



2015年鹰潭市龙岗资产运营有限公司公司 债券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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

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：

2015年鹰潭市龙岗资产运营有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
PR 鹰高新/15 鹰潭高新债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持鹰潭炬能投资集团有限公司¹（以下简称“鹰潭炬能”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“PR 鹰高新/15 鹰潭高新债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：公司是鹰潭高新技术产业开发区（以下简称“鹰潭高新区”）重要的基础设施建设主体，外部环境较好，为其发展提供良好基础；公司业务持续性较强且获得外部支持力度较大；同时，鹰潭市国有控股集团有限公司（以下简称“鹰潭国控”）提供的保证担保能有效提升本期债券信用水平。但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，资金压力和债务压力较大，且存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较强，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月15日

联系方式

项目负责人：张涛
zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：蒋申
jiangsh@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	2022.03	2021	2020	2019
总资产	193.18	179.39	153.55	124.22
所有者权益	76.86	76.61	69.38	62.04
总债务	100.81	89.25	79.97	57.70
资产负债率	60.21%	57.29%	54.82%	50.06%
现金短期债务比	0.75	0.80	0.78	0.83
营业收入	20.37	70.72	64.54	48.28
其他收益	0.44	2.10	2.68	2.58
利润总额	0.24	1.39	1.67	1.66
销售毛利率	0.87%	0.72%	0.89%	-0.49%
EBITDA	--	1.90	2.93	2.21
EBITDA 利息保障倍数	--	1.65	1.51	2.22
经营活动现金流净额	-3.49	-8.30	-5.39	-3.18
收现比	89.92%	114.75%	108.29%	118.22%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 2021 年 6 月 7 日，公司名称由鹰潭市龙岗资产运营有限公司更名为鹰潭炬能投资集团有限公司

优势

- **铜和物联网产业为鹰潭市经济发展提供重要支撑。**鹰潭市人均 GDP 全省第二，单位面积产出全省第三，经济总量虽小但发展水平高。鹰潭市夯实“2+N”产业体系，其中铜产业为鹰潭市经济基本盘，新兴产业物联网发展潜力大，“智铜道合”将推动鹰潭经济持续发展。
- **公司业务持续性较强。**公司是鹰潭高新区重要的基础设施建设主体，公司主要在建项目计划总投资规模较大，且鹰潭高新区内铜产业企业对铜产品需求较旺，可持续支撑公司铜贸易和加工销售业务，公司整体业务可持续性较强。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**2021 年鹰潭国控向公司代缴税款；此外，公司持续获得鹰潭高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“鹰潭高新区管委会”）专项补助、税收返还等补贴收入。
- **保证担保能有效提升本期债券信用水平。**鹰潭国控是鹰潭市最大的基础设施建设和国有资产运营主体，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，鹰潭国控主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2021 年末，公司存货和应收款项（应收账款和其他应收款）占用资金较大，合计占总资产的比例为 72.18%，其中存货主要由土地和开发成本构成，且应收款项回收期不确定，同时部分货币资金和投资性房地产受限，整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**近年公司经营活动现金净流出规模较大，且截至 2021 年末公司主要在建项目尚需投资金额较大，面临较大的资金压力。
- **公司存在较大的债务压力。**2021 年末公司总债务持续攀升，债务规模较大，偿债指标表现较弱，面临较大的债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保金额较大，且部分对外担保对象为当地民营企业。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	3		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	5
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa



调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

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+	2021-6-28	蒋申、张涛	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	2016-9-22	肖彬俊、刘志强	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA	2015-6-1	胡亮亮、陈远新	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
PR 鹰高新/15 鹰潭高新债	9.00	1.80	2021-6-28	2022-7-31

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、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年7月发行7年期9亿元公司债券，募集资金原计划用于鹰潭高新区白露科技园基础设施建设项目和鹰潭市高新区龙岗产业园基础设施建设项目。截至2022年3月31日，本期债券募集资金专户余额为0.57万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为10,000万元，控股股东仍为鹰潭市国有控股集团有限公司，其持有公司100%的股权，实际控制人仍为鹰潭市国有资产监督管理委员会。公司股权结构图见附录二。

公司是鹰潭高新区基础设施建设的重要主体，主要从事鹰潭高新区范围内的基础设施建设、铜贸易等业务。2021年合并范围无变化，截至2021年末，公司合并范围内的子公司共10家，具体见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国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。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

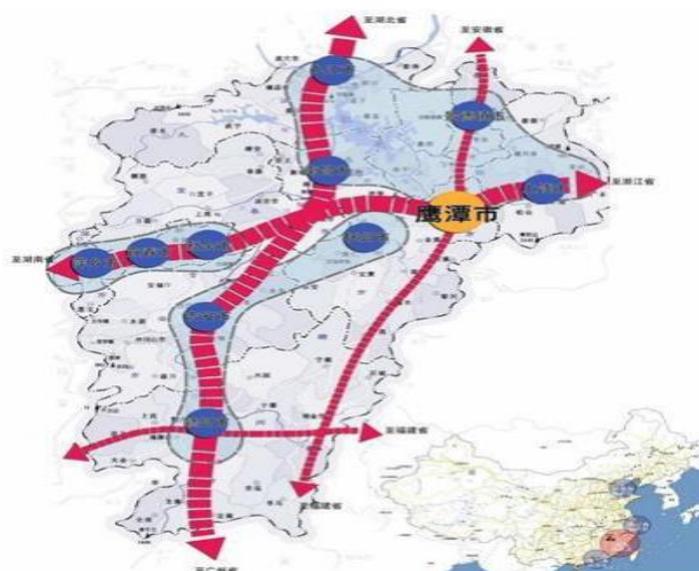
年投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

鹰潭为小城市人口及规模，经济发展增速快，发展水平高，因铜设市、因铜兴市，产业特色鲜明，计划打造全省万亿有色产业集群核心区、中部地区物联网产业制造中心，并依托龙虎山等旅游资源打造全域旅游新格局

区位优势：鹰潭为小城市人口及规模，城镇化水平较高，旅游资源较为丰富。鹰潭市地处江西省东部偏北，信江中游，背靠龙虎山山脉、鄱阳湖流域，信江自西向东流经全市。鹰潭下辖2区（余江区、月湖区）、1县（贵溪市）、1个国家开发区（鹰潭高新区）、1个风景区（龙虎山风景区）及1个开发区（信江新区）。鹰潭市属于小城市人口及规模，全市面积3,556.7平方公里，面积仅大于省内的新余市，截至2021年末，常住人口115.50万人，是省内常住人口最少的地级市。2019年鹰潭市全域成为11个国家城乡融合发展试验区之一，近年人口小幅流入，2021年常住人口城镇化率为65.43%，高于全国、全省平均水平。鹰潭市交通较为便利，境内沪昆高铁、鹰厦线、浙赣线、皖赣线和沪昆高速、济广高速及320国道、206国道在市区呈十字形交错；鹰潭港未实现通航，水路运输优势尚未发挥，十四五期间将加快推进鹰潭港余江中童、贵溪九牛滩综合货运码头建设。旅游资源较为丰富，境内龙虎山是中国道教的发祥地，是中国第八处世界自然遗产、世界地质公园、国家自然文化双遗产地、国家5A级旅游景区，计划依托龙虎山等旅游资源打造全域旅游新格局。

图1 鹰潭市区位情况



资料来源：鹰潭市人民政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：鹰潭市 GDP 总量位于省内最后梯队，但整体增速较快，经济发展水平高。受制于生产开发空间小、以铜冶炼行业为依托的高耗能产业占比较大，鹰潭市经济总量相对落后，但单位面积

产出较高，全省第三。2021年鹰潭市地区生产总值首次突破1,000亿元，近年来鹰潭市经济保持较快增长，2019-2021年GDP增速均高于全国、全省平均水平，其中2021年GDP增速已上升为全省第一。鹰潭市形成了“二三一”的产业结构，2021年三次产业结构为6.5:52.4:41.1。近年来鹰潭市人均GDP实力较好，2020年以来人均GDP水平已超新余市，省内排名第二。

表1 2021年江西省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元、%）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
南昌市	6,650.53	8.7	103,309	484.84	411.05
赣州市	4,169.37	9.1	46,430	294.07	460.42
宜春市	3,191.28	8.9	64,197	254.22	400.21
上饶市	3,043.49	9.0	47,283	236.03	366.40
抚州市	1,794.55	8.0	50,135	131.87	258.88
新余市	1,154.60	8.6	96,049	81.60	85.00
鹰潭市	1,143.92	9.3	99,041	92.61	88.47
景德镇市	1,102.31	8.7	68,019	101.49	221.27

注：（1）人均GDP=2021年GDP/2021年末常住人口。

资料来源：江西省人民政府，中证鹏元整理

表2 鹰潭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）	1,143.92	9.3%	982.66	4.0%	941.26	8.1%
固定资产投资	-	11.8%	-	9.5%	-	8.8%
社会消费品零售总额	405.22	18.1%	343.12	3.9%	244.31	10.7%
进出口总额	429.60	27.8%	324.74	9.1%	-	-10.9%
人均 GDP (元)		99,041		85,136		79,883
人均 GDP/全国人均 GDP		122.31%		117.51%		112.68%

注：标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：鹰潭市2019-2021年统计公报、鹰潭市统计局，中证鹏元整理

产业情况：鹰潭市主导产业铜产业支柱作用明显、物联网发展潜力大，从而推动经济发展。鹰潭因铜设市、因铜兴市，铜产业是鹰潭之本，大型铜采选、冶炼及加工企业江西铜业（600362.SH）坐落于此，已成为全国最大的铜冶炼、铜加工基地和重要的铜消费区，是国家火炬铜基新材料特色产业基地，铜产业集群优势明显。铜产业经济支柱作用明显，2021年规模以上铜产业营业收入和利润总额分别为3,207.31亿元和103.98亿元，分别占同期规模以上工业营业收入和利润总额88.28%和83.11%，2021年铜产业增加值增长13.9%，高于规模以上工业增加值1.7个百分点。鹰潭市积极推动传统产业升级之余，大力发展新兴产业，物联网已确立为鹰潭市另一主导产业。2017年，鹰潭成为“新一代宽带无线移动通信网”国家科技重大专项成果转化试点示范城市，目前物联网产业列入国家新型工业化产业示范基地、国家战略性新兴产业集群发展工程，鹰潭高新区获批国家网络安全“高精尖”技术创新试点示范区，鹰潭市聚集了欧菲光（002456.SZ）间接控股子公司江西欧菲炬能物联科技有限公司、三川智慧（300066.SZ）、沃得尔、至信搏远等物联网企业423家，物联网核心及关联产业营业收入达600亿元，已

成为鹰潭市重点税源行业之一。同时，鹰潭市产业能级提升，是国家智慧城市试点和5G试点城市，获全球智慧城市数字化转型奖和全球智慧城市中国区产业数字化转型奖，是全国唯一获两项殊荣的城市，2021年战略性新兴产业产值和高技术产业增加值占规模以上工业比重分别23%和30%，国家级专精特新“小巨人”11家。

发展规划及机遇：鹰潭实施工业强市战略，打造全省万亿有色产业集群核心区、中部地区物联网产业制造中心。根据《江西省人民政府关于支持赣东北开放合作推动高质量跨越式发展的若干意见》和《鹰潭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》，鹰潭市实施工业强市战略，打造“2+N”现代化工业体系，巩固提升铜和物联网两大主导产业。铜产业方面，提升“世界铜都”首位度，打造国家级铜基新材料产业集群，加快推进有色金属储备交易中心平台建设，完善半成品和成品现货交易、供应链金融等产业配套服务，加快打造千亿级铜现货交易平台、国家重要的铜金属交易中心。到2025年，力争规模以上铜企业达230家，新增6家以上上市公司，营业收入实现翻番，突破4,000亿元。物联网产业方面，深入实施国家“03专项”试点，加快推进国家网络安全“高精尖”技术创新试点示范区建设，建成极具特色的国家级物联网产业集群，加速打造中部地区物联网产业制造中心。到2025年，力争规模以上企业达到100家，物联网核心及关联业务营业收入突破1,000亿元。同时做大做强健康、眼镜、节能照明、乐器制造等特色产业。依托各项国家级试点契机，聚焦“数字经济”，到2025年，力争数字经济总体规模位居全国中小城市前列，数字经济核心产业增加值占GDP比重超过12%，打造成为中部乃至全国数字经济创新发展试验区。

财政及债务水平：近年来鹰潭市地方财政收入逐年提升，财政收入质量尚可，但财政自给能力较弱，化债成效明显。近年来鹰潭市地方一般公共预算收入逐年提升，2021年一般公共预算收入92.61亿元，增长4.3%，增幅位于全省第一。得益于较好的工业化率，鹰潭市税收收入占比较高，2021年税收占比全省第三，财政收入质量尚可。近年来财政自给率波动下降，财政平衡能力有待提升。鹰潭市政府性基金收入2020年同比大幅增长2.17倍至99.85亿元，2021年仍维持了较大规模的政府性基金收入，主要原因为自2020年以来当地平台公司摘得较大价值的土地资产。区域债务方面，2019年以来，鹰潭市地方政府债务余额开始大幅扩张，但同时也在积极化解政府债务风险，2020年底，法定债务率由黄色降为绿色。截至2021年末地方政府债务余额达337.57亿元，债务余额位列省内倒数第三。

表3 鹰潭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	92.61	88.78	87.91
税收收入占比	72.12%	67.27%	70.24%
财政自给率	49.09%	46.98%	56.69%
政府性基金收入	88.47	99.85	31.52
地方政府债务余额	337.57	245.53	196.70

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：江西省财政厅、鹰潭市人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，鹰潭市已完成融资平台整合目标，形成市级融资平台为“1+N”模式，其中鹰潭国控为鹰潭最重要的平台公司，同时拥有下属发债子公司鹰潭炬能和江西省龙虎山旅游文

化发展（集团）有限公司（以下简称“龙虎山旅游集团”），业务范围分别主要覆盖鹰潭高新区和龙虎山风景区，具体如下表所示。

表4 截至2021年末鹰潭市及其高新区主要投融资平台情况基本（单位：亿元、%）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
鹰潭国控	鹰潭市国有资产监督管理委员会	879.53	58.91	145.95	405.38	鹰潭市最大的基础设施建设和国有资产运营主体，主营基础设施建设、土地转让等业务。
鹰潭炬能	鹰潭国控	76.61	57.29	70.72	89.25	鹰潭高新区基础设施建设的重要主体，主要从事高新区范围内的基础设施建设以及贸易等业务。

注：上表财务数据为2021年度/末数据。

资料来源：Wind，公司提供，中证鹏元整理

近年来鹰潭高新区工业经济保持增长，已初步形成了六大产业格局

鹰潭高新区成立于2001年6月，2006年3月获批为省级工业园区，2012年8月升级为国家级高新技术产业开发区。鹰潭高新区位于鹰潭市城区西南面，紧邻沪昆、济广两条高速公路，320国道和206国道呈“十”字贯穿全境，交通便利。鹰潭高新区现辖白露、龙岗等2个街道办事处，幅员面积60平方公里。目前高新区已经初步形成了铜基新材料、绿色水工、大健康、电力电子、新能源、创意制造等六大产业。并且随着新一代宽带无线移动通信网国家科技重大专项（03专项）成果转移转化试点示范基地落户鹰潭高新区，鹰潭高新区设立了中国信通院物联网研究中心、中国泰尔实验室、国家物联网通信产品质量监督检验中心以及3个开放实验室，移动物联网产业联盟集聚了国内172家物联网龙头企业、科研机构，已成功孵化产品38种，实际试点应用场景33个。2020年鹰潭高新区获批国家火炬铜基新材料特色产业基地、国家网络安全“高精尖”技术创新试点示范区、省级第一批先进制造业和现代服务业融合发展试点，且2020年12月“03专项”试点示范框架协议成功续签。

2019-2021年鹰潭高新区主营业务收入分别为608.56亿元、674.17亿元和897.42亿元，同比分别增长20.5%、9.6%和33.1%，保持较快增速。

五、经营与竞争

公司是鹰潭高新区重要的基础设施建设主体，主要从事鹰潭高新区范围内的基础设施建设以及铜贸易等业务，从收入构成看，铜产品销售（铜贸易和加工销售，下同）收入是主要来源，2020-2021年占营业收入的比重均在94%以上。随着铜产品销售业务的增长，公司营业收入有所提升。毛利率方面，工程建设业务、土地开发整理业务和土地转让业务毛利率较高，但受公司铜贸易业务较低和加工销售业务毛利率为负影响，公司近两年销售毛利率均较低。此外，公司其他收入主要由出租收入、房产出售收入等构成，其中2020-2021年分别出售1宗和2宗房产，但由于2021年以略低于成本价销售导致毛利率较低，未来房产出售规模仍存在一定不确定性。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
铜贸易	533,425.50	0.29%	489,045.94	0.24%
加工销售	132,799.34	-4.86%	117,847.69	-3.98%
工程建设	12,984.97	19.42%	17,078.74	14.59%
土地转让	22,730.98	32.47%	14,650.58	20.40%
主营业务收入小计	701,940.79	0.71%	638,622.95	0.31%
其他业务收入小计	5,285.37	1.99%	6,799.79	55.51%
合计	707,226.17	0.72%	645,422.74	0.89%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司承接了大量的基础设施建设工程业务，随着在建项目逐渐推进，未来仍面临较大资金压力

公司是鹰潭高新区基础设施建设的重要主体，承接了大量的基础设施建设工程业务，公司工程建设业务模式包括代建（包括基础设施建设与土地开发整理）及承建的市场化工程建设项目。江西水晶光电有限公司移动物联网智能终端精密光学元器件研发和制造基地建设项目（简称“水晶光电研发基地项目工程”）工程外，其他工程建设业务毛利率相对较高。

根据2010年12月25日鹰潭高新区管委会与公司签订的《委托建设合同》，由鹰潭高新区管委会委托公司建设道路和土地开发整理等基础设施工程，承建的工程完工并移交后，鹰潭高新区管委会与公司结算工程款，工程款按照工程结算成本加一定毛利方式确定，具体的毛利加成比例由双方根据项目难易程度协商确定。项目成本包括施工建设成本、融资成本、其他成本等。公司代建的项目主要包括工程建设和土地开发整理等类型，公司根据完工移交项目类型的不同分别确认收入。近年公司代建的工程建设项目均按照毛利率29.38%进行结算，其中2021年代建项目确认收入7,760.99万元。

此外公司子公司江西兴鹰建设有限公司（简称“兴鹰建设”）亦承接园区内市场化工程建设项目，其与江西水晶光电有限公司签订水晶光电研发基地项目工程的建设工程施工合同，合同暂定价为10,000.00万元，该项目原计划2020年12月7日完工，截至2021年末主体已建设完毕，还剩部分配套设施在建，建设进度略低于预期，2021年确认收入4,659.63万元，由于市场化施工业务尚处起步阶段，成本控制能力较弱，毛利率仍远低于代建业务。

土地开发整理业务受政府规划安排影响，近两年未实现收入，但因鹰潭高新区管委会土地储备需要，2021年收购公司名下鹰国用（2011）第2205号（面积为7.38万平方米，用途为商住），当期实现土地转让收入22,730.98万元，由于土地转让业务受土地二级市场影响较大，未来收入存在一定不确定性。

表6 2021年工程建设业务确认收入的主要项目情况（单位：万元）

项目	结算收入	建设成本	毛利率
水晶光电研发基地项目工程	4,659.63	4,551.37	2.32%
白露河景观提升项目	3,254.32	2,298.10	29.38%
白露科技园项目	1,966.86	1,388.94	29.38%

电镀集控区项目配套项目	1,553.12	1,096.76	29.38%
鹰龙线 21#-30#杆输电线路迁移工程	393.45	277.84	29.38%
国道线 01-14#、龙塑线 04-15#杆迁移工程	331.49	234.09	29.38%
高新区人才公寓装修工程	176.56	124.68	29.38%
鹰潭奥创科技有限公司用电工程	54.98	38.83	29.38%
江西奥进物联科技有限公司用电工程	30.21	21.33	29.38%
其他零星工程	564.35	430.90	23.65%
合计	12,984.97	10,462.85	19.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施建设资金来源主要为公司自筹。截至2021年底，公司主要在建项目计划总投资52.51亿元，累计已完成投资额22.83亿元，尚需投入29.68亿元。“PR鹰高新/15鹰潭高新债”募投项目中白露科技园项目、白露河景观提升项目和双创产业园等项目已于2021年完工并结算收入，项目建成后预计产生出租厂房收入、商务区及创业园运营收入等，但截至2021年末除代建收入外仍未实现其他收入。随着在建项目陆续完工并移交，将为公司带来一定的厂房、仓库、人才公寓等出租和出售收入以及代建项目结算收入，但尚需投资规模较大，未来面临较大资金压力。

表7 截至 2021 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
智联小镇	451,333.83	166,068.90	285,264.93
鹰西湿地公园	40,000.00	38,238.12	1,761.88
普华鹰眼过渡厂房工程	15,113.50	10,713.42	4,400.08
高新区街道景观提升工程	10,655.87	5,978.26	4,677.61
泰尔物联网研究中心实验室建设项目	8,000.00	7,286.29	713.71
合计	525,103.20	228,284.99	296,818.21

注：表中智联小镇中部分子项目为 19 鹰潭高新债募投项目；部分项目总投资金额因公司追加投资导致概算有所调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司铜贸易与加工销售业务盈利能力仍较弱，且存在一定经营风险

公司铜产业板块包括铜贸易和加工销售两个子板块。其中铜贸易业务主要由孙公司鹰潭炬能有色金属有限公司（以下简称“炬能有色”）负责运营，加工销售业务由孙公司鹰潭炬能新材料有限公司（以下简称“炬能新材料”）负责运营。

铜贸易业务方面，炬能有色主要业务是成立并管理铜现货交易平台为客户代买电解铜铜板。其主要管理铜现货交易平台为客户代买电解铜铜板。炬能有色铜贸易业务由于采取以销定购的模式，对上下游均采用款到发货的形式，且公司基本不囤积货物，未对公司资金形成占用。

加工销售业务方面，炬能新材料其主要业务为铜回收、再加工及销售（主要销售产品为铜杆）。公司仍与客户约定价格采购废铜，再加工为铜材后，按市场价格销售。

2021年公司铜贸易和加工销售业务合计实现收入666,224.84万元，收入规模增长主要系铜产品价格

同比上升；毛利率仍保持微利状态，主要系加工销售业务因进项税额无法抵扣导致其毛利率为负，而铜贸易本着服务鹰潭高新区铜产业发展、帮助铜材加工企业降低采购成本的初衷，毛利率亦不高。整体来看，公司铜贸易与加工销售业务前五大客户和前五大供应商集中度仍较高，不利于公司分散经营风险，且上述业务盈利能力较弱且受政策环境及财政补贴影响较大，若资源综合利用的优惠政策取消或财政补贴退坡，将对公司经营造成不利影响，存在一定经营风险。

表8 铜产品销售业务前五大客户和前五大供应商情况（单位：万元）

年份	项目	客户	购买/提供的产品	收入	占比
2021年	销售	江西远桥金属有限公司	电解铜/铜杆	214,377.63	32.18%
		江西江南新材料科技股份有限公司	电解铜/铜杆	117,772.36	17.68%
		鹰潭胜华金属有限责任公司	电解铜/铜杆	83,393.43	12.52%
		紫金矿业集团（厦门）金属材料有限公司	电解铜/铜杆	31,909.37	4.79%
		上杭县紫金金属资源有限公司	电解铜/铜杆	29,942.73	4.49%
		合计	-	477,395.52	71.66%
	采购	鹰潭胜华金属有限责任公司	铜杆/铜线	283,306.46	40.35%
		鹰潭铜产业发展投资股份有限公司	铜产品	62,355.31	8.88%
		江西铜业股份有限公司	电解铜	75,845.26	10.80%
		福建兴业能源有限公司	铜杆/电解铜	46,739.09	6.66%
无锡国开金属资源有限公司		铜产品	22,603.77	3.22%	
	合计	-	490,849.89	69.91%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续获得较大力度的外部支持

为了支持公司业务运营，更好地发挥公司在基础设施建设中的重要作用，近年来鹰潭高新区管委会通过资本注入、政府补助等方式给予公司较大力度支持。

资产注入方面，2021年鹰潭国控代缴2020年注入土地的契税和印花税，增加公司资本公积0.26亿元，同期鹰潭国控将鹰潭市城市资产运营有限公司名下部分基础设施（均为道路）划转至公司，增加公司资本公积5.67亿元。政府补助方面，2021年公司获得政府补贴21,038.25万元，有效提升了公司的盈利水平。

表9 2021年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入		
资产性质	依据文件	价值
资金	-	2,567.95
道路	鹰国控文[2020]48号	56,669.49
2、补贴收入		
	依据文件	价值
	《关于拨付鹰潭炬能人才科技有限公司补贴收入的通知》	1,000.00
	《关于拨付江西炬能投资发展有限公司补贴收入的通知》	2,000.00
	《关于拨付鹰潭炬能投资集团有限公司补贴收入的通知》	9,506.54
	《关于拨付江西炬能产业园运营有限公司补贴收入的通知》	100.00

-	8,431.71
小计	21,038.25

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2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，2021年合并范围无变化。截至2021年末，公司合并报表范围子公司共10家，明细见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但部分资产受限，同时存货和应收款项占用资金规模较大，整体资产流动性较弱

2020-2022年3月末公司总资产规模持续增长，截至2022年3月末，公司总资产193.18亿元，较2020年末增长25.81%。从资产构成来看，公司以其他应收款和存货为主，近两年及一期的占比均在65%以上。

公司货币资金主要由银行存款、保证金等构成，2021年末，货币资金余额为22.42亿元，其中所有权受到限制的货币资金占货币资金总额的15.33%，为借款质押、银行承兑汇票和信用证保证金、账户保证金。截至2021年末，公司应收账款账面价值8.09亿元，期末应收鹰潭高新区管委会金额占应收账款总额的比例达99.72%；同期公司其他应收款账面余额35.70亿元，因2021年鹰潭高新区管委会将部分基建项目（合计21.09亿元）移交给公司用于冲抵其往来款，规模较2020年末有所下降，主要由鹰潭高新区管委会往来款（占比81.71%）、白露片区基础设施建设指挥部（占比4.32%）等往来款，期末余额前五名合计占比95.10%；整体来看，公司应收款项规模较大，且未来回收情况存在不确定性，占用了公司流动资金。公司存货主要由开发成本、土地开发构成，截至2021年末，存货账面价值87.16亿元，其中开发成本账面价值为43.78亿元，因鹰潭高新区管委会移交部分项目的原因大幅增长，主要由在建和已完工的城市基建、产业园基地等项目构成；土地资产共26宗地，占地面积为214.24万平方米，账面价值为41.40亿元，土地用途以商住和工业用地为主，土地使用权类型全部为出让性质，期末0.59亿元因借款抵押受限。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.53	12.70%	22.42	12.50%	26.64	17.35%
应收账款	8.09	4.19%	7.00	3.90%	5.75	3.75%
其他应收款	23.41	12.12%	35.33	19.69%	43.57	28.38%
存货	103.28	53.46%	87.16	48.59%	58.17	37.88%

流动资产合计	167.71	86.82%	154.33	86.03%	135.27	88.10%
投资性房地产	18.77	9.72%	18.47	10.30%	16.78	10.93%
固定资产	5.58	2.89%	5.60	3.12%	0.09	0.06%
非流动资产合计	25.47	13.18%	25.06	13.97%	18.28	11.90%
资产总计	193.18	100.00%	179.39	100.00%	153.55	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产2021年末大幅增长，主要由鹰潭市城市资产运营有限公司名下部分基础设施（均为道路）划转形成。公司投资性房地产主要为所持有的房屋建筑物，2021年末公司投资性房地产账面价值为18.47亿元，采用公允模式计量，其成本合计16.33亿元，公允价值合计增加2.15亿元，主要由鹰潭高新区管委会注入公司的公租房构成，其中2021年新增购买房产1.86亿元并出售0.46亿元；期末因抵押担保受限规模合计2.35亿元。

总体而言，公司资产规模持续增长，但部分货币资金、土地和投资性房地产受限，截至2021年末受限资产合计占总资产的比例为3.69%；同时存货和应收款项（应收账款和其他应收款）占比较大，合计占总资产的比例为72.18%，且应收款项回收时间不确定，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所增长，但政府回款欠佳且自身盈利能力较弱，政府补贴对公司利润水平贡献较大

2021年公司收入规模有所上升，主要系铜贸易和产品销售业务收入增长，2020-2021年收现比分别为108.29%和114.75%，主要系铜贸易业务采取先款后货模式，使得收现情况较好，但代建项目收入确认及回款滞后，导致经营活动现金流持续净流出。

2020-2021年公司销售毛利率分别为0.89%和0.72%，主要系主要收入来源的铜贸易和产品销售业务毛利率较低，该业务主要服务鹰潭高新区内的企业，采用低价策略，且炬能新材料业务尚在经营初期，上游购货渠道多为个人，其无法抵扣进项税额。2020-2021年公司主营业务所获毛利润仍不能覆盖经营相关费用支出，分别确认政府补助2.68亿元和2.10亿元，均超过当期利润总额，对公司利润水平贡献较大。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年 1-3月	2021年	2020年
收现比	89.92%	114.75%	108.29%
营业收入	20.37	70.72	64.54
营业利润	0.24	1.39	1.67
其他收益	0.44	2.10	2.68
利润总额	0.24	1.39	1.67
销售毛利率	0.87%	0.72%	0.89%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续攀升，面临较大的债务压力

2020-2021年及2022年3月末随着公司借款规模的增加，公司总负债持续攀升，导致所有者权益对负债的覆盖程度大幅下降，2022年3月末公司产权比率攀升至151%，其中所有者权益主要由资本公积构成。

图2 公司资本结构

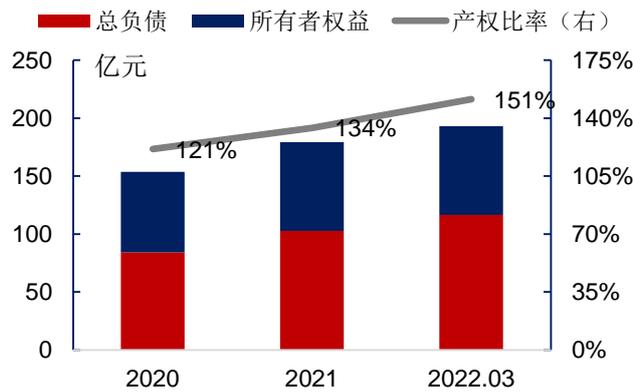
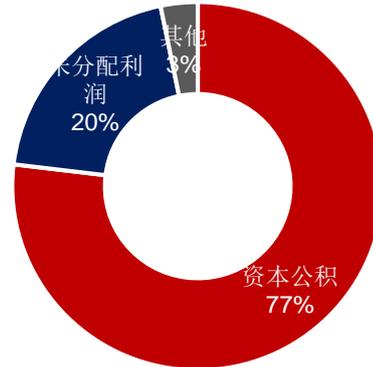


图3 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2022年3月财务报表，中证鹏元整理

公司短期借款由信用借款、保证借款和质押借款构成，截至2021年末为6.76亿元。公司应付票据主要系由于铜贸易业务需要，公司向上游供应商赊购时支付的银行承兑汇票，相关利息支出由收票方在贴现时承担，2021年末余额为8.30亿元。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、一年内到期的长期应付款、一年内到期的应付债券和一年内到期的应付债券应计利息，2021年末余额为13.99亿元，主要系一年内到期的应付债券规模增长。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.60	10.83%	6.76	6.58%	15.86	18.84%
应付票据	13.19	11.34%	8.30	8.08%	12.80	15.21%
一年内到期的非流动负债	12.48	10.73%	13.99	13.61%	5.33	6.33%
流动负债合计	42.35	36.41%	31.14	30.30%	37.24	44.25%
长期借款	41.21	35.43%	37.01	36.01%	29.54	35.09%
应付债券	21.33	18.34%	23.19	22.56%	16.01	19.02%
长期应付款（合计）	10.90	9.37%	10.90	10.60%	0.87	1.03%
非流动负债合计	73.97	63.59%	71.63	69.70%	46.93	55.75%
负债合计	116.32	100.00%	102.77	100.00%	84.17	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年3月财务报表，中证鹏元整理

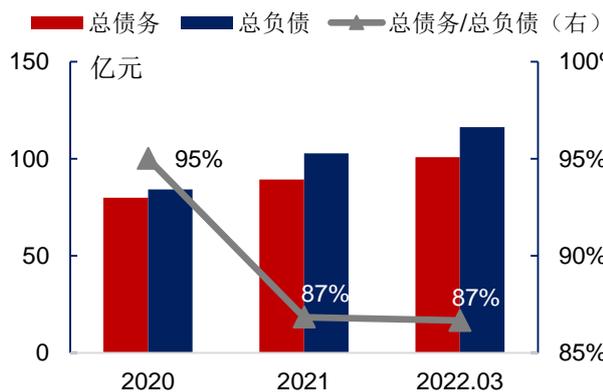
公司长期借款主要由抵押借款和保证借款构成，因公司融资需求增加，2021年末规模增长至37.01亿元。应付债券系15鹰潭高新债、19鹰潭高新债、19鹰潭债、20龙岗资产MTN001和21鹰潭债构成，具体明细见下表。公司长期应付款2021年末均由专项应付款构成。

表13 截至 2021 年 12 月末公司应付债券明细情况（单位：亿元、%）

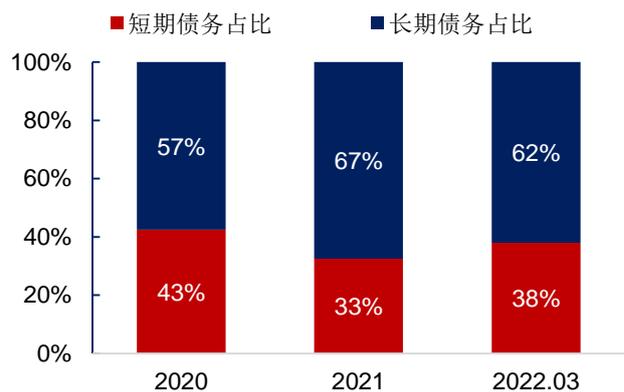
债券名称	起息日期	发行规模	当期账面余额	票面利率	证券类别
21 鹰潭债	2021/3/23	15.00	15.57	5.80	私募债
20 龙岗资产 MTN001	2020/4/28	2.00	2.06	4.87	中期票据
19 鹰潭债	2019/9/2	6.00	6.12	7.20	私募债
19 鹰潭高新债	2019/5/6	6.30	6.61	8.00	一般企业债
15 鹰潭高新债	2015/7/31	9.00	1.85	6.75	一般企业债
减：一年内到期部分	-	-	9.02	-	-
合计	-	38.30	23.19	-	-

资料来源：公司提供

2020-2021年及2022年3月末公司总债务规模不断攀升，公司面临债务压力较大，但由于公司新增较大规模专项应付款，其无需公司负责偿还，导致债务占负债比重有所下降。从债务结构来看，公司债务期限结构中短期债务占比不低，面临一定短期流动性压力。

图 4 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2021年末公司资产负债率较上年末有所攀升，主要系新增借款较多。随着短期债务规模的下降，2021年末公司现金短期债务比由2020年的0.78小幅增长至0.80，公司EBITDA利息保障倍数小幅增长，主要系鹰潭高新区管委会2021年将补贴至公司的2,720.00万元用于偿还贷款利息。总体来看，公司债务压力持续增长，现金类资产对短期债务的保障较低。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	60.21%	57.29%	54.82%
现金短期债务比	0.75	0.80	0.78
EBITDA 利息保障倍数	--	1.65	1.51

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 3 月财务报表，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，2019年1月1日至报告查询日（2022年4月21日），公司本部、公司子公司江西炬能投资发展有限公司和鹰潭炬能人才科技有限公司均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息均无不良类账户；公司本部各项公开债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计11.40亿元，占期末所有者权益的比重为14.88%，其中江西江南新材料科技股份有限公司为民营企业（机器设备抵押作为反担保），公司对外担保大部分未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表15 截至2021年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
鹰潭市国有控股集团有限公司	50,000.00	2030.3.15	否
鹰潭市国有控股集团有限公司	10,000.00	2030.3.15	否
鹰潭市国有控股集团有限公司	10,000.00	2030.3.15	否
鹰潭市国有控股集团有限公司	40,000.00	2030.3.15	否
江西江南新材料科技股份有限公司	3,000.00	2022.2.2	是
江西江南新材料科技股份有限公司	1,000.00	2022.2.21	是
合计	114,000.00	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司主要从事鹰潭高新区范围内的基础设施建设、铜贸易等业务。当前已经投入而尚未结算的基础设施建设项目开发成本较多，随着项目完工结算和自建项目的投产，未来可持续获得工程代建等收入，此外，鹰潭市作为全国最大的铜冶炼、铜加工基地、国家火炬铜基新材料特色产业基地和重要的铜消费区，鹰潭高新区内铜产业企业对铜产品需求较旺，亦可持续获得铜贸易和加工销售业务收入。

但中证鹏元也关注到，公司资产以其他应收款和存货为主，其中其他应收款占用公司较大规模资金，回收时间具用不确定性，存货中开发成本和土地资产难以集中变现，公司资产整体流动性较弱。公司主要在建项目后续尚需较多资金投入，公司面临较大的资金压力。公司近年总债务规模持续增加，现金资产对短期债务的覆盖能力较弱，公司存在较大的债务压力。

考虑到公司作为鹰潭高新区重要的基础设施建设主体，公司持续获得外部支持的可能性较大。整体来看，公司抗风险能力较强。

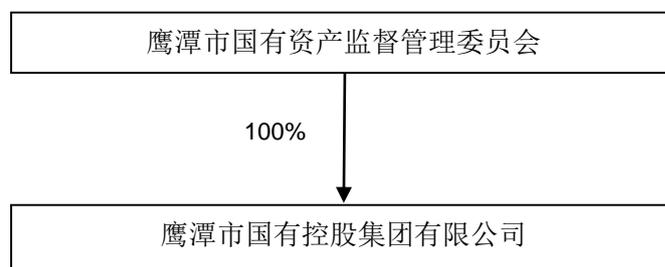
九、本期债券偿还保障分析

鹰潭国控提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由鹰潭国控提供无条件不可撤销连带责任保证担保。保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

鹰潭国控成立于1992年11月，系由鹰潭市计划委员会出资设立的全民所有制公司，初始注册资本为0.02亿元。2000年5月鹰潭国控股东变更为鹰潭市人民政府，鹰潭市人民政府以房产、土地使用权向鹰潭国控增资4.98亿元，鹰潭国控注册资本增至5.00亿元。2010年9月，鹰潭国控股东由鹰潭市人民政府变更为鹰潭市财政局，2011年12月鹰潭市财政局以土地使用权向鹰潭国控增资5.00亿元，鹰潭国控注册资本增至10.00亿元；2015年5月公司股东变更为鹰潭市国有资产监督管理委员会（以下简称“鹰潭市国资委”）；2019年12月，鹰潭国控名称变更为现名，鹰潭市国资委以货币资金向鹰潭国控增资50.00亿元，鹰潭国控注册资本增至60.00亿元。截至2022年3月末，鹰潭国控注册资本为100.00亿元，实收资本为69.60亿元。鹰潭市国资委为鹰潭国控控股股东和实际控制人。

图 6 截至 2022 年 3 月末鹰潭国控股权结构图



资料来源：鹰潭国控提供，中证鹏元整理

鹰潭国控为鹰潭市最大的基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事鹰潭市内的基础设施建设及土地开发及出让业务。近年收入规模持续增长，其中2020年公司营业收入同比大幅增长，主要系鹰潭炬能和龙虎山旅游集团收入并入所致。从收入结构来看，2019年，土地开发及出让和基础设施建设业务为公司主要收入来源；2020年之后，受鹰潭炬能铜贸易业务并入影响，产品销售成为公司主要收入来源。公司其他业务收入则包括旅游、酒店服务及工程施工业务，收入规模较小。毛利率方面，2020年受鹰潭国控营业收入占比较大的铜贸易及铜加工毛利率低的影响，销售毛利率被摊薄至5.80%，2021年略有上升；此外，土地开发及出让收入受出让土地地理位置及市场需求的影响，毛利率波动较大。

表16 担保方营业收入构成（单位：万元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
----	--------	--------	--------

	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发及出让	131,226.45	40.06%	102,213.57	36.78%	61,225.85	62.68%
基础设施建设	92,361.41	22.39%	57,922.17	24.95%	31,901.42	16.26%
产品销售	1,159,531.52	-0.21%	741,776.65	-0.36%	-	-
旅游服务	9,541.60	-18.27%	7,637.52	-31.70%	-	-
工程施工	22,888.62	3.97%	11,100.89	4.46%	-	-
酒店服务	4,114.10	34.36%	1,602.49	13.47%	-	-
其他	39,868.08	41.09%	22,473.43	31.75%	7,027.75	45.28%
合计	1,459,531.78	6.01%	944,726.70	5.80%	100,155.02	46.68%

注：产品销售收入包括铜贸易和加工销售。

资料来源：鹰潭国控 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，鹰潭国控资产总额为879.53亿元，所有者权益为361.37亿元；2021年实现营业收入145.95亿元，利润总额为9.64亿元。

表17 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	879.53	741.39	601.62
所有者权益	361.37	315.82	283.53
总债务	405.38	349.55	247.05
资产负债率	58.91%	57.40%	52.87%
现金短期债务比	0.60	0.75	0.98
营业收入	145.95	94.47	10.02
其他收益	6.67	7.66	1.29
利润总额	9.64	6.93	4.85
销售毛利率	6.01%	5.80%	46.68%
EBITDA	14.56	12.20	5.66
EBITDA 利息保障倍数	0.94	0.99	1.37
经营活动现金流净额	-37.62	-51.37	-32.72
收现比	107.61%	106.29%	156.76%

资料来源：鹰潭国控 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，鹰潭国控主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

十、结论

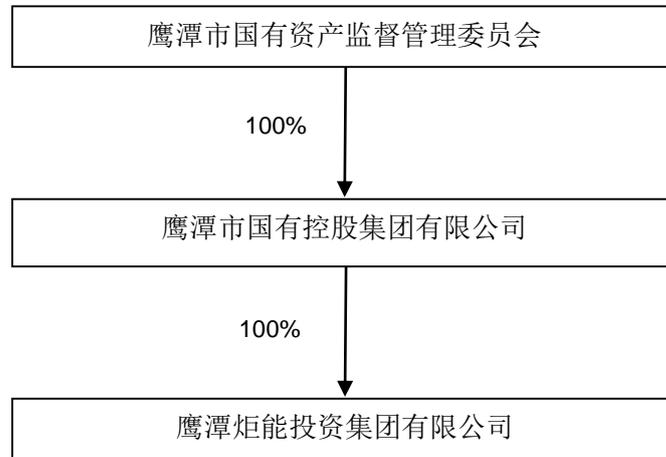
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR鹰高新/15鹰潭高新债”信用等级为AA+。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	24.53	22.42	26.64	17.68
其他应收款	23.41	35.33	43.57	34.88
存货	103.28	87.16	58.17	47.62
流动资产合计	167.71	154.33	135.27	105.95
投资性房地产	18.77	18.47	16.78	16.64
固定资产	5.58	5.60	0.09	0.09
非流动资产合计	25.47	25.06	18.28	18.28
资产总计	193.18	179.39	153.55	124.22
短期借款	12.60	6.76	15.86	8.45
应付票据	13.19	8.30	12.80	7.29
一年内到期的非流动负债	12.48	13.99	5.33	5.59
流动负债合计	42.35	31.14	37.24	25.03
长期借款	41.21	37.01	29.54	19.11
应付债券	21.33	23.19	16.01	15.80
长期应付款（合计）	10.90	10.90	0.87	1.56
非流动负债合计	73.97	71.63	46.93	37.15
负债合计	116.32	102.77	84.17	62.19
总债务	100.81	89.25	79.97	57.70
所有者权益	76.86	76.61	69.38	62.04
营业收入	20.37	70.72	64.54	48.28
营业利润	0.24	1.39	1.67	1.66
其他收益	0.44	2.10	2.68	2.58
利润总额	0.24	1.39	1.67	1.66
经营活动产生的现金流量净额	-3.49	-8.30	-5.39	-3.18
投资活动产生的现金流量净额	-0.13	-1.35	-0.12	-0.76
筹资活动产生的现金流量净额	5.73	8.93	13.25	14.10
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	0.87%	0.72%	0.89%	-0.49%
收现比	89.92%	114.75%	108.29%	118.22%
资产负债率	60.21%	57.29%	54.82%	50.06%
现金短期债务比	0.75	0.80	0.78	0.83
EBITDA（亿元）	--	1.90	2.93	2.21
EBITDA 利息保障倍数	--	1.65	1.51	2.22

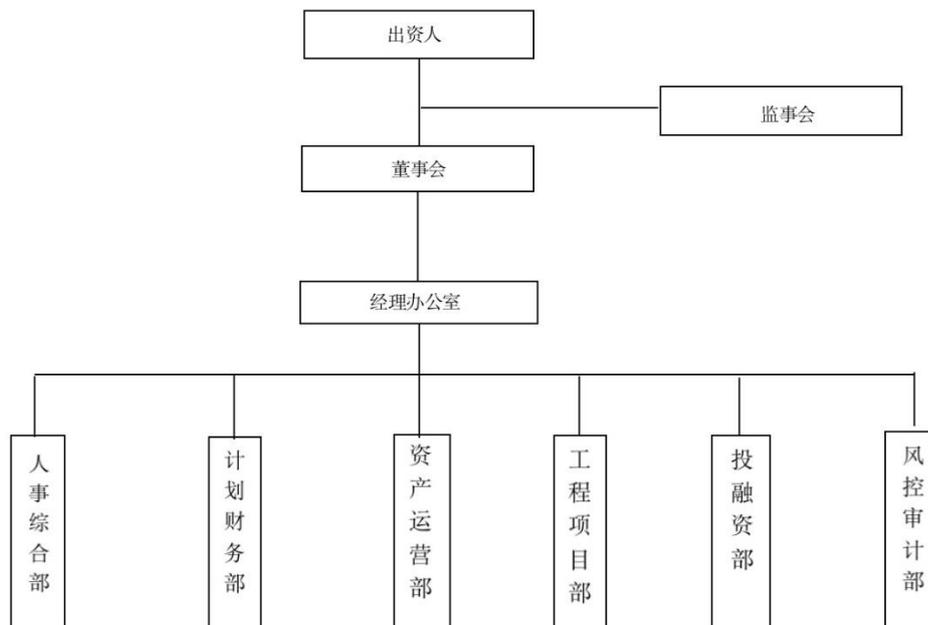
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 截至 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	取得方式
鹰潭市翔鹰实业有限公司	100.00%	项目投资；资产管理；国有资产运营；基础设施建设	划拨
鹰潭炬能人才科技有限公司	100.00%	节能技术推广服务、管理、开发；节能路灯技术推广、开发、销售；园林绿化工程；项目投资；企业管理服务	划拨
江西炬能投资发展有限公司	100.00%	项目投资；资产管理；企业管理服务；房屋租赁；市政工程建设	划拨
鹰潭炬能物业管理有限公司	100.00%	物业管理；亮化工程、园林绿化	划拨
鹰潭炬能有色金属有限公司	100.00%	有色金属、五金销售、仓储；国内商业贸易；会展服务；信息咨询	划拨
江西炬能产业园运营有限公司	100.00%	房地产开发经营，房地产营销策划，房屋租赁，物业管理，室内外装饰装修工程，建筑技术培训，商务信息咨询	新设
鹰潭炬能建设工程有限公司	100.00%	房屋建筑、市政公用、公路等基础施工	新设
鹰潭炬能新材料有限公司	100.00%	铜产品加工及销售,有色金属、金属材料加工及销售,机械设备销售;再生资源回收、利用及销售	新设
江西兴鹰建设有限公司	100.00%	市政公用工程;房屋建筑工程;水利水电工程;建筑智能化工程;建筑装饰装修工程等	收购
鹰潭炬能劳务有限公司	100.00%	劳务派遣、建筑工程劳务分包，经济信息咨询等	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
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。