

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0184 号

上饶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“20 上饶投资 MTN001”、“20 上饶投资 MTN002”、“20 上饶投资 MTN003”、“22 上饶投资 MTN001”、“21 上控 01”、“22 上控 01”、“22 上控 04”、“23 上控 01”、“20 上投集团债/20 上投债”、“21 上投集团债 01/21 上投 01”、“22 上投集团债 01/22 上饶 01”、“22 上投集团债 02/22 上饶 02”和“23 上饶投资 CP001”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 AAA，评级展望为稳定，同时维持“20 上饶投资 MTN001”、“20 上饶投资 MTN002”、“20 上饶投资 MTN003”、“22 上饶投资 MTN001”、“21 上控 01”、“22 上控 01”、“22 上控 04”、“23 上控 01”、“20 上投集团债/20 上投债”、“21 上投集团债 01/21 上投 01”、“22 上投集团债 01/22 上饶 01”、“22 上投集团债 02/22 上饶 02”信用等级均为 AAA，维持“23 上饶投资 CP001”信用等级为 A-1。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年六月六日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/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。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自 2023 年 6 月 6 日至 2024 年 6 月 5 日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚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。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023 年 6 月 6 日

上饶投资控股集团有限公司 主体及相关债项2023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
AAA/稳定	2023/6/6	AAA/稳定	卢宝泽	纪 炜

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 上投集团债/20 上投债	AAA	AAA
20 上投投资 MTN001	AAA	AAA
20 上投投资 MTN002	AAA	AAA
20 上投投资 MTN003	AAA	AAA
21 上投集团债 01/21 上投 01	AAA	AAA
21 上控 01	AAA	AAA
22 上投集团债 01/22 上投 01	AAA	AAA
22 上投投资 MTN001	AAA	AAA
22 上投集团债 02/22 上投 02	AAA	AAA
22 上控 01	AAA	AAA
22 上控 04	AAA	AAA
23 上控 01	AAA	AAA
23 上投投资 CP001	A-1	A-1

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

上饶投资控股集团有限公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要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。上饶市国有资产监督管理委员会为公司控股股东，上饶市人民政府为公司的实际控制人。

评级模型

一级指标	二级指标	权重	得分
经营规模	所有者权益	35%	35.0
业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0
盈利与 获现能力	净利润	15%	13.5
	净资产收益率	5%	1.5
	现金收入比	5%	3.0
债务负担和 保障程度	全部债务资本化比率	15%	6.8
	货币资金短债比	5%	1.5
	EBITDA 利息倍数	5%	1.5
	全部债务/EBITDA	5%	2.3

基础评分输出结果		aa
调整因素		无
个体信用状况（BCA）		aa
外部支持评价	外部支持能力	G1
	外部支持意愿	S1
评级模型结果		AAA
外部支持调整子级		2

注1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度

注2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度

注3：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，上饶市经济实力很强；公司主营业务具有很强的区域专营优势且业务构成较为多元，得到了股东及相关各方的大力支持。同时，东方金诚关注到，公司全部债务增长较快且面临较大的短期偿债压力，资产流动性较弱，资金来源对筹资活动依赖较大。综合考虑，东方金诚认为公司的偿债能力极强，本次跟踪相关债项到期不能偿还的风险极低。

同业比较

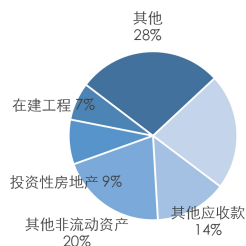
项目	上饶投资控股集团有限公司	南昌市建设投资集团有限公司	乌鲁木齐城市建设投资(集团)有限公司	九江市国有投资控股集团有限公司
地区	上饶市	南昌市	乌鲁木齐市	九江市
GDP 总量 (亿元)	3309.7	7203.5	3893.2	4026.6
人均 GDP (元)	51425	111031	95511	88318
一般公共预算收入 (亿元)	250.9	457.7	314.8	303.4
政府性基金收入 (亿元)	279.2	-	109.5	154.2
地方政府债务余额 (亿元)	1118.2	1481.7	1401.3	1159.7
资产总额 (亿元)	3013.2	1388.8	2039.5	2328.8
所有者权益 (亿元)	1255.8	410.2	881.9	1156.8
营业收入 (亿元)	160.3	37.5	56.7	232.9
净利润 (亿元)	12.2	2.6	1.1	13.4
资产负债率 (%)	58.3	70.5	56.8	50.3

注1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年。

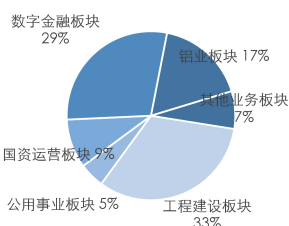
注2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成（2022年）



公司营业收入构成（2022年）

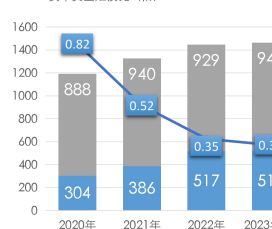


公司财务指标（单位：亿元、%）

	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额	2675.05	2809.74	3013.22	3047.56
所有者权益	1296.65	1254.30	1255.79	1253.56
营业收入	140.57	158.76	160.28	39.91
净利润	12.27	10.15	12.19	0.56
全部债务	1192.10	1326.35	1446.12	1463.79
资产负债率	51.53	55.36	58.32	58.87
全部债务资本化比率	47.90	51.40	53.52	53.87

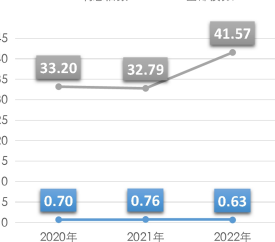
公司债务构成（单位：亿元、倍）

短期有息债务 长期有息债务
货币资金短债比（倍）



公司偿债指标（单位：倍）

EBITDA利息倍数 全部债务/EBITDA



地区经济及财政（单位：亿元、%）

	2020年	2021年	2022年
地区	上饶市		
GDP 总量	2624.30	3043.50	3309.70
人均 GDP (元)	40430	47081	51425
一般公共预算收入	227.00	236.00	250.90
政府性基金收入	439.28	366.40	279.20
财政自给率	30.27	31.38	31.61
政府负债率	26.29	28.56	33.79

优势

- 上饶市逐步构建“2+4+N”的产业体系，在有色金属、光伏新能源、旅游等产业的驱动下，经济总量在江西省各地级市中位居中上游，经济实力很强；
- 公司从事的工程建设业务具有很强的区域专营优势，同时还从事公用事业服务、旅游服务、国资运营和数字金融服务等经营性业务，业务构成较为多元；
- 公司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各方的大力支持。

关注

- 公司全部债务增长较快且面临较大的短期偿债压力，考虑到项目建设的尚需投资规模较大，预计债务指标将维持高位；
- 公司资产中非流动资产及变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性较弱；
- 公司经营性现金流对波动较大的往来款及主营业务回款存在依赖，投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

评级展望

预计上饶市经济实力将不断增强，公司作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主营业务将保持很强的区域专营地位，能够继续得到股东及各方的大力支持，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（RTFU002202208）》

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
AAA/稳定	A-1 (23 上饶投资 CP001)	2023/3/23	卢宝泽 纪 炜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》	阅读原文
AAA/稳定	AAA (19 上饶投资 MTN001)	2018/08/10	高 路 尚子书	《城市基础设施建设企业信用评级方法（2015）》	阅读原文

注：以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
20 上投集团债/20 上投债	2022/06/15	20.00	2020/03/09~2027/03/09	无	-
20 上饶投资 MTN001	2022/06/15	5.00	2020/05/22~2025/05/22	无	-
20 上饶投资 MTN002	2022/06/15	10.00	2020/07/31~2025/07/31	无	-
20 上饶投资 MTN003	2022/06/15	5.00	2020/11/03~2023/11/03	无	-
21 上投集团债 01/21 上投 01	2022/06/15	10.00	2021/03/30~2026/03/30	无	-
21 上控 01	2022/06/15	10.00	2021/12/10~2026/12/10	无	-
22 上投集团债 01/22 上饶 01	2022/06/15	15.00	2022/03/30~2027/03/30	无	-
22 上饶投资 MTN001	2022/06/15	10.00	2022/04/08~2025/04/08	无	-
22 上投集团债 02/22 上饶 02	2022/09/02	15.00	2022/10/13~2029/10/13	无	-
22 上控 01	2022/10/14	8.00	2022/11/04~2027/11/04	无	-
22 上控 04	2022/11/10	7.00	2022/12/26~2025/12/26	无	-
23 上控 01	2023/02/10	5.00	2023/03/01~2026/03/01	无	-
23 上饶投资 CP001	2023/03/23	10.00	2023/04/10~2024/04/10	无	-

注1：20上饶投资 MTN001、“20上饶投资 MTN002”设置交叉违约条款、事先约束条款；

注2：“20上饶投资 MTN003”于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；

注3：“21上控01”和“22上投集团债01/22上饶01”附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“22上控04”附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，“23上控01”附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，“21上控01”、“22上控01”、“22上控04”、“23上控01”设置交叉违约条款；

注4：“20上投集团债/20上投债”、“22上投集团债02/22上饶02”设置本金提前偿还条款。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上饶投控”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

上饶投控是经江西省上饶市人民政府（以下简称“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2023年4月末，公司注册资本及实收资本均为104.59亿元；上饶市国资委为公司唯一股东，上饶市人民政府为公司的实际控制人。

公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要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，此外还从事铝型材的研发、生产和销售。

截至2023年3月末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共12家（见图表1）。

图表1 截至2023年3月末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（单位：亿元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
上饶市城市运营（控股）集团有限公司	上饶城控	50.00	100.00	投资设立
上饶市水业集团有限责任公司	水业集团	1.21	82.64	无偿划拨
上饶市农文旅发展集团有限公司	上饶农文旅	10.00	100.00	投资设立
上饶市国有资产发展集团有限公司	上饶国发	5.00	100.00	投资设立
上饶市上投供应链管理有限公司	上投供应链	20.41	100.00	投资设立
上饶市上投矿业有限公司	上投矿业	10.00	100.00	投资设立
上饶市上投实业发展集团有限公司	上投实业	20.00	100.00	投资设立
上饶市交通建设投资集团有限公司	上饶交投	16.20	95.06	出资收购
上饶市数字和金融产业投资集团有限公司	数字金融公司	30.00	100.00	投资设立
上饶市上投教育发展集团有限公司	上投教育	7.00	90.00	投资设立
上饶市之道高新技术有限公司	之道高新	30.00	100.00	投资设立
海南上投健康产业发展有限公司	海南健康产业	10.00	100.00	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

截至2023年3月末，公司发行的“20上投集团债/20上投债”已按期偿付到期本息，“20上饶投资MTN001”、“20上饶投资MTN002”、“20上饶投资MTN003”、“21上投集团债01/21上投01”、“21上控01”、“22上投集团债01/22上饶01”、“22上饶投资MTN001”已按期付息，暂未到本金兑付日，“22上投集团债01/22上饶01”、“22上控01”、“22上控04”、“23上控01”、“23上饶投资CP001”暂未到本息兑付日。

根据公司提供的资料，截至2023年4月末，“20上饶投资MTN001”、“20上饶投资MTN002”、“20上饶投资MTN003”、“22上饶投资MTN001”、“20上投集团债/20上投

债”、“21 上投集团债 01/21 上投 01”、“22 上投集团债 01/22 上饶 01”、“22 上投集团债 02/22 上饶 02”、“21 上控 01”、“22 上控 01”、“22 上控 04”、“23 上控 01”和“23 上饶投资 CP001”的募集资金均已使用完毕。

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022 年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022 年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023 年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023 年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加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。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发 2 号文”、“财政部 114 号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

公司业务主要分为工程建设板块、公用事业板块、旅游服务板块、国资运营板块、数字金融板块、铝业板块和其他业务板块。

随着业务的多元化开展，公司营业收入逐年增长且主要来自工程建设和数字金融板块，毛利润和综合毛利率均保持增长

近年来，随着业务的多元化开展，公司营业收入逐年增长，主要来自工程建设和数字金融板块。其中，公司工程建设板块收入是营业收入的重要构成，但近年来受结算进度的影响逐年下降。公用事业板块、旅游服务板块和国资运营板块收入均对公司营业收入形成了一定的补充。

2021 年数字金融板块收入大幅增长，主要系公司当年着力发展材料贸易业务导致相关收入大幅增加所致。铝业板块系公司收购闽发铝业所产生，近年来收入不断增长。此外，公司其他收入主要包括融资收入、广告费收入和维修收入等，收入规模均相对较低。

近年来，公司毛利润和综合毛利率均保持增长。其中，由于公用事业板块中公交运营业务公益性较强、机场运营业务尚处于发展初期，且受宏观经济环境影响，近年来上述两项业务收入均无法覆盖成本，因而公用事业板块毛利润均为负。2020 年国资运营板块毛利润为负，主要系公司将部分原计入“财务费用”的利息支出作为委托贷款业务成本入账所致。

2023 年 1~3 月，公司营业收入为 39.91 亿元，毛利润为 3.77 亿元，毛利率为 9.43%。

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
工程建设板块	60.56	43.08	43.70	27.53	52.16	32.54
公用事业板块	6.32	4.49	6.97	4.39	7.49	4.67
旅游服务板块	1.78	1.26	1.98	1.25	1.74	1.08
国资运营板块	10.13	7.20	11.65	7.34	15.06	9.39
数字金融板块	35.23	25.06	55.96	35.25	46.16	28.80
铝业板块	9.14	6.50	22.19	13.98	27.63	17.24
其他业务板块	17.42	12.39	16.30	10.27	10.04	6.27
合计	140.57	100.00	158.76	100.00	160.28	100.00
项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
工程建设板块	6.00	9.91	3.48	7.96	3.73	7.15
公用事业板块	-0.68	-10.77	-0.13	-1.84	-0.72	-9.61
旅游服务板块	0.27	15.21	0.20	10.03	0.23	13.39
国资运营板块	-2.05	-20.21	2.50	21.48	5.85	38.86
数字金融板块	2.62	7.44	3.49	6.24	3.92	8.50
铝业板块	0.81	8.81	1.74	7.84	1.82	6.60
其他业务板块	7.10	40.74	5.41	33.21	3.98	39.62
合计	14.07	10.01	16.70	10.52	18.82	11.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

工程建设板块

公司工程建设板块主要包括基础设施建设、交通类基础设施建设、土地开发整理、房地产开发业务。

图表 3 公司工程建设板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	33.76	6.83	17.61	6.23	19.77	8.03
交通类基础设施建设	22.23	13.70	19.82	6.78	16.97	6.59
土地开发整理	1.15	13.04	1.76	13.04	4.24	10.43
房地产开发	3.43	14.64	4.51	17.99	11.17	5.20
合计	60.56	9.91	43.70	7.96	52.16	7.15

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1.基础设施建设

公司作为上饶市重要的基础设施建设主体，主要从事上饶市范围内的基础设施项目建设，业务具有很强的区域专营性

公司主要承担上饶市范围内的基础设施建设业务，业务具有很强的区域专营性。公司基础设施建设业务主要由公司本部、间接控股子公司上饶城投¹和上饶市国有资产经营集团有限公司（以下简称“上饶国资”）²负责。

上饶城投基础设施建设业务主要由本部承担，建设内容包括上饶市市区道路及管网、公共交通及服务配套管网等。上饶城投基础设施建设业务主要采取委托代建模式和政府购买服务模式。其中，在委托代建模式下，上饶城投与上饶市饶东现代产业发展有限公司（以下简称“上饶饶东”）、上饶市人民政府等委托方签订《委托代建协议》，由上饶城投负责项目的投资和建设，建设资金由上饶城投垫付，委托方在项目建成后按照项目投资成本加成 10% 的投资回报进行回购；政府购买服务模式下，公司与上饶市人民政府签订协议，协议中规定上饶市人民政府购买公司服务的协议总价款及年度支付计划，上饶市人民政府在建设期届满或项目完工后按照支付计划逐年支付公司服务费用。2020 年~2022 年，上饶城投分别实现代建项目收入 32.26 亿元、15.37 亿元和 14.81 亿元；毛利率分别为 6.54%、5.23% 和 6.93%。

上饶国资主要通过子公司上饶市中心区基础设施建设开发有限公司（以下简称“中心区基建公司”）、上饶市铁路投资有限责任公司（以下简称“铁路投资公司”）和上饶市高铁农都投资有限公司（以下简称“高铁农都公司”）开展基础设施建设业务。根据中心区基建公司与上饶市财政局签订的《委托代建协议》，上饶市财政局作为项目业主方，将项目委托给中心区基建公司，中心区基建公司作为项目代建方，负责项目的整体建设，在项目建设完毕、验收合格并经过竣工财务决算审核批准后，移交给上饶市财政局，由上饶市财政局向公司支付代建款。上饶市财政局支付的代建回购款总额包括代建投资额、项目管理费、项目资金回报和项目专项贷款在工程完工交接后发生的贷款利息，其中项目管理费和项目资金回报金额按照代建成本的一定比例（一般为 20%）确认。根据铁路投资公司和高铁农都公司分别与上饶陆港物流园投资发展有限公司（以下简称“陆港物流公司”）和上饶饶东签订的《委托代建协议书》，上述委托方根据公司在项目建设中支付的费用并加计委托建设管理费（一般为 10%~15%），于每个会计年度末按实际工程投资支付进度与公司进行结算。2020 年~2022 年，上饶国资分别实现代建工程收入 1.50 亿元、2.25 亿元和 4.96 亿元；毛利率分别为 13.04%、13.04% 和 11.29%。

此外，公司采取自建自营的模式对医疗旅游先行区（核心区）等项目进行建设，建成后通过运营收益平衡资金支出。

公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至 2022 年末，上饶城投在建的基础设施项目主要包括上饶市城镇综合管廊建设项目、城东滨江路及防洪堤景观工程、上饶市城东医院和上饶大剧院等项目，计划总投资约 104.47 亿元，

¹ 上饶城投成立于 2002 年 6 月，是上饶市成立最早的国有资产运营管理与基础设施建设投融资主体，在上饶市基础设施建设领域发挥了重要的作用。2015 年，经上饶市国资委批准，上饶城投成为上饶投控核心子公司之一。

² 上饶国资成立于 2008 年 1 月，是上饶市国有资产管理、保障房建设和城镇化基础设施建设主体之一。2015 年，经上饶市国资委批准，上饶国资股东变更为上饶投控，成为上饶投控核心子公司之一。

已投资 51.82 亿元，尚需投资 52.65 亿元。截至 2022 年末，上饶国资主要在建项目为华为上饶云数据中心、上饶国际物流园等，计划总投资约 94.71 亿元，已完成投资 66.74 亿元，尚需投资 27.97 亿元。

截至 2022 年末，上饶城投拟建的基础设施项目主要包括上饶市养老综合服务产业、美食文化街、稼轩南大道等，计划总投资约 44.50 亿元。截至 2022 年末，上饶国资拟建的重点项目为高铁小学、带湖阳光城周边市政道路、上饶国际陆港安畅产业园及配套基础设施建设项目和大宗商品物流集散中心及配套基础设施建设项目等，计划总投资为 21.83 亿元。

总体来看，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

2. 交通类基础设施建设

公司通过直接控股子公司上饶交投³开展交通类基础设施建设业务。该业务具体由子公司江西省现代路桥工程集团有限公司（以下简称“现代路桥”）和上饶京宝路桥工程有限公司（以下简称“京宝路桥”）负责。现代路桥和京宝路桥在公路施工以及市政工程等领域的施工资质较为完备，其中现代路桥拥有公路工程施工和市政公用工程施工总承包壹级资质，同时还具有桥梁工程、隧道工程、公路路面工程、公路路基工程等专业承包壹级资质；京宝路桥拥有公路工程施工和市政公用工程施工总承包贰级资质、桥梁工程、公路路面和公路路基专业承包贰级资质。

业务模式方面，上饶交投采取“中标施工”方式，即通过参与公开招标成为中标施工单位后对项目进行建设。上饶交投与项目业主根据项目单独签订相关协议，由上饶交投通过外部融资和自有资金筹措资金进行建设，并根据协议内容与项目业主进行结算。此外，上饶交投作为社会资本方参与鄱阳县、万年县、弋阳县以及上饶县“十三五期间国省道乡道公路升级改造”等 PPP 项目的建设运营，并通过自建自营的方式对上饶市公路服务区项目和上浦高速公路项目进行建设。

2020 年~2022 年，上饶交投分别实现工程款收入 22.23 亿元、19.82 亿元和 16.97 亿元，主要来自子公司所负责的国省道施工修建、公路等工程项目；毛利率分别为 13.70%、6.78%和 6.59%。

截至 2022 年末，上饶交投主要在建项目主要为上浦高速公路项目、弋阳县国省道公路升级改造项目、东岳大桥及玉丰隧道工程、吴楚立交桥等，计划总投资为 95.59 亿元，已完成投资 46.46 亿元。总体来看，公司在建交通类基础设施建设项目后续需要的投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

3. 土地开发整理

公司土地开发整理业务具有很强的区域专营性，但土地出让易受房地产市场波动及相关政策等因素影响，后续业务的开展及收入的实现具有一定的不确定性

公司土地开发整理业务主要由子公司上饶城投及上饶国资负责，其中上饶城投负责上饶市大型土地一级整理项目；上饶国资负责小型的土地一级整理项目，主要为道路、工业园及小区等土地整理项目，项目总投资规模较小。

³ 上饶交投成立于 2016 年 4 月。经上饶市国资委批准，上饶交投股东变更为上饶投控，成为上饶投控核心子公司之一。

上饶城投土地开发整理业务主要分为两类，其中第一类为上饶城投将自有的土地资产按照政府的规划进行开发后挂牌出让，上饶城投按土地出让返还金确认土地出让收入；第二类为上饶城投按照代建协议接受上饶饶东、上饶市人民政府等委托方委托，将协议规定区域内的土地进行“三通一平”后交给委托方，上饶城投按项目投资额并加成 10% 确认土地平整收入。第一类模式下，上饶城投获取的土地资产大部分来自于政府划拨，少量为通过招拍挂方式取得。

对于上饶国资承接的项目，在上饶市人民政府的指导下，上饶市土地储备中心与上饶国资下属子公司上饶市保障性住房投资建设有限公司签订《土地一级开发委托框架协议》，由上饶国资结合上饶市各片区功能定位、发展目标，对辖区范围内的土地进行开发整理。在土地达到可供出让条件后，交由上饶市土地储备中心进行出让。2020 年，陆港物流公司分别与上饶国资下属子公司中心区基建公司和铁路投资公司签订了《土地整理项目合作协议书》，委托上饶国资对上饶国际物流园区内的土地进行整理，每年末双方就完成的土地进行确认，并由陆港物流公司支付给上饶国资包含土地整理成本、间接成本和土地开发收益（一般为 15%）在内的整理费用。

2020 年~2022 年，受上饶市土地出让计划的影响，上饶城投未实现土地出让收入。同期，上饶国资分别实现土地开发收入 1.15 亿元、1.76 亿元和 4.24 亿元；毛利率分别为 13.04%、13.04%和 10.43%。

截至 2023 年 3 月末，上饶城投正在开发整理的土地项目主要为上饶城东土地一级整理项目、中心城区棚户区改造、老火车站棚户区综合改造项目和城南片区棚改项目，计划总投资为 235.41 亿元，已完成投资 280.90 亿元。其中上饶城东土地一级整理项目、中心城区棚户区改造和老火车站棚户区综合改造项目由于前期拆迁等原因，整理期限及投资额远超投资概算。截至 2022 年末，上饶国资正在开发整理的土地项目涉及土地面积共 2238.6 亩，总投资 11.10 亿元，尚需投资 6.32 亿元。上饶城投及上饶国资均暂无拟开发整理的土地项目。东方金诚关注到，公司土地出让易受房地产市场波动及相关政策等因素影响，后续业务的开展及收入的实现具有一定的不确定性。

4. 房地产开发

公司作为上饶市重要的安置房建设主体，区域专营地位很强；同时商品房项目储备较为充足，可持续性较好；但公司房地产业务的开展及收入的实现易受宏观、政策、市场等因素影响，存在一定的不确定性

公司房地产开发主要由子公司上饶城投和上饶国资负责，包括安置房及商品房的开发销售。安置房开发方面，公司负责上饶市范围的安置房建设业务，具有很强的区域专营性。公司主要通过自行筹资进行项目建设，并向特定对象按照约定条件销售。安置房项目（棚户区改造）由上饶市人民政府总体规划并牵头立项，土地由政府以划拨形式提供或由公司以招拍挂形式取得，由公司负责开发并通过招投标形式委托其他有资质的施工单位建设。待项目建成后，拆迁户对超出被拆迁面积 10 平方米（含）以内部分和超出被拆迁面积 10 平方米至 20 平方米（含）部分按相应的优惠价格购买，优惠价格由政府根据房屋评估价格、周边房屋市场价格和前期拆迁调研情况来确定；对超出 20 平方米以上部分则按照市场价格购买。商品房开发方面，公司按照市场化运营模式，将自建的商品房出售从而获取销售收入。

由于安置房的销售价格远低于市场价，通常难以弥补公司的开发成本，产生的亏损通常由安置小区内的小部分商业物业和多余房产向市场销售的形式做补偿，如还有亏损缺口则由政府以补贴或财政资金的形式给予弥补。

2020年~2022年，公司房屋销售收入分别为3.43亿元、4.51亿元和11.17亿元，2022年大幅增长主要系上饶国资商品房安厦智谷雅苑和安厦带湖雅苑项目实现预售收入6.98亿元所致。同期，该业务毛利率分别为14.64%、17.99%和5.20%，2022年大幅下降主要系确认收入的安置房项目亏损拉低整体毛利。

截至2022年末，上饶城投在建的安置房项目主要为御景新苑、龙潭星城、稼轩花园、春天新苑、龙潭安置小区等项目，计划总投资为118.11亿元，已完成投资72.43亿元。截至2022年末，上饶国资在建的安置房项目主要为茶圣中路棚改项目、奥体项目和桐子坞项目，在建的商品房项目主要为安厦智谷雅苑、安厦带湖雅苑和带湖阳光城项目，计划总投资120.02亿元，已投资86.51亿元。

总体来看，公司作为上饶市重要的安置房建设主体，业务具有很强的区域专营性。同时，公司商品房项目储备较为充足，近年来业务收入逐年增长，具备一定的可持续性；但房地产业务的开展及收入的实现易受宏观、政策、市场等因素影响，存在一定的不确定性。

公用事业板块

公司公用事业板块主要涉及自来水供水及设备安装、污水处理、公交运营、高速公路运营、机场运营和太阳能光伏发电等业务。

图表4 公司公用事业板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
自来水供水及设备安装	1.45	32.37	1.84	34.85	1.98	27.52
污水处理	0.21	35.14	0.28	21.62	0.28	10.16
公交运营	0.26	-549.78	0.25	-477.96	0.50	-328.94
高速公路运营	0.37	43.77	0.51	62.92	0.50	55.47
机场运营	1.38	-30.14	1.35	-36.69	1.43	-30.33
太阳能光伏发电	2.64	17.48	2.73	19.86	2.80	18.07
合计	6.32	-10.77	6.97	-1.84	7.49	-9.61

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 自来水供水及设备安装

公司是上饶市城区范围内唯一的自来水供水企业，业务具有很强的区域专营优势；近年来该业务收入逐年增长，毛利率保持较高水平

公司自来水供水业务由子公司水业集团负责。公司是上饶市城区范围内唯一的自来水供水企业，业务具有很强的区域专营优势。

截至2023年3月末，公司拥有城东水厂2座水厂，覆盖区域东至饶北河，西至楮溪河，南至车头村，北至珑山林，用水人口近22.64万户。

图表 5 近三年公司自来水供水业务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
日供水能力（万吨）	36	36	36
自来水售水量（万吨）	4382.58	4572.24	4685.43
供水管网漏损率（%）	8.76	8.66	8.54
水质综合合格率（%）	100.00	100.00	100.00
供水户数（万户）	18.27	19.42	22.64
管网长度（公里）	529.46	563.80	612.64

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司自来水供水业务成本主要包括原水费、药品费、电费、人工费及其他费用。2017 年 3 月中旬之前，公司原水取自于信江，取水口位于饶北河与信江河交汇口上游，为二类水源，水资源费上交至江西省水利厅，2015 年 9 月 1 日至 2017 年 3 月中旬，水资源费开始执行 0.08 元/立方米的征收标准；2017 年 3 月中旬之后，公司原水取自于大坳引水工程水库水，为一类水源。

供水价格方面，2009 年 5 月，上饶市根据《关于调整污水处理费、自来水价格通知》，将各项自来水用水价格全部上调并沿用至今。

图表 6 2009 年 5 月至今上饶市自来水供应价格（单位：元/吨）

项目	自来水价格	污水处理费	到户水价
居民生活用水	1.00	0.80	1.80
行政事业用水	1.30	0.80	2.10
工业用水	1.30	0.80	2.10
经营基建用水	2.00	1.10	3.10
特种行业用水	5.50	1.20	6.70

资料来源：公司提供，东方金诚整理

此外，根据《关于上饶市城市居民生活用水实施阶梯水价制度和制定上饶市大坳水库引水工程供水价格的通知》（饶发改收费字【2017】39 号），自 2018 年 1 月 1 日起，上饶市中心城区居民生活用水阶梯水价正式施行。同时，在阶梯水价的基础上，对于上饶市大坳水库引水工程供水价格制定为 0.32 元/吨，自 2018 年 4 月 1 日起，由引水受益的上饶市中心城区、上饶县城区、上饶经开区及应家、皂头、朝阳等乡镇的各自来水公司收取水费时另外加收。

图表 7 上饶市阶梯水价执行方案（单位：元/吨）

改革前用水类别		调整前	改革后用水类别		调整后
一类	居民生活用水	1.00	一类	居民生活用水	一级用水 1.20
					二级用水 1.85
					三级用水 3.80
二类	行政事业用水	1.30	二类	非居民生活用水	1.91
三类	工业用水	1.30			
四类	经营基建用水	2.00			
五类	特种行业用水	5.50	三类	特种行业用水	7.20

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020 年~2022 年，公司自来水供水及设备安装收入分别为 1.45 亿元、1.84 亿元和 1.98 亿元，逐年增长；毛利率分别为 32.37%、34.85%和 27.52%，保持较高水平。考虑到公司供水区域及体量较为稳定，预计将为公司带来持续稳定的现金流入，并保持良好的盈利能力。

2. 污水处理

公司污水处理业务区域专营性较强，但该业务收入及利润相对较低

公司污水处理业务主要由水业集团的子公司上饶市生活污水处理有限公司（以下简称“污水公司”）负责，污水处理业务收入来自于政府拨付的污水处理费。污水公司成立于 2013 年 10 月 10 日，目前主要负责运营江北污水处理厂，区域专营性较强。

江北污水处理厂坐落于上饶市信江之滨上饶县旭日镇旭日村，距市中心 5 公里，总占地面积 143.70 亩，建筑面积 1.75 万平方米。江北污水处理厂是由上饶市义垄环保产业开发有限公司通过委托代建模式投资兴建，工程总投资 1.50 亿元，于 2003 年 10 月开工建设，于 2007 年 10 月完成并投入使用。2013 年 8 月，上饶城投出资收购了上饶市义垄环保产业开发有限公司的特许经营权，并设立污水公司负责运营管理。污水公司取得的特许经营权起止日期为 2013 年至 2025 年。

污水处理费收费标准方面，2009 年 5 月，上饶市根据《关于调整污水处理费、自来水价格通知》，在调整自来水供水价格的同时，将市区的污水处理费收费标准亦做出了调整并沿用至今。

城市污水处理费纳入财政专户，实行“收支两条线”管理，专项用于城市污水处理设施的建设运行和维护，污水公司由财政每月拨付营运费用，污水处理量由相关政府部门以及污水处理公司共同确定，污水公司污水处理收入通过自来水公司代收污水处理费后全部上缴政府，政府按照协议的价格返还给公司，每月按照污水公司与政府相关部门共同确认的实际污水处理量进行污水处理费的结算，财政局实际应支付的污水处理费与预拨款之间的差额部分计入污水公司应收账款，年末由财政局统一结算并确认为营业收入。2020 年~2022 年，污水公司污水处理收入分别为 0.21 亿元、0.28 亿元和 0.28 亿元。

图表 8 近三年污水公司污水处理业务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
管网长度（公里）	11.98	11.98	11.98
污水处理能力（万吨/日）	20.00	20.00	20.00
污水处理量（万吨/日）	12.00	12.00	13.54

资料来源：公司提供，东方金诚整理

3. 公交运营

公司公交运营业务具有较强的公益性，该业务持续亏损，但得到了上饶市人民政府在财政补贴方面的有力支持

公司是上饶市重要的公共交通运营主体，公司公交运营业务具体由子公司上饶市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）负责。

2020 年，公交集团合并了数家县级公交公司，车辆及线路大幅增长。截至 2022 年末，上

饶公交拥有公交运营车辆 832 辆，覆盖 103 条公交线路。

图表 9 近三年公司公交运营业务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
运营车辆（辆）	698	847	832
公交线路（条）	80	89	103
年运营里程（万公里）	1960	2576	2626
客运总量（万人次/年）	3264	3581	2473
公交运营业务-营运收入（万元）	2115.56	1928.90	1976.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

票价方面，上饶市公交实行单一票价制度，空调客车票价为 2 元/人/次，普通客车票价为 1 元/人/次。由于城市公交业务具有较强的公益性，票价相对较低，加之存在学生卡、老年卡、IC 卡等乘车优惠因素，因而公司售票收入较为有限。此外，公交集团提供包车服务，业务模式为公交集团与企业签订协议，在特定时间段和特定地点对一些企业提供通勤包车服务并收取定额费用。同时，公交集团还扩展了修车、二维码、充电等附加业务。

2020 年~2022 年，公司公交运营里程逐年增长；客运总量有所下降，主要受当地居民出行意愿下降影响。同期，公司公交运营收入分别为 0.26 亿元、0.25 亿元和 0.50 亿元，毛利率分别为-549.78%、-477.96%和-328.94%。受车辆折旧、燃油费用、人工费用、维修保养费用较大等因素影响，公交运营成本高于运营收入，因而该业务暂处于亏损状态；但公交集团积极拓展附加业务，亏损状况不断改善。

公交运营业务是保证城市正常运转的基础行业，为了缓解公司运营成本上涨压力，上饶市人民政府在财政补贴方面给予了公司有力的支持。2020 年~2022 年，公司分别收到公交业务补贴 5026.17 万元、5069.98 万元和 4176.47 万元。

4.高速公路运营

近年来，公司高速公路运营业务收入相对稳定，毛利率保持较高水平；但项目投资规模较大，依靠通行费收入收回投资成本周期较长

公司高速公路运营业务由上饶城投的全资子公司上饶市上武高速公路经营管理有限责任公司（以下简称“上武高速公司”）负责。

2015 年，上饶市人民政府将上饶至武夷山高速公路项目的资产注入上饶城投。2017 年，上饶城投出资设立子公司上武高速公司。成立之前，上饶至武夷山（闽赣界）高速公路收费权由上武高速管委会收取，成立之后，该收费权转至上武高速公司。

上武高速公司主要负责经营上饶至武夷山（闽赣界）高速公路。上饶至武夷山（闽赣界）高速公路收费里程 52.97 公里，项目概算总投资 30.41 亿元；全线桥梁共 29 座，总长 6387.43 米；隧道共 5 座，总长 6575 米，桥隧占总里程的 25%；共设赣闽界武夷山、黄岗山、石塘、铅山 4 个收费站，其中赣闽界武夷山站为主线收费站。根据江西省发改委批复，武夷山（闽赣界）至上饶高速公路收费年限暂定 20 年，即 2011 年 11 月 16 日至 2031 年 11 月 15 日。2020 年~2022 年，公司车辆通行费收入分别为 0.37 亿元、0.51 亿元和 0.50 亿元；毛利率分别为 43.77%、62.92%和 55.47%。

总体来看，近年来公司高速公路运营业务收入相对稳定，毛利率保持较高水平；但项目投资规模较大，依靠通行费收入收回投资成本周期较长。

5.机场运营

因公司机场运营业务处于发展初期，运营成本相对较高，该业务持续呈现亏损状态；预计未来，随着机场客流量及航空路线的企稳及机场周边配套的逐渐投运，该业务具备一定的盈利空间

公司机场运营业务由上饶国资的全资子公司上饶三清山机场有限公司（以下简称“机场公司”）负责，机场公司负责运营上饶三清山机场。

2018年，上饶市国资委将机场公司股权划拨至公司。机场公司负责运营的三清山机场于2017年5月正式通航，建设规模为4C级支线机场，与城区公路距离16公里，拥有1条跑道、1条联络道、6个机位的站坪和1万平方米航站楼。三清山机场目前尚处于发展初期，客流量尚未稳定，因此该业务暂时依靠政府补贴进行资金运转。目前，该业务的收入来源为财政补贴，成本为机场公司支付给航空公司的航线补贴及机场资产的折旧摊销。2020年~2022年，公司机场运营收入分别为1.38亿元、1.35亿元和1.43亿元，毛利率分别为-30.14%、-36.69%和-30.33%，呈现亏损主要系资产折旧、支付的航线补贴较多，以及业务尚处于发展初期运营成本增加等因素所致。未来随着机场客流量及航空路线的稳定，以及机场周边配套逐渐对外出租，该业务收入有望增长。

6.太阳能光伏发电

公司光伏项目被纳入江西省第一批光伏扶贫项目，具备一定的政策性和专营优势，近年来光伏发电收入逐年增长

公司太阳能光伏发电收入主要来自部分建成后的上饶市光伏扶贫发电项目，由上饶城投子公司上饶市城投光伏发电有限公司负责，同时上饶国资亦负责少量光伏发电业务。

2020年~2022年，公司分别实现光伏发电收入2.64亿元、2.73亿元和2.80亿元。根据《江西省能源局、江西省扶贫和移民办关于下达第一批光伏扶贫项目的通知》（赣能新能字【2017】16号），公司的光伏项目被纳入第一批光伏扶贫项目。截至2022年末，上饶城投运营的光伏电站主要分布在广信区、横峰、鄱阳及余干等四个区县，装机容量为258.00MW。预计随着公司在建光伏项目的陆续完工，未来公司太阳能光伏发电收入将保持持续增长。

旅游服务板块

公司负责国家5A级三清山景区的运营及豪华型酒店龙潭湖宾馆的管理，形成了门票、酒店住宿、餐饮等收入，丰富了公司经营业务的多元化程度

公司旅游服务板块主要包括景区运营、餐饮服务及酒店运营等业务。

图表 10 公司旅游服务板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
景区运营	1.25	9.53	1.47	4.35	1.07	12.75
餐饮服务	0.34	0.81	0.34	27.98	0.50	11.45
酒店运营	0.18	83.35	0.17	23.76	0.16	23.74
合计	1.78	15.21	1.98	10.03	1.74	13.39

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1.景区运营

公司景区运营业务主要由子公司上旅集团⁴下属的三清山旅游产业发展集团有限公司负责，收入来源主要为三清山景区门票收入及景区内部分景点的项目收入。

三清山景区位于上饶市东北部，是国家重点风景名胜区、国家 5A 级旅游景区，被列入世界自然遗产名录、世界地质公园名录，是上饶市 3 个 5A 级旅游景区之一。2020 年~2022 年，公司景区运营收入分别为 1.25 亿元、1.47 亿元和 1.07 亿元，有所波动主要受宏观经济环境影响所致。

2.餐饮及住宿

公司餐饮及住宿业务主要由二级子公司上饶城投的子公司上饶市龙潭湖投资有限公司负责。2013 年 2 月，公司收购了上饶市龙潭湖投资有限公司 100% 的股权，取得了龙潭湖宾馆 100% 的权益。

上饶龙潭湖宾馆是一家按照五星级酒店标准设计兴建的集公务、商务、休闲、旅游度假型宾馆。宾馆位于上饶市拥有“八百亩城市心肺地”之称的龙潭湖公园内，东临上饶市行政中心，西接城区繁华商业圈，为上饶市公务接待首选酒店。2020 年~2022 年，公司餐饮收入分别为 0.34 亿元、0.34 亿元和 0.50 亿元；住宿收入分别为 0.18 亿元、0.17 亿元和 0.16 亿元。

国资运营板块

公司国资运营板块收入逐年增长，以委托贷款业务收入为主；公司委贷对象全部为国有企业，违约风险相对较小

公司国资运营板块以委托贷款、担保、物业管理和租赁业务为主。

1.委托贷款

公司委托贷款业务主要系公司本部、上饶城投和上饶国资利用其闲置资金，在上饶市人民政府批准下与其他上饶市国有企业签订委贷协议或资金拆借实现的利息收入。公司作为上饶市重要的投资融资平台，其实力较强，可以获得多途径的资金来源。公司将其委贷给其他国有企业，贷款期限 1~3 年不等，借款利率根据借款时间和金额，并参照同期银行贷款利率而定。考虑到全部为国有企业，违约风险相对较小。随着委贷金额增加，公司利息收入逐年增长。2020

⁴ 上旅集团成立于 2015 年 7 月，是上饶市人民政府为整合上饶市旅游资源而成立的重要平台。2015 年 9 月，经上饶市国资委批准，上旅集团股东变更上饶城投。

年~2022年，公司分别实现利息收入7.37亿元、8.67亿元和10.28亿元。

2.担保

公司担保业务主要由上饶国资子公司上饶市富饶融资担保有限责任公司（以下简称“富饶担保”）负责。富饶担保成立于2008年12月，截至2023年3月末注册资本为54000万元，是目前上饶市实力最雄厚、以国有资本为主体的担保公司。

富饶担保与浦发银行上饶分行、中国银行上饶市分行、上饶银行、北京银行等金融机构均签订了合作协议，为上饶市中小企业在上述金融机构融资提供担保，单笔担保金额不超过其注册资本的10%，即5000万元，总担保倍数不超过其注册资本的10倍，即500000万元，并按照担保金额的2%向被担保企业收取担保费，形成其担保费收入。富饶担保按照不超过当年年末担保责任余额1%的比例计提担保赔偿准备金，按照当年担保费收入50%的比例计提未到期责任准备金。2020年~2022年，富饶担保担保费收入分别为611.80万元、971.46万元和4667.39万元。

截至2022年末，富饶担保对外担保笔数2129笔，担保发生额57.80亿元，余额为57.68亿元。同期末，富饶担保共发生65笔代偿业务，应收代偿金额为1.23亿元；对于未追回的代偿业务，公司全部向法院提起诉讼，无法协商归还的均采取强制执行手段追偿，处置相关抵押物及个人财产，由于司法处置存在诸多不确定性具体回收时间难以预测。此外，富饶担保共有2笔已经发生逾期尚未代偿的担保业务，合计金额为2390万元。富饶担保正在采取积极有效的化解手段，由于所有的担保贷款均要求借款人提供了足额有效的风险缓释措施（抵押、保证等反担保方式），上述出现的代偿业务与逾期业务预计不会产生实质性风险或产生的实质性风险较小。

此外，公司亦从事物业管理业务和租赁业务。物业管理方面，公司对公开招租交付的物业与承租户签订物业管理合同，对承租户提供必要的物业服务，即对出租物业的消防安全、水电管理、质量安全隐患排查等进行综合管理监管，并收取物业管理费。租赁方面，公司将所有的写字楼、商铺等物业、林业和农垦资产等对外出租而收取租金收入。

数字金融板块

目前，公司数字金融板块包括信贷、融资租赁、保理、供应链管理、移动信息服务、保险产品服务等业务，主要由数字金融公司及其下属子公司负责。

1.信贷

信贷业务主要由数字金融公司下属的上饶市金控金融服务有限公司（以下简称“金控金服”）负责。公司主要通过借款、委托租赁等形式将资金借给上饶市区域内企业开展该业务。2020年~2022年，公司分别实现信贷收入1.56亿元、0.75亿元和1.14亿元。

2.融资租赁

融资租赁业务主要由数字金融公司下属的金源华兴融资租赁有限公司（以下简称“金源华兴租赁”）负责。数字金融公司作为发起设立股东持有金源华兴租赁35%的股权，同时江西云济投资有限公司、上饶市欧宝通科技发展中心（有限合伙）（以下简称“欧宝通”）和嘉印控

股份有限公司分别持有金源华兴租赁 20%、20%和 25%的股权。公司通过与欧宝通签署了一致行动协议而实际达成对金源华兴租赁的控股，于 2019 年将其纳入合并报表范围。公司融资租赁业务主要客户集中在光伏、公共事业、医疗领域，租赁合同期限集中分布于 1 至 3 年，租赁物主要涵盖光伏发电设备、医疗设备及社会公共设施。2020 年~2022 年，公司融资租赁收入分别为 2.30 亿元、2.56 亿元和 2.99 亿元。

3.保理

保理业务主要由数字金融公司下属的金控金服和及上饶市数金投商业保理有限公司负责。公司保理业务主要使用自有资金，所获利润为保理业务产生的保理利息，业务所涉及行业均为光伏行业的上游领域。2020 年~2022 年，公司保理收入分别为 0.16 亿元、0.06 亿元和 0.08 亿元。

4.供应链管理

供应链管理业务主要由数字金融公司下属的江西金诺供应链管理有限公司、上饶市数金投供应链管理有限公司、江西铜源国际供应链有限公司负责负责。根据公司与客户签订的采购合同，公司从供应商处采购相关商品后转售给客户，从中赚取差价。2020 年~2022 年，公司分别实现供应链管理收入 27.98 亿元、47.52 亿元和 37.46 亿元。2022 年，公司供应链管理业务前五大客户为江苏宝胜精密导体有限公司、晶科能源股份有限公司、江西展宇新能源股份有限公司、无锡市雄峰金属材料有限公司和上饶市宏创光伏材料有限公司，销售金额合计为 35.99 亿元。

2020 年，公司数字金融板块增加移动信息服务和保险产品服务。其中，移动信息服务和保险产品服务系公司于 2020 年收购上市公司天利科技而新增。天利科技成立于 2006 年 1 月，并于 2014 年 10 月在深圳证券交易所挂牌交易。2020 年，数字金融公司出资 9 亿元收购天利科技，成为天利科技的第一大股东。天利科技的移动信息服务具体包括移动代理服务器业务、信息通讯系统开发运营和软件定制；保险产品服务包括保险经纪、保险代理、保险科技和保险服务等。

铝业板块

2020 年，公司子公司上饶城投出资 12.89 亿元收购上市公司闽发铝业，并新增铝业板块。闽发铝业是国家标准 GB5237《铝合金建筑型材》、GB/T6892《铝合金工业型材》和国际标准 ISO28340《铝及铝合金复合膜》的主编单位和研制创新示范基地，拥有国家级中心实验室、福建省铝型材星火行业技术创新中心、福建省级企业技术中心，在技术研发、产品质量、生产工艺等方面均处于行业领先水平。闽发铝业主营业务包括建筑铝型材和工业铝型材的研发、生产及销售，其生产的建筑铝型材主要用于房地产开发、建筑工程、民用建筑、厂房等；工业铝型材主要用于电子电器、太阳能、交通运输等。2020 年~2022 年，公司铝业板块实现收入 9.14 亿元、22.19 亿元和 27.63 亿元，对公司营业收入形成了重要的补充。

企业管理

产权结构

截至 2023 年 4 月末，公司注册资本及实收资本均为 104.59 亿元；上饶市国资委为公司唯

一股东，上饶市人民政府为公司的实际控制人。

治理结构

公司不设股东会，由股东形成相应权利。

公司董事会由 7 人组成，董事会成员中应当有公司职工代表。董事会成员由上饶市国有资产监督管理委员会委派；但是，董事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举产生。其中董事长一名，可以设立副董事长，董事长、副董事长由出资人从董事会成员中指定。董事会每届任期为三年，任期届满，连选可以连任。

公司监事会由 5 名监事组成，其中职工代表的比例不低于三分之一；监事会成员由出资人委派；但是监事会成员中职工代表由公司职工代表大会选举产生。监事会主席由出资人从监事会成员中指定。监事任期每届为三年，任期届满，连选可以连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理（总裁）1 名，由董事会聘任或者解聘；总经理（总裁）对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作。

管理水平

公司内部设置办公室、董事会办公室、人力资源部、金融事业部、投资运管部、财务管理部、监察室、合规审计部、党群工作部、财务总监办公室和工程管理部，并在财务管理、预算管理、担保管理等方面制订了相关制度。综合来看，公司内部组织架构较为合理，管理制度较为健全。

财务分析

财务质量

公司提供了 2020 年~2022 年及 2023 年 1~3 月的合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年~2022 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2023 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

截至 2023 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共有 12 家（详见图表 1）。2020 年，公司合并报表范围的二级子公司减少工程管理公司 1 家；2021 年，公司合并报表范围的直接控股子公司未发生变化；2022 年，因上饶市市属国有企业优化升级，公司调整了直接控股子公司，多家原直接控股子公司调整为间接控股、原间接控股变更为直接控股子公司。

资产构成与资产质量

近年来，公司资产总额增长较快，但非流动资产及流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性较弱

近年来，公司资产总额增长较快，资本实力不断增强。从资产结构来看，2020 年~2022 年末及 2023 年 3 月末，公司流动资产和非流动资产均逐年增长，其中流动资产占比分别为 49.60%、48.98%、51.28%和 51.61%。公司流动资产主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成，其中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性较弱。

存货是公司流动资产中最主要的组成部分，主要为土地使用权和工程建设成本。近年来，随着项目建设的推进，公司存货增幅较大。2022年末，公司存货中合同履约成本642.67亿元，开发成本11.54亿元；其中土地使用权为32.75亿元，共计58宗，其中42宗土地通过出让取得，账面价值31.69亿元，仅1宗尚未取得土地使用权证，14宗土地由政府无偿注入、2宗为作价入股，均未缴纳土地出让金，已全部取得土地使用权证。同期，公司其他应收款亦增长较快，2022年末应收上饶市政府单位及其他国企、民企的往来款、押金及保证金等合计410.25亿元，前五名应收对象合计占其他应收款期末余额的比重仅为31.45%，集中度较低；同期末，公司其他应收款共计提坏账准备0.48亿元。2020年以来，公司应收账款逐年增加，主要为应收上饶饶东、上饶市财政局的基础设施及土地开发整理项目结算款。整体来看，公司应收类款项规模较大，对公司资金形成了一定的占用，且公司其他应收款中存在应收民营企业的借款，未来存在一定的回收风险。近年来，公司货币资金逐年下降，主要系债务的到期偿付及项目建设的资金投入增加所致，但规模仍较大，充裕程度尚可。

图表 11 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
资产总额	2675.05	2809.74	3013.22	3047.56
流动资产	1326.80	1376.28	1545.31	1572.94
存货	479.51	557.05	669.29	691.18
其他应收款	326.10	367.04	415.97	424.78
应收账款	180.66	188.34	198.76	212.76
货币资金	248.85	199.31	182.13	167.13
非流动资产	1348.26	1433.46	1467.91	1474.62
其他非流动资产	628.58	638.65	616.26	616.27
投资性房地产	257.22	262.27	258.09	258.09
在建工程	139.12	178.48	218.64	225.95
固定资产	119.11	128.78	124.40	123.39
其他非流动金融资产	0.31	76.69	90.61	90.76
可供出售金融资产	72.87	-	-	-

注：2022年末其他应收款中应收利息5.31亿元、应收股利0.40亿元，资料来源于公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动资产受上饶市人民政府无偿注入森林和农垦资源等资产的影响形成了较大规模，2022年末主要由其他非流动资产、投资性房地产、在建工程、固定资产和其他非流动金融资产构成。

2022年末，公司其他非流动资产主要为农垦资源资产及森林资源资产556.09亿元、委托贷款9.27亿元以及预付工程款及拆迁款等。其中，公司所获的森林资源资产为6.31亿元，主要系上饶市下属铅山县等市县（区）的林木资产和林地使用权，由上饶市人民政府作价出资注入，已通过林地租赁、生态旅游等林下经济产生收入；公司所获得农垦资产为549.78亿元，主要系上饶市下属上饶县、鄱阳县等区域的农用地等资产，由上饶市人民政府注入，该部分资产已产生少量租赁收入。

公司投资性房地产主要为上饶市人民政府划拨和公司购买的房屋资产，用于对外出租及出售。公司固定资产主要为光伏电站、房屋建筑物和景区的旅游设施等。随着项目建设进程的推进，公司在建工程增长较快，2022年末主要为医疗旅游先行区（核心区）项目、华为上饶云数

据中心等自建自营类项目。其他非流动金融资产系当期根据新金融工具准则由“可供出售金融资产”科目转入以及公司当期新增的投资，2022年末具体为对上饶市宏富光伏产业中心（有限合伙）等企业的债权类投资 64.97 亿元，以及对上饶市滨江投资有限公司、上饶市晶航新能源投资中心（有限合伙）等企业的股权类投资 25.63 亿元。

截至 2022 年末，公司受限资产为 171.30 亿元，主要为受限的 39.99 亿元货币资金、44.90 亿元投资性房地产、12.91 亿元固定资产以及受限金额合计为 73.51 亿元的在建工程、应收票据、子公司股权等，上述受限资产合计占资产总额的比重为 5.68%。

资本结构

得益于股东及相关各方多次向公司划拨资产，公司净资产实力不断增强，形成了较大规模的所有者权益

得益于股东及相关各方多次向公司划拨资产，公司净资产实力不断增强，形成了较大规模的所有者权益。2020 年以来，公司实收资本均为 104.59 亿元，主要系上饶市国资委以货币资金方式对公司进行的增资。其他权益工具主要为公司发行的“19 上饶投资 MTN001”、“20 上饶投资 MTN003”等永续债券，随着公司对发行永续债券的逐步赎回，近年来其他权益工具逐年下降。资本公积主要为股东及相关各方向公司及下属子公司无偿划拨股权、森林和农垦资源、土地使用权、房屋使用权和雨污水管网、资本金等资产所致；未分配利润为公司历年经营活动产生的净利润累积；少数股东权益为少数股东持有的子公司上饶市农垦产业投资发展有限责任公司、上饶市绿色产业投资集团有限公司等子公司股权。

图表 12 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
所有者权益	1296.65	1254.30	1255.79	1253.56
实收资本	104.59	104.59	104.59	104.59
其他权益工具	77.81	23.00	14.00	10.00
资本公积	513.16	517.81	522.00	520.63
未分配利润	61.51	68.29	77.67	78.07
少数股东权益	477.64	478.61	475.51	476.52

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

因融资需求增加，近年来公司负债总额快速增长，流动负债和非流动负债均保持增长态势

因融资需求增加，近年来公司负债总额快速增长，流动负债和非流动负债均保持增长态势。结构上，公司非流动负债占比较高。

公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、其他应付款和其他流动负债构成。随着借款及债券等的陆续到期，公司一年内到期的非流动负债整体呈现大幅增长，2022 年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的应付债券 255.61 亿元、长期借款 86.61 亿元、长期应付款 31.60 亿元和应付利息 16.02 亿元。近年来公司短期借款有所波动，主要用于补充流动资金。

近年来，公司其他应付款逐年增长，主要为应付其他单位的往来款；2022 年末，公司其他应付款中重要应付对象为上饶市机关事务管理局（25.49 亿元）、鄱阳县众恒医疗养老中心工程

项目部（10.25 亿元）、上饶市中心区管委会（9.63 亿元）、上饶市上投一号基金管理中心（有限合伙）（5.00 亿元）和上饶市房地产管理局棚改资金专户（3.03 亿元），合计占应付其他单位款项的比重为 63.15%。2021 年末，公司其他流动负债增幅较大，系公司及下属子公司发行“21 上饶投资 CP001”、“21 上饶投资 SCP002”、“21 上饶城投 SCP001”等多只短期债项所致。2022 年末，公司其他流动负债中短期融资券为 29.41 亿元、直接融资工具 3.00 亿元。

公司非流动负债主要由应付债券、长期借款和长期应付款构成。公司应付债券系公司发行的“18 上饶投资 MTN001”、“19 上投 01”等债项一年以上到期的余额；2022 年末，因部分债券转为一年内到期的非流动负债，公司应付债券有所下降。公司长期借款规模较大，主要为本部及下属子公司因项目建设及其他各业务板块规模扩张而向金融机构取得的长期银行借款，借款银行包括“工农中建”四大国有银行，民生银行、兴业银行等多家股份制商业银行，以及国家开发银行、农业发展银行等政策性银行，借款利率均在 7.5%及以下。公司长期应付款呈现波动增长，主要为应付金融机构融资租赁借款、政府债资金及应付上饶市财政局等政府部门的款项等。2022 年末，公司长期应付款大幅增长，其中包含专项应付款 6.21 亿元，用于大坳引水环境治理项目等，此外包含应付渝农商金融租赁有限责任公司等金融机构的融资租赁借款 117.75 亿元（包含一年内到期部分）。

图表 13 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
负债总额	1378.41	1555.44	1757.43	1794.01
流动负债	445.29	573.70	751.48	771.87
一年内到期的非流动负债	203.46	251.26	389.85	381.37
短期借款	96.77	99.51	94.90	107.89
其他应付款	53.52	64.75	84.55	84.88
其他流动负债	6.15	52.73	36.29	36.31
非流动负债	933.11	981.74	1005.95	1022.14
应付债券	503.54	562.23	537.99	518.77
长期借款	326.04	316.23	307.03	356.37
长期应付款	71.81	70.46	127.35	113.40

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近年来公司全部债务大幅增长，债务率不断上升，面临较大的短期偿债压力；考虑到项目建设的尚需投资规模较大，预计债务指标将维持高位

近年来，公司全部债务大幅增长，资金主要用于偿还陆续到期的债务、项目建设以及补充流动资金等。2022 年末，公司短期有息债务 517.16 亿元，同比增幅较大，占全部债务比重为 35.76%，面临较大的短期偿债压力。同时，近年来公司资产负债率不断上升，考虑到项目建设的尚需投资规模较大，预计债务指标将维持高位。此外，考虑到公司将赎回其发行的永续债券（2022 年末余额为 14.00 亿元），则 2022 年末，公司大口径全部债务为 1460.12 亿元。

图表 14 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
全部债务	1192.10	1326.35	1446.12	1463.79
其中：长期有息债务	887.77	939.95	928.96	945.12
短期有息债务	304.32	386.40	517.16	518.67
资产负债率	51.53	55.36	58.32	58.87

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司对外担保余额合计为 194.15 亿元，担保比率为 15.46%，担保对象以上饶市及其下辖区县的国有企业为主；其中，公司子公司富饶担保因担保业务产生的在保余额为 57.68 亿元。整体来看，公司对外担保规模较大，且区域集中度较高，存在一定的代偿风险。

盈利能力

公司营业收入逐年增长，利润总额对财政补贴依赖程度较强，且盈利指标处于较低水平，公司总体盈利能力较弱

得益于业务的多元化开展，近三年公司营业收入逐年增长，营业利润率有所提高；期间费用规模较大，以财务费用和管理费用为主，对营业收入形成一定侵蚀。同期，公司利润总额及净利润均有所波动，且利润总额对财政补贴依赖程度较强。从盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率均处于较低水平，盈利能力较弱。

图表 15 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
营业收入	140.57	158.76	160.28	39.91
营业利润率	9.16	9.93	11.07	8.98
期间费用	15.11	19.26	15.36	3.29
期间费用/营业收入	10.75	12.13	9.58	8.25
利润总额	18.23	14.94	16.29	0.77
财政补贴	10.43	12.12	6.96	-
净利润	12.27	10.15	12.19	0.56
总资本收益率	0.92	1.01	0.88	-
净资产收益率	0.95	0.81	0.97	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

公司经营性现金流对波动较大的往来款及主营业务回款存在依赖，投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

2020 年以来，公司经营活动现金流入主要为收到项目款、经营性业务回款、往来款、财政补贴等形成的现金流入；现金收入比率有所提高，主营业务现金获取能力有所增强。同期，公司经营活动现金流出主要是公司支付工程款、经营性业务成本支出以及往来款等形成的现金流出。近三年，公司经营性净现金流持续小规模净流入，对波动较大的往来款及主营业务回款存在依赖，未来存在一定的不确定性。

图表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
经营活动现金流入	244.53	259.34	269.81	169.85
现金收入比率（%）	66.35	100.14	97.15	94.01
经营活动现金流出	242.21	258.67	268.01	165.33
经营性净现金流	2.32	0.68	1.81	4.52
投资活动现金流入	91.53	55.50	49.80	9.93
投资活动现金流出	275.99	122.31	111.71	26.32
投资性净现金流	-184.45	-66.81	-61.91	-16.40
筹资活动现金流入	600.03	539.85	613.01	227.77
筹资活动现金流出	399.80	516.20	560.89	223.69
筹资性净现金流	200.23	23.65	52.12	4.08
现金及现金等价物净增加额	18.10	-42.48	-7.89	-7.80

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2020 年以来，公司投资活动现金流入主要为赎回理财等收到的现金；投资活动现金流出主要为购买房屋、自建自营类项目建设、股权及债权投资等所支付的现金，其中 2020 年支出规模较大系收购上市公司天利科技和闽发铝业所致；投资性净现金流持续表现为净流出。

2020 年以来，公司筹资活动现金流入主要为取得银行借款、发行债券、收到项目资本金和股东增资等所收到的现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息所支付的现金；筹资性净现金流持续净流入，随着债务的集中到期，2021 年~2022 年筹资性净现金流规模显著回落。公司资金来源对筹资活动依赖较大。

偿债能力

考虑到公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主营业务的区域专营性、稳定性及可持续性均很强，且业务构成较为多元，融资渠道较为通畅，公司自身的偿债能力很强

从短期偿债能力指标看，近年来，公司流动比率、速动比率均有所下降，但仍维持在较高水平，现金比率水平较低。公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性较弱，对流动负债的实际保障程度有待提升。公司货币资金对短期有息债务的保障程度较弱。公司经营性现金流具有一定的不确定性，对流动负债的保障程度缺乏稳定性。

从长期偿债能力指标来看，近年来，公司长期债务资本化比率及全部债务资本化比率均有所增长，处于行业中等水平；EBITDA 对利息及全部债务的保障程度较弱。

公司 2023 年到期债务 517.16 亿元，将通过货币资金储备、主营业务回款、外部融资及直接融资等渠道进行偿还。2022 年末，公司货币资金为 182.13 亿元，其中占比较大的非受限货币资金系公司偿还有息债务的第一保障。同时，公司工程建设板块、公用事业板块、旅游服务板块等主营业务可带来一定规模的现金流，对偿债资金形成支撑。公司与多家银行保持良好合作关系，融资渠道较为顺畅，截至 2023 年 3 月末，公司主要商业银行授信总额为 925.60 亿元，未使用授信额度 391.16 亿元。同时，公司直接融资渠道较为通畅，近年公司发行成功率较高、续发能力较强；公司亦将通过直接融资途径进行债务置换，从而调整债务期限结构。

图表 17 公司偿债能力情况

项目	2020 年 (末)	2021 年 (末)	2022 年 (末)	2023 年 3 月(末)
流动比率 (%)	297.96	239.90	205.64	203.78
速动比率 (%)	190.28	142.80	116.57	114.24
现金比率 (%)	55.89	34.74	24.24	21.65
货币资金短债比 (倍)	0.82	0.52	0.35	0.32
经营现金流动负债比率 (%)	0.52	0.12	0.24	-
长期债务资本化比率 (%)	40.64	42.84	42.52	42.99
全部债务资本化比率 (%)	47.90	51.40	53.52	53.87
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.70	0.76	0.63	-
全部债务/EBITDA (倍)	33.20	32.79	41.57	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主营业务的区域专营性很强、稳定性及可持续性很强，且业务构成较为多元，同时公司融资渠道较为通畅，资金的备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2023 年 5 月 22 日，公司本部已结清和未结清贷款中均无不良/违约类或关注类贷款信息。截至本报告出具日，公司及下属子公司在资本市场所发行的各类债务融资工具/债券均已按期支付本息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中3月CPI同比仅为0.7%，PPI同比则连续6个月处于通缩状态。2023年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

上饶市设立于2000年10月，是江西省的东大门，属于江西省距长三角城市群中心区、闽浙沿海城市群中心区最近的地级市之一，为江西融入长三角对接海西经济区的桥头堡。截至2022年末，上饶市下辖3区、8县和1个代管县级市⁵，并设有国家级上饶经济技术开发区，总面积22791平方公里，是江西省国土面积第三大市。同期末，上饶市常住人口为643.53万人，系江西省人口第三大市。

从区位来看，上饶市毗邻我国经济发展最具活力的浙江和福建两省，处于长江三角洲经济区及海西经济区两大经济区的辐射交叉点，不仅是中西部省份通往闽浙沪的前沿，也是江浙沪闽向中西部省份辐射的腹地，拥有承东启西、连接南北的区位优势。

从交通条件来看，近年来，随着京福高铁、沪昆高铁建成通车，三清山机场建成通航以及上饶无水港的逐步推进，上饶市已成为我国长江中下游经济发达地区东西向与南北向的交汇点，一个以高速铁路、高速公路、三清山机场、上饶无水港、福州港上饶码头为基础构架的海陆空综合立体交通网络基本成型。

从资源禀赋来看，上饶市已探明矿产资源有70余种，其中铜储量占全国储量的16.8%，拥有亚洲最大的铜矿——德兴铜矿，丰富的矿产资源为上饶市发展工业主导型经济提供了基本条件，也为上饶市承接沿海地区产业转移提供了原料基础。旅游资源方面，上饶市是我国第七批优秀旅游城市之一，拥有3个国家5A级景区，34个国家4A级景区，为江西省4A级以上景区最多的地级市，在江西省率先实现“县县拥有4A景区”。

⁵ 根据《上饶市人民政府关于调整部分行政区划的通知》（饶府字〔2019〕38号），撤销上饶县，设立上饶市广信区，以原上饶县的行政区域为广信区的行政区域。截至本报告出具日，上饶市下辖3区包括信州区、广丰区和广信区；8县包括玉山县、铅山县、横峰县、弋阳县、余干县、鄱阳县、万年县和婺源县；1个代管县级市为德兴市。

近年来，上饶市逐步构建“2+4+N”的产业体系，在有色金属、光伏新能源、旅游等产业的驱动下，经济总量在江西省各地级市中位居中上游，经济实力很强

上饶市经济总量在江西省各地级市中位居中上游，近年来保持快速发展，经济实力很强。2022年，上饶市地区生产总值3309.70亿元，总量位居江西省第五位。上饶市下辖各区、县（市）的经济发展较为均衡。得益于毗邻上饶市行政中心、浙江及福建两个沿海发达省份前沿位置的优越条件，上饶市的信州区、广丰区等区具有一定的经济实力；上饶市下辖的鄱阳、余干及万年等县，均因接受省会南昌市及千年瓷都景德镇市的经济辐射而发展较好。

图表 18 上饶市主要经济指标及对对比情况（单位：亿元、%）



资料来源：2020 年~2022 年上饶市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

上饶市工业虽起步较晚，但在我国工业化快速推进、新经济加快崛起的背景下，上饶市作为不沿边不靠海的内陆欠发达城市，依托其区位交通、原材料成本等优势，已发展成为国家加工贸易梯度转移及台资企业转移重点承接基地。上饶市逐步构建“2+4+N”的产业体系，即有色金属和光伏新能源两大主导产业，并着力发展电子信息、非金属材料、汽车、机械制造四个重点产业，同时推进生物医药、纺织服装、绿色食品等 N 个特色产业。光伏新能源方面，上饶市龙头企业晶科能源已经拥有 4 张上市牌照，光电转换效率、组件出货量均居全球之首，带动上饶市光伏产业升级为千亿产业。有色金属方面，上饶市依托德兴铜矿延伸发展铜产业链，近年来更有江铜集团铜箔生产项目等重大项目入驻以及江铜（上饶）工业园区铜杆铸造项目等重点项目顺利投产，有效加快全市有色金属产业的转型升级和绿色发展的步伐。预计未来，随着“2+4+N”产业体系的逐步落地，上饶市将凭借其四省通衢的区位优势及承接沿海产业转移的便利条件，在区域经济发展中赢得优势，工业经济发展潜力较大。

近年来，依托丰富的旅游资源优势，上饶市旅游业强劲复苏，游客接待量和旅游收入逐年增长。2020 年~2022 年，上饶市实现旅游总收入 2194.5 亿元、2250.1 亿元和 2301.6 亿元，同比增长 1.6%、4.20%和 2.22%。上饶市旅游业的迅速发展带动餐饮、住宿等服务业保持较高增长。同时，上饶市金融市场运行平稳，并依托上饶经开区金融产业园聚集了百余家金融机构，

初步形成了以银行、证券、保险等传统金融机构为主，租赁、保理、担保等多种新型金融业态为辅的现代金融机构体系，较为有力的保障了区域发展的投融资和消费需求。近年来受全国房地产市场低迷影响，上饶市房地产开发投资增速逐年下降；目前房地产行业回暖仍需时间，上饶市房地产业发展尚存一定压力。

近年来，上饶市一般公共预算收入逐年增长，税收收入占比维持稳定，政府性基金收入规模较大，财政实力很强

近年来，上饶市一般公共预算收入逐年增长，其中税收收入占比维持在 66%以上。从税收构成来看，上饶市税收收入以增值税、契税、城市维护建设税、企业所得税为主，2022 年上述税种分别为 78.5 亿元、22.1 亿元、16.4 亿元和 13.9 亿元。上饶市人民政府性基金收入逐年下降，主要系受宏观经济影响，土地市场不景气，土地出让收入下降所致。上饶市人民政府性基金收入总体规模较大，但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。

近年来，上饶市一般公共预算支出持续扩大，其中 2022 年的刚性支出⁶为 391.9 亿元，占一般公共预算支出的比重为 49.37%；政府性基金支出有所波动。2020 年~2022 年，上饶市财政自给率⁷分别为 30.27%、31.38%和 31.61%，一般公共预算收入对支出的保障程度有待提升。

截至 2022 年末，上饶市政府债务余额为 1118.19 亿元，较上年末增长 249.98 亿元，增幅较大。

据初步统计，2023 年 1~3 月，上饶市实现一般公共预算收入 103.32 亿元，同比增长 11.4%；一般公共预算支出 239.65 亿元，同比增长 2.7%。

图表 19 上饶市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	666.28	602.40	530.10
一般公共预算收入	227.00	236.00	250.90
其中：税收收入	151.57	160.80	168.80
政府性基金收入	439.28	366.40	279.20
2 上级补助收入	-	-	-
列入一般公共预算的上级补助收入	-	-	-
列入政府性基金的上级补助收入	-	-	-
财政收入（1+2）	-	-	-
1 地方财政支出	1269.92	1171.70	1226.00
一般公共预算支出	750.02	752.10	793.80
政府性基金支出	519.90	419.60	432.20
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	-	-	-
地方债务限额	795.20	983.39	1233.48
地方债务余额	689.85	869.16	1118.19
政府负债率	26.29	28.56	33.79

资料来源：2020 年~2022 年上饶市财政预算执行情况，东方金诚整理

⁶ 刚性支出包括一般公共预算服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生 4 项支出。

⁷ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

综上所述，东方金诚对上饶市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

支持意愿

作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，公司在增资、资产划拨、财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持

上饶市拥有 2 家重要的基础设施建设主体，分别为公司和上饶创投。其中，公司作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要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；上饶创投主要从事上饶经济技术开发区范围内的基础设施建设、供水及污水处理等业务，以及产业基金投资业务。整体来看，上饶市城投公司的职能区分较为清晰，业务分工较为明确。

作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，公司在增资、资产划拨、财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持。增资方面，截至 2023 年 3 月末，公司实收资本由成立之初的 13.80 亿元增加至 104.59 亿元，资本实力不断增强。资产划拨方面，自成立以来，公司累计获得上饶市人民政府无偿注入的土地使用权 58.62 亿元，房屋使用权 105.38 亿元，雨污水管网 15.56 亿元，森林及农垦资源资产 556.03 亿元，以及上饶城投、上饶国资、水业集团等企业的股权等资产。上述资产的划拨，助力公司打造工程建设、公用事业服务、旅游服务、农业投资等运营板块。财政补贴方面，2020 年~2022 年，公司分别获得财政补贴 10.43 亿元、12.12 亿元和 6.96 亿元。

考虑到公司将继续在上饶市的基础设施建设及国有资产运营领域中发挥重要作用，股东及各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对上饶市的地区经济及财政实力、股东及各方对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及各方对公司的支持作用很强。

抗风险能力及结论

东方金诚认为，公司从事的工程建设业务具有很强的区域专营优势，同时还从事公用事业服务、旅游服务、国资运营和数字金融服务等经营性业务，业务构成较为多元。同时，东方金诚也关注到，公司全部债务增长较快且面临较大的短期偿债压力，考虑到项目建设的尚需投资规模较大，预计债务将进一步增长；公司资产中非流动资产及变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性较弱；公司经营性现金流对波动较大的往来款及主营业务回款存在依赖，投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

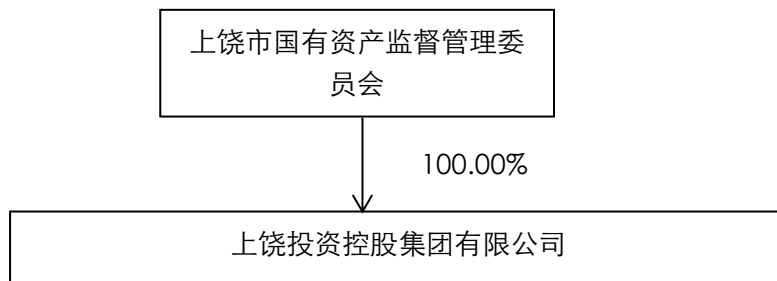
上饶市逐步构建“2+4+N”的产业体系，在有色金属、光伏新能源、旅游等产业的驱动下，经济总量在江西省各地级市中位居中上游，经济实力很强；公司作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，在增资、资产划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持。

综上所述，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“20 上饶投资 MTN001”、“20 上饶投资 MTN002”、“20 上饶投资 MTN003”、“22 上饶投资 MTN001”、“21 上控 01”、“22 上控 01”、“22 上控 04”、“23 上控 01”、“20 上投集团债/20 上

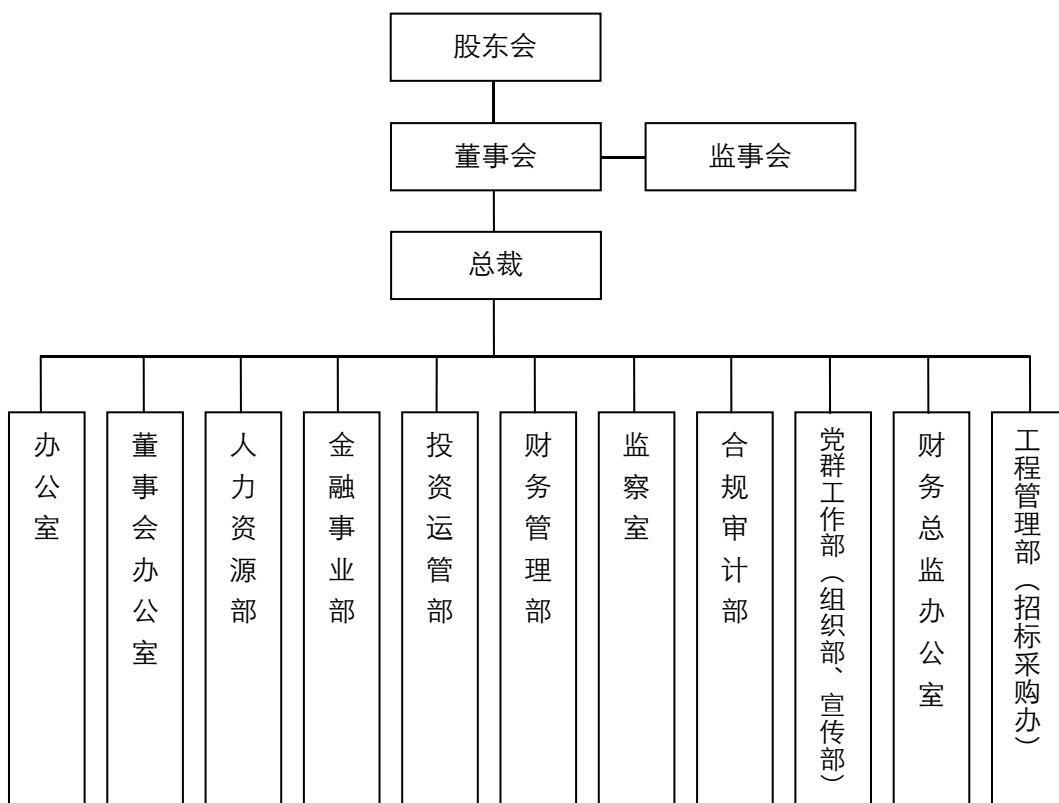
投债”、“21 上投集团债 01/21 上投 01”、“22 上投集团债 01/22 上饶 01”、“22 上投集团债 02/22 上饶 02”信用等级均为 AAA，维持“23 上饶投资 CP001”信用等级为 A-1。

附件一：截至 2023 年 4 月末公司股权结构和组织架构图

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	2675.05	2809.74	3013.22	3047.56
存货	479.51	557.05	669.29	691.18
其他非流动资产	628.58	638.65	616.26	616.27
其他应收款	326.10	367.04	415.97	424.78
投资性房地产	257.22	262.27	258.09	258.09
在建工程	139.12	178.48	218.64	225.95
负债总额	1378.41	1555.44	1757.43	1794.01
应付债券	503.54	562.23	537.99	518.77
一年内到期的非流动负债	203.46	251.26	389.85	381.37
长期借款	326.04	316.23	307.03	356.37
长期应付款	71.81	70.46	127.35	113.40
全部债务	1192.10	1326.35	1446.12	1463.79
短期有息债务	304.32	386.40	517.16	518.67
所有者权益	1296.65	1254.30	1255.79	1253.56
营业收入	140.57	158.76	160.28	39.91
净利润	12.27	10.15	12.19	0.56
经营活动产生的现金流量净额	2.32	0.68	1.81	4.52
投资活动产生的现金流量净额	-184.45	-66.81	-61.91	-16.40
筹资活动产生的现金流量净额	200.23	23.65	52.12	4.08
主要财务指标				
营业利润率（%）	9.16	9.93	11.07	8.98
总资本收益率（%）	0.92	1.01	0.88	-
净资产收益率（%）	0.95	0.81	0.97	-
现金收入比率（%）	66.35	100.14	97.15	94.01
资产负债率（%）	51.53	55.36	58.32	58.87
长期债务资本化比率（%）	40.64	42.84	42.52	42.99
全部债务资本化比率（%）	47.90	51.40	53.52	53.87
流动比率（%）	297.96	239.90	205.64	203.78
速动比率（%）	190.28	142.80	116.57	114.24
现金比率（%）	55.89	34.74	24.24	21.65
货币资金短债比（倍）	0.82	0.52	0.35	0.32
经营现金流动负债比率（%）	0.52	0.12	0.24	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.70	0.76	0.63	-
全部债务/EBITDA（倍）	33.20	32.79	41.57	-

附件三：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（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
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

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。