



三明市投资发展集团有限公司2022年面向 专业投资者公开发行公司债券（第一 期）2022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：



三明市投资发展集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期) 2022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
22 三明 01	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持三明市投资发展集团有限公司（以下简称“三明投资”或“公司”）的主体信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定；维持“22 三明 01”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：三明市经济基本面保持稳定，为公司发展提供了良好基础，公司业务在区域内具有较强的专营性，得到了当地政府的大力支持；同时中证鹏元也关注到，公司贸易业务带来一定经营风险，资产流动性较弱，面临较大的资金压力、债务压力上升，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得三明市政府的大力支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 24 日

联系方式

项目负责人：何佳欢
hejh@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	2021	2020	2019
总资产	663.01	613.14	484.22
所有者权益	277.47	255.77	226.78
总债务	296.98	278.34	176.50
资产负债率	58.15%	58.28%	53.17%
现金短期债务比	1.58	2.02	3.32
营业收入	23.96	19.49	17.31
其他收益	3.29	4.44	2.97
利润总额	2.98	3.20	2.09
销售毛利率	19.77%	6.83%	8.17%
EBITDA	9.30	7.22	4.88
EBITDA 利息保障倍数	0.73	0.74	0.81
经营活动现金流净额	6.87	-10.09	-59.64
收现比	124.34%	104.14%	72.32%

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 9 月连审审计报告、2020-2021 年度审计报告，中证鹏元整理



优势

- **三明市经济基本面保持稳定。**三明市为福建省辖地级市，近年经济体量持续增长，但增速有所放缓，固定资产投资韧性十足，其中第二产业投资增速位居全省前列，钢铁与装备制造具有一定技术及规模优势，未来将持续发挥其主导优势及作用，带动三明市经济持续增长。
- **公司主要业务在区域内具有较强的专营性。**公司是三明市国有资产运营和交通等相关基础设施建设的重要主体，业务收入来源较为多元，范围涵盖公用事业、土地出让和交通运输建设等，上述主要业务在区域内均具有较强的专营性，且公用事业板块可为公司带来稳定的收入和现金流；截至 2021 年末，公司土地开发业务的前期投入规模较大，未来土地出让收入规模较有保障。
- **公司继续获得三明市政府的大力支持。**公司是三明市最重要的基础设施投资建设主体，2021 年继续获得较大规模的资产注入，且政府补助有效提升了公司盈利水平。

关注

- **贸易业务带来的经营风险。**贸易业务是公司第一大收入来源，2021 年收入占比在四成左右，由于 2021 年度钢材价格大幅波动，导致公司建材贸易业务毛利率为负，农林化肥贸易业务最主要下游客户为民企，需关注贸易业务的资金占用风险和资金回收风险。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、存货、股权投资和在建工程为主，其中应收款项对营运资金存在一定占用，存货变现周期较长，股权投资主要为高速公路项目公司和其他划拨所得且投资回报率不高标的，在建工程亦主要为高速公路项目工程投入，回报周期长。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司有较大规模的在建及拟建高速公路项目、土地整理项目，未来随着项目推进，资金需求较大。
- **公司偿债压力加大。**2021 年末公司总债务继续增加，继续超同期末净资产规模。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额较大，且均无反担保措施。

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	6
	GDP 规模	3		资产负债率	4
	GDP 增长率	3		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	7
	公共财政收入	3		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	5			



业务状况等级	强	财务风险状况等级	很小
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			1
公司主体信用等级			AA+

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+	2021-7-27	何佳欢、谢海琳	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	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
22 三明 01		5.00	5.00 2021-7-27	2025-01-04



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2022年1月发行3年期5亿元公司债券，募集资金原计划用于偿还有息债务和补充流动资金。截至2022年5月5日，22三明01债券募集资金专项账户余额¹为0元。

三、发行主体概况

2021年-2022年3月，公司名称、注册资本和实收资本均未发生变动。

根据《福建省人民政府关于印发福建省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（闽政〔2020〕6号，以下简称《实施方案》），按照《实施方案》的有关规定，三明市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“三明市国资委”）将其持有的公司国有股权（国家资本）的10%一次性划转至福建省财政厅，划转基准日为2019年12月31日。2019年，三明市国资委持有公司的国家资本为69,000万元，因此划转的国家资本为6,900万元，2021年12月28日完成股权变更的工商登记。

截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，控股股东仍为三明市国资委，持股比例为96.55%，实际控制人仍为三明市国资委，具体产权及控制关系见附录二。

2021年，公司新设一家子公司，无减少子公司，子公司情况具体如表1所示。

表1 2021年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
三明市吉源开发管理有限公司	77%	5,000	园区基础设施建设	新设

资料来源：公司提供

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

¹ 公司发行的22三明01与22三明02债券共用1个募集资金专户。



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。

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。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、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

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》（国发[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。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。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

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。

行业及区域经济环境

三明市是福建省三个交通枢纽之一，近年来经济增速放缓，战略新兴产业发展起步较晚且相对薄弱，地区综合财力不强，债务负担尚可

区位特征：三明市是福建省三个交通枢纽之一，是历史革命老区，森林资源丰富。三明市系福建省辖地级市，位于福建省中部连接西北隅，东依福州市，西毗江西省，南邻泉州市，北傍南平市，西南接龙岩市。三明市下辖2区8县1市，其中永安市为三明市代管，总面积2.29万平方公里；三明市市辖区面积较小，2021年沙县撤县设区后，市辖区面积有所增加，截至2021年末，全市常住人口248万人。三明地处国家综合立体交通网主骨架中长三角—粤港澳主轴和福银通道的“一纵一横”交汇处，以轨道交通、高速公路、高等级干线公路为主骨架，联通闽东北、长江中游城市群、长三角、粤港澳大湾区，是福建省3个交通枢纽之一。三明（沙县）机场位于沙县区，2016年3月通航，目前已开通通往12个全国主要城市的航线。此外，三明市为中央苏区核心区，其中宁化县是红军长征出发地之一。三明市全市森林覆盖率达78.73%，空气、水、土壤质量均居全国前列，是国家生态文明建设示范区、国家森林城市。

经济发展水平：近年来三明市经济增速放缓，第二产业投资对经济拉动作用明显。近年来三明市经济增速放缓，2021年三明市实现地区生产总值2,953.47亿元，在福建省辖地级市中排名相对靠后，但与宁德、龙岩差距不大，2020年受疫情影响相对较小。固定资产投资对经济增长的拉动作用仍较为明显，近年增速较为稳定，主要靠第二产业投资持续保持高速增长，近年增速位居省内前列。此外，2021年三明市进出口贸易有所恢复，但总量仍较小。三明市为“二三一”的产业格局，2021年第二、三产业增加



值比重分别为 50.9%和 38.1%。三明市人均 GDP 水平排在省内中游，近年人均 GDP/全国人均 GDP 均超过 140%，经济发展水平较高。近年三明市土地市场保持了一定活跃度，2021 年成交土地数量、出让金等指标均有所提升，但受房地产市场降温及宗地位置较差等因素影响，成交均价及溢价率存在较大程度的下滑。

表2 2021 年福建省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
福州	11,324.48	8.4%	13.45	749.85	959.51
泉州	11,304.17	8.1%	12.87	504.54	337.7*
厦门	7,033.89	8.1%	13.62	880.96	1071.11
漳州	5,025.40	7.7%	9.94	246.18	233.7*
宁德	3,151.10	13.3%	10.01	158.05	128.41
龙岩	3,081.78	7.7%	11.31	169.46	156.6
三明	2,953.47	5.8%	11.88	113.51	99.68
莆田	2,882.96	6.4%	8.98	153.8	179.9
南平	2,117.58	6.5%	7.90	102.3	87.95

注：1、人均GDP中除福州市外，常住人口数据为第七次人口普查数据；2、“*”标为2020年度数据。

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

表3 三明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）	2,953.47	5.8%	2,702.19	4.1%	2,601.56	8.0%
固定资产投资	-	9.0%	-	7.1%	-	9.3%
社会消费品零售总额	851.87	9.0%	781.71	-0.3%	649.22	10.2%
进出口总额	123.7	7.2%	115.40	-37.4%	184.47	7.1%
人均 GDP（元）	118,852		108,677		100,641	
人均 GDP/全国人均 GDP	146.77%		150.01%		141.96%	

注：2020 人均 GDP 系根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：2019-2021年三明市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：三明市主导产业属周期性行业，但具备一定的技术及规模优势，战略新兴产业起步较晚且相对薄弱。三明市已形成钢铁与装备制造、新材料两大主导产业，其中钢铁产业主要以福建省三钢（集团）有限责任公司为龙头，并控股上市公司三钢闽光（股票代码：002110.SZ）。装备制造则依托机科院海西分院技术优势，围绕中国重汽集团福建海西汽车有限公司等整机、整车龙头企业，打造海西重大成套和技术装备重要制造产业基地，2021 年钢铁与装备制造产业增加值增长 7.0%，产值达 1,400 亿，其中装备制造业增加值增长 13.3%，但 2020 年整体增加值为负。新材料则主要依托石墨、萤石、稀土等资源，重大打造氟化工、石墨稀产业，同时还拥有三明厦钨新能源材料有限公司等新能源材料龙头企业，2021 年新材料产值增加值下降 6.8%，近年主导产业增加值有所波动，主要系主导产业属周期性行业，但仍具备一定的技术及规模优势，未来将持续发挥其主导优势及作用。此外，三明市还有新兴建材、现代种业和纺织等传统优势产业，培育出永安林业（000663.SZ）、福建金森（002679.SZ）等上市公司。

整体来看，三明市核心产业主要为周期性行业及农林牧渔类产业为主，战略新兴产业发展起步较晚且相对薄弱，产业层次结构相对单一。

财政及债务水平：三明市综合财力不强，财政自给率较低。三明市 2021 年实现一般公共预算收入 113.51 亿元，同比仅增长 2.12%，低于福建省内其余地级市，税收收入实现 80.78 亿元，占比 71.17%，近三年小幅增长。2021 年财政自给率仅为 36.39%，财政自给能力较弱。近年三明市土地市场较为平稳，保持了一定的活跃度，其中 2021 年房地产市场降温及宗地位置较差等因素影响，成交均价及溢价率存在较大程度的下滑，使得近三年政府性基金收入存在一定波动。区域债务方面，近年三明市地方政府债务余额持续扩张，同期各口径债务率位于福建省内中游水平，但鉴于全省整体债务负担较轻，三明市债务压力尚可。

表4 三明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	113.51	111.16	107.76
税收收入占比	-	70.17%	68.12%
财政自给率	36.39%	33.20%	34.14%
政府性基金收入	99.68	118.58	90.06
地方政府债务余额	-	589.99	516.39

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：三明市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，三明市市属一级投融资平台主要有 2 家，分别为三明投资和三明城市建设投资集团有限公司（以下简称“三明城投”），其中，三明投资为三明市最大的投融资平台，是重要的国有资产运营及交通等相关基础设施建设平台；三明城投则主要承担市政工程项目及保障房建设职能。

表5 截至 2021 年末三明市主要市属一级投融资平台（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
三明投资	三明市人民政府国有资产监督管理委员会	277.47	58.15%	23.96	296.98	三明市资产规模最大的平台公司，重要的国有资产运营及交通等相关基础设施建设平台
三明城投	三明市人民政府国有资产监督管理委员会	136.29	63.38%	28.95	-	三明市重要的市政工程项目及保障房建设主体

资料来源：公开评级报告，wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司作为三明市国有资产运营和交通等相关基础设施建设的重要主体，业务较为多元，近年来营业收入主要来自贸易、汽车运输、土地开发、供水和燃气等，随着厦沙高速自2021年1月起正式投入运营，2021年公司新增高速公路收费收入，带动公司营业收入同比增长22.97%。

毛利率方面，公司2021年销售毛利率大幅增长12.94个百分点，主要原因是新增的高速公路通行费



毛利率很高及土地开发毛利率大幅提升等。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
贸易业务	92,604.59	2.95%	89,092.39	2.88%
汽车运输	37,777.23	-41.42%	40,611.93	-30.32%
高速公路收费收入	35,334.23	85.88%	0.00	0.00%
土地开发	12,393.02	59.82%	24,432.57	23.17%
燃气销售	11,868.76	5.49%	8,612.95	14.02%
供水销售	7,320.15	9.36%	6,535.37	13.13%
工程建设	18,078.76	20.65%	8,764.64	33.37%
其他	24,247.06	71.99%	16,819.08	73.78%
合计	239,623.81	19.77%	194,868.93	6.83%

资料来源：公司提供

（一）土地开发业务

公司土地开发业务在区域内有较强的专营性，且可持续性较好，但收入实现时间具有不确定性，2021年土地出让收入大幅下降

土地出让收入主要由一级控股子公司福建三明生态工贸区生态新城集团有限公司（以下简称“生态新城”）负责，根据三明市财政局文件，公司对生态新城现金增资2,750万元，于2019年11月29日完成增资入股，持股比例由40%增至60%，生态新城于2019年11月底纳入公司合并范围。

根据《海西三明生态工贸区生态新城新建设发展管理体制和运行机制实施方案》（明委办发【2013】12号）等文件，公司承担生态新城规划范围内所涉及的土地整治及相关配套基础设施建设等工作，使土地达到可出让条件，在区域内具有较强的专营性。公司实施范围包括三明现代物流产业开发区、三明高新技术产业开发区金沙园等，规划控制面积300平方公里，规划建设用地面积96平方公里，由中央商务区（14平方公里）、现代物流园区（6平方公里）、高新技术产业园区（45平方公里）、空港经济区（15平方公里）、现代农业科技示范园区（4平方公里）、生态休闲度假区（12平方公里）、沙溪生态休闲带等构成，形成“一带六区”的空间架构。其中生态新城二号新区规划建设用地面积24平方公里。土地整理过程中发生的土地开发整理成本及相关配套基础设施建设等支出，均由公司先行支付。在收益实现上，沙县财政局将收到的52.48%土地出让金扣除农田水利建设资金、教育资金、保障房建设资金、国有土地收益基金等各项资金后其余部分全额返还公司，公司以此确认营业收入。

此外，根据三明市人民政府出具《三明市人民政府关于明确海峡西岸三明现代物流产业开发区开发建设有关事项的通知》（明政文〔2009〕181号），子公司三明经济开发区投资建设集团有限公司（以下简称“三明经开公司”）在三明市经济开发区范围内承担了土地征拆等工作，未签订委托协议，收入实现方式为园区土地“招拍挂”产生的出让收入和园区企业创造的税收返还。



2021年土地出让收入大幅下降主要原因是当年未出让土地，已确认的收入来自2020年底出让的土地，2021年毛利率大幅提升主要系出让地块的均价较高。

表7 公司出让的主要地块情况（单位：亩、万元、万元/亩）

年度	地块名称	出让面积	出让收入	单位价格
2021 年	三明生态新城 E-01 地块（加油站）	8.05	3,860.00	479.50
	金泉路南侧 C-6 地块（康养城）	32.23	4,549.06	141.14
	金泉路南侧 C-9 地块（康养城）	39.58	3,226.68	81.52
	金泉路南侧 C-10 地块（康养城）	28.98	2,226.17	76.82
2020 年	金桥路东侧 C-13 地块（康养城）	48.87	2,331.73	47.71
	金港路西侧 C-16 地块（康养城）	53.36	4,003.22	75.02
	金港路西侧 C-18 地块（揽月山人才房）	80.71	3,762.54	46.62
小计		283.73	20,099.40	70.84

资料来源：公司提供

截至2021年末，子公司的土地整理项目规模较大，未来通过土地出让金返还收入实现收益，但受政府规划、园区建设进展和土地市场行情影响，收益实现时间具有不确定性。

表8 截至 2021 年末公司主要地块开发情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资额	建设周期
生态新城园区项目	60.00	22.65	2009-2030
经开区园区项目	55.00	30.45	2011-2030
合计	115.00	53.10	--

资料来源：公司提供

（二）交通运输建设业务

公司交通运输业务在区域内具有一定的垄断性，资金需求基本集中在控股高速公路项目板块且后续资金需求大

作为三明市的重要基础设施建设主体，公司承担了铁路、高速公路、机场等建设职能。铁路、机场和高速公路投资建设业务分别由子公司三明市铁路投资建设有限公司（以下简称“三明铁投”）、子公司三明市交通建设发展集团有限公司（以下简称“三明交发”）、子公司福建三明机场发展集团有限公司（以下简称“机场公司”）负责。

三明铁投仅负责铁路三明段的建设工作，包括向莆铁路、南龙铁路、兴泉铁路和浦梅铁路等。在三明市政府授权下，三明铁投作为业主方，仅负责地方铁路沿线征迁、资本金上缴等工作，资本金由地方财政拨付。三明铁投业务收入来源于地方财政根据当年铁路项目建设和管理情况拨付项目管理费收入，2018-2021年均未收到项目管理费收入。

机场公司主要负责三明沙县机场的投资建设，机场已于2016年3月7日正式通航，机场高速公路于2018年已建成通车，其他零星工程仍在建设，预计资金需求较小。



三明交发作为三明市高速公路及重点配套项目的投资建设主体高速公路业务在区域内具有垄断性。三明交发主要采取控股、参股和代建等多种方式对高速公路项目进行投融资及建设。三明交发完工和在建项目的高速公路项目均已纳入国高网，具有一定的区位优势和发展前景。截至2021年末，公司主要在建及拟建项目后续仍需投入资金194.36亿元，但拟建项目未来运营模式待确认，未来随着在建及拟建项目的推进，面临较大的资金需求。

表9 截至 2021 年末三明交发控股的主要高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

项目名称	里程	总投资	已投资	状态
莆炎高速（原湄渝高速）永泰梧桐-尤溪中仙段	24.85	36.86	36.86	在建
武夷新区至沙县联络线	7.64	9.00	1.25	在建
蒲城至武平高速公路三明段	87.00	90.00	0.00	拟建
大田广平至石牌联络线	52.30	61.76	0.00	拟建
明溪胡坊至三明岩前连接线	26.53	27.46	0.00	拟建
合计	173.47	195.61	1.25	-

资料来源：公司提供

厦沙高速已于2017年12月全线通车，于2021年一季度结束试运营，并在当年实现3.53亿元通车费收入，可为公司带来稳定的现金流。

参股的高速公路方面，三明交发主要与福建省高速公路集团有限公司共同投资承建三明市区域内高速公路，三明交发以参股方式完成对福银高速三明段、邵三高速三明段、泉三高速三明段、永武高速三明段、永宁高速、建泰高速、湄渝高速三明莘口-明溪城关段和漳永高速三明段等重点交通项目的投资，已初步形成了“两横一纵一联”的高速公路网。其中，福银高速三明段和邵三高速三明段于2006年被福建高速收购。截至2021年末，公司参股的高速公路项目公司股权价值合计36.24亿元，但正处于还本付息期，暂不能为公司带来现金分红。

表10 截至 2021 年末三明交发已运营的参控股高速公路项目情况（单位：公里、亿元）

公司名称	路产名称	里程	总投资	通车时间	持股比例	投资模式	收费性质
三明莆炎高速公路有限责任公司	莆炎高速尤溪中仙-建宁里心段（国高网）	147.65	241.62	2021-1	83.77%	控股	还贷
	莆炎高速永泰梧桐-尤溪中仙段（国高网）	24.85	36.86	2020-3	91.40%	控股	还贷
三明厦沙高速公路有限责任公司	厦沙高速	83.44	72.47	2017-12	63.09%	控股	还贷
三明泉三高速公路有限责任公司	泉三高速三明段	154.14	86.16	2008-12	24.55%	参股	还贷
三明永武高速公路有限责任公司	永武高速三明段	39.86	27.33	2010-4	19.77%	参股	还贷
三明永宁高速公路有限责任公司	永宁高速	123.52	91.02	2011-12	35.00%	参股	还贷
三明建泰高速公路有限责任公司	建泰高速	80.23	51.5	2013-11	49.00%	参股	还贷



三明湄渝高速公路有限责任公司	湄渝高速三明莘口-明溪城关段	27.53	27.23	2015-11	49.00%	参股	还贷
三明漳永高速公路有限责任公司	漳永高速三明段	6.8	5.92	2015-9	49.00%	参股	还贷
合计		688.02	640.11	-	-	-	-

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

（三）公用事业类业务

公司公用事业板块在区域内具有较强的专营性，对收入形成较好补充，未来将继续为公司带来稳定的收入和现金流，交通运输板块持续亏损，整体盈利能力弱

公司公用事业类业务涉及公交、长途汽运、供水、燃气等，在三明市拥有较强的专营性。

公司汽车运输业务主要包括城市公共交通运输和长途运营业务，主要由下属子公司福建闽通长运股份有限公司（以下简称“闽通长运”）和福建省三明市公共交通有限公司（以下简称“三明公交”）负责运营，闽通长运和三明公交均具有经营交通运输业务的许可资格。该板块业务公益性较强，盈利能力弱，每年可获得一定的政府补贴。

表11 公司交通运输业务资质情况

主体名称	许可证编号	有效期	许可经营范围
闽通长运	闽交运管许可明字350400000001号	2018.7.1-2022.6.30	省级旅游客运，省际包车客运，县内班车客运，县际班车客运，市际班车客运，升级班车客运
三明公交	闽交运管许可明字350400000003号	2020.5.13-2022.6.30	省级旅游客运，省际包车客运，县内班车客运，县际班车客运

资料来源：公司提供

公司公共交通运输板块由三明公交和闽通长运共同运营，其中三明公交主要负责三明市区及近郊区的公共汽车营运，闽通长运负责三明市下辖县市及县际间的公共汽车运营，公交业务收入主要来源于票价收入。三明公交城市交通板块主要有三类路线，分别为市区路线、同城化路线和规划区路线，票价区间分别为1-2元、5-6元和1-10元。2021年公司收购了部分车辆和线路，使得2021年公司公交销售收入和客运量均有所上升。

表12 公司公共交通运输业务运营情况

项目	2021 年	2020 年
运营车辆（辆）	502	444
运营线路（条）	105	81
客运量（万人次）	8,531.06	6,777.70
公交销售收入（万元）	7,792.72	7,097.00
公交补贴收入（万元）	12,683.22	8,195.12

注：上表中的公交销售收入和补贴收入的统计口径均仅为三明公交的公交业务，不包含闽通长运公交业务。

资料来源：公司提供

长途运输业务主要指经营包括县内、县际、市际以及省际班车客运等业务，主要由下属子公司闽通



长运负责运营。闽通长运经营模式主要是公车公营和公车责任经营，客运票价由政府实行监管，采取最高限运价政策。公司运营路线省内覆盖9个地区、三明地区各县市，省外覆盖上海、广东、江西等多个省市。受动车、网约车和私家拼车等多重因素影响，长途运输板块业务有所收缩，2021年运营路线、旅客运量和收入继续下降。

表13 公司长途运输业务运营情况

项目	2021 年	2020 年
拥有全资或控股汽车站数（座）	15	16
运营车辆（辆）	1,994	2,059
运营线路（条）	276	281
客运量（万人次）	1,691	1,989
销售收入（万元）	11,671.78	12,447.15
客运补贴收入（万元）	12,812	11,878
毛利率	-16.08%	-6.82%

资料来源：公司提供

公司燃气供应业务由子公司三明市煤气公司（以下简称“三明煤气”）负责。三明煤气是三明市最主要的燃气供应运营主体，主营业务包括煤气供应以及煤气管道的安装、维修等，拥有下属区县的管道燃气特许经营权，经营权期限为30年，在区域内具有一定的专营优势。三明市市区同时供应天然气和煤气，其他特许经营区域均为天然气供应。

随着三明市“煤改气”完成，2021年公司仅对外销售单价更高的燃气，因此燃气销量有所下降。由于燃气价格更高，且转移部分上游原材料涨价压力至非居民企业用户，2021年燃气平均销售价格大幅上涨33.33%，带动燃气收入上涨18.05%。三明煤气价格传导机制不畅，燃气批发价大涨，但居民零售价稳定，公司承担居民用气原材料涨价压力，因此燃气毛利率大幅下降。整体而言，燃气业务未来仍能为公司带来稳定的收入和现金流。

表14 公司燃气业务情况

项目	2021 年	2020 年
燃气销售量（万立方米）	2,496.00	2,818.09
用户数（户）	117,702	111,137
燃气收入	8,787	7,444
燃气平均销售价格（元/立方米）	3.52	2.64
燃气毛利率	5%	14%

注：上表中的燃气收入仅为三明中燃城市燃气发展有限公司本部数据，未包含其下属子公司。

资料来源：公司提供

公司供水业务由下属子公司福建恒源供水股份有限公司（以下简称“恒源供水”）运营，恒源供水符合《城市供水企业资质标准》，拥有城市供水企业资质。恒源供水范围为三明中心城区规划区（包括梅列区和三元区），在上述区域内，恒源供水享有提供城市公共供水服务的权利。自2017年6月以来，公司水价保持稳定。



自来水供水的业务模式为：恒源供水主要从地下水源取水和购买原水后，采用常规的处理工艺进行净化，然后将净化后的水通过自来水管网输送至终端客户，并根据抄表数据通过银行自动划拨、银行实时代收、银行托收、非居民用户转账或现金缴款等方式按月收取水费。

2021年公司售水量较2020年小幅增长，但仍处于恢复过程中，漏损率有所改善，但由于人工成本增加导致2021年业务亏损程度加深。考虑到恒源供水在区域内具有专营性，未来仍可为公司带来较为稳定的收入和现金流。

表15 公司自来水供应情况

项目	2021 年	2020 年
供水厂（座）	6	6
设计供水能力（万吨/日）	23	23
实际供水量（万吨）	3,686.11	3,597.31
实际售水量（万吨）	3,271.92	3,175.62
漏损率（%）	3.88	4.55
平均售水价格（元/吨）	1.55	1.50
供水收入（万元）	5,075.86	4,750.67
供水毛利率	-19.00%	-9.22%

资料来源：公司提供

污水处理由子公司三明市污水处理有限公司（以下简称“三明污水公司”）负责运营。三明污水公司拥有2座污水处理厂，即列东污水处理厂和列西污水处理厂，投产时间分别为1998年5月和2004年3月。污水处理实行收支两条线，三明污水公司主要是处理生活污水和工业污水，污水处理费由个人或单位缴纳后全额上交财政，然后由财政核定三明污水公司的收入。近年来公司污水处理收费标准为：居民生活用水0.95元/立方米，非居民生活用水1.40元/立方米。2021年公司污水处理量较2020年增长17.59%。

表16 公司污水处理情况

项目	2021 年	2020 年
实际日均污水处理量（万吨/日）	4.92	4.01
实际污水处理量（万吨）	1,721.06	1,463.67
设计日均污水处理能力（万吨/日）	7.0	5.50/7.0
污水厂数量（个）	2	2
供水管网长度（公里）	57.20	57.20

注：2020 年 1-7 月的设计日均污水处理能力为 5.50 万吨/日，2020 年 8-12 月为 7.00 万吨/日。

资料来源：公司提供

（四）工程建设业务

公司代建业务持续性有待观察，管道接驳业务收入可为公司贡献一定的利润和稳定的现金流

公司工程类业务分为委托代建业务、天然气接驳及建设管道安装业务及道路养护建设收入等，其中委托代建业务收入已于2019年度确认完毕。



委托代建业务主要由子公司三明交发负责，三明交发与三明市公路局、财政局签署《委托建设及项目回购协议》（以下简称“《回购协议》”），三明市公路局委托三明交发投资建设相关基础设施项目，就目标项目工程进行施工建设，并在项目竣工验收合格后，三明市财政局就项目工程予以回购；在回购时，三明交发与三明市财政局签订《工程移交协议书》，明确工程移交，并对回购价予以确认，财政局于年末根据当年的竣工和验收情况以三明交发对项目的建设成本作为项目成本，项目建设成本包括项目前期费用、工程勘察、设计、监理、管理、决算费用以及融资利息费用，采用成本加成的方式确定回购价，同时办理项目回购移交手续并支付建设回购资金，《回购协议》约定公司的代建投资回报率为20%。

截至2021年末，三明交发无在建和拟建的高速公路代建项目，对高速公路委托代建业务的持续性有待观察。此外，公司部分代建项目由政府按年度支付管理费，2021年确认0.42亿元的管理费收入，较上年基本持平。

天然气接驳及建设管道安装业务由子公司三明煤气负责，主要业务为终端客户初始实现天然气接受所需供气管线及仪表等进行装配。接驳及建设管道的收入按完工百分比法确认，施工期限较短，收入于用户管道建设完工并提供接驳业务后确认。管道接驳结算方面，三明煤气与小区开发商达成安装协议，由工程技术部人员出具最初的施工报价单，市场部人员依据施工报价单与开发商或者企业签订接驳费安装合同，合同签订后按照施工进度分批收款，小区或者企业用户达到通气条件后结算最后一笔接驳费。

2021年接驳收入明显上升，主要原因是为当年非居民用户在提供管道接驳业务的同时提供配套消防服务。

表17 公司管道接驳业务情况（单位：万元、户、元/户）

项目	2021 年	2020 年
收入	4,073.78	3,386.63
新增接驳居民数	17,109.00	15,109
新增接驳工商业数	211	459
居民平均接驳费	2,200.00	2,002.32
非居民平均接驳费	14,633	7,843.81

资料来源：公司提供

（五）贸易业务

公司贸易业务盈利能力弱，2021年建材业务毛利率为负，农林化肥贸易业务的主要客户为民企，需关注贸易品种价格波动、交易对手信用风险和资金占用风险等

公司贸易类主要分为建材和农业化肥贸易两类，其中建材贸易业务由子公司三明交发的二级子公司三明市路桥集团物资贸易有限公司（以下简称“路桥贸易”）负责，销售商品包括钢筋、水泥、沥青等。公司根据具体项目的建设进度及下游客户的需求来组织采购与供应，并根据市场行情确定采购价格和供应价格，供应价格是在采购价格的基础上加上运输途中的费用和合理的利润回报进行确定。

2021年，受钢材等建材价格大幅波动影响，建材贸易毛利率为-5.30%，未来需关注建材贸易业务风



险。

在对下游销售商方面，支付及结算方式根据销售商品种类和下游客户企业性质有所区别，对于民营企业，一般采取款到发货；对于大型施工单位，一般给予一定的赊账期，赊销账期一般不超过12个月，结算方式主要为电汇、银行承兑汇票。目前路桥贸易的下游客户集中度高，公司议价能力较弱。

表18 建材业务前五大客户情况（单位：万元）

时间	客户名称	主要产品	销售金额	占比
2021 年	中交一公局第六工程有限公司	钢筋	2,433	18.09%
	大成工程建设集团有限公司	沥青	2,124	15.79%
	中铁二十四局集团福建铁路建设有限公司	钢筋、水泥	1,934	14.38%
	中交一公局集团有限公司	钢筋、沥青	1,438	10.69%
	福建一建集团有限公司	钢筋	1,229	9.14%
小计	-	-	9,157	68.08%
2020 年	浙江交工集团股份有限公司	沥青	7,889	14.63%
	中铁十八局集团第二工程有限公司	钢筋水泥	7,784	14.44%
	中铁二十四局集团福建铁路建设有限公司	钢筋水泥	5,974	11.08%
	中交一公局第六工程有限公司	钢筋	5,876	10.90%
	中铁十一局集团第一工程有限公司	水泥	4,791	8.89%
小计	-	-	32,314	59.94%

资料来源：公司提供

在对上游供应商方面，鉴于公司属于地方国企，上游供应商通常会给予一定的赊账期，账期一般1-3个月，结算方式主要为电汇、银行承兑汇票。整体而言，下游账期长于上游，给公司带来了一定的运营资金压力。

表19 建材业务前五大供应商情况（单位：万元）

时间	供应商名称	主要产品	采购金额	占比
2021 年	莆田市裕利嘉贸易有限公司	钢筋	3,997	34.34%
	厦门华特集团股份有限公司	沥青	1,776	15.26%
	福建三元金属有限公司	钢筋	1,221	10.49%
	福建永安易通物流有限公司	沥青	980	8.42%
	永安鹏鑫贸易有限公司	水泥	791	6.80%
小计	-	-	8,766	75.30%
2020 年	莆田市裕利嘉贸易有限公司	钢筋	8,701	16.79%
	永安鹏鑫贸易有限公司	水泥	7,773	15.00%
	厦门新立基股份有限公司	沥青	7,670	14.80%
	福建省闽光现代物流有限公司	钢筋	5,649	10.90%
	福建三明市信瑞贸易有限公司	钢筋	4,798	9.26%
小计	-	-	34,591	66.75%

资料来源：公司提供



公司农业肥料贸易业务由子公司三明市农林发展集团有限公司（以下简称“农林集团”）负责，农林集团于2019年12月31日成立，贸易种类主要包括硫酸钾、硝酸磷肥、氯化钾等，主要服务于福建省内的园艺植保公司以及纸业制造公司。

公司销售客户较为集中，结算方式为先货后款，且基本提供6个月的账期，而采购结算方式主要为款到发货，公司面临一定的营运资金压力。2021年公司加大农林化肥贸易规模，农业肥料销售收入较2020年增长136.66%，但主要贸易对象为民营企业，需关注农林化肥贸易业务风险。

表20 2021年农林化肥贸易业务供应商和客户情况（单位：万元）

客户名称	主要产品	销售金额	占比
福建省三明市浩伦园艺植保有限公司	磷酸一铵、氯化钾、和硫酸等	59,458	86.00%
中国林产品集团有限公司	原木、辐射松原木	9,469	14.00%
小计	-	68,927	100.00%
供应商名称	主要产品	采购金额	占比
厦门汇通瑞祥贸易有限公司	原木、辐射松原木	9,282	13.00%
国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司	硫酸钾	10,515	15.00%
天脊集团河南农资有限公司	硝酸磷肥	8,762	13.00%
中福海峡（平潭）发展股份有限公司	硝酸钾	6,221	9.00%
云南滨地茂明农资有限公司	硫酸钾	6,313	9.00%
小计	-	41,093	59.00%

资料来源：公司提供

公司在资产注入和政府补助方面获得了三明市政府的大力支持

作为三明市最重要的基础设施投资建设主体，2021年三明市政府在资产注入和政府补助方面继续给予公司大力支持。资产注入方面，2021年，公司收到莆炎高速尤建段的资本金等资产注入，合计增加资本公积12.51亿元。政府补助方面，2021年公司继续收到了客运、航线、公交、道路工程运营等补助，金额合计3.39亿元，是同期利润总额的113.84%，大幅提升了公司盈利水平。

表21 公司获得的政府补助情况（单位：万元）

项目	2021年
客运补贴	12,019.73
航线补贴及培育金	5,869.42
购置车辆及建设补贴	4,822.46
公交补贴	4,676.10
道路工程运营补贴	3,700.00
土地征收补偿	1,011.73
粮食专项补贴	966.49
代建管理服务补助资金	380.62
税费减免	111.29
自创区协同创新平台补助	110.00
煤气补贴	100.00
稳岗补贴	84.3



其他	44.41
取消省界收费站补助金	13.46
合计	33,910.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年及2020年9月连审审计报告、2020-2021年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年度新增子公司情况见表1，未减少子公司。

资产结构与质量

近年来公司总资产逐年增加，以应收款项、土地整理开发投入、高速公路项目公司股权投资及项目投入为主，整体资产流动性较弱

得益于高速公路项目资本金到位以及公司加大融资，公司2021年末资产规模继续增加，且主要为流动资产。

流动资产方面，截至2021年末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限资金为0.29亿元。公司应收账款主要为子公司三明交发应收三明市财政局的委托代建款，部分为贸易业务货款且面临一定的坏账风险。2021年末应收账款账面价值小幅下降，主要系收回部分三明交发的代建款所致。应收账款集中度很高且账龄较长，2021年末，三明市财政局、福建省三明市浩伦园艺植保有限公司、福建省高速公路资金结算管理委员会等前五大应收对象的应收账款余额合计32.31亿元，占同期末应收账款余额的93.11%；账龄一年以上的应收账款余额占比达83.57%。

公司其他应收款主要为与政府机关单位、关联方单位等的往来款，2021年末账面价值大幅减少主要原因是收回部分往来款。截至2021年末，其他应收款计提的坏账准备0.18亿元，计提比例为1.18%，三明市财政局、建宁县铁路工程建设指挥部办公室和宁化县铁路建设指挥部等前五大应收对象期末余额合计8.21亿元，占同期末其他应收款余额的52.66%，集中度有所上升，同时，其他应收款账龄较长，2021年末账龄一年以上的其他应收款余额占比65.23%。截至2021年末，公司应收款项合计49.90亿元，占总资产的7.52%，应收对象主要为政府部门及地方国企，发生大额坏账的风险较小，但回收时间不确定，对营运资金造成一定的占用。

公司存货主要为子公司生态新城的土地整理成本、子公司三明经济开发区投资建设集团有限公司的产业园建设投入，2021年末账面价值同比增加8.66亿元主要系园区基础设施建设和道路施工投入增加所致。

表22 公司主要资产构成情况（单位：亿元）



项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.27	4.57%	34.11	5.56%
应收账款	34.49	5.20%	35.35	5.77%
其他应收款	15.41	2.32%	21.39	3.49%
存货	80.20	12.10%	71.54	11.67%
流动资产合计	172.44	26.01%	179.15	29.22%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	31.59	5.15%
其他权益工具投资	31.72	4.78%	0.00	0.00%
长期股权投资	22.95	3.46%	21.87	3.57%
固定资产	113.11	17.06%	40.65	6.63%
在建工程	274.87	41.46%	297.69	48.55%
其他非流动资产	45.18	6.81%	39.50	6.44%
非流动资产合计	490.57	73.99%	433.99	70.78%
资产总计	663.01	100.00%	613.14	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司其他权益工具投资主要为参股的高速公路项目公司，同时还有部分股权投资，2021年执行新金融工具准则，由可供出售金融资产转入。2021年末，高速公路项目公司账面价值合计27.17亿元。

公司长期股权投资分为政府划拨的股权、高速公路项目公司股权（三明泉三高速公路有限责任公司）和对外投资标的，均按权益法核算。2021年末账面价值小幅增加主要原因是投资5,100万元参股三明绿色创新投资合伙企业（有限合伙）。投资损益由负转正，2021年实现投资收益0.56亿元，投资回报率有所提升。

公司固定资产主要为高速公路、房屋建筑物、运输设备、机器设备等，2021年末账面价值同比增长1.78倍，主要系厦门至沙县高速公路三明段工程实现通行费收入全部转固和莆炎高速公路尤溪中仙至建宁里心段部分转固。

公司在建工程主要为莆炎高速公路尤溪中仙至建宁里心段、莆炎高速公路永泰梧桐至尤溪中仙段（三明市境）公路工程 and 国道205线三明市区过境段工程的投入成本，随着厦沙高速三明段转固，2021年末账面价值小幅下降。

其他非流动资产主要为福建省铁投公司项目资金，2021年末账面价值大幅增加主要原因是公司向法院申请以3.60亿元购买三明市梅列区玫瑰新村83、85、86、87幢永星国际群楼及地下室的450个商业房产及车位。

总的来看，2021年公司资产规模继续增加，且以应收款项、存货、股权投资、固定资产、在建工程为主，其中应收款项对营运资金存在一定占用，存货主要为土地整理成本，变现周期较长，股权投资主要为高速公路项目公司和其他划拨所得且投资回报率不高标的，固定资产主要为高速公路，在建工程亦

主要为高速公路项目工程投入，回报周期长。此外，截至2021年末，受限的存货、固定资产、无形资产等账面价值合计9.91亿元，占总资产的1.49%，资产整体流动性较弱。

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入继续增加，销售毛利率大幅回升，收现情况良好，政府补助有效提升了公司盈利水平

受公司新增的高毛利率高速公路收费收入，2021年营业收入同比增长22.97%，销售毛利率增加12.94个百分点。此外，2020年受益于下属子公司出让机场的部分土地，利润总额大幅增加。2021年公司收到的土地征收补偿金额减少，导致同期利润总额小幅下降。考虑到公司公用事业类业务在区域有较强的专营性，预计未来将为公司带来稳定的收入和现金流。

此外，公司承担的公交、客运、机场建设等业务每年均获得了一定金额的补助，2020-2021年补贴收入（其他收益和营业外收入中的补贴）合计数分别为4.82亿元和3.39亿元，占利润总额的比重分别为150.62%和113.84%，大幅提升了公司盈利水平。

表23 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
收现比	124.34%	104.14%
营业收入	23.96	19.49
营业利润	2.88	2.90
其他收益	3.29	4.44
利润总额	2.98	3.20
销售毛利率	19.77%	6.83%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

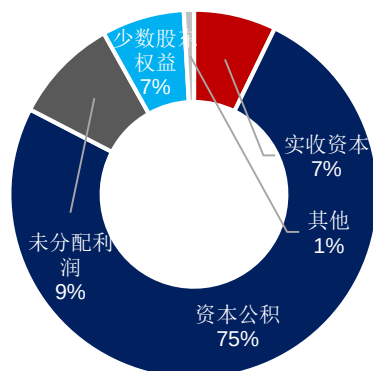
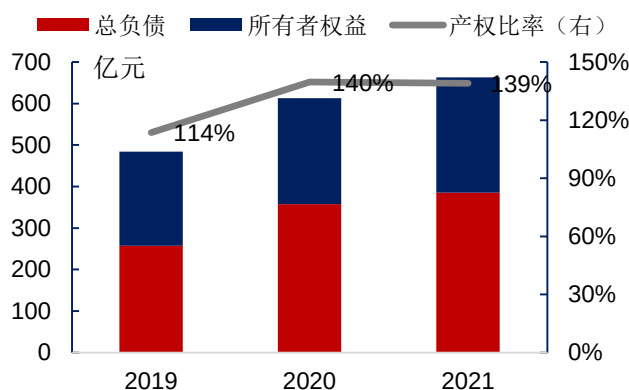
资本结构与偿债能力

近年来公司总债务规模大幅增加，面临较大的债务压力

2021年主要受益于高速公路项目资本金注入，年末公司净资产规模继续增加，资本实力不断增强。另一方面，公司债务融资规模也在不断扩大，总负债也在不断上升。综合影响下，公司2021年末产权比率基本持平，净资产对负债的保障程度较低。

图 1 公司资本结构

图 2 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 9 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年来公司流动负债占比较低，负债结构尚可，主要原因是三明交发公路建设周期较长，需匹配中长期项目贷款。公司短期借款主要由信用借款和保证借款构成，2021年账面价值小幅增加。其他应付款分为押金保证金、往来款、暂借款和代收款，2021年末账面价值较为稳定。2021年末公司一年内到期的非流动负债为即将到期的银行贷款、债券和融资租赁款等。

非流动负债方面，公司长期借款主要分布在三明交发及其子公司，主要是以提供保证、土地所有权抵押及以股权、参股公路收益权质押为主的项目贷款，截至2021年末，长期借款中包含质押借款117.34亿元、保证借款52.42亿元、信用借款37.52亿元和抵押借款5.62亿元（包括一年内到期的长期借款）。截至2021年末，公司应付债券由“17三明国投债”、“16三明交建债”、“20三明交建MTN001”和“20三明交建PPN001”等债券构成，其中2021年末账面价值小幅增加，主要系三明交发于2021年3月和9月分别发行3亿元的“21三明交建PPN001”和5亿元的“21三明交建MTN001（革命老区）”所致。

公司长期应付款主要为三明市财政局的置换债券、三明市财政局的往来款、政府地方债务资金和融资租赁款等，2021年末账面余额大幅增加主要系收缴铁路建设项目资金增加3.50亿元。

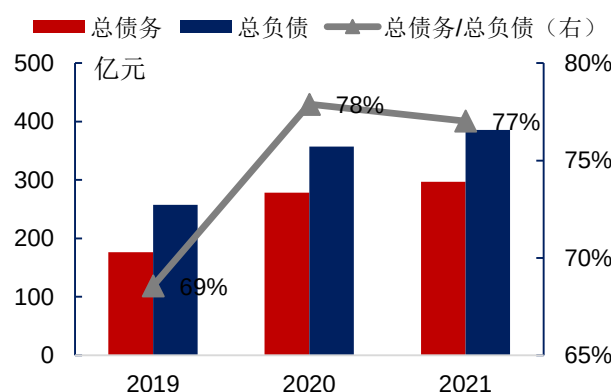
表24 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.60	2.23%	7.85	2.20%
其他应付款	15.31	3.97%	14.79	4.14%
一年内到期的非流动负债	13.63	3.54%	9.38	2.62%
流动负债合计	57.72	14.97%	47.30	13.24%
长期借款	207.67	53.86%	196.37	54.95%
应付债券	23.55	6.11%	22.15	6.20%
长期应付款	94.20	24.43%	89.05	24.92%
非流动负债合计	327.83	85.03%	310.06	86.76%
负债合计	385.54	100.00%	357.36	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

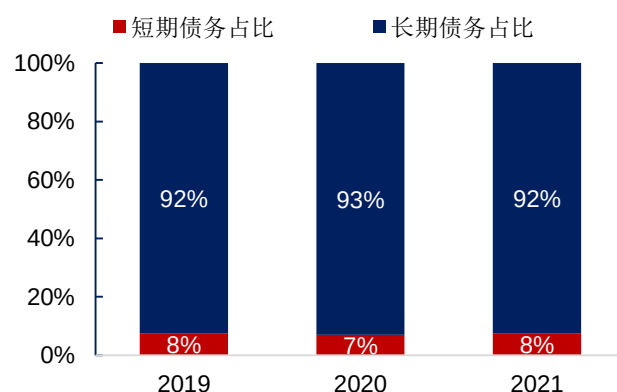
公司总债务主要分布在子公司三明交发，2021年末公司总债务同比上升6.70%至296.98亿元。此外，三明交发的业务性质决定了其主要是以提供保证、土地所有权抵押及以股权、参股公路收益权质押为主的项目贷款，因此2021年末公司短期债务集中度仍低于10%，债务集中偿付压力可控。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 9 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 9 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

在债务增加的同时公司也收到了较大规模的项目资本金注入，2021年末资产负债率保持稳定。货币资金对短期债务的保障程度较好，虽2021年末现金短期债务比继续下降，但仍维持在1.5以上，而EBITDA对利息的保障程度尚可。

表25 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	58.15%	58.28%
现金短期债务比	1.58	2.02
EBITDA 利息保障倍数	0.73	0.74

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、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，公司本部（2022年3月18日）、子公司生态新城（2022年3月21日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部及子公司三明交发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2021年末，公司对外担保余额合计32.92亿元（不含子公司经营性担保业务），占同期末净资产的11.86%，虽被担保方均为三明市的国有企业，但担保金额较大，且无反担保措施，公司面临一定的



或有负债风险。

表26 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
三明市城市建设投资集团有限公司	25.00	2031/6/13	否
	6.80	2032/10/25	否
三明市永安汽车城建设发展有限公司	1.12	2028/11/16	否
合计	32.92	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

三明市近年经济体量持续增长，但增速有所放缓，固定资产投资韧性十足，其中第二产业投资增速位居全省前列，钢铁与装备制造具有一定技术及规模优势，未来将持续发挥其主导优势及作用，带动三明市经济持续增长，为公司发展提供了良好基础。公司是三明市国有资产运营和交通等相关基础设施建设的重要主体，业务范围涵盖公用事业、土地出让和交通运输建设等，上述主要业务在区域内均具有较强的专营性，且公用事业可为公司带来稳定的收入和现金流；截至2021年末，公司土地开发业务的前期投入规模较大，未来土地出让收入规模较有保障。此外，公司在资产注入、政府补助等方面继续获得三明市政府的大力支持。

但中证鹏元也关注到，贸易业务是公司第一大收入来源，2021年收入占比在四成左右，且建材贸易业务毛利率为负，农林化肥贸易业务的最主要下游客户为民企，且贸易业务存在资金占用风险。公司资产以应收款项、存货、股权投资和在建工程为主，资产流动性较弱。截至2021年末，公司有较大规模的在建及拟建高速公路项目、土地整理项目，未来随着项目推进，公司面临较大的资金压力，总债务继续超同期末净资产规模，偿债压力加大，且公司面临一定的或有负债风险。

整体来看，公司抗风险能力很强。

九、结论

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“22三明01”的信用等级为AA+。

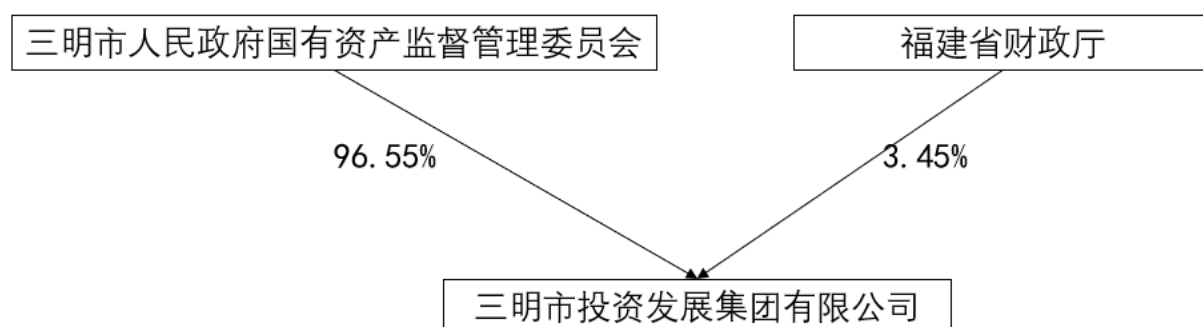


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	30.27	34.11	38.49
存货	80.20	71.54	186.81
流动资产合计	172.44	179.15	305.98
固定资产	113.11	40.65	38.48
在建工程	274.87	297.69	71.70
非流动资产合计	490.57	433.99	178.25
资产总计	663.01	613.14	484.22
短期借款	8.60	7.85	2.43
一年内到期的非流动负债	13.63	9.38	10.90
流动负债合计	57.72	47.30	36.33
长期借款	207.67	196.37	129.07
应付债券	23.55	22.15	15.70
长期应付款（合计）	94.20	89.05	74.45
长期应付款	94.20	89.05	74.45
非流动负债合计	327.83	310.06	221.12
负债合计	385.54	357.36	257.45
总债务	296.98	278.34	176.50
营业收入	23.96	19.49	17.31
所有者权益	277.47	255.77	226.78
营业利润	2.88	2.90	0.68
其他收益	3.29	4.44	2.97
利润总额	2.98	3.20	2.09
经营活动产生的现金流量净额	6.87	-10.09	-59.64
投资活动产生的现金流量净额	-38.64	-94.82	0.64
筹资活动产生的现金流量净额	28.33	104.28	69.84
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	19.77%	6.83%	8.17%
收现比	124.34%	104.14%	72.32%
资产负债率	58.15%	58.28%	53.17%
现金短期债务比	1.58	2.02	3.32
EBITDA（亿元）	9.30	7.22	4.88
EBITDA 利息保障倍数	0.73	0.74	0.81

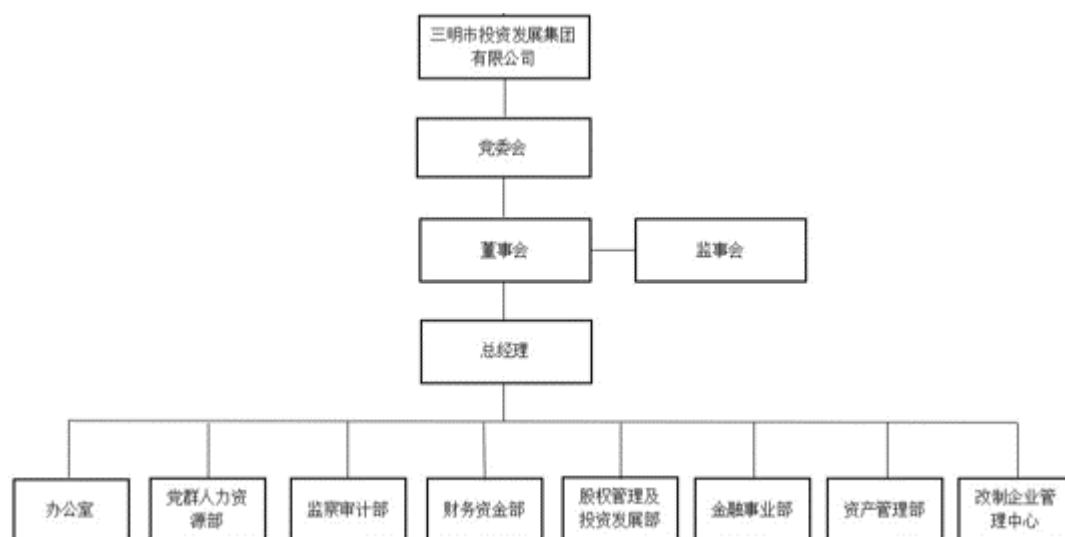
资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 9 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



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：亿元）

子公司名称	级次	主要经营地	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
三明市纪元物资供应有限公司	1	福建省三明市	99.00		货币出资
福建省三明市龙盛房地产开发有限公司	1	福建省三明市	66.25	25.00	货币出资
三明经济开发区投资建设集团有限公司	1	福建省三明市	77.00		划拨
三明吉源水务有限公司	2	福建省三明市		77.00	划拨
三明市吉源市政建设有限公司	2	福建省三明市		77.00	划拨
三明市新能源产业技术研究院有限公司	2	福建省三明市		77.00	划拨
三明市吉源资产管理有限公司	2	福建省三明市		77.00	划拨
三明市吉源开发管理有限公司	2	福建省三明市		77.00	货币出资
福建省三明市粮食购销有限公司	1	福建省三明市	100.00		划拨
三明市荆西粮食和物资储备有限公司	1	福建省三明市	100.00		划拨
三明市粮油贸易有限公司	1	福建省三明市	100.00		划拨
三明市国投矿业有限公司	1	福建省三明市	51.00		货币出资
三明市信兴实业有限公司	1	福建省三明市	78.57	21.43	货币出资
三明市国投置业有限公司	2	福建省三明市		75.00	货币出资
三明市诚兴资产运营有限公司	1	福建省三明市	60.00		货币出资
三明市国有融资担保有限公司	1	福建省三明市	84.00		货币出资
三明市国有住房置业融资担保有限公司	2	福建省三明市		84.00	货币出资
三明市新兴产业投资基金有限公司	1	福建省三明市	100.00		货币出资
三明新周报社	1	福建省三明市	100.00		划拨
福建三明生态工贸区生态新城集团有限公司	1	福建省三明市	60.00		货币出资
三明生态新城农业科技投资开发有限公司	2	福建省三明市		60.00	货币出资
三明市华城置业有限公司	2	福建省三明市		60.00	货币出资
三明市生态新城建设开发有限公司	2	福建省三明市		29.40	货币出资
三明市生态新城市政园林有限公司	2	福建省三明市		60.00	货币出资
三明市信息产业发展有限公司	1	福建省三明市	100.00		货币出资
三明市中安鑫创保安信息技术有限公司	2	福建省三明市		80.00	货币出资
三明市财鑫投资有限公司	1	福建省三明市	100.00		划拨
三明市保安服务有限公司	1	福建省三明市	100.00		划拨
三明市金盾保安守押有限公司	2	福建省三明市		70.00	划拨
三明市明盾保安培训有限公司	2	福建省三明市		100.00	划拨
三明市农林发展集团有限公司	1	福建省三明市	100.00		划拨
三明市元通农业发展有限公司	2	福建省三明市		100.00	划拨
三明市绿城林业发展有限公司	2	福建省三明市		100.00	划拨
三明市牧渔良种繁育场有限公司	2	福建省三明市		100.00	划拨
三明市国有林场开发有限公司	2	福建省三明市		100.00	划拨



三明市元通园艺场有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
福建省三明麒麟山庄管理有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
三明市元通良种场有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
福建省三明市乡镇工业设备安装有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
三明市元通茶叶有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
福建六三种业有限责任公司	2	福建省三明市	41.94	货币出资
三明市城市公用集团有限公司	1	福建省三明市	100.00	划拨
福建恒源供水股份有限公司	2	福建省三明市	99.23	划拨
三明市煤气公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
三明市恒源环保科技有限公司	2	福建省三明市	51.00	货币出资
三明市城市公用工程有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
三明市污水处理有限公司	2	福建省三明市	99.23	划拨
三明市城市公用设计院有限公司	2	福建省三明市	51.00	划拨
三明市城市公用物资贸易有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
三明市明源水电有限公司	2	福建省三明市	96.33	划拨
三明市交通建设发展集团有限公司	1	福建省三明市	100.00	划拨
三明长深高速公路连接线有限公司	2	福建省三明市	75.00	划拨
三明厦沙高速公路有限责任公司	2	福建省三明市	63.09	划拨
三明市路桥集团有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
三明市高速公路建设集团有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
福建三明机场发展集团有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
三明市交运集团有限公司	2	福建省三明市	100.00	划拨
三明莆炎尤建高速公路有限公司	2	福建省三明市	83.77	划拨
三明市铁路建设投资有限公司	2	福建省三明市	74.30	划拨
三明市元沙大道建设有限公司	2	福建省三明市	100.00	货币出资

资料来源：公司 2021 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。