

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】521号

德兴市投资控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”信用等级均为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二一年六月二十五日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与德兴市投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年6月25日



德兴市投资控股集团有限公司 主体及相关债项 2021 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2021/6/25	AA/稳定	卢宝泽	纪 炜

债项信用			评级模型										
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型										
20 德兴债	AAA	AAA	一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分			
/20 德兴债				区域层级	20.00%	11.20	企业 经营 与 财务 实力	资产总额	36.00%	28.80			
21 德兴债	AAA	AAA	地区 综合 实力	GDP 总量	32.00%	16.64		净资产总额	36.00%	28.80			
/21 德兴债				GDP 增速	4.00%	2.40		资产负债率	9.00%	9.00			
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。													
主体概况				人均 GDP	4.00%	2.16		全部债务资本化比率	9.00%	9.00			
德兴市投资控股集团有限公司是上饶市下辖的德兴市最重要的基础设施建设主体，主要负责德兴市范围内的基础设施及保障房建设、土地转让和房屋租赁等业务。德兴市国有资产监督管理委员会办公室为公司控股股东和实际控制人。				一般公共预算收入	32.00%	21.12		补助收入/利润总额	5.00%	2.00			
				一般公共预算收入增速	4.00%	0.24		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	3.00			
				2.二维矩阵映射								3.评级调整因素	
				基础模型参考等级 AA									
			评级调整因素 无										
4.主体信用等级 AA													
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。													

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，上饶市经济保持增长，其下辖的德兴市经济实力依然较强；公司主营业务仍具有很强的区域专营性，继续得到股东和相关各方的大力支持；上饶投控对“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供的担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司仍面临较大的资本支出压力，资产流动性仍较弱，全部债务大幅增长，资金来源对筹资活动依赖仍较大。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”的信用等级均为 AAA。

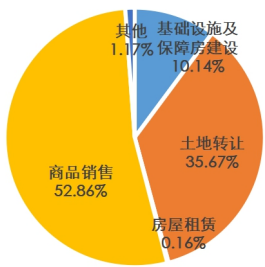
同业对比

项目	德兴市投资控股集团有限公司	邵阳都梁投资发展有限公司	郎溪县国有资产运营投资有限公司	四川纳兴实业集团有限公司	丰都县国有资产经营投资集团有限公司
地区	上饶市德兴市	邵阳市武冈市	宣城市郎溪县	泸州市纳溪区	重庆市丰都县
GDP (亿元)	165.96	172.19	183.60	197.28	335.42
GDP 增速 (%)	3.5	4.1	3.2	3.2	3.0
一般公共预算收入 (亿元)	27.72	7.58	22.80	11.54	22.98
一般公共预算支出 (亿元)	59.01	57.02	35.30	29.70	70.39
资产总额 (亿元)	300.52	155.13	140.86	187.52	313.28
所有者权益 (亿元)	171.64	118.30	67.07	73.83	115.81
营业收入 (亿元)	29.74	11.39	9.35	26.09	8.29
利润总额 (亿元)	3.26	1.15	1.36	2.12	1.15
资产负债率 (%)	42.89	23.74	52.38	60.63	63.03
全部债务资本化比率 (%)	40.71	13.36	43.25	47.01	53.11

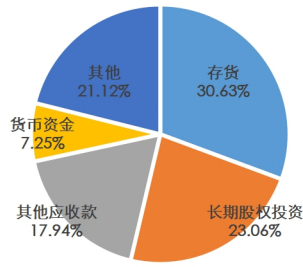
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2020 年
数据来源：各企业公开披露的 2020 年财务数据及公开资料，东方金诚整理

主要指标及依据

2020年公司营业收入构成



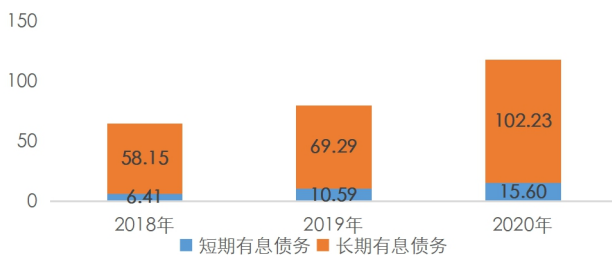
2020年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2018年	2019年	2020年
资产总额	166.62	264.60	300.52
所有者权益	91.20	167.26	171.64
营业收入	12.67	15.24	29.74
利润总额	2.92	3.75	3.26
全部债务	64.57	79.88	117.83
资产负债率	45.26	36.79	42.89
全部债务资本化比率	41.45	32.32	40.71

公司全部债务构成情况 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2018年	2019年	2020年
地区	上饶市德兴市		
GDP 总量	157.07	154.66	165.96
GDP 增速	8.6	7.5	3.5
人均 GDP (元)	51845	55542	-
一般公共预算收入	29.17	29.12	27.72
一般公共预算收入增速	-1.03	-0.16	-4.80
上级补助收入	13.72	-	-

优势

- 跟踪期内, 上饶市经济保持增长, 其下辖的德兴市工业经济总量有所扩张, 经济实力依然较强;
- 公司继续负责德兴市范围内的基础设施和保障房建设等业务, 仍具有很强的区域专营性, 在资产划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持;
- 上饶投控的综合财务实力极强, 为“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 跟踪期内, 公司在建和拟建项目投资规模较大, 仍面临较大的资本支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比依然较高, 资产流动性仍较弱;
- 公司全部债务规模大幅增长, 债务率水平有所提高, 预计随着项目建设的不断推进, 公司债务及债务率水平或将进一步增长;
- 公司经营活动净现金流保持净流出, 资金来源对筹资活动依赖仍较大。

评级展望

预计上饶市及德兴市经济将保持增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营性, 得到股东及相关各方的持续大力支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AAA (21 德兴债/21 德兴债)	2020/12/15	赵振东 张青源	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA/稳定	AAA (20 德兴债/20 德兴债)	2020/6/30	周丽君 张青源 黄一戈	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 德兴债/20 德兴债	2020/6/30	5.00	2020/11/9~2027/11/9	连带责任 保证担保	上饶投资控股集团有限公司/AAA/稳定
21 德兴债/21 德兴债	2020/12/15	4.40	2021/1/19~2028/1/19	连带责任 保证担保	上饶投资控股集团有限公司/AAA/稳定

注：“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”均设置本金分期偿还条款

跟踪评级说明

根据相关监管要求及 2020 年德兴市投资控股集团有限公司公司债券（以下简称“20 德兴债/20 德兴债”）和 2021 年德兴市投资控股集团有限公司公司债券（以下简称“21 德兴债/21 德兴债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于德兴市投资控股集团有限公司（以下简称“德兴投控”或“公司”）提供的相关经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

公司原名为德兴市城市建设经营总公司，系经德兴市人民政府（以下简称“德兴市政府”）批准，由德兴市财政局于 2003 年 3 月 21 日出资成立的国有控股企业，初始注册资本为人民币 0.10 亿元。2013 年 12 月 30 日，德兴市人民政府办公室下发德府办抄字【2013】号文件，确定德兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“德兴市国资办”）对公司履行出资人职责。历经数次增资，截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 10.00 亿元，德兴市国资办持有公司 96.00% 的股权，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持有公司 4.00% 的股权，德兴市国资办为公司控股股东和实际控制人。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司是德兴市最重要的基础设施建设主体，继续负责德兴市范围内的基础设施及保障房建设、土地转让和房屋租赁等业务，此外，公司新增商品销售业务。

截至 2020 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司为 21 家，较 2019 年末增加 10 家，9 家公司投资设立的返乡创业、金鑫融资、兴德材料、金鑫金融、兴德矿业、兴德资管、农业投资、工投投资和铜都文旅，1 家为无偿划拨取得的铜都担保。

图表 1 截至 2020 年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
德兴市返乡创业产业园管理有限公司	返乡创业	13990.26	100.00	投资设立
德兴金鑫融资租赁有限公司	金鑫融资	10000.00	100.00	投资设立
德兴市兴德新型墙体材料有限责任公司	兴德材料	3000.00	51.00	投资设立
德兴金鑫金融服务有限公司	金鑫金融	60000.00	100.00	投资设立
德兴市兴德矿业有限公司	兴德矿业	2000.00	100.00	投资设立
德兴市兴德资产运营管理有限公司	兴德资管	500.00	54.31	投资设立
德兴市农业发展投资集团有限公司	农业投资	10000.00	100.00	投资设立
德兴市工投投资发展有限公司	工投投资	10000.00	100.00	投资设立
德兴市铜都文化旅游产业发展集团有限公司	铜都文旅	10000.00	100.00	投资设立
德兴市铜都融资担保有限公司	铜都担保	5000.00	100.00	无偿划拨
德兴市黄金有限公司	德兴黄金	10000.00	100.00	投资设立
德兴市交通投资有限公司	德兴交投	10000.00	100.00	投资设立
德兴市城市建设投资有限公司	德兴城建	10000.00	100.00	无偿划拨
德兴市兴德置业有限公司	兴德置业	5000.00	100.00	投资设立
德兴市德能产业园发展有限公司	德能产业园	5000.00	100.00	股权收购
德兴市国有资产经营有限责任公司	德兴国资	2000.00	100.00	无偿划拨

江西铜都投资有限公司	铜都投资	100000.00	79.65	无偿划拨
江西省德贤珠宝产业园开发有限公司	德贤珠宝	10000.00	83.00	投资设立
江西万舟再生资源有限公司	万舟资源	10000.00	51.00	投资设立
德兴市兴德石材制砂有限公司	兴德石材	2500.00	51.00	投资设立
德兴市城市发展投资有限责任公司	德兴城投	101000.00	0.9901	投资设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

公司发行的“20 德兴债/20 德兴债”为 5.00 亿元 7 年期固定利率债券，票面利率为 5.70%，起息日为 2020 年 11 月 9 日，到期日为 2027 年 11 月 9 日。公司发行的“21 德兴债/21 德兴债”为 4.40 亿元 7 年期固定利率债券，票面利率为 5.75%，起息日为 2021 年 1 月 19 日，到期日为 2028 年 1 月 19 日。“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”均设置本金分期偿还条款，在债券存续期的第 3~7 年末均按照发行总额 20%的比例偿还债券本金。两期债券均采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，后五期利息随本金一起支付。两期债券均由上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上饶投控”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至本报告出具日，“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”均尚未到本息兑付日。

截至 2021 年 3 月末，“20 德兴债/20 德兴债”募集资金扣除发行费用后已使用 2.96 亿元，全部用于德兴中医药产业园实验基地项目（以下简称“募投项目”），剩余 2.01 亿元尚未使用。

截至 2021 年 3 月末，“21 德兴债/21 德兴债”募集资金已全部使用完毕，其中 3.28 亿元用于募投项目，1.12 亿元用于补充公司营运资金。

截至 2021 年 5 月末，募投项目计划总投资为 14.73 亿元，已累计投资 7.33 亿元。

宏观经济和政策环境

在低基数和经济修复作用下，2021 年一季度 GDP 增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势

一季度 GDP 同比增速达到 18.3%，两年复合增速为 5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前 6.0%的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中 3 月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度 GDP 增速将回落至 8.0%左右，两年复合增长率则升至 5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3 月 PPI 同比达到 4.4%，CPI 同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆

率目标明确，M2 和社融增速在 3 月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调 1 到 2 个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021 年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

行业及区域经济环境

行业分析

随着宏观政策进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境将边际收紧

受新冠疫情影响，2020 年宏观经济面临较大冲击，政策逆周期调节力度进一步加大，城投债发行和净融资规模均创出历史新高。2021 年，随着国内经济运行进入“后疫情”时期，宏观政策将进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境亦边际收紧。从政府层面，2021 年 3 月财政部发布的预算报告以及 4 月国务院出台的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》都再次强调，要坚持防范化解地方政府隐性债务风险不动摇，坚决遏制隐性债务增量。从城投债的监管和发行层面，4 月 22 日上交所和深交所同步发布了公司债券审核重点关注事项的相关指引，并对公司债券募集资金用途的管控趋严。但东方金诚亦关注到，政策调整也强调“稳字当头、不急转弯”的总基调，以避免出现政策悬崖。

城投公司信用风险进一步分化，非标违约或仍将常态化

2021 年，在政策“不急转弯”的总基调下以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在城投再融资环境边际收紧而债务到期兑付压力不减的背景下，投资者对于违约风险上升的担忧将使得其风险偏好承压，这在抑制需求总量的同时，也将加剧城投债市场分化。预计城投行业非标违约仍将常态化，私募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

地区经济

1. 上饶市

跟踪期内，上饶市经济保持增长，以有色金属、新能源、机电光学和新型建材等为主导的工业经济发展较快，经济实力依然很强

2020 年，上饶市地区生产总值达 2624.3 亿元，同比增长 4.1%，受疫情的影响经济增速较上年有所回落，但仍高于全省平均水平 0.3 个百分点；三次产业结构由 2019 年的 10.9: 38.9: 50.3 调整为 11.3: 38.2: 50.5，第二、三产业仍是上饶市经济发展的主要推动力。

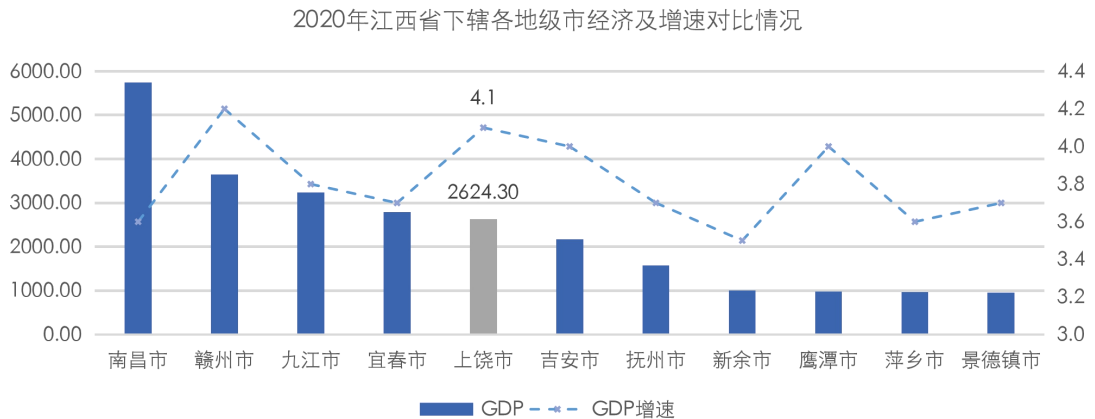
2020 年，上饶市固定资产投资增速为 9.3%。同年，上饶市重点项目进展较好，亿元以上在建项目达 767 个，完成投资同比增长 22.2%，占全部投资的 67%，拉动投资增长 13.3 个百分点。2020 年，上饶市社会消费品零售总额为 1229.4 亿元，同比增长 3.5%。

跟踪期内，上饶市以有色金属、新能源、机电光学和新型建材等为主导的工业经济发展较快。2020 年，上述四大主导产业规模以上工业增加值同比增长 8.3%。其中，有色金属产业同比增长 14.3%，新能源产业同比增长 2.9%，机电光学产业同比增长 6.6%，新型建材同比增长

3.9%。2020年，上饶市以旅游业为主导的第三产业保持增长，实现增加值1326.1亿元。同期，上饶市实现旅游综合收入2194.5亿元，同比增长1.6%。

2021年1~3月，上饶市实现地区生产总值670亿元，同比增长18.6%。其中，第二产业增加值为253.75亿元，同比增长22.1%；第三产业增加值为365.92亿元，同比增长17.9%。

图表2 上饶市主要经济指标及对比情况¹ (单位: 亿元、%)



项目	2018年		2019年		2020年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	2310.6	9.0	2506.4	7.6	2624.3	4.1
规模以上工业增加值	-	9.4	-	8.6	-	5.0
第三产业增加值	1155.3	-	1260.7	-	1326.1	4.4
全社会固定资产投资	-	11.1	-	9.4	-	9.3
社会消费品零售总额	1075.2	2.7	1188.4	10.5	1229.4	3.5
三次产业结构	11.0: 39.0: 50.0		10.9: 38.8: 50.3		11.3: 38.2: 50.5	

资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

2. 德兴市

跟踪期内，德兴市经济保持增长，工业经济总量有所扩张，支柱产业对工业经济仍具有较强的支撑作用，经济实力依然较强

2020年，德兴市经济保持增长，经济实力依然较强。2020年，德兴市三次产业结构为12.5:35.0:52.5，第二、三产业仍是经济发展的主要推动力。

2020年，德兴市固定资产投资同比增长9.1%，固定资产投资项目165个，同比增长17.9%。同期，德兴市投资建设S306仙莲线、S407海李线（三清快道二期）、“银十线”公路改建、危桥改造等项目，建成竣工汽车城、独立工矿区德兴铜矿一小搬迁二小扩建、铜都中学改扩建项目一期等项目。

¹ 根据第四次全国经济普查结果，2020年上饶市国民经济和社会发展统计公报对上饶市2018年~2019年的地区生产总值、三次产业及相关行业增加值等相关指标的历史数据进行了修订。本报告所引用的2018年~2019年上饶市地区经济相关指标均为修订后数据。

图表 3 德兴市主要经济指标情况 (单位: 亿元、%)

主要指标	2018年		2019年		2020年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	157.07	8.6	154.66	7.5	165.96	3.5
人均地区生产总值(元)	51845	8.5	55542	7.1	-	-
第三产业增加值	76.59	10.7	78.26	7.7	87.17	3.2
全社会固定资产投资	-	10.1	-	9.4	-	9.1
社会消费品零售总额	57.13	12.3	63.15	10.6	68.46	3.7
三次产业结构	11.5: 39.5: 49.0		12.5: 36.9: 50.6		12.5: 35.0: 52.5	

资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

2020年, 德兴市工业经济总量有所扩张, 支柱产业对工业经济仍具有较强的支撑作用。同期, 德兴市第二产业增加值 58.07 亿元, 同比增长 4.3%; 规模以上工业主营业务收入达 279.2 亿元, 同比增长 17.5%, 其中有色金属、先进机械制造、大健康三大主导产业规模以上工业主营业务收入 225.8 亿元、利润 10.8 亿元, 分别占市全规模以上工业的 80.9% 和 76.3%。此外, 德兴市继续推进产业项目。2020年, 德兴市引进“5020”项目 5 个, 其中德立智造已建成投产, 德辰科技、科兴药业、东部石材、生猪冷链等项目加快推进。黄金产业方面, 德贤黄金珠宝产业园、王美金表、年产 100 吨黄金精炼、贵金属电镀生产线等项目加快建设; 石材产业方面, 中国东部(德兴)石材循环经济产业园开工建设; 钙粉产业方面, 德兴市规划了占地 600 亩的钙粉产业园。

2020年, 德兴市第三产业增加值为 87.17 亿元, 同比增长 3.2%。商贸服务业方面, 2020年, 德兴市拥有限上商贸企业 34 家, 在德兴广场、凤凰湖等地开展“地摊经济”、“夜经济”等系列活动, 拉动消费增长, 取得了良好效果。2020年, 德兴市社会消费品零售总额同比增长 3.7%, 高出上饶市 0.4 个百分点。电子商务产业方面, 2020年德兴市成功获评“2020年电子商务进农村综合示范县”。旅游业方面, 随着新冠疫情逐步控制, 旅游业稳步复苏。2020年, 德兴市举办了“德兴乡友看(话)家乡”、“大茅山欢乐嘉年华”等活动, 重点打造楼上楼、乌石、江村、青舍里等农文旅点, 香屯街道杨家湾村获评 2020 年中国美丽休闲乡村、楼上楼综合体获评第二批全国乡村旅游重点村、乌石村获评省 4A 级乡村旅游点、青舍里获评省旅游风情小镇。

财政状况

上饶市

跟踪期内, 上饶市一般公共预算收入略有下降, 继续获得上级财政的大力支持, 财政实力很强

跟踪期内, 上饶市一般公共预算收入略有下降, 仍以税收收入为主。2020年, 上饶市一般公共预算收入为 227.0 亿元, 同比下降 2.3%, 其中税收收入占比为 66.77%。同期, 上饶市政府性基金收入同比大幅增长 69.2%, 主要为国有土地出让收入, 易受土地出让计划和房地产市场波动等因素影响, 未来存在一定的不确定性。同时, 上饶市继续获得上级财政给予的大力支持。

2020年，上饶市一般公共预算支出同比增长2.5%；政府性基金支出同比大幅增长131.6%；地方财政自给率²为30.27%，地方财政自给程度仍较低。

截至2020年末，上饶市政府债务余额为689.85亿元，其中一般债务余额为343.33亿元，专项债务余额为346.52亿元。

2021年1~3月，上饶市实现一般公共预算收入82.28亿元，同比增长8.6%；一般公共预算支出233.02亿元，同比增长2.6%。

图表4 上饶市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
一般公共预算收入	222.8	232.4	227.0
其中：税收收入	146.4	156.7	151.6
非税收入	76.4	75.7	75.4
政府性基金收入	392.6	295.6	439.3
上级补助收入（近似）	400.1	499.8	523.0
财政收入³	1015.5	1027.8	1189.3
一般公共预算支出	622.9	732.2	750.0
政府性基金支出	267.5	224.5	519.9

注：表中上级补助收入按一般公共预算支出与一般公共预算收入差额估算
资料来源：公开资料，东方金诚整理

德兴市

跟踪期内，德兴市一般公共预算收入有所下降，财政自给程度进一步下降

跟踪期内，德兴市一般公共预算收入有所下降，同比下降4.8%；政府性基金收入有所上升。东方金诚未从公开渠道获取2019和2020年德兴市上级补助收入，2018年德兴市上级补助收入为13.72亿元，获得较大规模的上级财政支持。

2020年，德兴市一般公共预算支出小幅增长；政府性基金支出大幅增长，主要系获得较大规模的专项债券和抗疫特别国债资金。同期，德兴市地方财政自给率进一步下降，自给程度仍较低。

截至2020年末，德兴市地方政府债务余额为36.84亿元，主要包括地方政府债券35.58亿元（其中一般债券20.71亿元，专项债券14.87亿元），2014年清理甄别存量债务0.19亿元（一般债务），2014年清理甄别或有债务1.07亿元。

² 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

³ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

图表 5 德兴市财政收支情况（单位：亿元、%）

科目	2018年	2019年	2020年
一般公共预算收入	29.17	29.12	27.72
其中：税收收入	16.38	16.08	16.14
政府性基金收入	21.53	15.21	16.57
上级补助收入	13.72	-	-
财政收入	64.42	-	-
一般公共预算支出	46.58	57.53	59.01
政府性基金支出	26.35	5.63	15.55
地方财政自给率	62.62	50.62	46.98

资料来源：公开资料，东方金诚整理

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司新增的商品销售业务带动营业收入大幅增长，但受该业务影响，毛利润及综合毛利率有所下降

跟踪期内，公司是德兴市最重要的基础设施建设主体，继续从事德兴市范围内的基础设施及保障房建设、土地转让和房屋租赁等业务；此外，公司新增商品销售业务。

2020年，公司营业收入大幅增长，主要系新增的商品销售业务收入规模较大所致。同期，公司基础设施及保障房建设业务收入大幅增长，主要系当年完工并交付德馨花苑一期保障房项目所致；公司土地转让和房屋租赁业务收入均有所下降；公司其他业务收入规模依然较小，主要来源于运输服务、旅游景点服务等业务。

2020年，公司毛利润有所下降，仍主要来源于土地转让和基础设施及保障房建设业务。同期，公司综合毛利率大幅下降，主要系新增收入规模较大的商品销售业务毛利率为负所致。2020年，公司基础设施及保障房建设业务毛利率有所增长，主要系当年确认收入的保障房项目毛利率较高所致。同期，公司土地转让业务毛利率基本保持稳定。

图表 6 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	12.67	100.00	15.24	100.00	29.74	100.00
基础设施及保障房建设	3.51	27.70	0.92	6.06	3.02	10.14
土地转让	8.40	66.33	13.64	89.53	10.61	35.67
房屋租赁	0.53	4.16	0.36	2.34	0.05	0.16
商品销售	-	-	-	-	15.72	52.86
其他	0.23	1.81	0.32	2.07	0.35	1.17

图表 6 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	1.59	12.54	4.24	27.85	3.50	11.77
基础设施及保障房建设	0.24	6.78	0.07	7.63	0.36	11.92
土地转让	1.23	14.69	4.14	30.32	3.40	32.09
房屋租赁	0.07	12.80	0.04	10.50	0.02	38.04
商品销售	-	-	-	-	-0.25	-1.60
其他	0.05	21.36	0.00	-0.51	-0.03	-8.97

资料来源：公司提供，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司作为德兴市最重要的基础设施建设主体，继续从事德兴市范围内的基础设施和保障房建设等，业务仍具有很强的区域专营性

跟踪期内，公司作为德兴市最重要的基础设施建设主体，继续从事德兴市范围内的基础设施和保障房建设等，业务仍具有很强的区域专营性。

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍主要由公司本部和子公司兴德置业负责，业务模式仍分为委托代建及自建，较上年无重要变化。2020年，公司确认基础设施及保障房建设业务收入3.02亿元，大幅增长主要系当年完工并交付德馨花苑一期保障房项目所致；毛利率为11.92%，有所增长主要系当年确认收入的保障房项目毛利率较高所致。

公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力

截至2020年末，公司重点在建项目包括香屯生态工业园建设项目、德兴市返乡创业标准厂房项目和硫化工产业基地等，上述项目计划总投资76.21亿元，已完成投资34.64亿元，尚需投资41.57亿元。

图表 7 截至 2020 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目	建设内容	计划总投资	已完成投资	尚需投资
硫化工产业基地	硫化工及精深加工产业基地	8.00	3.20	4.80
香园大道项目	园区及道路建设	6.00	3.50	2.50
香屯生态工业园建设项目	产业园建设	11.10	4.60	6.50
德兴市返乡创业标准厂房项目	标准化厂房建设	14.30	7.00	7.30
胜利亭片区保障房建设项目	安置房建设	1.90	1.55	0.35
红山片区保障房建设项目	安置房建设	6.80	4.23	2.57
德兴市城区污水管网补充完善工程	污水管网修缮	6.78	6.00	0.78
万村乡废花岗岩石材制砂项目	制砂厂	0.50	0.30	0.20
德贤珠宝产业园	产业园建设	3.50	1.00	2.50
年产 100 吨黄金精炼项目	精炼厂	2.60	0.60	2.00
德兴中医药产业园实验基地项目*	产业园建设	14.73	2.66	12.07
合计	-	76.21	34.64	41.57

注：标“*”为本期债券募投项目

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2020 年末，公司拟建的基础设施项目包括中医温泉文旅康养特色小镇项目、朱潭埠片区保障房项目等，上述项目计划总投资 55.62 亿元。综合来看，公司在建及拟建项目投资规模仍较大，仍面临较大的资本支出压力。

图表 8 截至 2020 年末公司拟建的基础设施及保障房项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	建设周期
中医温泉文旅康养特色小镇项目	30.00	3 年
垃圾发电项目	3.50	-
德兴市贫困村基础设施提升工程项目	3.00	3 年
山川之保障馆基础设施建设	1.00	2 年
人防疏散基地建设	0.62	2 年
三清快道炉口“山路人家”风情特色街项目	0.50	-
德兴市黄金、银贵金属电镀项目	9.00	3 年
朱潭埠片区保障房项目	8.00	-
合计	55.62	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地转让

跟踪期内，公司继续开展土地转让业务，对公司营业收入贡献较大，但该业务受政府规划及土地市场波动影响较大，收入及利润具有一定的不确定性

跟踪期内，公司继续开展土地转让业务，仍由公司本部负责。

2020 年，德兴市土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）收储公司 10 宗土地，面积合计 438.39 亩，公司确认土地转让业务收入 10.61 亿元，收到土地回款 9.59 亿元；同期，公司土地转让业务毛利率为 32.09%，基本保持稳定。

截至 2020 年末，公司存货中待开发土地账面价值为 50.10 亿元，为政府历年注入以及公司招拍挂获取，均已取得土地证。总体来看，该业务受政府规划及土地市场波动影响较大，收入及利润具有一定的不确定性。

商品销售

跟踪期内，公司新增商品销售业务，对营业收入贡献较大，但毛利率为负，当前盈利能力较差

跟踪期内，公司新增商品销售业务，分别为大宗商品销售业务和再生资源销售业务。

大宗商品销售业务由三级子公司厦门德金贸易有限公司负责。销售商品主要为电解铜、锌锭、铝锭、乙二醇、精对苯二甲酸等。业务模式分为三种，分别为对锁业务（上下游确定）、以下游需求确定采购计划以及采购后再确定销售方。公司大宗商品销售业务前五大供应商采购量占总采购量的 38.14%，前五大购买商销售金额占总销售金额的 40.17%，集中度一般。

再生资源销售业务由二级子公司江西万舟再生资源有限公司负责，销售商品主要为废钢。公司与当地的废钢供应商签订采购合同，并销售给钢厂，按照供应商实际送货量和钢厂的每日挂牌价进行结算。公司再生资源销售业务前五大供应商采购量约占总采购量的 24%，前五大购买商销售金额约占总销售金额的 79%，购买商集中度较高。

2020年，公司确认商品销售收入15.72亿元，对营业收入贡献较大；但毛利率为-1.60%，毛利率为负主要系商品先采购后销售，商品采购后市场价格出现波动，导致销售价格低于采购价格所致。

外部支持

跟踪期内，公司作为德兴市最重要的基础设施建设主体，在资产划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持

资产划拨方面，2020年，德兴市政府将德兴市保障性住房投资建设有限公司100%的股权划拨给二级子公司德兴城建，将德兴市铜都融资担保有限公司100%的股权划拨给公司，且向公司拨款0.29亿元。财政补贴方面，2020年公司收到财政补贴收入1.02亿元。

考虑到未来公司将继续在德兴市基础设施建设领域发挥重要作用，预计未来股东及相关各方仍将对公司提供大力支持。

企业管理

截至2020年末，公司注册资本和实收资本仍为人民币10.00亿元，德兴市国资办仍为公司控股股东和实际控制人。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司治理结构、组织架构和管理制度均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2020年合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年的合并财务数据进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司将江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）更换为中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）。

截至2020年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司为21家，较2019年末增加10家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比依然较高，资产流动性仍较弱

跟踪期内，公司资产总额有所增长，仍以流动资产为主。2020年末，公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款为主。

图表9 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2018年末	2019年末	2020年末
资产总额	166.62	264.60	300.52
流动资产	137.96	162.82	193.71
存货	68.97	71.22	92.06
其他应收款 ⁴	31.75	46.84	53.92

⁴ 其他应收款不含应收利息和应收股利。

货币资金	17.76	17.15	21.79
应收账款	17.41	23.33	21.58
非流动资产	28.66	101.77	106.81
长期股权投资	1.49	69.54	69.29
其他非流动资产	0.70	20.86	20.87

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2020年末，公司存货大幅增长，包含土地使用权的账面价值合计为50.10亿元，均已取得使用权证，使用权类型为出让，用途为商业和居住用地等；存货中的开发成本为41.36亿元，为基础设施及保障房项目建设成本。

公司其他应收款主要为往来款，2020年末，公司其他应收款有所增长，前五名欠款单位分别为德兴市财政局（29.32亿元）、德兴市房屋征收补偿办公室（8.74亿元）、江西大茅山建设工程有限公司（5.13亿元）、江西铜都园区管理有限责任公司（4.03亿元）和德兴市人民医院（1.40亿元），合计金额48.63亿元，占其他应收款总额的比例为90.16%。

2020年末，公司货币资金增幅较大，仍主要为银行存款。同期末，公司受限货币资金为1.02亿元，为质押的定期存单和保证金。同期末，公司应收账款小幅下降，主要应收对象为德兴市财政局（12.44亿元、项目结算款）和德兴市国土资源局（8.45亿元、土地转让款）。

2020年末，公司非流动资产主要由长期股权投资和其他非流动资产构成。同期末，公司长期股权投资基本保持稳定，仍主要投向德兴市农垦集团有限责任公司。同期末，公司其他非流动资产变化不大，仍主要为德兴市域的林权资产。

2020年末，公司受限资产为19.64亿元，占资产总额的比重为6.54%，为用于抵押借款的存货13.26亿元、固定资产0.51亿元、在建工程4.85亿元和货币资金1.02亿元。

资本结构

跟踪期内，得益于德兴市政府向公司划拨股权和货币资金，公司所有者权益有所增长

2020年末，公司所有者权益有所增长。其中，公司实收资本保持不变，资本公积小幅增长，主要系德兴市政府划拨股权和货币资金所致；未分配利润有所增长，主要是净利润的累积。

图表 10 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2018年末	2019年末	2020年末
所有者权益	91.20	167.26	171.64
实收资本	10.00	10.00	10.00
资本公积	66.77	140.05	141.64
未分配利润	12.78	15.21	17.22

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额和全部债务规模大幅增长，债务率水平有所提高；预计随着项目建设的不断推进，公司债务及债务率水平或将进一步增长

2020年末，公司负债总额大幅增长，主要系非流动负债增加所致。同期末，公司流动负债小幅增长，主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、应交税费和其他应付款构成。

2020年末，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4.65亿元，一年内

到期的应付债券 2.10 亿元和一年内到期的长期应付款 3.75 亿元。同期末，公司短期借款有所增长，主要系保证借款和信用借款增加所致。2020 年末，公司应交税费小幅增长，主要为应交的企业所得税、增值税等。同期末，公司其他应付款大幅下降，主要系支付大量往来款所致。2020 年末，公司其他应付款主要应付单位为德兴市大茅山风景名胜区管理委员会、德兴市电视台、德兴市住建局、浙江通惠矿山机械有限公司和江西省公路投资有限公司等。

2020 年末，公司非流动负债大幅增长，主要系长期借款和应付债券增加所致。同期末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2020 年末，公司长期借款有所增长，主要系抵押借款和保证借款增加所致。同期末，公司应付债券大幅增长，主要系 2020 年新发行多支债券所致。2020 年末，公司应付债券包括“16 德兴城经债/PR 德投债”、“19 德投 01”、“20 德兴 01”、“20 德兴 02”、“20 德兴债/20 德兴债”以及在江西联合股权交易中心发行私募产品。此外，2021 年 1 月，公司发行 7 年期的 4.4 亿元“21 德兴债/21 德兴债”。2020 年末，公司长期应付款小幅增长，主要为基金投入款（10.49 亿元）、专项借款（9.15 亿元）、融资租赁款（10.48 亿元）及政府债券置换资金（0.85 亿元）。

图表 11 公司负债构成情况（单位：亿元）

科目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
负债总额	75.42	97.34	128.88
流动负债	16.42	24.43	25.80
一年内到期的非流动负债	5.26	9.59	10.50
短期借款	1.15	1.00	5.11
应交税费	1.80	2.58	3.85
其他应付款 ⁵	5.08	8.92	3.68
非流动负债	59.00	72.91	103.08
长期借款	35.22	32.42	45.45
应付债券	6.40	13.60	30.40
长期应付款	17.38	26.88	27.23

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务规模大幅增长，主要以长期有息债务为主。2020 年末，公司短期有息债务包括短期借款 5.11 亿元和一年内到期的非流动负债 10.50 亿元。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率有所上升，债务率水平有所提高。预计随着项目建设的不断推进，公司债务及债务率水平或将进一步增长。

⁵ 公司其他应付款不含应付利息和应付股利。

图表 12 公司全部债务及负债率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
全部债务	64.57	79.88	117.83
长期有息债务	58.15	69.29	102.23
短期有息债务	6.41	10.59	15.60
资产负债率	45.26	36.79	42.89
全部债务资本化比率	41.45	32.32	40.71

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入大幅增长, 但利润总额有所下降, 主要收益率指标处于较低水平, 盈利能力依然较弱

跟踪期内, 公司营业收入大幅增长, 主要系新增商品销售业务收入所致; 期间费用有所增长, 仍主要为管理费用; 营业利润率有所下降。2020 年, 公司利润总额有所下降, 对财政补贴依赖程度大幅提高。同期, 公司主要收益率指标处于较低水平, 公司盈利能力依然较弱。

图表 13 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	12.67	15.24	29.74
营业利润率	10.79	25.29	10.02
期间费用	0.16	0.46	0.86
利润总额	2.92	3.75	3.26
其中: 财政补贴	1.71	0.30	1.02
财政补贴/利润总额	58.47	7.99	31.28
总资本收益率	1.64	1.17	0.86
净资产收益率	2.80	1.64	1.33

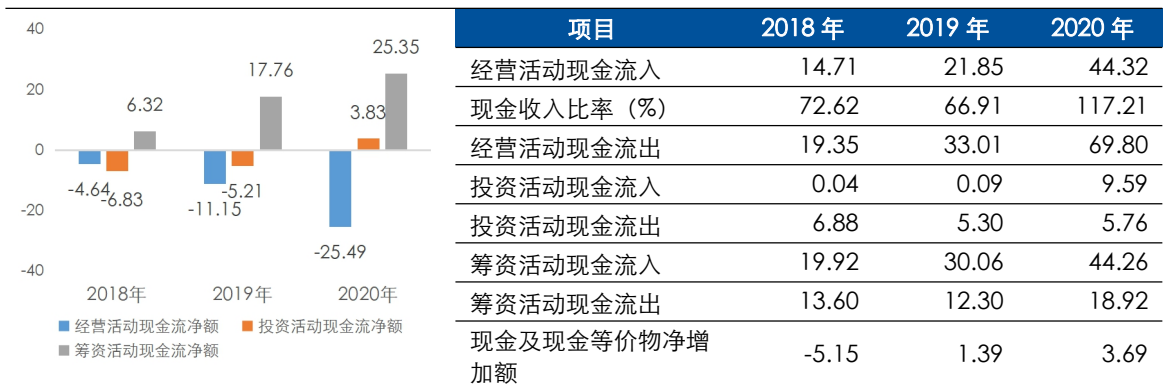
资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

现金流

跟踪期内, 公司主营业务现金获取能力大幅提高, 但公司经营活动净现金流保持净流出, 资金来源对筹资活动依赖仍较大

2020 年, 公司经营活动现金流入规模大幅增长, 主要为公司收到的往来款、主营业务回款、拆迁补偿款和财政补贴等形成的现金流入; 现金收入比率大幅提高, 主营业务现金获取能力大幅提高; 经营活动现金流出规模大幅增长, 主要为公司支付的往来款、项目建设成本和购买商品所形成的现金流出; 经营活动净现金流为仍为净流出状态, 且流出规模有所扩大。

图表 14 公司主要现金流数据及指标情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

2020年, 公司投资活动现金流入大幅增长, 主要系合并范围增加子公司取得现金所致; 投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产及支付融资租赁款形成的现金流出; 公司投资活动净现金流由负转正。

2020年, 公司筹资活动现金流入主要系取得借款、发行债券形成的现金流入; 筹资活动现金流出为偿还债务本息形成的现金流出; 筹资活动净现金流为净流入, 且流入规模有所增加。

2020年, 公司现金及现金等价物净增加额为 3.69 亿元, 保持净流入。总体来看, 公司经营净现金流保持净流出, 资金来源对筹资活动依赖仍较大。

偿债能力

跟踪期内, 作为德兴市最重要的基础设施建设主体, 公司业务仍具有很强的区域专营性, 继续获得股东及相关各方的大力支持, 偿债能力仍很强

跟踪期内, 公司流动比率和速动比率仍维持在较高水平, 现金收入比率有所提高, 但流动资产中变现能力较弱的存货及应收类款项等占比依然较高, 流动资产及现金类资产对流动负债的保障程度一般。此外, 公司货币资金对短期有息债务的覆盖程度小幅下降。

图表 15 公司偿债能力指标情况 (单位: %)

指标名称	2018年(末)	2019年(末)	2020年(末)
流动比率	840.40	666.53	750.68
速动比率	420.23	374.99	393.95
现金比率	108.21	70.22	84.44
货币资金/短期有息债务(倍)	2.77	1.62	1.40
经营现金流动负债比率	-28.25	-45.66	-98.76
长期债务资本化比率	38.94	29.29	37.33
EBITDA 利息倍数(倍)	4.87	4.03	0.77
全部债务/EBITDA(倍)	19.04	18.84	32.18

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

从长期偿债能力来看, 跟踪期内, 公司长期债务资本化比率有所提高; EBITDA 对全部债务和利息的覆盖能力有所下降。同时, 公司经营净现金流保持净流出, 对全部债务的保障程度较弱。

截至 2020 年末，公司全部债务为 117.83 亿元，其中 2021 年~2023 年到期债务规模分别为 15.60 亿元、11.26 亿元和 5.66 亿元，2021 年公司面临一定集中兑付压力。

银行授信方面，截至 2020 年末，公司共获得银行授信额度 65.11 亿元，已使用 44.91 亿元，尚未使用的额度为 20.20 亿元，为到期债务偿付提供了良好的支撑。

考虑到公司是德兴市最重要的基础设施建设主体，在资产划拨和财政补贴等方面继续获得股东及各方的大力支持，综合偿债能力仍很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的区县（市）级基础设施建设主体，对 2020 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

地区经济财政方面，德兴市地区生产总值在对比组中最低，增速较高；一般公共预算收支规模均较高。财务数据方面，公司资产总额在对比组中属于中上游水平；所有者权益规模最高；营业收入和利润总额最高；债务率水平处于中下游。

图表 16 同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	德兴投控	邵阳都梁投资发展有限公司	郎溪县国有资产运营投资有限公司	四川纳兴实业集团有限公司	丰都县国有资产经营投资集团有限公司
地区	上饶市德兴市	邵阳市武冈市	宣城市郎溪县	泸州市纳溪区	重庆市丰都县
GDP	165.96	172.19	183.60	197.28	335.42
GDP 增速	3.5	4.1	3.2	3.2	3.0
一般公共预算收入	27.72	7.58	22.80	11.54	22.98
一般公共预算支出	59.01	57.02	35.30	29.70	70.39
资产总额	300.52	155.13	140.86	187.52	313.28
所有者权益	171.64	118.30	67.07	73.83	115.81
营业收入	29.74	11.39	9.35	26.09	8.29
利润总额	3.26	1.15	1.36	2.12	1.15
资产负债率	42.89	23.74	52.38	60.63	63.03
全部债务资本化比率	40.71	13.36	43.25	47.01	53.11

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA/稳定，数据来源自各企业公开披露的 2020 年财务数据及公开资料，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用记录（自主查询版），截至 2021 年 6 月 21 日，公司本部未结清贷款中无不良类和关注类信息记录，已结清贷款中有 6 笔关注类信息记录⁶。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券已按期支付到期本息。

抗风险能力

基于对上饶市及德兴市的地区经济和财政实力、股东及各方对公司各项支持以及公司专营地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力仍很强。

⁶ 根据中国工商银行股份有限公司德兴支行出具的说明，公司在该银行的 3 笔贷款办理展期之后，按照银行贷款管理要求自动划分为关注类贷款管理，上述贷款已按期归还，无不良信用记录。根据国家开发银行江西省分行出具的说明，公司在该银行的 3 笔贷款因采用应收账款质押担保方式，按照该银行的资产质量分类标准分类为关注类，公司在该银行还本付息正常，未发生本息拖欠现象。

增信措施

上饶投控的综合财务实力极强，为“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

上饶投控是经江西省上饶市人民政府批准，由上饶市国有资产监督管理委员会（以下简称“上饶市国资委”）作为出资人，于 2015 年 6 月成立的国有独资企业，初始注册资本为 13.80 亿元。历经数次股权变更及增资，截至 2021 年 3 月末，上饶投控注册资本及实收资本均为 104.59 亿元；上饶市国资委和江西振兴发展上投二号投资中心（有限合伙）（以下简称“二号中心”）分别持有上饶投控 97.71%和 2.29%的股权，上饶市政府仍为上饶投控的实际控制人。

跟踪期内，上饶投控作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，继续从事上饶市的工程建设、公用事业服务、旅游服务、国资运营和数字金融服务等业务。此外，跟踪期内，上饶投控子公司上饶城投收购上市公司闽发铝业[002578.SZ]，并开始从事铝型材的研发、生产和销售；数字金融公司收购上市公司天利科技[300399.SZ]，上饶投控数字金融服务板块新增移动信息服务和保险产品服务等业务。2020 年和 2021 年 1~3 月，上饶投控营业收入分别为 140.57 亿元和 28.32 亿元，毛利率分别为 10.01%和 21.30%。

2021 年 3 月末，上饶投控资产总额为 2745.75 亿元，资产结构转为以流动资产为主，其中流动资产为 1394.49 亿元；所有者权益为 1304.93 亿元，以资本公积和少数股东权益为主；负债总额为 1440.82 亿元，结构以非流动负债为主。

偿债能力方面，2021 年 3 月末，上饶投控流动比率为 288.37%，速动比率为 184.75%，均处于较高水平；现金比率为 56.31%，货币资金较为充裕，对流动负债的偿还具有较强的保障。上饶投控与多家银行保持良好合作关系，融资渠道较为顺畅。截至 2020 年末上饶投控共获得银行授信总额为 842.94 亿元，已使用 470.45 亿元，尚有 372.48 亿元未使用。

考虑到跟踪期内，上饶市经济保持增长，以有色金属、新能源、机电光学和新型建材等为主导的工业经济发展较快，经济实力很强；上饶投控继续从事上饶市的工程建设、公用事业服务等，主营业务具有很强的区域专营优势；上饶投控作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，在增资、资产划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持，东方金诚认为，上饶投控综合偿债能力极强。

综上所述，东方金诚维持上饶投控主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。上饶投控为“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

结论

东方金诚认为，跟踪期内，上饶市经济保持增长，其下辖的德兴市工业经济总量有所扩张，经济实力依然较强；公司继续负责德兴市范围内的基础设施和保障房建设等业务，仍具有很强的区域专营性，在资产划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持；上饶投控的综合财务实力极强，为“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

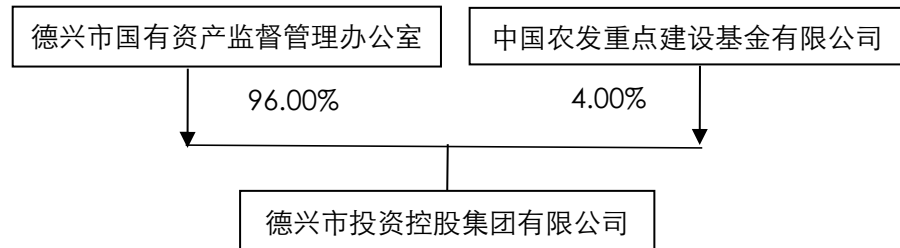
同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司在建和拟建项目投资规模较大，仍面临较大的

资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比依然较高，资产流动性仍较弱；公司全部债务规模大幅增长，债务率水平有所提高，预计随着项目建设的不断推进，公司债务及债务率水平或将进一步增长；公司经营活动净现金流保持净流出，资金来源对筹资活动依赖仍较大。

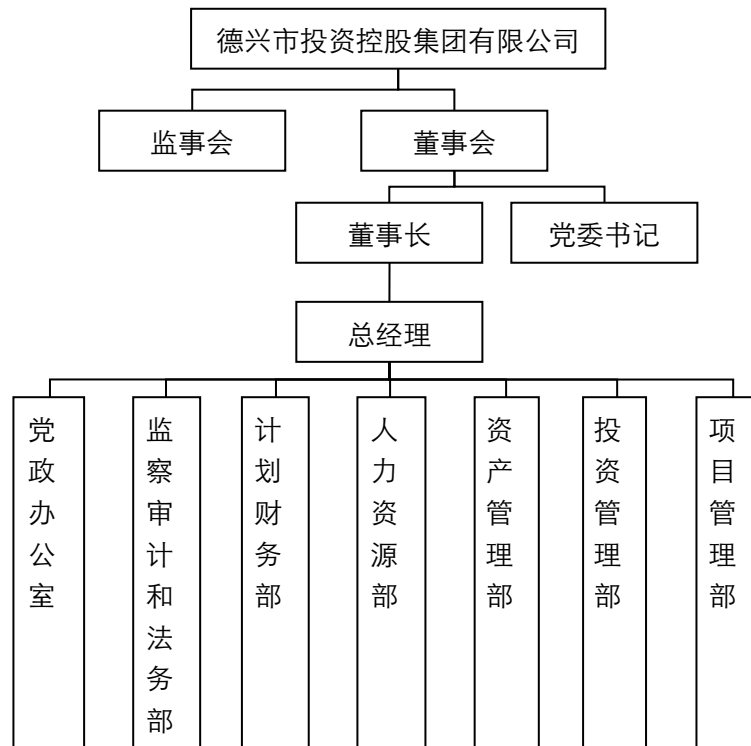
综上所述，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”到期不能偿还的风险依然极低。

附件一：截至 2020 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018年(末)	2019年(末)	2020年(末)
主要财务数据(单位:亿元)			
资产总额	166.62	264.60	300.52
其中: 存货	68.97	71.22	92.06
长期股权投资	1.49	69.54	69.29
其他应收款	31.75	46.84	53.92
货币资金	17.76	17.15	21.79
应收账款	17.41	23.33	21.58
负债总额	75.42	97.34	128.88
其中: 长期借款	35.22	32.42	45.45
应付债券	6.40	13.60	30.40
长期应付款	17.38	26.88	27.23
一年内到期的非流动负债	5.26	9.59	10.50
全部债务	64.57	79.88	117.83
其中: 短期有息债务	6.41	10.59	15.60
所有者权益	91.20	167.26	171.64
营业收入	12.67	15.24	29.74
利润总额	2.92	3.75	3.26
经营活动产生的现金流量净额	-4.64	-11.15	-25.49
投资活动产生的现金流量净额	-6.83	-5.21	3.83
筹资活动产生的现金流量净额	6.32	17.76	25.35
主要财务指标			
营业利润率(%)	10.79	25.29	10.02
总资本收益率(%)	1.64	1.17	0.86
净资产收益率(%)	2.80	1.64	1.33
现金收入比率(%)	72.62	66.91	117.21
资产负债率(%)	45.26	36.79	42.89
长期债务资本化比率(%)	38.94	29.29	37.33
全部债务资本化比率(%)	41.45	32.32	40.71
流动比率(%)	840.40	666.53	750.68
速动比率(%)	420.23	374.99	393.95
现金比率(%)	108.21	70.22	84.44
经营现金流动负债比率(%)	-28.25	-45.66	-98.76
EBITDA 利息倍数(倍)	4.87	4.03	0.77
全部债务/EBITDA(倍)	19.04	18.84	32.18

注: 其他应收款不含应收利息和应收股利, 其他应付款不含应付利息和应付股利。

附件三：担保方上饶投控主要财务数据和指标

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年3月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	1906.90	2335.42	2675.05	2745.75
其中：货币资金	216.87	223.98	248.85	272.29
存货	312.28	363.74	479.51	501.05
其他应收款	286.48	299.73	326.10	334.42
其他非流动资产	585.79	639.33	628.58	627.82
投资性房地产	99.08	263.82	257.22	257.53
负债总额	836.58	1063.92	1378.41	1440.82
其中：长期借款	314.85	314.08	326.04	314.80
应付债券	213.61	292.55	503.54	555.53
一年内到期的非流动负债	54.35	123.53	203.46	230.44
全部债务	685.15	893.68	1192.10	1250.43
其中：短期有息债务	130.51	230.74	304.32	332.89
所有者权益	1070.32	1271.51	1296.65	1304.93
营业收入	80.34	105.36	140.57	28.32
利润总额	12.17	17.83	18.23	3.47
经营活动产生的现金流量净额	1.66	1.81	2.32	1.96
投资活动产生的现金流量净额	-98.54	-45.91	-184.45	-13.44
筹资活动产生的现金流量净额	134.73	32.54	200.23	34.05
主要财务指标				
营业利润率（%）	16.83	12.05	9.16	-
总资本收益率（%）	0.84	0.91	0.92	-
净资产收益率（%）	0.86	0.95	0.95	-
现金收入比率（%）	66.26	42.29	66.35	76.25
资产负债率（%）	43.87	45.56	51.53	52.47
长期债务资本化比率（%）	34.13	34.27	40.64	41.28
全部债务资本化比率（%）	39.03	41.28	47.90	48.93
流动比率（%）	351.04	300.86	297.96	288.37
速动比率（%）	236.48	200.90	190.28	184.75
现金比率（%）	79.56	61.55	55.89	56.31
经营现金流流动负债比率（%）	0.61	0.50	0.52	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.84	0.98	0.70	-
全部债务/EBITDA（倍）	29.13	29.92	33.20	-

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。