35	5.85%
抚州瑞鑫鸿建材有限公司	抚州市	钢筋	11,018.72	3.71%
江西勤天金属有限公司	抚州市	钢筋	9,873.15	3.33%
合计			113,875.24	38.39%

资料来源：公司提供

表12 2023 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
江西南丰振宇实业集团有限公司	木材	14,705.65	4.96%
抚州市远成实业有限公司	化学原料	14,446.89	4.87%
江西山土农业发展有限公司	鸡蛋	10,052.31	3.39%
江西南城国家粮食储备库	粮食	5,516.77	1.86%
江西华钰芳馨实业有限责任公司	苗木	2,185.77	0.74%
合计	-	46,907.39	15.81%

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用了新会计准则编制。2023年，公司新增合并范围内子公司25家，因注销及丧失控制权等原因导致减少合并范围内子公司48家。

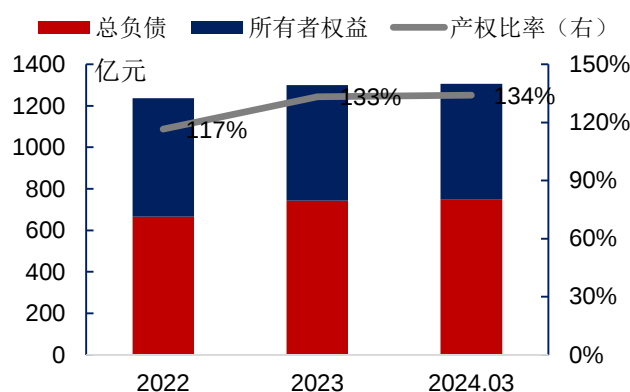
资本实力与资产质量

因对外债务融资力度加大，2023年末公司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，同时存在一定规模的公益性资产，2023年末净资产规模略有下降，公司资产整体的集中变现能力仍较弱

公司所有者权益主要由政府注入的资产构成，2023年末公司所有者权益下降主要系注销部分土地资

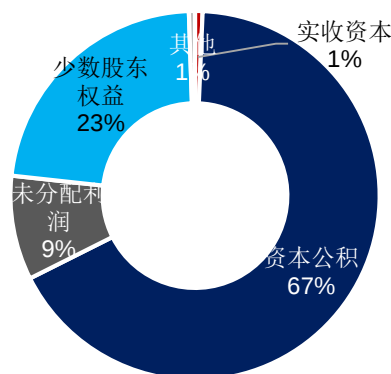
产所致。随着对外债务融资规模增加，2023年末公司总负债规模有所上升。综合影响下，2023年末公司产权比率有所上升，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：未经审计的公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因公司债务规模扩张等原因，2023年末公司资产规模小幅增长至1,300.13亿元，资产构成仍以货币资金、其他应收款、存货（开发成本和库存商品）、其他权益工具投资 and 无形资产为主。

公司货币资金主要构成系银行存款和其他货币资金，其中2023年末因诉讼而冻结的资金为120.06万元。

公司其他应收款主要为各区县城投公司市代县扶贫及基础设施贷款资金（公司为抚州各区县向国家开发银行借款，用于区县扶贫、基础设施建设等，本金利息的偿还由各区县城投公司承担）、暂借款及扶贫资金和往来款等，2023年末账面价值大幅增加主要是当年对各区县城投公司市代县扶贫及基础设施贷款资金增加所致。

存货方面，2024年3月末存货中的开发成本和库存商品账面价值分别为374.44亿元和14.96亿元。开发成本为土地使用权、未完工的委托代建项目以及未完工自有项目，截至2024年3月末，公司存货中拥有的84宗土地账面价值合计104.48亿元，主要为商业、住宅用地，其中政府注入（未缴纳土地出让金）和招拍挂取得各57宗、27宗，各自的账面价值分别为75.77亿元和28.70亿元，剩余250.61亿元系尚未竣工决算的基础设施项目和未完工自有项目，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、梦湖天玺项目和市科技文化传媒综合体等。截至2023年末，受限的土地资产合计6.22亿元。

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，2023年末公司其他权益工具投资账面价值略有减少。2023年末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81.41亿元。

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，2023年末账面价值大幅增加主要系存货转入所致；公司其他非流动资产主要为已建成在使用的市政公共基础设施建设项目，如扩建改造的道路、文化园中心广场、城市主题雕塑、大桥等市政配套设施及金巢开发园区的基础设施项目等公益性资产。

公司无形资产主要系林权、采砂权（赣抚建材司及下属子公司的采砂权，按评估价值入账）和土地使用权，2023年末账面价值基本稳定，其中林权、采砂权账面价值分别为125.80亿元和68.94亿元。

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工程款等，2023年末公司应收账款基本稳定；公司固定资产以房屋建筑物为主，2023年末固定资产账面价值较为稳定；公司在建工程系自建自营和工程施工项目投入成本，2023年末账面价值大幅增加主要系工程施工项目投入规模大幅增加所致。

受限资产方面，截至2023年末公司受限资产账面价值45.51亿元，对期末净资产占比8.17%，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13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	92.75	7.10%	99.67	7.67%	118.64	9.59%
应收账款	32.54	2.49%	35.67	2.74%	33.95	2.75%
其他应收款	207.52	15.89%	195.79	15.06%	168.84	13.65%
存货	389.62	29.84%	388.79	29.90%	406.75	32.89%
流动资产合计	754.93	57.81%	751.01	57.76%	745.80	60.30%
固定资产	33.39	2.56%	31.78	2.44%	31.75	2.57%
在建工程	60.36	4.62%	55.67	4.28%	27.44	2.22%
其他权益工具投资	128.26	9.82%	132.57	10.20%	134.39	10.86%
投资性房地产	50.59	3.87%	50.49	3.88%	36.60	2.96%
无形资产	197.36	15.11%	200.28	15.40%	203.65	16.47%
其他非流动资产	50.41	3.86%	50.24	3.86%	38.29	3.10%
非流动资产合计	550.94	42.19%	549.11	42.24%	491.08	39.70%
资产总计	1,305.86	100.00%	1,300.13	100.00%	1,236.88	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务多元化程度较高，因代建收入锐减，2023年公司营业收入小幅下降，政府补助是公司利润的有力支撑

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，2023年公司实现营业收入略有减少，主要系代建收入锐减所致。截至2024年3月末，公司在建

基础设施项目账面待结算资产规模较大，未来业务收入仍有较好保障，砂石业务可为公司提供较为稳定的收入和现金流。毛利率方面，2023年公司销售毛利率为7.87%，较上年同期基本稳定。

政府补助方面，2023年公司获得政府补贴1.75亿元，占当年利润总额的29.04%，政府补助对公司利润贡献较大。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
营业收入	23.03	113.46	115.61
营业利润	0.89	5.76	9.97
其他收益	0.21	1.76	5.77
利润总额	0.89	6.04	9.68
销售毛利率	10.03%	7.87%	7.97%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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，2023年末公司债务规模有所增加，且债务期限明显缩短，短期集中偿付压力可控，且公司备用流动性较为充裕，整体看目前公司偿债压力较为可控，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，2023年末公司负债总额和债务规模进一步增加。2023年末公司总债务为 495.15亿元。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（子公司抚州文旅），其中，2023年末银行借款余额和债券余额分别为234.41亿元和207.96亿元，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。2024年1-3月，公司新增发行4只债券，截至2024年6月19日，公司存续债券合计32只，债券余额209.36亿元，票面利率在2.48%-5.70%之间。期限结构方面，2023年末短期债务比为31.79%，截至2024年3月末，公司一年以内到期债务余额为101.61亿元，对总债务占比为20.69%，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可控。

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-专项应付款、其他应付款、应付账款和合同负债。2023年末公司专项应付款科目账面余额87.90亿元（其中采砂权出让费67.09亿元，其余为财政专项资金、项目配套资金等），较上年末小幅减少主要系抚州城建的项目专项资金明显减少所致。2023年末公司其他应付款余额大幅增加，主要原因是城建集团应付往来款大幅增加。

2023年末，公司应付账款余额基本稳定，因预收合同未履约货款增加而带来合同负债大幅增加。

表15 截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上	合计数
债务余额	101.61	76.92	58.44	254.12	491.09

注：上表中的债务余额未包括应付票据。

资料来源：公司提供

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	40.01	5.35%	35.18	4.74%	27.90	4.19%
应付账款	28.07	3.75%	31.31	4.22%	30.47	4.58%
合同负债	32.49	4.34%	33.82	4.55%	20.84	3.13%
其他应付款	82.47	11.03%	88.35	11.90%	45.98	6.91%
一年内到期的非流动负债	66.00	8.82%	90.97	12.25%	15.14	2.27%
其他流动负债	29.22	3.91%	19.49	2.62%	14.71	2.21%
流动负债合计	291.38	38.96%	319.45	43.01%	173.11	26.01%
长期借款	206.28	27.58%	180.11	24.25%	179.19	26.92%
应付债券	168.63	22.55%	153.63	20.68%	209.94	31.54%
长期应付款	80.07	10.70%	87.90	11.83%	101.70	15.28%
非流动负债合计	456.56	61.04%	423.31	56.99%	492.55	73.99%
负债合计	747.94	100.00%	742.77	100.00%	665.66	100.00%
总债务	--	--	495.15	66.66%	466.33	70.05%
其中：短期债务	--	--	157.42	21.19%	67.52	10.14%
长期债务	374.90	50.12%	337.73	45.47%	398.81	59.91%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着短期债务融资规模扩大，2023年末公司资产负债率有所上升，现金短期债务比明显下降，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。因对外融资规模增加，公司利息支出有所增加，同时基建业务补助减少，综合影响下，2023年公司EBITDA利息保障倍数明显减少，公司盈利对债务本息的保障能力仍一般。

公司经营活动现金流表现较差，2023年仍为大额净流出，考虑到公司在建项目仍需较大规模的投入，未来仍有新增外部融资的需求，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。考虑到公司作为抚州市重要的基础设施建设主体，与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，截至2024年3月末，公司获得银行授信额度433.34亿元，尚未使用额度159.65亿元，备用额度较大。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
资产负债率	57.28%	57.13%	53.82%
现金短期债务比	--	0.64	1.75
EBITDA 利息保障倍数	--	0.60	0.97

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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

环境方面，根据公司提供的相关说明，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，根据公司提供的相关说明，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，建立了和业务发展的需要相匹配的内部控制体系和治理结构。抚州国资委于2023年任命陈鹏为公司董事。此外，根据廉洁江西发布的《原抚州市农业发展投资有限公司党委书记、董事长曾腊如接受纪律审查和监察调查》，公司董事曾腊如涉嫌严重违纪违法，目前正接受抚州市纪委监委纪律审查和监察调查，基于此，抚州市国资委于2024年出具相关政府文件，免去曾腊如的专职外部董事职务，考虑到曾腊如为公司专职外部董事，本次事件影响有限。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日，公司本部（2024年4月12日）、子公司抚州城建（2024年5月6日）、抚州文旅（2024年5月22日）和抚州农发（2024年3月25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2024年3月末，公司对外担保金额合计26.37亿元，占当期末净资产的4.73%，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18 截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	放款日期	到期时间
抚州高新区发展投资集团有限公司	100,000.00	2021-02-08	2028-02-08
抚州市数字经济投资集团有限公司	60,000.00	2021-06-30	2024-07-01
抚州幼儿师范高等专科学校	30,000.00	2019-06-20	2024-06-20
抚州市抚河流域投资开发有限公司	21,635.00	2018-06-22	2038-08-17
江西大觉山旅游投资集团有限公司	20,000.00	2023-06-19	2028-06-19
南昌大学抚州医学院	32,100.00	2023-03-20	2026-12-30
合计	263,735.00	--	--

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是抚州市政府下属重要企业，抚州市政府间接持有公司88.056%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非常强，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）公司对抚州市政府较为重要。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。

同时，中证鹏元认为抚州市政府提供支持的能力很强，主要体现为：抚州市区位交通较好，围绕新能源汽车及零部件、有色金属精深加工、现代信息、新能源新材料等“2+4”主导产业推进产业结构优化升级，支撑经济较快发展、一般公共预算收入持续稳定增长。

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，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财政补贴等方面的大力支持，提高了公司利润水平。整体看，公司的抗风险能力较强。

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+。

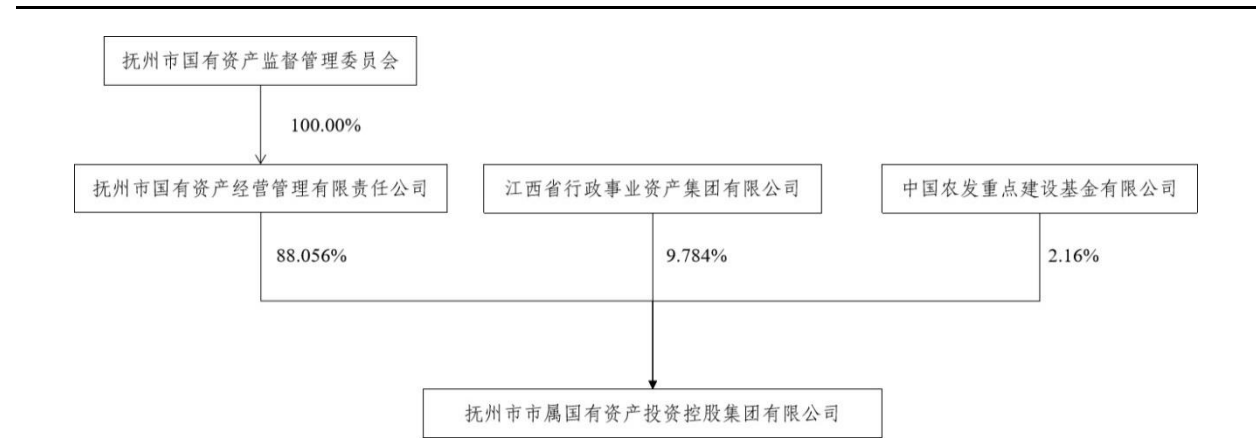
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	92.75	99.67	118.64	134.18
其他应收款	207.52	195.79	168.84	159.35
存货	389.62	388.79	406.75	391.65
流动资产合计	754.93	751.01	745.80	717.80
固定资产	33.39	31.78	31.75	14.09
在建工程	60.36	55.67	27.44	13.17
其他权益工具投资	128.26	132.57	134.39	134.53
投资性房地产	50.59	50.49	36.60	37.04
无形资产	197.36	200.28	203.65	79.07
其他非流动资产	50.41	50.24	38.29	37.97
非流动资产合计	550.94	549.11	491.08	324.54
资产总计	1,305.86	1,300.13	1,236.88	1,042.34
短期借款	40.01	35.18	27.90	13.43
应付账款	28.07	31.31	30.47	16.44
合同负债	32.49	33.82	20.84	52.65
其他应付款	82.47	88.35	45.98	57.69
一年内到期的非流动负债	66.00	90.97	15.14	22.96
其他流动负债	29.22	19.49	14.71	10.85
流动负债合计	291.38	319.45	173.11	179.52
长期借款	206.28	180.11	179.19	176.22
应付债券	168.63	153.63	209.94	185.81
长期应付款	80.07	87.90	101.70	100.64
非流动负债合计	456.56	423.31	492.55	464.54
负债合计	747.94	742.77	665.66	644.06
总债务	--	495.15	466.33	417.94
所有者权益	557.92	557.36	571.21	398.28
营业收入	23.03	113.46	115.61	66.55
营业利润	0.89	5.76	9.97	8.65
其他收益	0.21	1.76	5.77	5.37
利润总额	0.89	6.04	9.68	9.05
经营活动产生的现金流量净额	0.34	-10.60	-24.44	-12.66
投资活动产生的现金流量净额	-0.50	-17.61	-9.24	-11.30
筹资活动产生的现金流量净额	-6.76	7.48	20.22	48.66
财务指标	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	10.03%	7.87%	7.97%	12.75%
资产负债率	57.28%	57.13%	53.82%	61.79%

短期债务/总债务	--	31.79%	14.48%	11.28%
现金短期债务比	--	0.64	1.75	2.82
EBITDA（亿元）	--	12.41	17.80	12.72
EBITDA 利息保障倍数	--	0.60	0.97	0.89

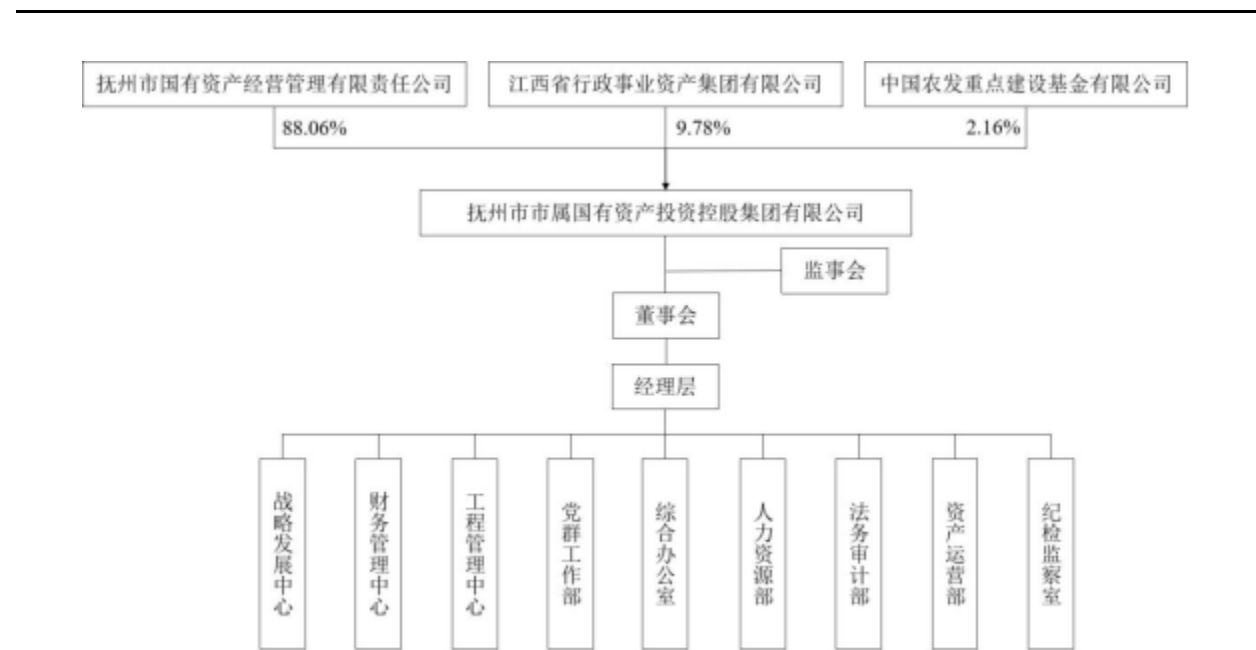
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例 (%)	总资产	净资产	营业收入	净利润
抚州市属农业发展集团有限公司	2.00	100	220.49	183.31	31.38	1.14
抚州市广厦安居工程投资建设有限公司	2.00	100	169.56	2.78	3.04	0.50
抚州市城市建设集团有限公司	2.00	100	168.87	63.47	32.15	1.86
抚州市城市文化旅游服务发展集团有限公司	3.00	100	159.78	66.54	5.81	0.64
江西省赣抚建材资源开发有限公司	2.00	51	77.85	6.91	17.08	0.16
抚州市东临环城高速公路有限公司	0.50	65.7	29.04	5.12	0.00	0.00
抚州市腾达投资经营有限公司	1.04	79.27	21.83	12.34	0.00	0.00
抚州诚投供应链管理有限公司	2.00	100	16.50	2.07	20.81	0.03
抚州金巢经济开发区投资发展有限公司	0.80	100	16.31	9.66	0.00	0.00
抚州公用水务有限公司	0.19	100	9.98	2.07	2.39	0.32
抚州市地方铁路投资有限公司	0.20	100	5.61	0.20	0.00	0.00
金溪县民惠医养结合项目管理有限公司	1.15	86	5.26	0.46	0.00	0.01
抚州诚投市政公用建设有限公司	0.01	92	3.81	0.06	0.00	0.00
抚州市公共交通有限责任公司	1.48	100	2.47	1.28	0.60	-0.24
抚州市诚鑫建设投资发展有限公司	1.00	70	0.71	0.71	0.00	0.05
抚州市诚投融资担保有限公司	1.00	100	0.64	0.50	0.06	0.05

注：上表中的财务数据期间为 2023 年度/末。

资料来源：公司提供

附录五 2023 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2023 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
抚州市属国控建材开发运营有限公司	100%	5,000.00	出资设立
抚州市城市规划设计研究院有限公司	100%	820.23	划转
抚州市绿色产业金融服务有限公司	40%	5,000.00	划转
抚州市仟佰诚服务管理有限公司	100%	200	出资设立
抚州建伟建设工程质量检测中心有限公司	100%	180.5	划转
抚州市共生新型环保建材有限公司	43%	2,000.00	划转
抚州市赣东设备租赁有限公司	41%	2,000.00	划转
江西运驰达供应链有限公司	100%	1,000.00	划转
抚州东临新区共昇新型建材有限公司	30.1%	1,000.00	划转
抚州赣东共生置业有限公司	100%	5,000.00	出资设立
抚州赣材建设工程有限公司	40%	1,000.00	出资设立
江西赣东新材料科技有限公司	40%	8,000.00	划转
金溪县智慧物业管理有限责任公司	51%	200	划转
抚州市诚投新力物业服务有限公司	51%	200	划转
金溪县一体服务管理有限公司	30.6%	200	出资设立
抚州市东临环城高速公路有限公司	50%	5,000.00	划转
江西崇舜建设工程有限公司	40%	1,006.00	划转
江西运驰达供应链有限公司抚州分公司	100%	-	出资设立
抚州市城市运营服务管理有限责任公司	30.6%	1,000.00	划转
广昌县城市智慧物业管理有限责任公司	40.8%	200	出资设立
南城县一体服务管理有限公司	30.6%	200	出资设立
抚州市丰宇农业服务有限公司	40%	200	划转
抚州市属粮食集团有限公司	15%	10,000.00	划转
抚州市农发资产管理经营有限公司	15%	1,000.00	出资设立
抚州市属林业发展有限公司	100%	30,000.00	划转

2、2023 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入的原因
江西赣东路桥工程咨询有限公司	100%	200	注销
江西赣东路桥检测有限公司	100%	200	划转
抚州城鑫置业有限公司	75%	4,000.00	划转
江西鑫州置业有限公司	55%	8,000.00	划转
戏都会展（抚州）有限责任公司	100%	1,000.00	注销
抚州市万悦文旅产业有限公司	60%	1,000.00	注销
金溪县共生新材料有限公司	60%	10,000.00	注销
抚州市远大投资建设有限公司	100%	10,000.00	注销

抚州诚合开发建设有限公司	80%	20,000.00	划转
抚州赣中建材有限公司	100%	1,000.00	划转
抚州市兴绿园林绿化有限公司	100%	1,000.00	划转
南城天一建设工程有限公司	100%	1,000.00	注销
抚州市赣东资产管理有限公司	100%	2,000.00	注销
江西发哲设备租赁有限公司	51%	2,000.00	注销
抚州市城市科技中等职业技术学校有限责任公司	51%	3,000.00	划转
乐安县建乐工程管理有限公司	50%	10,000.00	划转
吉安市吉州区友为新公路工程有限公司	100%	50	划转
上犹县源顺公路工程有限公司	100%	1	划转
抚州市属粮食有限公司	100%	10,000.00	划转
抚州市绿色建材科技有限公司	70%	15,000.00	注销
抚州市宏和工程检测有限公司	100%	100	划转
抚州东临新区红亮垦殖场有限责任公司	33.34%	6,000.00	划转
宜黄县青年垦殖场农业发展有限公司	33.34%	100	划转
宜黄县黄柏岭垦殖场农业综合开发有限责任公司	33.34%	100	划转
乐安县大马头垦殖场农垦有限责任公司	33.34%	2,000.00	划转
抚州市东乡区农垦发展有限公司	33.34%	1,000.00	划转
崇仁县农垦发展有限责任公司	33.34%	2,200.00	划转
抚州市临川区荣山垦殖场农垦有限责任公司	33.34%	2,000.00	划转
金溪县何源沟树垦殖场农垦有限责任公司	33.34%	5,000.00	划转
抚州市农垦供应链管理有限责任公司	33.34%	20,000.00	划转
抚州市农垦能源开发有限责任公司	33.34%	20,000.00	划转
抚州东临新区七里岗垦殖场有限责任公司	33.34%	1,000.00	划转
广昌县翠雷山农垦发展有限责任公司	33.34%	5,000.00	划转
南丰县长红农垦投资发展有限责任公司	33.34%	1,000.00	划转
黎川县华山农垦发展有限公司	33.34%	1,000.00	划转
黎川县德胜关农垦发展有限公司	33.34%	1,000.00	划转
抚州市农垦乡村振兴建设开发有限公司	33.34%	20,000.00	划转
黎川县农康贸易有限公司	33.34%	100	划转
抚州市振农新能源开发有限公司	33.34%	5,000.00	划转
抚州市东乡区红光农垦发展有限公司	33.34%	1,000.00	划转
抚州市东乡区虎形山农垦发展有限公司	33.34%	1,000.00	划转
抚州市东乡区东红农垦发展有限公司	33.34%	4,000.00	划转
崇仁县石桥农垦有限公司	33.34%	200	划转
崇仁县罗峰农垦有限公司	33.34%	200	划转
崇仁县左港农垦有限公司	33.34%	200	划转
江西灵谷供应链管理有限公司	17%	1,000.00	划转
抚州市东乡区农祺能源有限责任公司	23.34%	1,000.00	注销

抚州市农垦进出口有限公司	17%	1,000.00	划转
--------------	-----	----------	----

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元 整理

附录六 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

附录七 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。