



内部编号: 2024040038

福州国有资本投资运营集团有限公司

2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

分析师: 周晓庆 周晓庆 zxq@shxsj.com
李艳晶 李艳晶 liyj@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路398号华盛大厦14层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号:【新世纪债评(2024)010142】

评级对象: 福州国有资本投资运营集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)

主体信用等级/评级展望: AAA/稳定

债项信用等级: AAA

注册额度:

不超过 20 亿元(含)

本次发行:

不超过 5 亿元(含)

评级时间: 2024 年 4 月 15 日

发行目的: 偿还有息债务及补充运营资金

存续期限:

5 年(附存续期第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权)

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

增级安排:

无

评级观点

主要优势:

- 外部发展环境良好。福州市为福建省省会城市, 经济总量在全省排名前列, 近年来大力发展战略性新兴产业和新型服务业, 产业结构不断优化, 经济保持增长, 为福州国资集团发展提供了良好的外部环境。
- 业务地位重要, 燃气业务具有区域专营性。福州国资集团作为福州市重要的国有资产投资、运营主体, 可获得福州市政府持续支持; 在福州市主城区获得燃气业务特许经营权, 具有区域专营优势。
- 财务杠杆较低, 即期偿债能力较好。福州国资集团在重大重组完成后, 负债规模快速下降, 杠杆水平降至很低水平, 同时货币资金储备对短期刚性债务的覆盖程度较好。

主要风险:

- 燃气业务定价受政府影响。福州国资集团燃气价格变动及定价机制均受政府管制, 且受国际形势影响, 天然气价格 2022 年以来剧烈波动, 而售价调整滞后于采购, 主业盈利亦呈现波动。
- 对外投资风险上升。福州国资集团未来将加大力度进行对外股权及基金投资, 投资效益受标的企业所属产业环境、经营状况及项目运作等影响, 投资风险将持续上升。
- 资产流动性较弱。福州国资集团资产集中于划入的多家市属国有企业股权, 资产流动性较弱。
- 内部管理整合风险。福州国资集团下属子公司数量多、行业跨度大, 存在一定资源整合及管理压力。

评级结论

通过对福州国资集团及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析, 本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级; 认为本次债券还本付息安全性极强, 并给予本次债券 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计福州国资集团信用质量在未来 12 个月持稳, 给予其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 前三季度
发行人母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	0.58	0.44	0.41	1.74
刚性债务 (亿元)	2.44	5.40	15.38	20.04
所有者权益 (亿元)	47.55	107.38	502.77	561.12
经营性现金净流入量 (亿元)	-0.11	-0.08	-0.14	-0.67
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	326.39	562.53	555.30	627.30
总负债 (亿元)	127.93	297.67	36.22	47.98
刚性债务 (亿元)	55.97	102.78	16.41	28.05
所有者权益 (亿元)	198.46	264.86	519.08	579.32
营业收入 (亿元)	53.38	122.48	51.12	52.99
净利润 (亿元)	2.23	7.76	3.65	5.10
经营性现金净流入量 (亿元)	9.60	5.07	-0.79	1.06
EBITDA (亿元)	10.77	21.90	6.45	—
资产负债率[%]	39.20	52.92	6.52	7.65
长短期债务比[%]	105.91	66.29	96.23	60.64
短期刚性债务现金覆盖率[%]	124.38	84.56	1052.86	109.12
EBITDA/利息支出[倍]	5.98	6.60	19.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.28	0.11	—

注: 根据福州国资集团经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 年前三季度财务数据整理、计算; 2021 年公司对上年度审计报告差错更正, 本评级报告采用更正后的 2020 年数据。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 公共融资评级方法与模型 (城市基础设施投资企业) FM-GG001 (2022.12)

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整	0
		其中: ①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
④其他因素	0		
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	+2	
主体信用级别		AAA	

调整因素: (0)

①无

支持因素: (+2)

①福州国资集团系福州市重要的国有资产投资、运营主体, 燃气业务具有区域专营性; 同时公司对接福州市产业规划, 培育孵化战略性新兴产业, 在推进福州市地方经济及产业发展中发挥重要作用。

②福州国资集团是福州市国资委直属企业, 作为福州市唯一一家“两类公司”试点建设企业, 已获得多家市属企业股权划入, 政府支持力度大。

评级报告

概况

1. 发行人概况

福州国有资本投资运营集团有限公司（简称“福州国资集团”、“该公司”或“公司”，曾用名福州国有资产投资发展有限公司、福州市国有资产投资发展集团有限公司，2022年1月更为现名）经福州市人民政府（榕政综[2013]100号）文件批准，成立于2013年7月，初始注册资本为5000万元，由福州市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“福州市国资委”）全额出资组建。2013年12月，根据榕国资改发[2013]543号文件批复，公司以资本公积转增注册资本¹，注册资本增加10亿元。

2022年1月，为推动国有资本向重要行业和关键领域集中，做大做优国有资本和国有企业，福州市政府印发《福州市人民政府关于印发市管国企改革重组方案的通知》（榕政综[2022]2号）。根据该方案，该公司保留原一级子公司，将福州市盈瑞投资有限公司（简称“盈瑞投资”）划入，剥离福州建工集团有限公司（简称“福州建工”）、福州民天集团有限公司（简称“福州民天”）、福州水务集团有限公司（简称“福州水务”）、福建省福州茶厂有限责任公司（简称“福州茶厂”）、福州市园林建设开发有限公司（简称“园建开发”），目前重大资产重组事项已全部完成。截至2023年9月末，公司注册资本和实收资本均为10.50亿元，控股股东和实际控制人均为福州市国资委。

该公司原为福州市公用事业资产的核心运营主体，随着上述重大资产重组事项完成，公司主营业务已剥离自来水供应、污水处理及农贸经销板块，重点聚焦国有资本投资、运营“两类公司”试点建设，主营财务性投资、战略性投资、国有资产管控及运营，公用事业板块仅余燃气供应业务，具有一定区域专营性。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经福州国资集团董事会审议通过及股东批复，并经中国证券监督管理委员会注册（证监许可[2024]45号），本次债券注册总额不超过20亿元（含），采取分期发行。本期为第一期发行，拟发行规模为不超过5亿元（含），在存续期第3年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	福州国有资本投资运营集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）
总发行规模：	不超过 20 亿元人民币（含）
本次发行规模：	不超过 5 亿元人民币（含）
本次债券期限：	5 年，在存续期第 3 年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
增级安排：	无

注：根据福州国资集团所提供数据整理

(2) 募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟将不超过1亿元用于偿还有息债务，剩余部分用于补充该公司燃气供应、供应链销售等主营业务板块日常经营所需流动资金等法律法规允许的用途。

¹ 根据榕国资改发[2013]278号文，福州市国资委将持有的福州新榕城市建设发展有限公司（简称“福州新榕”）、福州市水务投资发展有限公司（简称“福州水务”）、福州民天集团有限公司（简称“福州民天”）、福州国有资产投资控股有限公司（简称“福州国控”）等四家公司100%股权无偿划拨至该公司。2013年9月，福州水务、福州民天和福州国控完成办理股权的工商变更手续，形成资本公积46.82亿元。

本期债券募集资金拟用于偿还的有息债务包括但不限于：

图表 2. 拟偿还的有息债务概况（单位：万元）

借款主体	金融机构	本金余额	起息日	到期日
福州榕投供应链管理有限公司	中国银行福州分行	3982	2023/10/24	2024/4/25
福州榕投供应链管理有限公司	光大银行晋安支行	2021	2023/10/24	2024/4/25
福州华润燃气有限公司	国家开发银行福建省分行	4000	2023/5/5	2024/5/4
福州榕投供应链管理有限公司	光大银行晋安支行	2000	2023/11/23	2024/5/24
合计	--	12003	--	--

注：根据福州国资集团所提供数据整理

(3) 信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

数据基础

天健会计师事务所（特殊普通合伙）和中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）分别对该公司的 2020-2021 年和 2022 年财务报表进行了审计²，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定进行确认和计量，在此基础上编制财务报表，2021 年公司按照财政部要求执行新金融工具准则、新收入和新租赁等相关会计准则，对相关内容进行调整。2021 年，公司采用追溯重述法对前期工程代建管理费的会计差错进行了更正，影响金额不大³。

此外，该公司将福州建工以同一控制下企业合并方式纳入其合并财务报表，故 2021 年审计报告对期初数追溯调整。为对比福州建工并表前后变化，本评级报告涉及的 2020 年财务数据仍采用未调整数据。

图表 3. 公司主要财务数据与指标调整前后对照表（单位：亿元）

数据与指标	调整前		调整后	
	2020 年/末	2021 年/末	2021 年初（2020 年/末）	2021 年/末
资产总额	326.39	562.53	517.28	562.53
负债总额	127.93	297.67	259.06	297.67
所有者权益	198.46	264.86	258.22	264.86
营业收入	53.38	122.48	99.91	122.48
净利润	2.23	7.76	5.68	7.76

注：根据福州国资集团所提供数据整理

近年来，福州市积极推动市管国资国企改革重组，该公司合并范围变化较大。2021 年 1 月，公司无偿划入福州市市场服务有限责任公司 100% 的股权；2021 年 12 月，公司无偿划入福州建工 100% 的股权。2022 年，公司无偿划出福州水务、福州民天、福州建工、福州茶厂、园建开发 5 家子公司；无偿划入盈瑞投资、新设立福州榕投私募基金管理有限公司（简称“榕投基金”）以及福州市国有企业产业发展基金有限公司（简称“产业基金”）被纳入合并范围。2023 年前三季度，福州榕投壹号股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“榕投壹号”）、福州榕投贰号科技产业投资合伙企业（有限合伙）（简称“榕投贰号”）和福州闽都基础设施投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“闽都基础设施母基金”）3 家被纳入合并范围，注销福州信实贸易有限公司和福州市鼓楼区保安服务有限公司 2 家子公司。截至 2023 年 9 月末，公司合并范围内共有子公司 51 家，其中二级 8 家。

² 天健会计师事务所（特殊普通合伙）已连续为该公司提供审计服务 3 年，服务期届满。公司聘请中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）担任 2022 年度财务报告审计机构，会计师事务所变更决策符合公司法和公司章程有关规定。

³ 2018 年及 2019 年，公司将收到财政波动的流花溪河道工程的建设单位管理费确认为工程代建收入并结转相应成本，2021 年调回至在建工程及专项应付款。2021 年初在建工程、专项应付款、未分配利润累计影响数分别为 194.44 万元、356.72 万元和 -162.28 万元。

图表 4. 转出 5 家子公司 2021 年（末）经营及财务情况（单位：亿元，%）

名称	主要业务	总资产	所有者权益	刚性债务	营业收入	净利润
福州水务	供水、污水处理、基础设施建设	292.83	159.83	49.40	27.34	1.67
福州民天	农贸市场经营、农副产品加工与贸易	22.19	18.46	0.07	3.57	0.30
福州建工	建筑工程、房地产业务	204.02	62.10	36.66	57.33	3.70
福州茶厂	茶叶生产	0.39	0.09	0.10	0.28	0.01
园建开发	园林绿化及配套工程	0.47	0.30	0.00	0.31	0.04

注：根据福州国资集团所提供数据整理

图表 5. 新增 3 家子公司 2022 年（末）经营及财务情况（单位：亿元，%）

名称	主要业务	总资产	所有者权益	资产负债率	刚性债务	营业收入	净利润
盈瑞投资	投融资、保安服务、泊车服务及批发零售	11.37	6.77	40.50	0.24	5.66	0.17
产业基金	股权及基金投资管理	6.60	6.46	2.18	--	--	0.40
榕投基金	基金投资管理	0.10	0.10	0.06	--	--	-0.003

注：根据福州国资集团所提供数据整理

在上述合并范围变动中，福州水务和福州建工两家作为合并口径主要的业务运营主体，划出后对公司整体业务规模及财务影响较大。2021 年末，福州水务、福州建工合计的资产、所有者权益和营业收入分别当年末公司合并口径的 88.32%、83.79%和 69.13%。2022 年末，由于合并范围的变动以及无偿划入 10 家市属国有企业 20% 的股权，公司资产总额基本维持上年末规模，但资产结构显著调整，且负债规模快速下降，杠杆水平大幅度下降。

业务

福州市系福建省省会，位于福建省东部沿海、闽江下游，地理位置独特，近年来福州市大力发展战略性新兴产业和新型服务业，产业结构不断优化，区域经济保持较快的发展，经济总量位列福建省地市首位，但受房地产市场景气度波动等因素影响，经济增速持续波动，地方财政承压。该公司原为福州市核心的公用事业运营平台，2022 年福州市推动市管国资国企改革，公司主要作为“两类公司”试点建设，定位为国有资本投资、运营主要平台。2022 年公司完成重大资产重组后，剥离了大部分经营业务，整体经营收入有大幅下滑；公用事业领域仅留存燃气板块，是公司目前主要且较为稳定的收入来源，近年来国际天然气价格剧烈震荡，持续对公司燃气板块运营及盈利状况造成波动压力。未来，公司在战略性和财务性投资领域力度加大，资金需求将持续增长。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，工业领域价格水平承压。服务业生产活动的回升力度强于工业；工业中除电力生产，新能源汽车带动下的汽车制造，电气机械和器材制造，运输设备制造等行业表现相对较好外，其余大多普遍偏弱，并伴有盈利规模下滑或增长放缓。消费在三大需求中表现相对较好，呈服务消费强、必选消费稳定、可选消费分化的格局；制造业、基建投资增速均明显回落，房地产投资仍负增长；出口增长乏力，对美欧日出口大幅下降，“一带一路”沿线国家和地区成为我国最大的出口去向区域。内外利差较大促使人民币面临阶段性贬值压力，并引起实际利用外商直接投资规模同比下降。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出增速低于收入增速的状况有望改变；稳健货币政策灵活适度，精准有效，保持流动性合理充裕，促进社会综合融资成本稳中有降。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓：基数效应的褪去及居民多存少贷会导致消费增速回落；制造业投资保持平稳增长，基建投资稳增长的功能持续，“三大工程”建设的推进有利于房地产投资降幅收窄；出口表现的不确定性大，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

(2) 行业因素

A. 城市基础设施建设行业

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任机制下，自上而下的债务管控持续严格，高层级平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济性，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

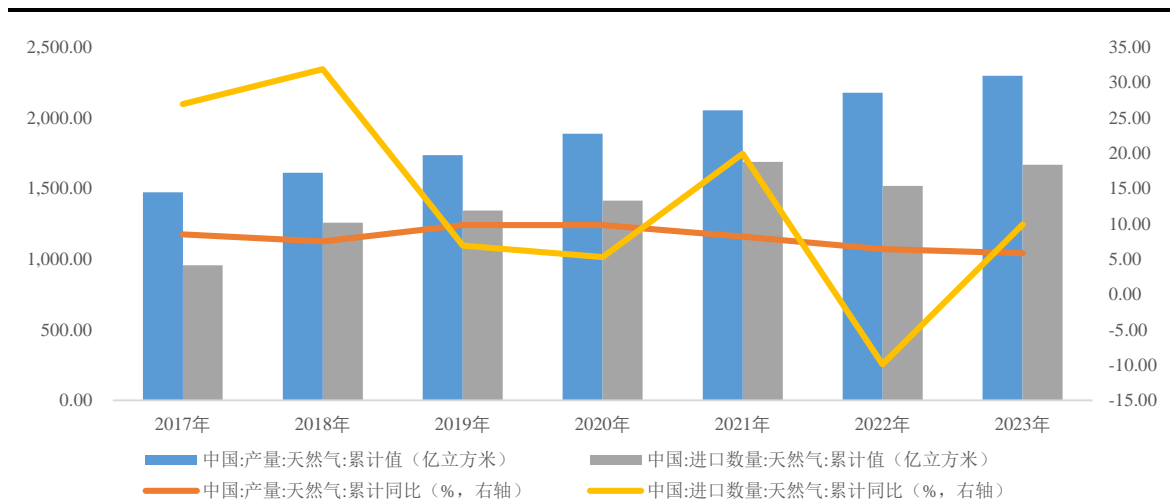
B. 燃气行业

持续增长的工业和庞大的城镇人口规模为燃气生产及供应行业提供了良好的市场基础。同时，随着国民环保意识的增强、国家环保标准的提高以及新能源的开发，我国用气类型和供气结构也正在逐步调整，天然气正逐步取代液化石油气成为我国城市用气和供气的主要产品。2021-2023 年我国天然气表观消费量分别为 3739.98 亿立方米、3638.12 亿立方米和 3900.35 亿立方米，增速分别为 15.1%、-2.7%和 7.2%，2023 年以来，国内经济恢复带动天然气需求端修复，同时夏季高温干旱天气影响水力发电，电厂采用天然气发电弥补部分水电空缺，进一步带动 LNG 进口需求。

从天然气供给来看，我国天然气供给主要分为国产气、进口管网气和进口 LNG 三部分组成。根据《中国天然气发展报告（2023）》，2022 年全国新增天然气探明地质储量 1.13 万亿立方米。根据自然资源部数据，截至 2022 年底，我国天然气技术可采储量为 6.57 万亿立方米。我国天然气资源地域分布不均，海气主要在南海海

域，陆气主要集中在中西部的塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木、准噶尔盆地。我国天然气开采区域主要集中在新疆、四川、陕西、青海和广东等省份。随着天然气用气区域和规模的不断扩大，为实现天然气资源的跨区域供给，我国积极推进东北、西北、西南、海上四大天然气进口通道建设，已形成“西气东输”、“川气东送”、海气登陆、就近供应的供气格局。2021-2023年，我国天然气产量分别为2052.60亿立方米、2177.90亿立方米和2297.11亿立方米，同比分别增长8.2%、6.4%和5.8%。受整体储量以及开采能力制约，我国天然气产量虽逐年增长但增产速度仍不高。

图表 6. 近年来我国天然气产量与进口数量情况

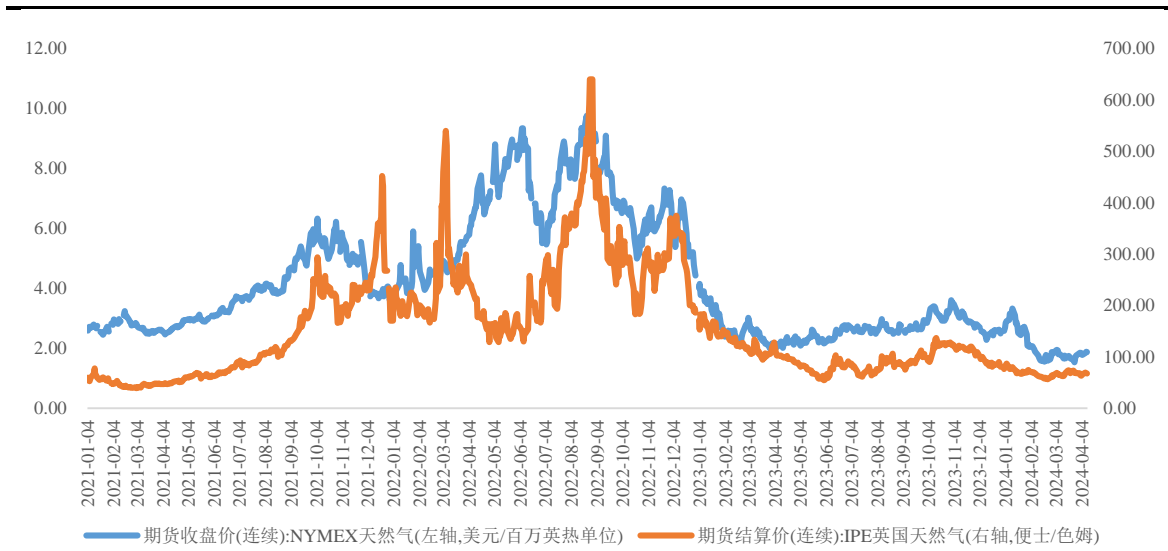


资料来源: Wind

国内天然气产量不足以满足我国天然气需求，近年来我国每年从国外进口天然气补充供应缺口，对外依存度较高。2021-2023年我国天然气进口量分别为1687.38亿立方米、1519.02亿立方米和1668.12亿立方米，对外依存度分别为45.12%、41.09%和42.07%。我国主要通过中亚天然气管道、中缅管道以及中俄管道接收来自土库曼斯坦、缅甸及俄罗斯等地的天然气。但进口管道气受长约合同制约，增长具有一定刚性，天然气需求缺口主要通过进口LNG弥补。分类型来看，2023年1-10月进口管道气559.75亿立方米，同比增长5.3%，均价2.04元/方，同比增长13.4%；进口LNG5663.2万吨，同比增长11.50%，均价3.14元/方，同比下降18.4%。由于年初部分中亚国家能源短缺，其管道气对外临时断供，管道气进口均价同比增长，同期LNG进口量增长高于管道气。

价格方面，目前天然气价格三种定价机制并行。其中国产气受政府监管指导，并向市场化定价转型；进口管道气和进口LNG长协多数签订“长约协议”，买卖双方依据“照付不议”原则签订长期供需协议，价格与国际油价挂钩；进口LNG现货参照全球几大天然气标杆价格随行就市。2023年以来，全球天然气危机缓和，欧洲天气相对温和，而全球经济衰退下需求持续疲弱，叠加主要地区库存达到历史高位，供需相对宽松，国际气价自高位回落。分月度看，1-5月国际价格下降；6-8月夏季高温天气提振用气需求，价格上行，其中IPE英国天然气期货结算价受挪威（约占欧洲天然气供给的三分之一）检修影响波动加剧；9-10月澳大利亚LNG出口设施罢工，叠加巴以冲突局势推高国际气价；11月以来事件影响消退，国际气价震荡下行。相较而言，美国供应韧性较强，而欧洲市场平衡脆弱，地区天然气价格扰动因素表现更为敏感。

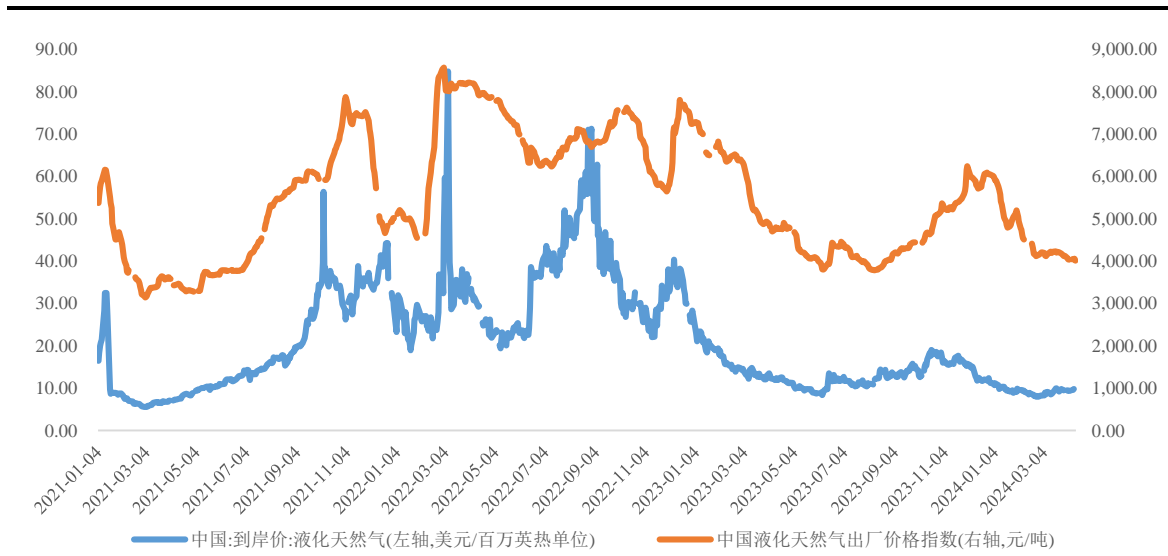
图表 7. 国际天然气价格走势



资料来源: Wind

国内市场方面,上半年 LNG 价格随国际气价同步下行,下半年国内经济回暖及四季度进入采暖季拉动用气需求攀升, LNG 价格持续上扬。

图表 8. 中国 LNG 到岸和出厂价格变化



资料来源: Wind

我国天然气生产由中石油、中石化和中海油等大型天然气勘探企业进行,行业壁垒极高。中游管道输送企业与上游天然气供应商的紧密性,通常天然气生产企业直接参与中游输送,全国天然气长输管道 80%左右为中石油所有。天然气运输的下游分销主要是由各城市燃气公司运营。由于上游天然气开采行业基本被中石油、中石化和中海油垄断,因此燃气分销商在议价中处于相对弱势地位。城市管道燃气实行特许经营权政策,具有较强的区域垄断性,拥有较稳定的气源供应和销售渠道的城市管道运营商将得以保持相对优势的竞争地位。

(3) 区域因素

福州市系福建省省会,位于福建省东部沿海、闽江下游,东濒台湾海峡,西邻三明市、南平市,北接宁德市,南连莆田市,是海峡西岸经济区中心城市之一。福州市下辖 6 区(鼓楼、台江、仓山、晋安、马尾、长乐)、6 县(闽侯、连江、罗源、闽清、永泰、平潭)及 1 个县级市(福清),陆域面积 11968.5 平方公里。截至 2023 年末,全市常住人口 846.9 万人,城镇化率 73.91%。

福州市地理位置独特,地处亚太经济圈中国东南的黄金海岸和长江三角洲、珠江三角洲、台湾省三大经济区

的中间位置，具有承接周边发达地区产业转移与辐射的独特区位条件和地域优势，是海峡西岸经济区中心城市之一。从陆路交通来看，福银高速、兴尤高速、京福高速、沈海高速、福广高速在福州交汇；境内拥有合福铁路、温福铁路、福厦铁路、昌福铁路、峰福铁路、鹰厦铁路、杭深铁路等多条铁路。从空运交通来看，福州机场位于长乐区，距离福州市中心约 45 公里，是福建省主要的国际机场。从水路交通来看，福州港是我国沿海主要港口、我国对外开放一类口岸，也是福建省主要出海口之一。

福州市拥有丰富的海洋和旅游资源。福州市东临台湾海峡，全市海域面积 11.09 万平方公里，海岸线长 1137 公里，占福建省岸线总长的 1/3；福州市水产资源丰富，拥有淡水养殖鱼类有 120 种，海洋鱼类 500 余种，已经形成以鲍鱼、海带、南美白对虾、鳗鲡、海参、金鱼等为主导的多个特色优势产业。福州市作为国家历史文化名城，依托三坊七巷、上下杭、华林寺大殿、昙石山遗址等众多文化古迹，旅游业得以快速发展，已成为当地主导产业之一。

同时，国家及福建省出台了一系列支持福州市经济社会发展的重大政策举措。2015 年 5 月，国务院批准在广东、天津和福建设立 3 个自由贸易试验区。根据确定的范围，福建自由贸易试验区范围总面积 118.04 平方公里，包括福州、厦门、平潭等 3 个片区。其中福州片区面积共 31.26 平方公里，涵盖 2 个区域——福州经济技术开发区和福州保税港区。2015 年 8 月，国务院印发《关于同意设立福州新区的批复》，福州新区设立为国家级新区，位于福州市滨海地区，初期规划范围包括马尾区、仓山区、长乐区、福清市部分区域，规划面积 800 平方公里。2021 年 6 月，《福州都市圈发展规划》获得国家发改委批复，以福州主城区—滨海新城、福清、平潭作为都市圈主中心，莆田、宁德、南平三市中心城区作为都市圈次级中心，充分发挥福州市、平潭综合实验区“多区叠加”的政策优势，推动都市圈政策优势共享，增强政策溢出效应，加快建设都市圈综合创新、国际门户、高新技术产业、开放服务四大功能中心，推动综合服务、对外开放、科技创新、先进制造、文化旅游五类重点功能在区域尺度统筹布局。2021 年 10 月，福建省人民政府办公厅印发《关于支持福州实施强省会战略的若干意见》（闽政办[2021]56 号），深入实施强省会战略，支持福州加快发展，辐射带动福州都市圈一体化发展。

依托独特的区位优势、良好的产业基础以及国家政策的支持，近年来福州市经济实力不断提升。2020-2023 年，福州市分别完成地区生产总值 10020.02 亿元、11324.48 亿元、12308.23 亿元和 12928.47 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 5.1%、8.4%、4.4%和 5.2%。福州市经济总量 2023 年在全省 9 个地级市中继续排名第 1 位。从三次产业结构看，2023 年福州市第一产业增加值 721.59 亿元，同比增长 4.0%；第二产业增加值 4675.12 亿元，同比增长 4.8%；第三产业增加值 7531.77 亿元，同比增长 5.5%。三次产业结构从 2020 年的 5.6:38.3:56.1 调整至 2023 年的 5.6:36.1:58.3，第三产业占比持续提升。

图表 9. 福州市主要经济数据

指标	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	10020.02	5.1	11324.48	8.4	12308.23	4.4	12928.47	5.2
人均地区生产总值 (万元)	12.10	--	13.53	7.2	14.59	3.6	15.28	4.9
人均地区生产总值倍数 (倍) ⁴		1.68		1.66		1.70		1.71
工业增加值 (亿元)	2532.16	5.1	2758.62	9.2	3020.19	2.9	--	2.7
全社会固定资产投资 (亿元)	--	9.6	--	7.1	5643.47	5.9	--	3.2
社会消费品零售总额 (亿元)	4225.61	0.6	4549.41	7.7	4679.52	2.9	4963.76	6.1
进出口总额 (亿元)	2507.97	-1.0	3324.14	32.6	3656.90	10.2	3435.30	-5.7

注：根据福州市国民经济和社会发展统计公报及统计年鉴、福州市人民政府网站整理

福州市第二产业以化学纤维制造业、非金属矿物制品业、电气机械和器材制造业、黑色金属冶炼和压延加工业等为主，已经形成了纺织、化学纤维制造、电子计算机、农副食品加工、电力、皮革、黑色金属冶炼、电气机械和器材制造、非金属矿物制品、汽车制造十大主导产业，并培育出了恒申集团、东南汽车、雪人股份、锐捷网络、澳蓝实业、宝利特科等一批行业知名企业，且京东方、奔驰汽车、中国软包装集团、宝钢集团等行业龙头企业在福州市均设有大型生产基地。2023 年全市工业增加值同比增长 2.7%；规模以上工业增加值增长 3.3%，其中化学原料和化学制品制造业增长 39.6%；高技术制造业增加值下降 7.5%，装备制造业增加值下降 0.7%。

⁴ 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

近年来福州市持续推进服务业产业结构的优化升级，电子商务、互联网金融、现代物流、文化创意、旅游会展、服务外包、总部经济等新型服务业发展较快。2022年，福州市新增A级物流企业11家、星级冷链物流企业和省级物流龙头企业各2家。新增总部企业22家，增至135家。新引进32个平台经济项目，增至353个，交易额超3500亿元。落户持牌金融机构省级分公司3家，马尾基金小镇和朱紫坊基金港累计管理基金规模超2900亿元。

为促进经济稳步健康发展和产业结构转型升级，近年来福州市固定资产投资规模持续扩大，2020-2023年福州市固定资产投资增速分别为9.6%、7.1%、5.9%和3.2%。从投资领域看，2023年全市工业投资增长30.2%；基础设施投资增长18.3%。具体来看，福融新材料产业园、万洋众创城、福厦客专、道庆洲大桥等项目持续推进，福建电信东南信息园、兴化湾海上风电场等项目建成。

受房地产行业景气度变化及相关政策更迭影响，近年来福州市房地产开发、销售情况均呈现一定的波动性。2020年10月，福州首发人才限价商品房，人才房的吸引力和性价比相对较高，对不少外来人才落户福州提供了一定的保障；同年12月，福州市全面放开落户限制，政策于2021年1月1日起执行，实现落户、投靠“零门槛”，全面放开落户限制，不设学历、年龄、就业创业限制，外省市人员均可申请在福州市落户，六县（市）、长乐区人员均可申请在鼓楼、台江、仓山等五城区落户。2020-2021年，福州市楼市明显回暖，分别完成房地产开发投资额2070.23亿元和2248.81亿元，分别同比增长14.2%和8.6%；住宅销售面积分别为1519.17亿元和1686.26亿元，分别同比增长14.2%和11.0%。2022年以来，受全国房地产监管政策持续加码及行业龙头风险频发的影响，房地产市场迅速降温，福州市房地产投资端和销售端均转向下滑，2022-2023年房地产开发投资分别下降15.0%和35.3%；住宅销售面积分别下降27.6%和23.8%。

图表 10. 福州市房地产市场情况

指标	2020年		2021年		2022年		2023年	
	规模	增速 (%)	规模	增速 (%)	规模	增速 (%)	规模	增速 (%)
房地产开发投资 (亿元)	2070.23	14.2	2248.81	8.6	1912.30	-15.0	--	-35.3
住宅施工面积 (万平方米)	5445.40	-0.2	5329.72	-2.1	4678.26	-12.2	--	-18.3
住宅销售面积 (万平方米)	1519.17	14.2	1686.26	11.0	1220.11	-27.6	--	-23.8

注：根据福州市国民经济和社会发展统计公报整理

土地交易市场方面，受土地出让规划和房地产行业相关政策等影响，福州市土地市场有一定波动。2021-2023年全市土地出让面积分别为939.90万平方米、1019.02万平方米和702.29万平方米，其中2022年较高主要受工业用地出让面积增长影响。近年来受集中供地和房地产行业融资收紧影响，房企拿地趋于谨慎，福州市住宅及综合用地土地成交面积总体呈下降趋势，住宅用地成交均价亦出现下滑，但综合用地成交均价逐年增长。综合影响下，2021-2023年福州市土地出让总价分别为717.06亿元、576.53亿元和492.83亿元。

图表 11. 福州市土地市场交易情况

指标	2021年	2022年	2023年
土地出让总面积 (万平方米)	939.90	1019.02	702.29
其中：住宅用地	106.07	115.24	104.96
综合用地 (含住宅)	273.75	172.06	125.53
商办用地	71.08	67.51	71.55
工业用地	469.49	649.77	379.44
土地出让总价 (亿元)	717.06	576.53	492.83
其中：住宅用地	130.85	131.15	91.79
综合用地 (含住宅)	505.10	360.14	344.27
商办用地	51.82	44.25	33.29
工业用地	22.16	39.55	20.96
土地出让均价 (万元/亩)	7629	5658	7018
其中：住宅用地	12336	11381	8746
综合用地 (含住宅)	18451	20930	27425

指标	2021 年	2022 年	2023 年
商办用地	7291	6555	4653
工业用地	472	609	552

资料来源：CREIS 中指数据库（查询日 2024 年 3 月 26 日）

稳定的经济增长对福州市财政实力形成了有力支撑，财政自给能力较强，近年来受宏观经济及房地产市场影响，福州市一般公共预算收入有所波动。受土地出让收入下滑影响，政府性基金预算收入近年来呈下降趋势。政府债务方面，2023 年末福州市地方政府债务余额为 2196.99 亿元，其中一般债务余额 520.93 亿元，专项债务余额 1676.06 亿元。

2021-2023 年，福州市一般公共预算收入分别为 749.85 亿元、698.52 亿元和 754.08 亿元，其中 2022 年收入下降，主要受落实大规模增值税留抵退税等中央新出台的组费支持政策以及重点行业、重点税源企业纳税下降等因素影响，2023 年随着经济复苏，财税恢复性增长。从收入构成来看，税收收入仍是一般公共预算收入的重要来源，但由于留抵退税政策实施，2022 年来税收比率有所下滑，2021-2023 年税收收入分别为 563.77 亿元、428.22 亿元和 486.51 亿元，同期税收比率分别为 75.19%、61.30%和 64.52%。2021-2023 年全市一般公共预算自给率分别为 81.04%、69.43%和 74.83%。

福州市政府性基金预算收入主要来源于国有土地使用权出让收入，受房地产政策调控和土地出让规划影响较大。2021-2023 年，福州市政府性基金预算收入分别为 959.91 亿元、617.34 亿元和 504.11 亿元，其中国有土地使用权出让收入占比均在 95%以上。2021-2023 年全市政府性基金预算自给率分别为 82.69%、71.75%和 55.82%。

图表 12. 福州市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
一般公共预算收入	749.85	698.52	754.08
其中：税收收入	563.77	428.22	486.51
一般公共预算支出	925.26	1006.09	1007.78
政府性基金预算收入	959.51	617.34	504.11
其中：国有土地使用权出让收入	919.91	602.07	484.25
政府性基金预算支出	1160.30	860.36	903.11
政府债务余额	1587.93	1839.51	2196.99

注：根据福州市 2021 年和 2022 年财政决算报告和 2023 年预算执行报告整理

2. 业务运营

（1）业务范围与地位

该公司原为福州市核心的公用事业运营平台，主要承担福州市区为主、跨县（市）的燃气供应、水务服务、农贸经销等职能。2021 年 12 月，公司无偿划入福州建工 100%的股权，新增工程施工和房地产开发业务，业务范围和收入规模快速扩大⁵。2022 年 1 月，根据榕政综[2022]2 号文，公司聚焦国有资本投资，运营“两类公司”试点建设，随之多家子公司股权陆续划转，经营业务发生重大变动。重组后公司剥离了水务服务、农贸经销、建筑施工和房地产开发板块，同时新增股权及基金等对外投资、保安服务、供应链等业务板块，重点承担国有资本投资、运营职能。

（2）经营规模

与上述资产划拨相匹配，该公司近年来营收结构亦呈现较大波动。2020-2022 年公司营业收入分别为 53.38 亿元、122.48 亿元和 51.12 亿元，其中 2021 年收入大幅扩张，主要形成于福州建工的建设工程和房地产开发收入；2022 年在福州建工、福州水务等主要经营子公司划出后，营业收入主要集中于燃气板块，燃气供应和接驳费收入合

⁵ 福州建工原名为福州建工（集团）总公司，2021 年 12 月更名为现名。福州市国资委于 2021 年 9 月出具《关于福州建工（集团）总公司改制改制相关事项的批复》（榕国资改发[2021]196 号），原则同意本次资产重组事项。福州建工改制后，出资人由福州市国资委变更为公司，交易形式为无偿划转。2021 年 12 月上述事项完成工商登记变更。根据会计准则：对于同一控制下的控股合并，在合并当期编制合并财务报表时，应当对合并资产负债表的期初数进行调整，同时应当对比较报表的相关项目进行调整，视同合并后的报告主体在以前期间一直存在。因此，该公司假设自 2021 年 1 月 1 日起对福州建工按 100.00%股权纳入合并报表范围并在报告期保持不变。

计占比高达 81.83%，此外新划入的盈瑞投资带来一定规模的保安服务业务，以及新设福州榕投供应链管理有限公司（简称“榕投供应链”）开展的供应链业务，成为了营收补充部分，2022 年分别占收入总额的 6.56%和 2.03%。同时公司还存在燃气工程、成品油业务、燃气综合商品销售和服务、运输服务、租赁业务和泊车业务等其他业务，现对营收贡献不足。2023 年前三季度，公司实现营业收入 52.99 亿元，同比增长 42.59%，主要系供应链业务拓展贸易品类，营收快速增长所致，同期燃气供应和供应链业务营收占比分别为 47.72%和 35.86%。

此外，在多家子公司股权划出的同时，该公司也获取了多家市级国资企业的少数股权，2022 年底前已完成全部工商登记变更手续。具体划入股权包括：福州市国资委划入福州地铁集团有限公司（简称“福州地铁”）、福州市规划设计研究院集团有限公司、福州市人才发展集团有限公司、福州振兴一乡村集团有限公司（简称“振兴乡村集团”）、福州古厝集团有限公司、福州左海控股集团有限公司（简称“左海集团”）、福州城市建设投资集团有限公司（简称“福州城建”）、福州水务、福州招商集团有限公司等 9 家市属国有企业各 20%的股权；福州新区管理委员会划入福州新区开发投资集团有限公司（简称“新区开发集团”）20%的股权。由此公司也形成了一定规模的权益法下长期股权投资收益，合并口径投资收益成为营业利润的重要支撑，2022 年及 2023 年前三季度分别实现 2.56 亿元和 3.80 亿元，达到营业利润的 58.33%和 67.76%。

图表 13. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年前三季度	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	326.39	--	562.53	--	555.30	--	627.30	--
营业收入	53.38	100.00	122.48	100.00	51.12	100.00	52.99	100.00
其中：燃气供应	20.05	37.57	27.19	22.20	37.08	72.55	25.29	47.72
接驳费	3.53	6.61	4.62	3.77	4.74	9.28	2.01	3.80
保安服务	--	--	--	--	3.36	6.56	2.98	5.62
供应链	--	--	--	--	1.04	2.03	19.00	35.86
水务服务	15.20	28.48	17.48	14.27	--	--	--	--
农贸经销	2.48	4.65	3.13	2.56	--	--	--	--
建造工程 ⁶	--	--	31.93	26.07	--	--	--	--
房地产销售	--	--	22.42	18.31	--	--	--	--
其他	12.11	22.69	15.71	12.82	4.89	9.57	3.71	7.00

注：根据福州国资集团所提供的数据整理

A. 燃气板块

该公司燃气供应业务板块主要通过其三级子公司福州华润燃气有限公司⁷（简称“华润燃气”）经营，燃气供应涉及城市管道燃气供应和服务、车用压缩天然气供应、瓶装液化石油气零售等，以及向用户首次安装燃气设备收取接驳费。公司燃气板块运行良好，收入实现逐年增长，2020-2022 年及 2023 年前三季度，公司燃气供应业务分别实现收入 20.05 亿元、27.19 亿元、37.08 亿元和 25.29 亿元，同期接驳费收入分别为 3.53 亿元、4.62 亿元、4.74 亿元和 2.01 亿元。

a) 管道燃气

该公司为福州市规模最大的管道燃气经营者，主要与福州市各县市机关单位签订了燃气特许经营协议，特许经营范围覆盖福州市区及下辖的福清市、长乐区、闽侯县、连江县、罗源县及永泰县等，特许经营期限为 25-30 年不等⁸。近年来，公司不断推进特许经营区域内天然气管网建设，截至 2023 年 9 月末已建成燃气管道全长 4433.95 公里，拥有天然气接收门站 7 座，已建成未投产 3 座，LNG 气化站 14 座，液态天然气（LNG）应急调峰储配站 1 座，输配能力为 621.25 万吨/日。近年来随着业务拓展及售价调升影响，公司 2020-2022 年分别实现管道天然气销售收入 17.13 亿元、23.96 亿元和 33.85 亿元，占到燃气供应收入的 85%以上；但天然气购销价格差持续下降，毛利空间则持续缩小，近三年毛利率分别为 19.26%、14.98%和 6.98%。2023 年前三季度，公司实现管道天

⁶ 2022 年燃气工程收入和 2020-2021 年建造工程收入口径不同，计入其他业务。

⁷ 华润燃气前身为福州市煤气有限责任公司，于 2009 年引入华润燃气（集团）有限公司改制而成，原为四级子公司。2022 年子公司福州市国有资产投资控股有限公司上收原三级子公司福州市新榕燃气投资有限公司（简称“新榕燃气”）持有的全部华润燃气股权，并将新榕燃气注销，股权层级得以简化。目前华润燃气股权结构为：福州市国有资产投资控股有限公司 50%股权、华润燃气投资（中国）有限公司 49%股权、新疆盛凯企业管理有限公司（民营资本）1%股权。

⁸ 协议约定的特许经营期限普遍自 2010-2012 年起始，于 2035-2041 年到期。

然气销售收入 23.06 亿元，受采购单价下降及非居民用户顺价影响，毛利率回升至 9.94%。

图表 14. 公司管道燃气经营情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年前三季度
销售数量（亿立方米）	6.33	8.76	8.98	6.63
平均销售价格（元/吨）	2.98	2.98	3.87	3.58
管网长度（公里）	3516.09	3969.41	4118.85	4433.95
输配能力（万吨/日）	394.32	482.45	553.86	621.25

资料来源：福州国资集团

在供气来源上看，该公司气源供应相对稳定，主要的天然气供应商为中海福建天然气有限责任公司（简称“中福天然气”，由中海石油气电集团有限责任公司和福建省投资开发集团有限责任公司分别持股 60%和 40%，气源地位于印尼）。2007 年 7 月，公司与中福天然气签订了《经修订和重述的天然气购销合同》，合同约定印尼气源向福州市供气达产之日起至协议期满（2012-2032 年），每年购气量为 2.01 亿立方米。为缓解业务范围不断扩张而出现的气源紧张局面，2011 年 12 月公司与中福天然气签订了《新增天然气购销合同》，中福天然气根据公司提交的用气需求在合同量基础上调整实际供应量。2020-2022 年及 2023 年前三季度，中福天然气对华润燃气的供气量分别为 3.69 亿立方米、6.79 亿立方米、5.92 亿立方米和 4.20 亿立方米，近年来占比在 55%-80%之间，其中 2022 年供气量减少主要受国际经济形势及天然气涨价影响。为及时补充气源缺口，公司还有较为稳定的国内供应渠道，主要包括中国石油天然气股份有限公司天然气销售福建分公司、华润燃气能源发展有限公司上海分公司、中山华润燃气有限公司、中海石油福建新能源有限公司仙游分公司、新奥能源贸易有限公司等。采购价格方面，福建省物价局根据《福建省天然气价格管理办法》相关政策适时调价，2020-2022 年及 2023 年前三季度，华润燃气天然气平均采购单价（含税）分别为 2.37 元/立方米、2.52 元/立方米、3.86 元/立方米和 3.40 元/立方米，其中 2022 年受俄乌冲突影响，国际天然气价格不断上涨，公司平均采购单价相应上升。资金结算方面，公司每月预付一次购气款，预付款金额由公司与供应商确定的月提取量和合同约定单价确定。

图表 15. 公司天然气采购价格（单位：元/立方米）

天然气来源		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年前三季度
中海油	长期合同（GSA）	2.39	2.23	2.49	3.05
	短期合同	2.38	2.35	3.86	3.44
LNG		2.35	3.47	5.27	3.61

资料来源：福州国资集团

该公司天然气销售客户包括居民、工商业用户及学校医院等事业单位，非居民气量占销售量的比重约 85%。随着区域内煤气到天然气的逐步置换、管道覆盖范围的逐渐扩大，公司管道天然气用户数量逐年增多，2020-2022 年管道天然气销售量分别为 6.33 亿立方米、8.76 亿立方米和 8.75 亿立方米。

图表 16. 公司燃气业务供应状况

项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年前三季度
用户总数 （万户）	居民用户	92.46	100.29	108.79	116.40
	非居民用户	0.31	0.35	0.39	0.42
燃气销售量 （亿立方米）	居民用户	1.01	1.06	1.21	0.96
	非居民用户	5.32	7.71	7.77	5.52

资料来源：福州国资集团

天然气销售价格方面，在国际天然气价格频繁波动背景下，近年来福州市物价局多次发布贯彻执行省物价局关于调整天然气销售价格的通知，2022 年非居民天然气销售价格上涨较多，且新的天然气价格联动机制明确实施，将加快非居民用户天然气终端销售价格与天然气购气价格联动，有利于天然气价格市场化调整。2022 年 1 月福州市发展和改革委员会（简称“福州市发改委”）印发《福州市天然气价格联动机制实施细则（试行）》（榕发改规[2022]6 号）（简称“实施细则”），明确天然气终端销售价格与天然气购气价格变动实行联动调整，其中居民用气销售价格按每 6 个月为一个联动调整周期，非居民用气销售价格按每 3 个月为一个联动调整周期，并实行周

期内购气价格变动幅度未达联动条件时滚动计算的方式⁹，实施细则自 2022 年 1 月 1 日起试行一年。2023 年 5 月，福州市发改委印发《福州市天然气价格联动机制》（榕发改规[2023]3 号），明确福州市城区非居民用户管道天然气销售价格与天然气采购价格联动调整¹⁰，居民生活用气价格联动仍按榕发改价格[2016]184 号文件规定执行¹¹，该机制自印发之日起执行五年。2020-2022 年及 2023 年前三季度，华润燃气天然气购销价格差（含税）分别为 0.63 元/立方米、0.49 元/立方米、0.36 元/立方米和 0.50 元/立方米，受居民用气销售价格暂不调整，以及非居民用户用气未足额顺价¹²影响，公司近年来天然气购销价格差持续下降；而新的天然气价格联动机制确定后对于非居民用户价格联动更加合理，且 2023 年以来天然气平均采购单价低于上年，购销价格差明显回升，公司非居民用户销气毛利率有望趋于稳定。

图表 17. 近年来福州市城区管道天然气销售价格¹³

用气类别	价格	执行时间	执行文件
居民用气	小于 192 立方米（含），单价为 3.34 元/立方米	2020 年 3 月 1 日	榕发改价格[2020]17 号
	192 立方米-300 立方米（含），单价为 4.01 元/立方米		
	300 立方米以上，单价为 5.01/立方米		
非居民用气	最高销售价格为 3.34 元/立方米	2020 年 2 月 1 日	
居民用气	基础销售价格调整为 3.16 元/立方米，阶梯气价仍按 1:1.2:1.5 相应调整	2020 年 12 月 1 日	榕发改价格[2020]92 号
非居民用气	最高销售价格调整为 3.16 元/立方米	2020 年 11 月 1 日	
非居民用气	最高销售价格调整为 3.99 元/立方米	2022 年 4 月 1 日	榕发改价格[2022]31 号
非居民用气	最高销售价格调整为 4.27 元/立方米	2023 年 7 月 1 日	榕发改价格[2023]33 号

资料来源：福州市发改委

在与用户费用结算方面，对于居民用户，该公司两个月抄表一次，抄表后至次月 26 日为缴费期间，逾期将进行催款，催款未果后将进行停气处理；对于非居民用户，公司要求用户在账户里预存一个月的用气款，一个月抄表一次，抄表后 7 日内需缴纳气费，逾期一个月内进行催款，逾期三个月后进行停气处理。

近年来，为拓展天然气业务及满足市场需求，该公司持续推进区域天然气管网建设以及配备气化站。公司燃气板块目前主要在建工程包括对接西气东输三线工程闽侯青口（联丰）-福州三环天然气门站及配套次高压管线、空港卫星站等，计划总投资 4.24 亿元。截至 2023 年 9 月末，公司已投资 1.69 亿元，短期内资金压力不大，基本可通过自有资金、集团内资金调拨及外部借款等方式满足建设需求。

图表 18. 公司燃气板块主要在建工程（单位：万元）

项目名称	项目内容	建设周期	计划总投资	已投资
对接西气东输三线工程闽侯青口（联丰）-福州三环天然气门站及配套次高压管线	次高压管线	3 年	14766.65	4835.45
青口-南通连接线路项目	次高压管线	3 年	4808.16	1909.25

⁹ 计算方式为：在周期内加权平均购气价格变动幅度达到或超过 5%时，原则上天然气终端销售价格按照购气价格变动情况进行相应联动调整；当周期内加权平均购气价格变动幅度未达到 5%时，天然气终端销售价格不作调整，其购气成本变动幅度滚动纳入下一周期进行计算。当周期内加权平均购气价格变动幅度达到或超过 15%时，原则上非居民天然气终端销售价格按照购气价格变动情况于周期内进行相应联动调整。调整周期内，如遇省价格主管部门调整印尼合同天然气门站价格，则同时同向联动调整天然气终端销售价格。

¹⁰ 非居民用户调整期销售价格=基期销售价格+联动调整额，联动调整额=计算期平均单位购气价格-基期平均单位购气价格。非居民用气销售价格原则上按 3 个月为一个联动调整周期。当周期内综合购气价格变动幅度达到 5%时，原则上非居民用户天然气终端销售价格与天然气购气价格联动调整。

¹¹ 榕发改价格[2016]184 号文件规定：当福建省物价局按联动机制调整上游门站气价后，福州市物价局将根据上游门站气价变动情况适时同向调整城区居民生活用管道天然气终端销售价格并提前一个月向社会公示。

¹² 2022 年 9 月，印尼合同天然气购气成本大幅上涨，根据价格联动机制，门站价格达到联动上调条件，根据闽发改运行〔2022〕547 号文件，福建省发展和改革委员会明确该次居民用气价格暂不调整，非居民用气价格需作调整的，要合理制定调价方案，避免价格大幅波动。

¹³ 福建省联网管道天然气的居民生活用气价格授权设区市价格主管部门管理；居民生活用气价格推行阶梯价格制度；非居民用气价格实行最高限价管理，具体价格由供需双方在限价范围内协商确定。目前未联网的地区主要为长乐区、连江县、罗源县及永泰县。其中永泰县居民用气销售价格 4.29 元/立方米，非居民用气若采购价高于 5 元/立方米，销售价格按采购价加 0.3 元/立方米，若采购价低于 5 元/立方米，按 5.15 元/立方米。连江县居民用气销售价格暂按 4.29 元/立方米；非居民用气销售价格按采购价+0.789 元/立方米。长乐区居民用气销售价格按每 6 个月为一个联动调整周期，非居民用气销售价格按每 3 个月为一个联动调整周期，当周期内加权平均气价变动幅度未达到 5%，天然气终端销售价格不作调整，其购气成本变动幅度滚动纳入下一周期进行计算，当周期内购气价格变动幅度达到或超过 15%，原则上非居民天然气终端销售价格按照购气价格变动情况于周期内进行相应联动调整，居民用户终端销售价格调整机制原则上与福州五城区居民用户调整机制一致。罗源县居民生活用气销售价格是 4.29 元/立方米，非居民用气销售价格从 5 月起当采购价小于等于 5 元/立方米时，销售价格采用采购价+0.616 元/立方米模式执行，当采购价大于 5 元/立方米时，销售价格采用采购价+0.3 元/立方米执行。

项目名称	项目内容	建设周期	计划总投资	已投资
连江县天然气利用工程通港大道（浦口高速-可门气化站段）次高压燃气工程	次高压管线	2年	3991.61	569.37
新福厦铁路次高压、中压燃气管道迁改	次高压管线	1年	8700.00	3407.75
闽侯上街高中压调压站及气化站合建站	高压调压站	5年	1631.91	1576.49
JB170040100_长安 LNG 气化站	气化站	3年	2465.00	2072.86
可门港气化站（二期/三期）	气化站	2年	2307.84	1641.10
空港卫星站	气化站	2年	3753.00	884.50

资料来源：福州国资集团（截至 2023 年 9 月末）

b) 瓶装液化石油气零售、车用压缩天然气供应等

该公司液化石油气零售业务由子公司福建润闽能源有限公司负责运营。液化石油气主要采购自福州及周边地区的燃气批发商，运送到储配站后进行储存、灌瓶后即可分送给居民及工商业用户。2020-2022 年及 2023 年前三季度，公司液化石油气零售业务销售量分别为 2.82 万吨、3.12 万吨、3.02 万吨和 2.13 万吨，同期分别实现收入 1.59 亿元、1.99 亿元、2.28 亿元和 1.54 亿元，主要由于价格逐年上涨，带动销售收入提升。但随着天然气管网逐步建设及管道燃气的普及，瓶装液化石油气市场预计将逐步缩小，公司未来该项业务规模或有压降。

图表 19. 公司瓶装液化石油气零售业务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年前三季度
采购数量（万吨）	2.85	3.06	2.95	2.09
平均采购价格（元/吨）	3103.80	4378.58	5449.31	4775.69
销售数量（万吨）	2.82	3.12	3.02	2.13
平均销售价格（元/吨）	5621.22	6955.48	7546.67	7229.30

资料来源：福州国资集团

该公司压缩天然气作为汽车燃料对外销售，与福州公共交通集团有限责任公司签订独家合作协议，合作期限为 2011 年 8 月至 2031 年 7 月；出租车采用 IC 卡预付费。采购方面，压缩天然气主要通过通过在城门加气站通过管道气压缩制成。公司设有汽车加气站 4 座，在福州市场占有率约 60%。2020-2022 年及 2023 年前三季度压缩天然气销售收入为 1.31 亿元、1.22 亿元、0.92 亿元和 0.67 亿元，近年来收入减少主要系 CNG 公交车及出租车更换为纯电动公交车，存量市场逐步萎缩所致。

图表 20. 公司压缩天然气加气业务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年前三季度
采购数量（万平方米）	3824.70	3615.54	2319.27	1519.80
平均采购价格（元/平方米）	2.18	2.34	3.16	2.95
销售数量（万平方米）	3753.10	3498.01	2324.18	1534.90
平均销售价格（元/平方米）	3.50	3.80	3.96	4.38

资料来源：福州国资集团

c) 接驳费

该公司接驳业务主要为燃气用户进行燃气工程项目安装收入，包括居民用户及工商业用户燃气设施安装。接驳工程的主要业务流程分为两类：对于集中开发民用户，公司与房地产开发商签订接驳业务合同，预收接驳工程款，公司根据项目情况完成工程设计、工程施工并通过验收，期间根据完成进度确认接驳收入及成本；对于工商业用户，公司与其签订接驳业务合同，预收接驳工程款，公司根据用户需求完成工程设计、工程施工并通过验收，公司根据工程完工情况出具结算报告并进行收入成本结转。接驳费价格方面，2019 年 8 月福州发改委印发《关于重新核定城市新建住宅供气工程建设收费标准有关事项的通知》（榕发改价格[2019]13 号），福州市（包括所辖县、市、区）新建住宅（不含别墅房和自建房）供气工程建设最高收费标准为 2170 元/户。

从实际业务开展来看，该公司接驳费一般按照最高收费标准收取，且主要工程为房地产开发商新建楼盘。受房地产市场影响，公司接驳费收入增长波动较大。2020-2022 年及 2023 年前三季度，公司接驳费收入分别为 3.53 亿元、4.62 亿元、4.74 亿元和 2.01 亿元；毛利率维持较高水平，同期分别为 59.80%、56.03%、53.92%和 49.04%。

B. 战略投资

为支持业务运营及拓展，该公司目前重点产业项目包括支持做大做强福州航空有限责任公司（简称“福州航空”）、福州至长乐机场城际铁路项目（F1 线）、闽江防洪提升工程和中石油福清 LNG 接收站项目等。

具体来看，做大做强福州航空，发挥福航唯一主基地航司的优势，助力福州乃至福建航空产业的发展，是福建省委省政府和市委市政府着眼于福州建设国际航空城和加快建设现代化国际城市实施的重大战略举措。根据福州市政府授权，自 2022 年该公司与辽宁方大集团及海航航空集团有限公司就做大做强福州航空涉及相关事宜进行多次洽谈，并达成共识，目前仍在推动阶段。福州航空注册资本 20 亿元，海南航空控股股份有限公司和本公司分别持股 60%和 20%，于 2014 年 10 月首飞，是福州市首家本土航空公司。从经营情况看，福州航空深耕福建民航市场，也是唯一一家主基地位于福州长乐机场的航空公司，现有飞机 16 架，累计运输旅客逾 1900 万人次，安全运营总小时数突破 32 万小时。福州航空目前在飞航线 70 条，通航国内 50 座城市。福州航空业务体量较小，历史亏损较大，截至 2023 年 9 月末，福州航空总资产 25.10 亿元，净资产-16.31 亿元，2023 年前三季度实现营业收入 16.84 亿元，净利润-764.91 万元，剔除汇兑损益影响后净利润 4621.68 万元。

该公司其他产业类项目还涉及交通、防洪设施、燃气等领域。其中，福州至长乐机场城际铁路项目（F1 线）计划总投资 383.89 亿元，全长约 62.4 公里，共设车站 14 座，线路起自福州火车站，经由晋安、鼓楼、台江、仓山、闽侯、长乐、滨海新城、长乐机场，终到大鹤，公司以增加福州地铁资本金的方式投入 10.00 亿元，截至 2023 年 9 月末，该项目已投资 189.79 亿元，13 个车站主体结构已封顶。闽江防洪提升工程旨在完善福州仓山区、闽侯县龙祥岛的防洪排涝体系，主要包括堤防提升、新建护岸、水闸、泵站等建设项目，公司已向振兴乡村集团投资 1.60 亿元。中石油福清 LNG 接收站项目计划总投资约 78.71 亿元，建设期 3 年，新设项目公司注册资本金约 26.55 亿元，公司拟持股比例为 5%。

图表 21. 公司主要在投和拟投战略投资情况（单位：亿元，%）

项目名称	资金来源	入账科目	总投资额	公司计划出资额	公司已投资额	项目已投资额
在投项目：						
地铁 F1 线	国开基础设施基金	长期股权投资	383.89	10.00	10.00	189.79
闽江防洪提升工程	国开基础设施基金	长期应收款	15.56	1.60	1.60	0.22
拟投资项目：						
中石油福清 LNG 接收站项目	--	--	78.71	1.33	--	0.47

资料来源：福州国资集团（截至 2023 年 9 月末）

C. 股权及基金等对外投资

该公司推动国有资本运作基金化，打造投资涵盖重点领域的基金集群，发挥国企对福州社会经济发展的引领带动作用。目前，旗下公司制母基金产业基金为主要投资平台，以参股形式或者联合成立基金间接投资的方式，投资于福州市国资控股和参股的企业、符合福州产业战略发展方向的项目和新兴产业项目等，旨在实现国有资产的保值增值。产业基金于 2020 年设立，并纳入公司合并范围¹⁴，2023 年 2 月公司以 1740 万元有偿受让福州市电子信息集团所持产业基金 15%股权，持股比例变为 55%，福州城建和左海集团仍分别持股 25%和 20%。产业基金规模 10 亿元，两期到资 6 亿元，旗下设立福州中金榕投新兴产业投资合伙企业（有限合伙）（简称“中金榕投”）、福建省海丝新能投资合伙企业（有限合伙）（简称“海丝新能”）、招赢（湖北）科创股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“招赢科创”）、福州市长乐华策纽福医药投资合伙企业（有限合伙）（简称“华策纽福”）、福州市鼓楼区朱紫海丝创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“朱紫海丝”）、榕投壹号等 6 个子基金。截至 2023 年 9 月末，产业基金股权直投及下属子基金已投资项目累计 27 个（含 2 个股权直投资项目），累计投资金额 21.23 亿元¹⁵，存续在投企业中，2 家已上市，2 家已通过主板发审会，1 家上市申请已获科创板受理，2 家上市申请已获

¹⁴ 公司持有产业基金 40%股权，并表主要原因为根据被投资单位公司章程约定，其余股东均将股东会相关表决权委托本公司来执行。

¹⁵ 产业基金下属部分子基金亦有子基金，累计投资金额包含该部分子基金投资。

创业板受理。

为增强基金业务管理能力，该公司于 2022 年 5 月新设子公司福州榕投私募基金管理有限公司（简称“榕投资基金”，福州国资集团和省属国企福建省海洋丝路投资基金管理有限公司（简称“海丝基金”）分别持股 70%和 30%），并将其在中国证券投资基金业协会（简称“中基协”）成功备案，获得管理人资质。榕投资基金逐步接手了公司旗下各主要基金的管理职能，已管理产业基金、榕投壹号、榕投贰号和闽都基础设施母基金，目前正与仓山区、高新区、晋安区、鼓楼区等洽谈基金合作事宜。

目前该公司旗下直投项目、管理及参股基金投资期尚短，未有项目退出。截至 2023 年 9 月末，直接投资对象 2 家，分别为福信富通科技股份有限公司（简称“福信富通”）和福建海通发展股份有限公司（简称“海通发展”），总投资额为 0.29 亿元，其中海通发展于 2023 年 3 月在上海证券交易所主板成功上市，公司所持 828.80 万股全部于 2024 年 3 月解禁，截至 2024 年 3 月末，海通发展总市值为 81.61 亿元，公司所持股份市值为 1.10 亿元¹⁶；累计回收资金 179.50 万元（系海通发展和福信富通分红）。管理及参股私募股权基金情况见下表，公司共管理及参股私募股权基金 8 只（不含产业基金），基金总规模 83.60 亿元，公司认缴出资 62.79 亿元，已出资 5.76 亿元。2022 年及 2023 年前三季度，公司公允价值变动损益分别为 0.48 亿元和 0.53 亿元，主要由于对外股权和基金投资受市场利率及行情波动影响所致。

此外，闽都基础设施母基金已于 2023 年 6 月完成中基协备案工作，该基金计划设立总规模 100 亿元，目前规模为 50 亿元，其中本部认缴 49.95 亿元，榕投资基金作为基金管理人认缴 0.05 亿元，未来将通过闽都基础设施基金作为母基金，与各区县及其他市级国资企业合作设立各个子基金，重点支持福州基础设施建设，实现对基础设施项目的精准投放和杠杆撬动。

图表 22. 公司主要直接股权投资情况（单位：万元，%）

投资对象	产业类型	投资金额	持股比例	预计退出机制
福信富通	北斗应用	862.50	1.08	上市退出或实控人回购等方式
海通发展	干散货海运	2000.00	1.35	上市退出

资料来源：福州国资集团（截至 2023 年 9 月末）

图表 23. 公司主要管理及参股基金投资情况（单位：亿元，%）¹⁷

基金名称	资金来源	基金管理人	总规模	认缴规模	实缴规模	已对外投资金额	主要投资对象	投资金额	持股比例	投资期限	预计退出机制
榕投壹号	自有资金	榕投资基金	1.00	0.70	0.70	0.10	福建久策气体股份有限公司	0.10	0.77	6 年	上市退出或实控人回购等
海丝新能	自有资金	海丝基金	12.70	5.00	3.75	9.00	华电新能源集团股份有限公司	9.00	0.99	7 年	上市退出
招赢科创	自有资金	湖北长江招银产业基金管理有限公司	11.43	0.50	0.50	10.54	华科超能（北京）能源科技有限公司	0.95	2.77	--	上市退出或实控人回购等
							思特威（上海）电子科技股份有限公司	0.90	0.68		
							固安翌光科技有限公司	0.74	6.09		
							北京忆恒创源科技股份有限公司	0.72	2.13		
北京鼎材科技有限公司	0.72	6.24									
榕投贰号	自有资金	榕投资基金	0.50	0.30	0.15	--	--	--	7 年	上市退出或实控人回购等	
中金榕投	自有资金	中金资本运营有限公司	6.00	5.94	0.30	0.30	宽腾（北京）医疗器械有限公司	--	--	7 年	上市退出或实控人回购等
华策组福	自有资金	华兴康平医药产业私募基金管理（平潭）有限公司	1.065	0.25	0.25	1.00	成都组瑞特医疗科技股份有限公司	1.00	4.72	6 年	上市退出或实控人回购等
朱紫海丝	自有资金	海丝基金、福州市鼓楼区朱紫坊创业投资基金管理有限公司	0.90	0.10	0.011	--	--	--	--	5 年	上市退出或实控人回购等
闽都基础设施母基金	自有资金	榕投资基金	50.00	50.00	0.10	--	--	--	--	20 年	上市退出或实控人回购等

资料来源：福州国资集团（截至 2023 年 9 月末）

未来，该公司按照“一产业、一基金”的理念，围绕福州战略性新兴产业方向，与产业链头部企业、头部机构等

¹⁶ 截至本评级报告出具日，公司已减持 260.23 万元。

¹⁷ 产业基金主要通过子基金对外投资，故表内列示不含产业基金，包含产业基金下属基金情况。

组建产业投资子基金。目前产业基金和榕投资基金在投资基金后续拟出资规模约 4 亿元，拟投的重点产业项目包括向华策生物医药基金认缴出资 0.7 亿元，以及榕投资基金发起设立鼎晖夹层基金和华电新能专项基金。

D. 供应链

该公司供应链业务的经营主体为福州国控子公司榕投供应链。榕投供应链成立于 2022 年 6 月，由于业务开展时间尚短，2022 年主要贸易产品为电解铜，供应商仅福建三木集团股份有限公司一家；主要客户为批发商，当年为浙江富春江通信集团有限公司上海分公司、福州华信实业有限公司两家，销售占比各半。2023 年以来，得益于渠道开拓及贸易品种扩张，公司供应链业务规模快速增长，贸易品类新覆盖食品、燃气、化工、金属矿石、电子产品、新能源等领域，主要客户和供应商数量增加，但上下游集中度仍高。榕投供应链建材贸易业务采用“以销定采”模式开展，结算采用银行转账（现金电汇）形式，采购及销售环节均以 3 个月内账期为主，少量有 4 个月以上账期，存在一定的营运资金需求和垫资压力。2022 年及 2023 年前三季度，公司分别实现供应链业务收入 1.04 亿元和 19.00 亿元，毛利率分别为 0.82% 和 0.72%，整体毛利润微薄。

图表 24. 2023 年前三季度公司供应链业务上下游情况（单位：万元，%）

	客户/供应商	交易额 ¹⁸	占总交易额比重
前五大客户	福州华信实业有限公司	76320.15	31.24
	浙江富春江通信集团有限公司上海分公司	61869.66	25.32
	甘肃建投交通供应链管理有限公司	18591.18	7.61
	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	14161.16	5.80
	湛江晨鸣浆纸有限公司	11000.26	4.50
合计		181942.41	74.47
前五大供应商	福建三木集团股份有限公司	185905.11	76.73
	青岛恒卓国际物流有限公司	24832.57	10.25
	上海水岚贸易有限公司	13453.46	5.55
	日照汇纳国际贸易有限公司	10018.85	4.14
	西安长银保国际贸易有限公司	3733.47	1.54
合计		237943.46	98.21

资料来源：福州国资集团

E. 保安服务

该公司保安服务业务由盈瑞投资子公司福州市保安服务有限公司（简称“保安公司”）运营。保安公司主要经营安保服务、押运服务、技术防范、犬防、地铁安检、保安、保管箱租赁等业务。目前保安公司安保服务板块管理近 2000 名保安员；地铁安检板块现有安检员 1024 人，保安员 464 人，主要负责福州地铁 1、2、4、5、6 号线车站安检、车站安保以及地铁辅警等业务。2022 年，保安公司金融守押业务续签率 100%，承接押运业务占福州市金融单位比重超过 75%，押运服务板块配备押运车辆近 200 辆，押运线路近 200 条，承接押运业务涉及福州五区八县（市），押运营业网点（含上门收款和 ATM 机加钞点）达 1532 个。2022 年及 2023 年前三季度，公司分别实现保安服务收入 3.36 亿元和 2.98 亿元，毛利率分别为 17.82% 和 23.37%。

F. 其他业务

除上述业务外，该公司其他业务主要包括成品油业务、燃气综合商品销售和服务、燃气工程、租赁业务、泊车业务等。2022 年及 2023 年前三季度，公司其他业务分别实现收入 4.89 亿元和 3.71 亿元。

¹⁸ 交易额为含税合同额，非当期营业收入口径

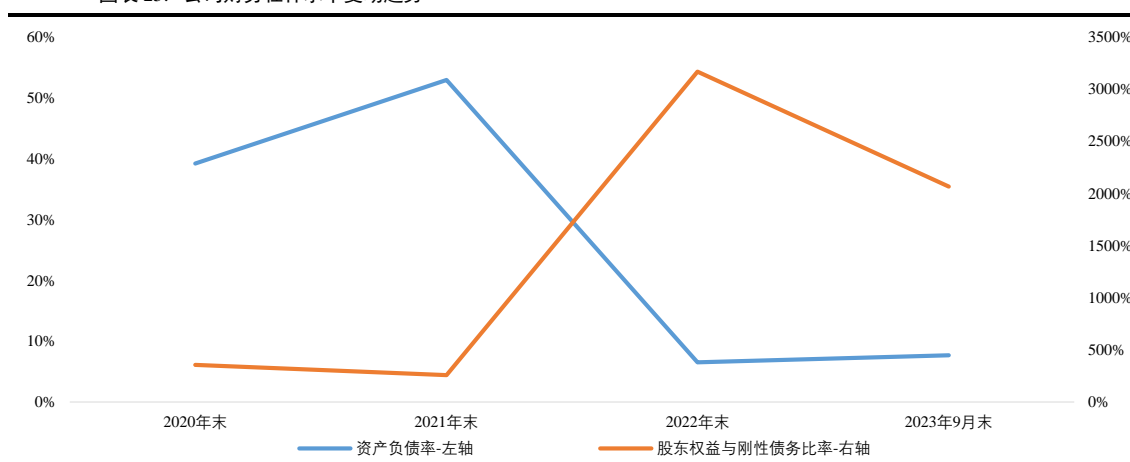
财务

2022年，该公司剥离大部分经营性子公司，同时政府注入10家市属主要国企各20%股权，资产规模基本维持，但资产结构显著变动，转为以市属国有企业股权为主；负债规模快速下降，杠杆水平很低。未来随着战略投资、股权及基金等对外投资规模增大，公司负债经营程度预计有所提升。公司盈利主要来自燃气板块经营收益和国有资产投资管理收益，但未来随着对外投资业务的深入，盈利能力或出现较大波动。

1. 财务杠杆

由于近年来持续股权划拨，该公司财务口径变动较大，2021年主要由于福州建工股权划入后，负债规模迅速扩张；2022年公司剥离大部分经营性业务，经营资金需求量较大的建筑施工、房地产以及水务市政基建业务剥离，相应负债随之减少，同时政府注入10家国有企业各20%股权，权益资本实力扩充，年末负债总额大幅缩减，财务杠杆降至很低水平。2020-2022年末，公司负债总额分别为127.93亿元、297.67亿元和36.22亿元；资产负债率分别为39.20%、52.92%和6.52%；股东权益与刚性债务比率由2020年末的3.54倍上升至2022年末的31.64倍，股东权益对刚性债务的保障程度很高。2023年9月末，公司负债总额升至47.98亿元，资产负债率为7.65%，股东权益与刚性债务比率为20.65倍。未来随着战略投资、股权及基金等对外投资业务的开展，公司资金需求量将持续增加，财务杠杆预计会逐步提升。

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势

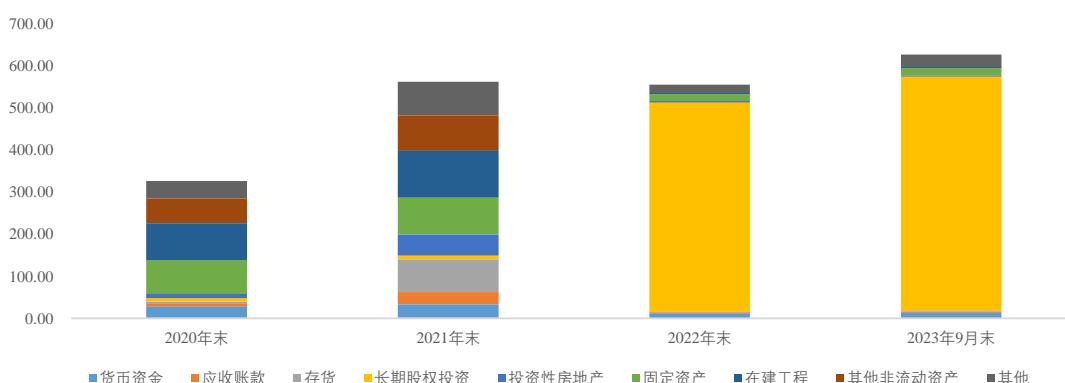


注：根据福州国资集团所提供的数据整理、绘制

(1) 资产

近年来随着子公司划转，该公司合并口径资产规模大幅变动，且构成亦发生调整。2020-2022年末，公司资产总额分别为326.39亿元、562.53亿元和555.30亿元；其中2021年末主要系福州建工划入带来的工程施工、土地资产及房地产开发成本较多，投资性房地产、存货和合同资产等科目金额大幅增加，管网改造和水利建设持续推进，在建工程也呈现较大增幅；而2022年由于市属国有企业少数股权的划入和子公司划入划出两相抵消，年末资产规模较上年末降幅较小，但经营性业务形成的资产基本出表，目前资产集中于长期股权投资，2022年末非流动资产占资产总额的比重为96.21%，其中长期股权投资占资产总额的比重为89.70%。

图表 26. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据福州国资集团所提供的数据整理、绘制

2022 年末，该公司非流动资产余额为 534.26 亿元。其中长期股权投资年末余额为 498.09 亿元，主要包括划入的市属国有企业股权 496.84 亿元，以及对榕投壹号¹⁹基金投资 0.60 亿元。公司还有部分股权投资及基金投资分布于其他非流动金融资产和其他权益工具投资，其中，其他非流动金融资产年末余额为 5.26 亿元，系公司股权及基金等对外投资，采用公允价值计量，主要包括对海通发展股权投资 0.32 亿元、对福信富通股权投资 0.09 亿元、对海丝新能基金投资 4.10 亿元、对招银科创基金投资 0.56 亿元和对榕投壹号基金投资 0.10 亿元；其他权益工具投资主要系福州航空，由于其持续亏损，造成该科目账面价值同比下降 21.15%至 1.54 亿元。此外，由于公司燃气板块业务需求，存在一定规模的管道、气化站等资产。固定资产年末余额为 15.92 亿元，主要系燃气管道 10.60 亿元和房屋及建筑物 3.15 亿元；在建工程年末余额为 3.01 亿元，主要系燃气业务在建的次高压管线及气化站；使用权资产年末余额 1.14 亿元，主要系液化供气供应站、仓库等经营场所租赁；无形资产年末余额 1.92 亿元，由燃气门站土地等构成。2023 年 9 月末，由于公司继续基金投资，其他非流动金融资产较上年末增长 30.56%至 6.86 亿元；主要随着政府划入的 10 家市属国企净资产增长及经营收益实现，带动权益法下长期股权投资增加，长期股权投资较上年末增长 11.69%至 556.31 亿元；其他债权投资新增 2 亿元，主要系投资海峡银行永续债；其他非流动资产科目较上年末变动不大。

图表 27. 公司主要长期股权投资情况（单位：万元，%）

项目	持股比例	权益法下确认的投资收益		2023 年 9 月末余额
		2022 年	2023 年前三季度	
福州地铁集团有限公司	20.00	4505.22	3638.60	1171188.80
福州市规划设计研究院集团有限公司	20.00	1203.55	2594.80	33493.80
福州市人才发展集团有限公司	20.00	-4.94	113.40	2856.80
福州振兴一乡村集团有限公司	20.00	286.75	-311.60	115219.80
福州古厝集团有限公司	20.00	3546.01	75.40	603131.40
福州左海控股集团有限公司	20.00	-2073.69	4993.20	968632.80
福州城市建设投资集团有限公司	20.00	13480.11	23139.60	1913994.38
福州新区开发投资集团有限公司	20.00	4670.96	775.00	451114.80
福州水务集团有限公司	20.00	31.18	2207.00	295149.00
福州招商集团有限公司	20.00	-740.46	55.80	1038.2
合计	--	24904.69	37281.20	5555819.78

资料来源：福州国资集团

该公司流动资产主要分布于货币资金、应收账款、预付款项和存货，2022 年末分别占流动资产的 49.51%、10.68%、17.71%和 11.52%。其中，年末货币资金余额 10.42 亿元，其中受限金额为 0.65 亿元，基本未受限。应收账款年

¹⁹ 本部、福州国控和产业基金分别持股榕投壹号 30%、29%和 10%，其中本部及福州国控所持股权列入“长期股权投资”；产业基金所持股权列入“其他非流动金融资产”核算。

末余额为 2.25 亿元，主要系应收燃气款及应收保安服务费款项。预付款项年末余额为 3.73 亿元，主要系预付气款和预付电解铜采购款，对象包括中海福建天然气有限责任公司、福建三木集团有限公司、中海石油气电集团有限责任公司福建分公司和新奥能源贸易有限公司等。存货年末余额为 2.42 亿元，主要系原材料及劳务成本。其他应收款主要为与市国资委及其他国企之间资金往来形成，2022 年末为 1.67 亿元，其中应收福州市国资委 0.50 亿元、福州新榕城市建设发展有限公司 0.35 亿元。2023 年 9 月末，由于融入款项尚未使用及营运资金需求增加，公司货币资金较上年末增长 27.97%至 13.33 亿元；主要由于供应链业务扩张，应收票据及应收账款合计较上年末增长 116.64%至 4.96 亿元；预付款项较上年末增长 131.96%至 8.64 亿元，主要包括预付款项和气款；其他流动资产科目较上年末变动不大。

截至 2023 年 9 月末，该公司所有权或使用权受限的资产合计 1.18 亿元，规模较小，占资产总额的 0.19%，主要为用于开出银行承兑汇票的保证金存款 1.03 亿元。

图表 28. 公司受限资产情况（单位：亿元）

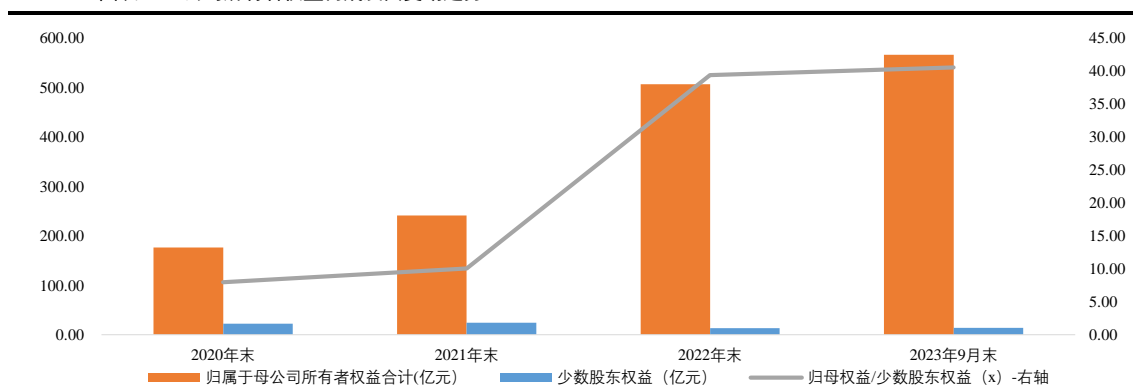
名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	10425.37	7.82	保证金、存出投资款等
投资性房地产	1336.16	3.67	诉讼执行

资料来源：福州国资集团（截至 2023 年 9 月末）

（2）所有者权益

得益于政府国有企业股权划入，近年来该公司所有者权益快速增长。2020-2022 年末，公司所有者权益分别为 198.46 亿元、264.86 亿元和 519.08 亿元。公司所有者权益以资本公积为主，虽当年多家子公司股权划出，导致资本公积减少额较大，但同时亦有多家市属国企少数股权注入，整体资本公积仍呈现大幅扩充，2022 年末较上年末增长 134.26%至 458.68 亿元，且资本公积主要构成由原先的股权注入和水务专项资金转变为以注入的市级国企股权为主。年末实收资本余额 10.50 亿元，保持稳定。由于股权注入及公司经营积累，未分配利润逐年增加，2022 年末为 36.31 亿元。少数股东权益近年来随合并范围变化而变化，2022 年末主要系华润燃气和基金投资少数股东权益。2023 年 9 月末，主要由于持股的 10 家市属国企期末所有者权益计算增加 55.02 亿元以及未分配利润增加 4.05 亿元，公司所有者权益较上年增长 11.60%至 579.32 亿元。

图表 29. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据福州国资集团所提供的数据整理、绘制

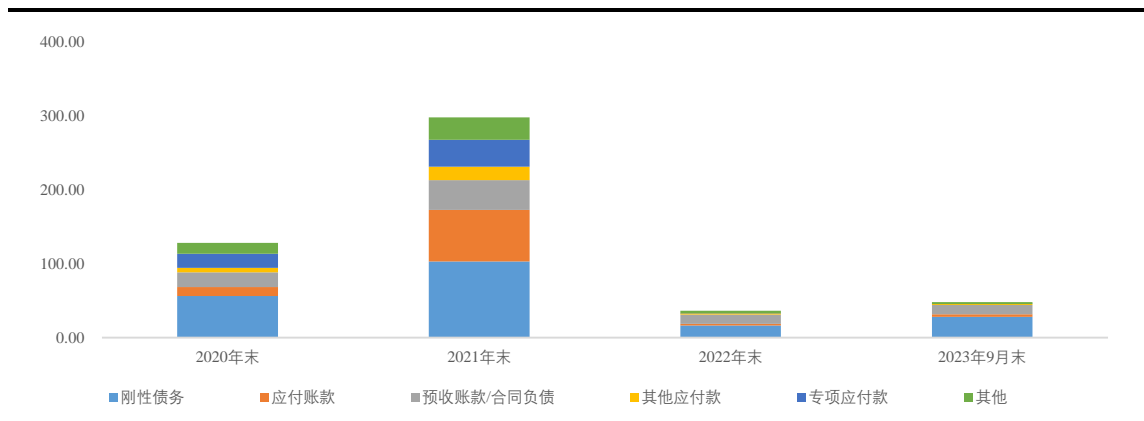
（3）负债

该公司负债期限较为均衡，2020-2022 年末及 2023 年 9 月末，公司长短期债务比分别为 105.91%、66.29%、96.23% 和 60.64%，其中 2021 年由于福州建工并表，形成大额的经营性短期债务及融资债务，长短期债务比表现欠佳，随着子公司股权划出，2022 年末负债规模下降，且期限结构有所拉长，2023 年以来由于供应链业务规模大幅扩张及天然气采购，相应经营环节资金需求增长，短期性融资债务增加，期限结构倾向短期化，但总体债务压力仍较小。同时，公司各项负债金额 2022 年均呈现不同程度的下滑，尤以应付账款、专项应付款减少额最为显著，故年末负债主要构成转变为以刚性债务和合同负债为主，2022 年末占负债总额的比重分别为 45.30%和 31.19%。其中，公司刚性债务为 16.41 亿元，大部分为银行借款。合同负债余额 11.30 亿元，主要包括未结转的管道接驳工程款 9.18 亿元和气款 1.95 亿元。此外，公司应付账款年末为 1.98 亿元，主要系应付燃气工程款，账期集中于

1 年以内。其他应付款 1.74 亿元，主要包括出租车营运保证金、合同履行保证金等 0.82 亿元、泊车卡 0.57 亿元。租赁负债余额 1.17 亿元，主要系液化气供应站、仓库等经营场所租赁所致。预收款项主要形成于划入盈瑞投资新增的预收租金，2022 年末为 1.06 亿元。

2023 年 9 月末，该公司负债较上年末增长 32.47%至 47.98 亿元，主要系新增较多短期借款及应付性款项，其中刚性债务较上年末增加 11.65 亿元至 28.05 亿元；由于工程项目结算，上游未开票导致应付暂估款增加，应付账款较上年末增长 62.80%至 3.23 亿元。其他负债科目较上年末变动不大。

图表 30. 公司负债构成情况（单位：亿元）



注：根据福州国资集团所提供的数据整理、绘制

2022 年末该公司刚性债务规模大幅缩减，2023 年 9 月末随着供应链业务拓展，刚性债务有所增长，但仍偏向中长期，整体债务压力较小。2020-2022 年末及 2023 年 9 月末，公司刚性债务分别为 55.97 亿元、102.78 亿元、16.41 亿元和 28.05 亿元；中长期刚性债务余额占比分别为 60.71%、61.79%、93.86%和 55.96%。

信贷融资为该公司传统融资渠道，也是目前最为主要的外部资金来源。2023 年 9 月末，公司银行借款余额 20.70 亿元，占刚性债务的比重达 73.80%，以中长期借款为主。公司银行借款以信用借款为主，期末信用借款 17.60 亿元；保证借款 2.04 亿元，保证方主要为福州国控和盈瑞投资；1.07 亿元借款存在质押增信，质押物为停车位经营权项下全部权益和收益，以及塘坂引水二期工程项目未来收益权。公司银行短期借款利率在 2.65%-3.50%之间，中长期借款利率在 1.20%-3.80%之间。银行借款主体主要为本部、榕投供应链和华润燃气，占比分别为 82.35%、9.15%和 5.80%。此外，公司还有一定规模的应付票据，主要形成于供应链货物采购，2023 年 9 月末为 4.36 亿元。

图表 31. 公司刚性债务构成情况（单位：万元）

类别	短期刚性债务	中长期刚性债务	合计
应付票据	43608.05	--	43608.05
银行借款	79942.55	127097.51	207040.05
其中：质押借款	1000.00	9650.00	10650.00
保证借款	18942.15	1447.50	20389.65
信用借款	60000.00	116000.00	176000.00
应付债券	--	29886.94	29886.94
合计	123550.59	156984.44	280535.04

注：根据福州国资集团所提供资料整理（截至 2023 年 9 月末）

该公司还利用直接债务融资工具筹措资金。2023 年 9 月末，公司应付债券（含一年内到期部分）余额为 2.99 亿元，系本部发行的公司债，发行利率为 3.49%。2024 年 3 月，公司新发行一笔 2.50 亿元超短期融资券，发行利率为 2.30%。截至 2024 年 4 月 7 日，公司尚处于存续期的债券 2 支，待偿还本金 5.50 亿元，目前本息偿付情况正常。

图表 32. 公司存续债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
21 榕投 01	3.00	3+2 年	3.49	2021 年 9 月	未到期
24 福州国资 SCP001	2.50	180 天	2.30	2024 年 3 月	未到期

资料来源：Wind（截至 2024 年 4 月 7 日）

2. 偿债能力

（1）现金流量

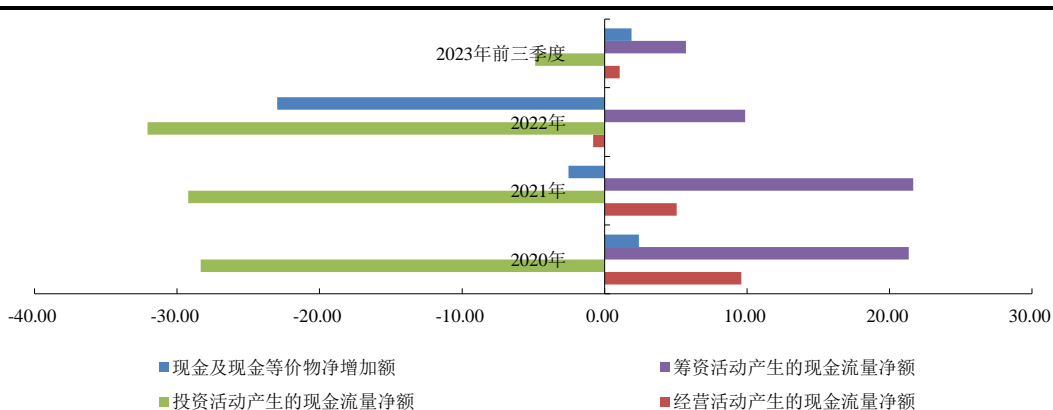
受合并范围内经营业务变动影响，该公司经营性现金流量规模年度间波动较大，但主营业务获现能力整体较好。2020-2022 年及 2023 年前三季度营业收入现金率分别为 107.73%、91.85%、106.74%和 106.90%，业务收现水平较好。公司销售商品、提供劳务收到的现金能够完全覆盖购买商品、接受劳务支付的现金以及职工工资、税费现金支出，并形成结余，同期分别为 9.17 亿元、0.61 亿元、0.94 亿元和 2.32 亿元。其他与经营有关的现金净额 2020-2021 年主要反映污水处理返还和保障房财政拨款，维持净流入状态，收支相抵后净额分别为 0.16 亿元和 4.22 亿元，而 2022 年以来主要体现政府补助、资金往来、押金保证金收付，2022 年和 2023 年前三季度收支相抵后转为净流出 1.73 亿元和 1.28 亿元。综上，2020-2022 年及 2023 年前三季度公司经营活动产生的现金净流量分别为 9.60 亿元、5.07 亿元、-0.79 亿元和 1.06 亿元。

该公司投资活动产生的现金流主要核算对外投资及项目投资支出，近年来投资力度持续较大，现金流保持大额净流出，2020-2022 年及 2023 年前三季度投资性净流量分别为-28.35 亿元、-29.21 亿元、-32.06 亿元和-4.87 亿元；其中 2020 年及 2021 年主要因对新建水厂、供水及污水处理设施提标改造、水务基建项目投资力度较大，2022 年净流出主要系股权及基金投资支出规模较大，且子公司划出导致货币资金大幅减少所致。

因经营环节现金净流量尚不能完全弥补投资环节现金需求缺口，该公司存在一定的融资需求。2020-2022 年及 2023 年前三季度筹资活动产生的现金流量净额分别为 21.34 亿元、21.66 亿元、9.86 亿元和 5.71 亿元，由于不再承担水务基建等项目建设责任，2022 年以来未继续获取相应的政府代建工程专项资金拨付、财政补贴款，筹资性现金净流量大幅减少，主要形成于银行借款融入现金。

随着后续战略投资项目推进以及股权、基金投资继续投入，而短期内投资变现有限，该公司投资环节资金需求量将进一步增长，而当前主要经营业务燃气板块和短期主要增量的供应链板块经营获现难以弥补增量现金缺口，预计对外部融资依赖度将有所提升。

图表 33. 公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据福州国资集团所提供的数据整理、绘制

（2）盈利

2020-2022 年及 2023 年前三季度，该公司分别实现营业毛利 16.80 亿元、30.33 亿元、7.49 亿元和 5.91 亿元，随着 2021 年置入的房地产开发、建造工程以及原有的水务公用事业又于 2022 年剥离，以及 2022 年燃气板块盈利空间缩小及作为收入新增增长点的供应链业务利润微薄，毛利规模大幅下降。目前，燃气供应、接驳费和保安服务

业务对营业毛利的贡献度较大，2022 年上述业务毛利占比分别为 37.22%、34.14%和 7.99%，2023 年前三季度燃气供应、接驳费和保安服务业务毛利占比分别为 51.84%、16.69%和 11.78%。近三年一期公司综合毛利率分别为 31.48%、24.76%、14.66%和 11.15%，逐年下滑。

图表 34. 公司毛利率情况（单位：%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年前三季度
燃气供应	22.55	17.25	7.52	12.11
接驳费	59.80	56.03	53.92	49.04
保安服务	—	—	17.82	23.37
供应链	—	—	0.82	0.72
水务服务	39.20	37.01	—	—
农贸经销	52.09	54.95	—	—
建造工程	—	4.89	—	—
房地产销售	—	42.19	—	—
其他	24.11	20.46	31.43	—
合计	31.48	24.76	14.66	11.15

注：根据福州国资集团所提供的数据计算、绘制

随着主要经营业务划出，该公司期间费用规模下降较多，2020-2022 年期间费用分别为 11.86 亿元、16.25 亿元和 6.04 亿元，期间费用率分别为 22.21%、13.27%和 11.81%，费用负担有所减轻。公司期间费用以管理费用和销售费用为主，销售费用主要为燃气上门抄表产生的支出，2022 年为 3.35 亿元；管理费用主要系员工薪酬、固定资产折旧及日常运营开支，2022 年为 2.56 亿元；财务费用由于债务迅速减少而规模较小，2022 年仅 0.13 亿元。

该公司盈利主要来源于营业毛利，历史年份对外投资基本亏损，但随着市属国企股权注入，2022 年权益法下长期股权投资收益形成一定规模，公允价值变动收益、投资净收益可对公司盈利形成补充。投资收益 2020-2022 年分别为-0.87 亿元、-0.16 亿元和 2.56 亿元，其中 2020-2021 年亏损主要系参股企业福州航空经营亏损所致，2022 年主要为新划入的国有资产投资管理收益，包括福州城建 1.35 亿元、新区开发集团 0.47 亿元和福州地铁 0.45 亿元；公允价值变动损益主要反映对外股权和基金投资所获得的收益，2022 年为 0.48 亿元。此外，公司持续获取政府补贴，2020-2022 年分别为 6538.81 万元、5558.56 万元和 693.53 万元。信用减值损失则反映坏账损失和其他债权投资减值损失，2020-2022 年分别为 627.69 万元、7095.46 万元和 312.58 万元。2023 年前三季度，公司分别实现投资收益 3.80 亿元和公允价值变动损益 0.53 亿元。

由于在管国有资产总额较大，资产获利能力偏弱，该公司 2020-2022 年净利润分别为 2.23 亿元、7.76 亿元和 3.65 亿元，净资产收益率分别为 1.53%、3.35%和 0.93%。

（3）偿债能力

2020-2022 年，该公司 EBITDA 分别为 10.77 亿元、21.90 亿元和 6.45 亿元，主要系利润总额和固定资产折旧。公司重组后债务负担明显变轻，EBITDA 对利息支出的保障程度较好，但对短期刚性债务的保障程度仍较低。同时，由于非筹资性现金净流量持续为负，经营性现金净流量转为小幅净流出状态，无法对流动负债及短期刚性债务形成有效保障。

图表 35. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年/末	2021 年/末	2022 年/末	2023 年前三季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	5.98	6.60	19.57	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.20	0.28	0.11	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	16.53	4.20	-0.80	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	17.86	6.38	-1.33	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-32.29	-20.02	-33.28	—

指标名称	2020 年/末	2021 年/末	2022 年/末	2023 年 前三季度/末
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-34.89	-30.42	-55.13	—
流动比率 (%)	96.21	99.08	114.00	103.69
现金比率 (%)	44.03	18.55	57.47	45.14
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	124.38	84.56	1052.86	109.12

注：根据福州国资集团所提供的数据计算、绘制

该公司债务期限结构较均衡，流动资产对流动负债的覆盖程度较稳定；由于投资业务尚在启动阶段，流动资产中账面现金占比较高，公司重组后长期债务尚未进入还本阶段，账面存量货币资金对短期刚性债务的覆盖程度很高，2023 年以来短期债务规模随天然气采购及供应链业务拓展有所增加，仍能被完全覆盖。2023 年 9 月末，公司现金比率和短期刚性债务覆盖率分别为 45.14%和 109.12%。

该公司与金融机构合作良好，截至 2023 年 9 月末，公司已获得银行授信额度 34.11 亿元，尚未使用的授信额度为 8.76 亿元。

图表 36. 公司银行授信情况（单位：亿元）

授信银行类别	授信额度	已使用额度	未使用额度
全部	34.11	25.35	8.76
其中：国家政策性银行	14.67	13.87	0.80
五大商业银行	5.44	5.42	0.02

资料来源：福州国资集团（截至 2023 年 9 月末）

调整因素

1. ESG 因素

2022 年以来，该公司根据管理需要梳理了组织架构，并结合自身情况，建立了一套较为全面的财务、业务及投资管控体系。目前公司本部设置了党群部、党委宣传部、纪检监察室、办公室、财务部、审计部、人力资源部、战略投资部、运营管理部、资产管理部、安全部、资本运作部、风险合规部（法律事务部）和信息中心等多个职能部门。公司董事会由 5 名董事组成，其中 4 名由股东委派，1 名由职工代表大会选举产生，董事会设董事长 1 名。2023 年 3 月，公司根据福州市国资委下发通知，聘任刘春华、王先礼、李学准、李新儿为公司专职外部董事，聘任李师源为公司兼职外部董事，公司章程相关内容尚待修订；2023 年 5 月，公司根据福州市人民政府通知，聘任林玮为公司副董事长；2023 年 9 月，公司根据福州市国资委下发通知，免去李新儿专职外部董事职务；2024 年 1 月，公司根据福州市国资委下发通知，免去谢建明董事长职务。目前公司董事会缺董事长 1 名，董事 1 名（股东方），尚待补足；针对上述情况，暂由公司董事、总经理秦凡同志代为履行相关职责，同时公司将尽快完成董事长聘任和章程修订工作，完善公司治理结构。

该公司“三重一大”事项（重大决策、重要人事任免、重大项目安排及大额资金运作）通常由职能部门调查研究，经决策咨询评估、沟通协商、提前告知，按照党委会、董事会、总经理办公会、职工代表大会等议事规则，对职责权限内的“三重一大”事项作出集体决策。重大经营管理事项，必须经党委前置研究讨论后，再由董事会按照职权和规定程序作出决定。

该公司设立资金运营中心，挂靠财务部，承担集团资金综合管理职能，借助资金管理系统平台，统筹、协调、监督集团以及权属企业资金活动。资金中心宗旨：盘活存量资金，加速资金周转，降低资金成本，减少资金沉淀，发挥资金规模效益，优化集团公司融资结构，为集团财务管理和经营发展服务。

环境方面，燃气供应为该公司主要经营板块，在其生产经营过程中，面临因各种自然灾害或者人为因素导致的燃气泄漏、起火、爆炸等安全事故及其对生态环境产生损害的问题。华润燃气制定了《安全管理制度汇编》，涉及危险源管控、隐患排查与治理、危险作业、消防安全等方面。

2. 表外因素

截至 2023 年 9 月末，该公司未结清对外担保余额为 3.00 亿元，系对左海集团提供担保 3.00 亿元²⁰，存在一定或有损失风险。

图表 37. 公司对外担保情况（单位：亿元）

担保单位	担保余额	担保到期日	是否反担保
福州左海控股集团有限公司	3.00	2024.9.22	是

资料来源：福州国资集团（截至 2023 年 9 月末）

未决诉讼方面，截至 2024 年 4 月 12 日，该公司本部及子公司主要由于合同、股东出资等民事纠纷而涉及诉讼，涉案金额（单笔 1000 万元以上）合计约 5.80 亿元，基本为原告或第三人。

图表 38. 公司重大诉讼或仲裁情况（单位：万元）

涉及企业	主体资格	案由	进展情况	涉案金额
华榕（集团）有限公司	被告	借款合同纠纷	执行，被查封不动产	1920.70 ²¹
福州国有资产投资控股有限公司	被告	合同纠纷	已结案	3060.56
福州国有资产投资控股有限公司	原告	租赁纠纷	执行中	1435.70
福州国有资产投资控股有限公司	第三人	合同纠纷	二审中	4000.00
福州国有资产投资控股有限公司	第三人	股东出资纠纷	二审中	1280.00
福州国有资产投资控股有限公司	原告	合同纠纷、损害公司利益责任纠纷	一审中，管辖权异议 二审中 ²²	46272.47

资料来源：福州国资集团（截至 2024 年 4 月 12 日）

3. 业务持续性

该公司为福州市国资委直属企业，作为“两类公司”试点建设单位，推动产业调整和优化国有资本布局。近年来公司业务构成随子公司划入划出有所调整，目前主要业务包括燃气板块、股权及基金等对外投资等业务，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

该公司制定了《关联交易管理制度》，以规范公司的关联交易行为。按照平等、自愿、等价、有偿的原则签订相关的关联交易协议，保证关联交易价格不偏离市场独立第三方的价格或者收费的标准，确保公司关联交易遵循公平、公开、公正的商业原则。目前公司关联交易主要体现为业务往来、担保和资金往来。2022 年公司销售商品、其他资产、提供劳务发生的交易额 927.74 万元，购买商品、接受劳务发生的交易额 15.65 亿元，主要系天然气采购款及燃气工程建设施工费；关联担保方面，2022 年末公司对福州水务的关联担保余额为 7500 万元，主要系划出福州水务后产生，对左海集团的关联担保余额为 3.00 亿元；关联资金往来方面，截至 2022 年末，公司被关联方占用资金 6885.95 万元，占用关联方资金 1975.96 万元。

根据该公司提供的公司本部及主要子公司福州国控、盈瑞投资（查询日均为 2024 年 4 月 3 日）、产业基金、榕投基金（查询日均为 2024 年 1 月 25 日）、华润燃气（查询日均为 2024 年 4 月 3 日）的《企业信用报告》，报告期内上述主体不存在违约欠息情况。

²⁰ “21 榕投 01” 发行时担保方式为无担保。2022 年 3 月左海集团对“21 榕投 01” 的付息兑付提供全额、无条件的、不可撤销的连带责任担保保证，同时福州国资集团为左海集团提供 3.00 亿元反担保。

²¹ 双方针对该案件所适用的法律条款有争议，执行金额尚处于协商阶段。

²² 2021 年 2 月 10 日，海南省高级人民法院裁定受理债权人对海航控股及包括福州航空在内的十家子公司的重整申请，并于 2021 年 10 月 31 日裁定通过《海南航空控股股份有限公司及其十家子公司重整计划》（以下简称“《重整计划》”）。根据《重整计划》，救助贷款债权本金及利息部分参照有财产担保债权的清偿方式清偿，留债主体为十一家公司，具体由海航控股根据实际财务状况指定。为执行《重整计划》关于救助贷款债权的上述留债安排，福州航空与债权人海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）、国家开发银行海南省分行（以下简称“国开行海南分行”）签署了《留债协议》。因不认可救助贷款的具体留债分摊方案，持有福州航空 20% 股权的股东福州国资集团向海通证券、国开行海南分行提起诉讼，目前案件在一审中。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果（查询日 2024 年 4 月 4 日），该公司本部及主要子公司福州国控、华润燃气、盈瑞投资、产业基金和榕投资基金均不存在严重不良行为记录。

外部支持

该公司系福州市重要的国有资产投资、运营主体，燃气业务具有区域专营性；同时公司对接福州市产业规划，培育孵化战略性新兴产业，在推进福州市地方经济及产业发展中发挥重要作用。

该公司是福州市国资委直属企业，作为福州市唯一一家“两类公司”试点建设企业，已获得多家市属企业股权划入，在福州市加快产业发展的背景下，政府支持力度大。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本期债券在利率调整和债券赎回等方面设置有特殊条款，具体如下：

票面利率调整选择权：1、该公司有权在本期债券存续期的第 3 年末调整后续计息期间的票面利率。2、公司决定行使票面利率调整选择权的，自票面利率调整生效日起，本期债券的票面利率按照以下方式确定：调整后的票面利率以公司发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限。3、公司承诺不晚于票面利率调整实施日前的 1 个交易日披露关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度（如有）的公告。本期债券投资者享有回售选择权，公司承诺前款约定的公告将于本期债券回售登记期起始日前披露，以确保投资者在行使回售选择权前充分知悉票面利率是否调整及相关事项。4、公司决定不行使票面利率调整选择权的，则本期债券的票面利率在发行人行使下次票面利率调整选择权前继续保持不变。

发行人赎回选择权：1、该公司有权在本期债券存续期间的第 3 年末赎回本期债券全部未偿份额。2、公司决定行使赎回选择权的，承诺履行如下义务：（1）积极筹备赎回资金，确保按照债券募集说明书和相关文件的约定，按时偿付本期债券的未偿本息。（2）公司承诺不晚于赎回资金发放日前 20 个交易日披露关于是否行使赎回选择权的公告，明确赎回债券基本情况、赎回实施办法、资金兑付日期及利息计算方法等安排。（3）公司承诺按照交易所、登记结算机构的规定和相关约定及时启动债券赎回流程，在各流程节点及时提交相关申请，及时划付款项，确保债券赎回的顺利实施。3、公司行使赎回选择权并按约定完成赎回资金划付的，发行人与本期债券的持有人之间的债权债务关系终止，本期债券予以注销并摘牌。

2. 增信措施及效果

本期债券无担保增信措施。

截至 2023 年 9 月末，该公司刚性债务为 28.05 亿元，其中含有担保或抵押措施的债务占比为 11.09%，同时短期债务比重较高。本次债券形成的债务清偿顺序等同于公司的普通债务，期限为 5 年，附存续期第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。公司目前经营情况和财务状况良好，在本期债券存续期内，宏观经济环境、资本市场状况、国家相关政策等外部因素以及公司本身的经营活动存在着一定的不确定性，将会影响到公司的运营状况、盈利能力和现金流量，可能导致公司难以如期从预期的还款来源获得足够的资金按期支付本期债券本息，从而使投资者面临一定的偿付风险。

3. 其他偿付保障措施

该公司在重大重组完成后，权益资本显著增强，财务杠杆水平迅速下降，后续融资空间较大。2023 年 9 月末，公司所有者权益由 2021 年末的 264.86 亿元增长至 579.32 亿元；负债规模快速下降，杠杆水平降至很低水平，资产负债率由 2021 年末的 52.92% 大幅回落至 2023 年 9 月末的 7.65%。此外，公司与金融机构合作良好，截至 2023 年 9 月末，公司已获得银行授信额度 34.11 亿元，尚未使用的授信额度为 8.76 亿元。

评级结论

综上，本评级机构评定福州国资集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本次债券信用等级为 AAA。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次债券存续期（本次债券发行日至到期日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 3 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 7 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

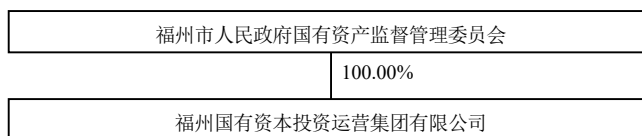
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在跟踪评级报告出具后，本评级机构将按照要求及时把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至监管部门指定的网站公告，且在监管部门指定网站的披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告、终止评级等评级行动。

附录一：

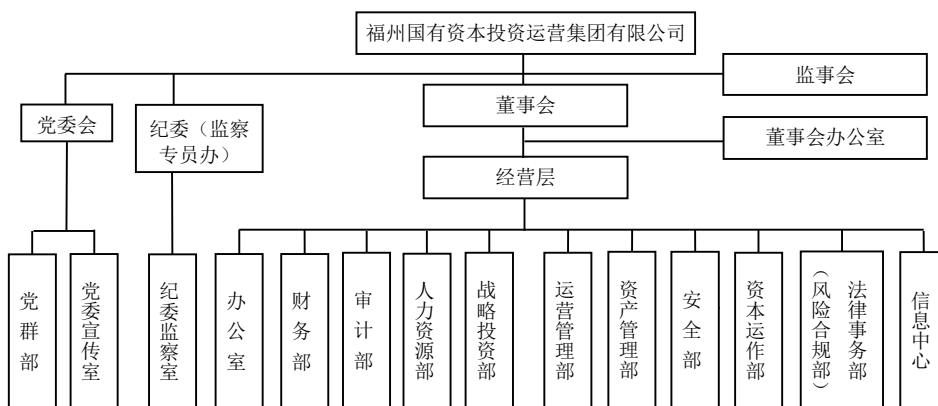
公司与实际控制人关系图



注：根据福州国资集团提供的资料整理绘制（截至 2023 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据福州国资集团提供的资料整理绘制（截至 2023 年 9 月末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司持股比例 (%)	主营业务	2022 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	
福州国有资本投资运营集团有限公司	福州国资集团	—	国有资产投资管理、燃气供应业务等	518.99	502.77	0.07	2.10	-0.14	母公司口径
福州国有资产投资控股有限公司	福州国控	100.00	投融资及燃气供应业务	36.96	21.00	45.19	0.98	-0.96	合并口径
福州华润燃气有限公司	华润燃气	50.00	燃气输送及销售	32.21	16.44	44.01	1.07	0.14	福州国控子公司，合并口径
福州市盈瑞投资有限公司	盈瑞投资	90.00	投融资、保安服务、泊车服务及批发零售	11.37	6.77	5.66	0.17	0.39	合并口径
福州市国有企业产业发展基金有限公司	产业基金	55.00	股权及基金投资管理	6.60	6.46	--	0.40	-0.007	合并口径
福州榕投私募基金管理有限公司	榕投基金	70.00	基金投资管理	0.10	0.10	--	-0.003	-0.004	合并口径

注：根据福州国资集团提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2022 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
福州左海控股集团有限公司	876.20	479.40	45.29	94.66	0.36	-68.03
合肥市产业投资控股（集团）有限公司	794.05	353.59	55.47	81.37	7.46	-9.72
福州国有资本投资运营集团有限公司	555.30	519.08	6.52	51.12	3.65	-0.79

注：根据 Wind 资料整理

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 前三季度
资产总额[亿元]	326.39	562.53	555.30	627.30
货币资金[亿元]	27.27	33.11	10.42	13.33
刚性债务[亿元]	55.97	102.78	16.41	28.05
所有者权益[亿元]	198.46	264.86	519.08	579.32
营业收入[亿元]	53.38	122.48	51.12	52.99
净利润[亿元]	2.23	7.76	3.65	5.10
EBITDA[亿元]	10.77	21.90	6.45	—
经营性现金净流入量[亿元]	9.60	5.07	-0.79	1.06
投资性现金净流入量[亿元]	-28.35	-29.21	-32.06	-4.87
资产负债率[%]	39.20	52.92	6.52	7.65
长短期债务比[%]	105.91	66.29	96.23	60.64
权益资本与刚性债务比率[%]	354.57	257.71	3164.04	2065.04
流动比率[%]	96.21	99.08	114.00	103.69
速动比率[%]	74.65	51.38	80.67	67.40
现金比率[%]	44.03	18.55	57.47	45.14
短期刚性债务现金覆盖率[%]	124.38	84.56	1,052.86	109.12
利息保障倍数[倍]	2.56	4.03	14.61	—
有形净值债务率[%]	70.39	121.93	7.01	8.32
担保比率[%]	—	0.56	0.58	0.52
毛利率[%]	31.48	24.76	14.66	11.15
营业利润率[%]	6.50	8.88	8.58	10.58
总资产报酬率[%]	1.48	3.01	0.86	—
净资产收益率[%]	1.53	3.35	0.93	—
净资产收益率*[%]	0.50	2.86	0.72	—
营业收入现金率[%]	107.73	91.85	106.74	106.90
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.53	4.20	-0.80	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	17.86	6.38	-1.33	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-32.29	-20.02	-33.28	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-34.89	-30.42	-55.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.98	6.60	19.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.28	0.11	—

注：表中数据依据福州国资集团经审计的2020~2022年度及未经审计的2023年前三季度财务数据整理、计算；2021年公司对上年度审计报告差错更正，本评级报告采用更正后的2020年数据。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	$(\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末短期刚性债务余额} \times 100\%$
利息保障倍数(倍)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出})$
有形净值债务率(%)	$\text{期末负债合计} / (\text{期末所有者权益合计} - \text{期末无形资产余额} - \text{期末商誉余额} - \text{期末长期待摊费用余额} - \text{期末待摊费用余额}) \times 100\%$
担保比率(%)	$\text{期末未清担保余额} / \text{期末所有者权益合计} \times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	$\text{报告期营业利润} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率(%)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / [(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率(%)	$\text{报告期净利润} / [(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$
营业收入现金率(%)	$\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	$\text{报告期 EBITDA} / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$
EBITDA/刚性债务[倍]	$\text{EBITDA} / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2018年3月1日	AA+/稳定	谢宝宇、邵羽佳	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果变化	2023年6月27日	AAA/稳定	周晓庆、李艳晶	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM- GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年4月15日	AAA/稳定	周晓庆、李艳晶	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM- GG001（2022.12）	-
债项评级	本次评级	2024年4月15日	AAA	周晓庆、李艳晶	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM- GG001（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。