

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0371 号

玉山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“21 玉山专项债/21 玉投债”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“21 玉山专项债/21 玉投债”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月二十日

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，东方金诚与受评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20日至2024年6月19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20日

玉山投资控股集团有限公司 主体及“21 玉山专项债/21 玉投债”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
AA/稳定	2023/6/20	AA/稳定	孟 洁	刘镇漫

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
21 玉山专项债/21 玉投债	AAA	AAA
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		

玉山投资控股集团有限公司是上饶市玉山县重要的基础设施建设和棚户区改造主体，主要从事玉山县内的基础设施建设、棚户区改造、房屋租赁和商品销售等业务。玉山县国有资产监督管理委员会为公司唯一股东和实际控制人。

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%	21.0
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%	6.8
	净资产收益率		5%	2.3
	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%	9.0
	货币资金短债比		5%	3.0
	EBITDA 利息倍数		5%	2.3
	全部债务/EBITDA		5%	2.3
基础评分输出结果			a+	
调整因素			无	
个体信用状况（BCA）			a+	
外部支持评价	外部支持能力		G3	
	外部支持意愿		S1	
评级模型结果			AA	
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

玉山投资控股集团有限公司是上饶市玉山县重要的基础设施建设和棚户区改造主体，主要从事玉山县内的基础设施建设、棚户区改造、房屋租赁和商品销售等业务。玉山县国有资产监督管理委员会为公司唯一股东和实际控制人。

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，上饶市经济实力依然很强，玉山县经济实力依然较强；公司主营业务仍具有很强的区域专营性，继续获得股东及相关各方的支持；江西省融资担保集团有限责任公司为“21 玉山专项债/21 玉投债”提供的担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到，公司面临一定的资本支出压力，资产流动性依然较弱，现金流情况一般。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“21 玉山专项债/21 玉投债”到期不能偿还的风险极低。

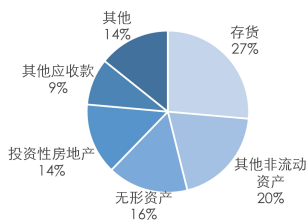
同业比较

项目	玉山投资控股集团有限公司	永修县城市建设投资开发有限公司	分宜县城市建设投资开发有限公司	万载投资发展集团有限公司
地区	上饶市玉山县	九江市永修县	新余市分宜县	宜春市万载县
GDP 总量 (亿元)	290.2	315.7	230.1	262.6
人均 GDP (元)	55700*	-	83491	53767*
一般公共预算收入 (亿元)	16.8	21.0	15.3	17.9
政府性基金收入 (亿元)	13.0	6.8	15.9	36.0
地方政府债务余额 (亿元)	61.0	61.9	55.4	71.1
资产总额 (亿元)	311.20	144.11	82.63	239.48
所有者权益 (亿元)	150.53	79.36	59.08	89.99
营业收入 (亿元)	19.18	16.15	7.87	5.94
净利润 (亿元)	1.66	1.17	0.90	1.82
资产负债率 (%)	51.63	44.93	28.50	62.42

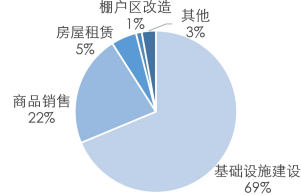
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年，标“*”数据系估算所得，全文同
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022 年)



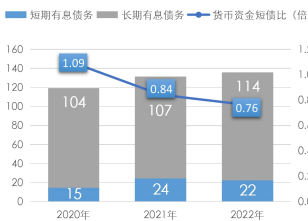
公司营业收入构成 (2022 年)



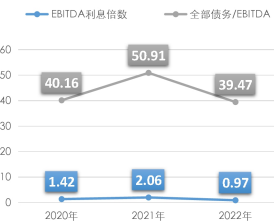
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额	287.86	296.96	311.20
所有者权益	155.30	148.54	150.53
营业收入	7.77	15.63	19.18
净利润	1.44	1.53	1.66
全部债务	119.19	131.52	135.90
资产负债率	46.05	49.98	51.63
全部债务资本化比率	43.42	46.96	47.45

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2020 年	2021 年	2022 年
地区	上饶市玉山县		
GDP 总量	225.9	265.5	290.2
人均 GDP (元)	43487	52846	55700*
一般公共预算收入	17.3	17.7	16.8
政府性基金收入	28.3	22.2	13.0
财政自给率	33.6	34.9	32.6
政府负债率	15.1	17.4	21.0

优势

- 跟踪期内, 上饶市经济实力依然很强, 其下辖的玉山县经济增长较快, 机械制造和电子信息等产业带动工业经济持续发展, 综合经济实力依然较强;
- 公司继续从事玉山县范围内的基础设施建设和棚户区改造等业务, 区域专营性依然很强;
- 作为玉山县重要的基础设施建设和棚户区改造主体, 公司在财政补贴等方面得到股东及相关各方的支持;
- 江西担保集团为“21 玉山专项债/21 玉投债”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建和拟建项目投资规模较大, 面临一定的资本支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高, 资产流动性依然较弱;
- 公司经营性现金流易受项目结算款和往来款影响而存在波动, 投资性现金流持续净流出, 筹资活动净现金流转为净流出, 现金流情况一般。

评级展望

预计上饶市和玉山县经济将保持增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营性, 能够持续得到股东及相关各方的支持, 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
AA/稳定	AAA (21 玉山专项债/21 玉投债)	2022/06/08	张若茜 刘镔漫	《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	AA+ (21 玉山专项债/21 玉投债)	2021/05/31	张若茜 张天辰	《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	存续期	增信措施	增信方
21 玉山专项债/21 玉投债	2022/06/08	5.00 亿元	2021/06/16~2028/06/16	连带责任保证担保	江西省融资担保集团有限责任公司/AAA/稳定

注：“21 玉山专项债/21 玉投债”设置本金提前偿还条款。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及玉山投资控股集团有限公司（以下简称“玉投集团”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

公司前身为玉山投资控股有限公司，是经玉山县人民政府（以下简称“玉山县政府”）批准，由玉山县国有资产监督管理委员会（以下简称“玉山县国资办”）于 2016 年 3 月出资成立的国有独资公司，初始注册资本为 7.15 亿元人民币。截至 2022 年末，公司注册资本和实收资本均为 7.15 亿元，玉山县国资办为公司的唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司作为上饶市玉山县重要的基础设施建设和棚户区改造主体，继续从事玉山县内的基础设施建设、棚户区改造、房屋租赁和商品销售等业务。

截至 2022 年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共 33 家，详见附件二。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2022 年末，公司发行的“21 玉山专项债/21 玉投债”已按时偿还到期利息，暂未到本金兑付日，募集资金已使用完毕。

“21 玉山专项债/21 玉投债”由江西省融资担保集团有限责任公司（以下简称“江西担保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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

跟踪期内，公司营业收入有所增长，仍主要来自于基础设施建设和商品销售业务；毛利润和综合毛利率亦有所增长

跟踪期内，公司作为玉山县重要的基础设施建设和棚户区改造主体，继续从事玉山县内的基础设施建设、棚户区改造、房屋租赁和商品销售等业务。

2022年，公司营业收入有所增长，仍主要来自基础设施建设和商品销售业务。其中，基础设施建设收入受项目建设及结算进度影响增幅明显；棚户区改造业务收入规模仍较小；房屋租赁业务收入主要来源于安置房、商铺等房产对外出租收取的租金，收入规模较为稳定；砂石、建材和机器设备等商品销售业务是营业收入的有益补充，跟踪期内收入规模小幅下降；其他收入主要来源于公交运营和公务用车服务等业务。

跟踪期内，公司毛利润有所增长，受基础设施建设业务毛利润影响较大；综合毛利率亦有所增长。

图表1 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

类别	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	5.58	71.77	9.13	58.44	13.18	68.72
棚户区改造	0.24	3.10	0.26	1.64	0.22	1.15
房屋租赁	0.92	11.87	1.01	6.45	0.97	5.08
商品销售	0.90	11.57	4.31	27.58	4.27	22.24
其他	0.13	1.69	0.92	5.89	0.54	2.82
合计	7.77	100.00	15.63	100.00	19.18	100.00
类别	2020年		2021年		2022年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	1.26	22.55	1.96	21.43	3.14	23.84
棚户区改造	0.24	100.00	0.26	100.00	0.22	100.00
房屋租赁	0.92	100.00	0.97	96.53	0.81	83.12
商品销售	-0.18	-20.19	0.05	1.13	0.04	0.94
其他	-0.06	-46.29	-0.03	-2.73	0.19	34.90
合计	2.18	28.04	3.21	20.54	4.40	22.95

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司继续从事玉山县内的基础设施建设业务，该业务仍具有很强的区域专营性；

公司在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力

跟踪期内，公司作为玉山县重要的基础设施建设主体，继续从事玉山县内的基础设施建设业务，该业务仍具有很强的区域专营性。公司基础设施建设业务主要由本部、直接控股子公司玉山县玉投置业有限公司（以下简称“玉投置业”）及玉山县工投实业集团有限公司（以下简称“工投实业”）、间接控股子公司玉山县城市资产经营有限责任公司（以下简称“玉山城资”）及玉山县经济开发区投资开发有限公司（以下简称“玉山经开投”）等负责，主要采用代建管理、委托代建和自建自营模式，建设资金主要来源于自有资金、外部融资和财政资金等，较上年无重大变化。2022年，公司确认基础设施建设收入13.18亿元。

截至2022年末，公司主要在建的基础设施项目包括玉山县秀美乡村建设项目、江西省上饶市玉山县怀玉乡村旅游小城镇建设工程项目、高新区西外环路升级改造工程和高新区高压线整体迁改工程等，计划总投资额82.70亿元，累计完成投资额为54.53亿元，尚需投资不少于42.49亿元。

图表2 截至2022年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	累计投资	尚需投资
高新区西外环路升级改造工程	委托代建	9.80	7.83	1.97
高新区高压线整体迁改工程	委托代建	6.50	5.42	1.08
文成街道办事处山背后水库供水管水塔工程施工	委托代建	4.23	3.54	0.69
玉山县轴承产业园A区块建设项目	委托代建	1.35	0.52	0.83
蔬菜大棚项目	委托代建	1.30	0.06	1.24
电子一路道路工程	委托代建	1.14	0.96	0.18
电子二路道路工程	委托代建	0.79	0.66	0.13
车辆检测中心停车场（二手车交易市场）	委托代建	0.70	0.62	0.08
冰溪文化村（沿河景观）	委托代建	0.61	0.14	0.47
城西停车场	委托代建	0.58	0.02	0.56
逸夫足球场及地下停车场建设项目	委托代建	0.52	0.31	0.21
玉山县农村人居环境改善工程建设项目	代建管理	7.30	8.95	-
上饶市玉山县农村基础设施提升工程项目	代建管理	1.90	1.27	0.63
高标准农田	代建管理	1.67	0.62	1.05
桥头公园景观及地下停车场	代建管理	0.27	0.24	11.36
江西省上饶市玉山县怀玉乡村旅游小城镇建设工程项目	自建自营	7.90	5.05	2.85
玉山县漏底旅游景区基础设施建设项目	自建自营	5.47	3.65	1.82
老旧小区改造项目	自建自营	5.60	1.47	4.13
玉山县秀美乡村建设项目*	自建自营	5.42	3.00	2.42
衢饶示范区智能制造产业基地项目（第一期）	自建自营	4.57	5.91	-
农村路网项目	自建自营	2.97	0.77	2.20
城北学校建设项目	自建自营	2.10	0.07	2.03
玉山县金沙溪西岸景观设计施工总承包项目	自建自营	2.03	0.20	1.83
玉山县县道改造工程项目	自建自营	1.87	0.47	1.40
数字总部经济园	自建自营	1.85	0.40	1.45
玉山县职业教育基础设施建设项目	自建自营	1.63	0.58	1.05
玉山县中小学项目	自建自营	1.56	1.22	0.34

图表2 截至2022年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	累计投资	尚需投资
江西省上饶市纪委监委玉山廉政教育中心建设项目	自建自营	0.55	0.11	0.44
玉山县人民医院传染病防控、救治设施（含人防地下室工程）	自建自营	0.52	0.47	0.05
幼儿园工程项目	自建自营	0.44	0.35	2.20
合计	-	82.70	54.53	不少于42.49

资料来源：公司提供，标“*”项目为“21玉山专项债/21玉投债”募投项目，部分项目累计投资额超过计划总投资系原材料及人工成本上涨所致，东方金诚整理

截至2022年末，公司重点拟建基础设施项目包括乡镇砂岩矿场资源综合利用项目、光伏发电及新能源充电桩建设项目和玉山县乡村振兴农业产业化提升项目等，计划总投资额为29.36亿元。

图表3 截至2022年末公司重点拟建基础设施项目情况（单位：年、亿元）

项目名称	建设周期	计划总投资
乡镇砂岩矿场资源综合利用项目	2023-2025	10.00
光伏发电及新能源充电桩建设项目	2023-2025	6.50
玉山县乡村振兴农业产业化提升项目	2023-2025	6.06
年产10万台毫米波传感器、5万台流量传感器生产项目	2023-2024	4.50
黑猪养殖及屠宰场基础设施建设项目	2023-2025	0.95
府前小学（立本小学）建设项目	2023-2025	0.78
凤凰小学改扩建项目	2023-2024	0.40
玉山一中综合教学楼项目	2023-2025	0.17
合计	-	29.36

资料来源：公司提供，东方金诚整理

整体来看，公司在建和拟建的基础设施项目投资额较大，面临一定的资本支出压力。

棚户区改造

跟踪期内，公司继续负责的棚户区改造业务仍具有很强的区域专营性；在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力

跟踪期内，公司继续负责玉山县内的棚户区改造业务，该业务仍具有很强的区域专营性。公司棚户区改造业务主要由本部、直接控股子公司玉投置业及间接控股子公司玉山县玉投实业有限公司（以下简称“玉投实业”）负责，主要采用代建管理模式，建设资金主要来源于自有资金和外部融资等，较上年无重大变化。2022年，公司确认棚户区改造业务收入0.22亿元。

截至2022年末，公司在建的棚户区改造项目主要包括玉山县棚户区（城中村）玉紫路西侧改造项目、玉山县棚户区（城中村）玉紫路东侧改造项目、玉山县棚户区改造城中村十字街建设项目、玉山县棚户区（城中村）东城片区建设项目等，计划总投资为50.57亿元，累计投资45.29亿元，尚需投资7.15亿元。同期末，公司主要拟建棚户区改造项目为2023年棚户区改造项目，计划总投资4.08亿元，计划建设周期为2023年至2025年。总体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

图表 4 截至 2022 年末公司在建的棚户区改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设主体	计划总投资	累计投资	尚需投资
玉山县棚户区（城中村）玉紫路西侧改造项目	玉投实业	10.62	9.67	0.95
玉山县棚户区（城中村）玉紫路东侧改造项目 ¹	玉投实业	11.32	13.19	-
玉山县棚户区改造城中村十字街建设项目	玉投置业	11.28	9.35	1.93
玉山县棚户区（城中村）东城片区建设项目	玉投实业	11.80	8.65	3.15
古城墙东南侧棚改项目	玉投集团	0.45	0.33	0.12
文成塔周边棚改项目	玉投集团	0.20	0.11	0.09
冰溪文化村项目	玉投集团	4.90	3.99	0.91
合计	-	50.57	45.29	7.15

资料来源：公司提供，东方金诚整理

房屋租赁

2022 年，公司房屋租赁业务收入小幅下降，对房屋租赁补贴依赖程度仍较大

公司自成立以来，玉山县政府陆续向公司划转安置房、商铺等房产，主要由公司本部、子公司玉山县国有资产经营有限公司（以下简称“玉山国资”）负责对外出租。截至 2022 年末，公司对外出租房产账面价值为 44.16 亿元，计入投资性房地产科目。同期末，公司可租赁房屋面积为 70.14 万平方米。根据公司与玉山县政府签订的房屋租赁协议，玉山县政府将公租房、商铺等房产委托代管单位进行管理，由代管单位自用房产或对外出租并收取租金，公司最终与玉山县财政局统一确认并获取租金收入。

2022 年，公司实现房屋租赁收入 0.97 亿元；同期，公司房屋租赁业务毛利率为 83.12%，同比有所下降主要系出租房屋产生维护修缮成本所致。

商品销售

公司商品销售业务主要包括砂石、建材、机器设备和石油销售，对公司营业收入形成一定补充；该业务毛利润和毛利率水平较上年基本持平

公司销售业务主要包括砂石、建材、机器设备和石油销售。砂石销售方面，玉山县政府于 2020 年向公司划入价值 50.03 亿元的灰岩石方经营处置权²，硬岩石总储量 2.25 亿吨，软岩石储量 1.19 亿吨。砂石的销售主要由间接控股子公司玉山县玉投砂石有限公司（以下简称“玉投砂石”）负责，业务模式为自产自销，销售客户主要为个人和建筑公司。2022 年，公司确认砂石销售收入 927.37 万元。

建材销售业务主要由间接控股子公司玉山县融畅建材有限公司³（以下简称“融畅建材”）负责，融畅建材从供应商手中采购建材类材料如钢筋、水泥等，后销售给项目施工企业。2022 年，公司确认建材销售收入 2055.30 万元。

机器设备等产品销售由间接控股子公司玉山县工投供应链管理有限公司⁴（以下简称“工投

¹ 受人工及原材料成本上升影响，玉山县棚户区（城中村）玉紫路东侧改造项目累计投资额超过计划总投资额。

² 根据《玉山县人民政府办公室抄告单》（玉府办抄字【2020】404 号），玉山县政府将玉山县衢饶示范区玉山区块的全部灰岩石方经营处置权无偿划转给公司的子公司玉山县玉投砂石有限公司。

³ 融畅建材成立于 2020 年 11 月 23 日，注册资本 2 亿元，控股股东为公司的直接控股子公司玉山县城市建设投资开发有限公司。

⁴ 玉山县工投供应链管理有限公司成立于 2020 年 3 月 18 日，截至 2021 年末，该公司注册资本 2.00 亿元，唯一股东为工投实业。

供应链”）负责，主要销售产品包括机械、工业白油、医疗器械、钢材、铝锭等大宗产品。工投供应链该业务运营模式为以销定采，将采购的大宗产品销售给下游企业。2022 年，公司确认机器设备等产品销售收入 37160.20 万元。

2022 年，公司新增石油销售业务，该业务由直接控股子公司玉山龙达石油贸易有限公司（以下简称“龙达石油”）负责，龙达石油从供应商手中采购成品油并对外销售。2022 年，公司确认石油销售收入 1411.42 万元。

企业管理

跟踪期内，公司注册资本和实收资本均未发生变化；2022 年，玉山县国资办为公司唯一股东和实际控制人。

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 2022 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 2022 年财务数据进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司的审计机构未发生变更。

截至 2022 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 33 家，较 2021 年末减少 4 家。其中，玉山城资、玉投实业、玉投砂石、玉山县玉投农业开发有限公司和玉山县玉投产业基地开发有限公司 5 家公司由公司直接控股变更为间接持股；新增 1 家直接控股子公司，系投资设立的龙达石油。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额继续增长，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比高，资产流动性依然较弱

跟踪期内，公司资产规模继续增长，资产构成较为平衡。2022 年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货组成。

2022 年末，公司货币资金较为充裕，仍主要为银行存款，其中受限金额 7.21 亿元，为银行存单和保证金；应收账款主要为与玉山县公路桥涵工程公司、玉山县财政局和江西省玉山县建筑工程公司等项目结算款，年末随着项目建设推进有所增长；其他应收款主要为公司与玉山县政府部门和其他国有企业产生的往来款，2022 年末应收单位前五名为玉山县财政局（12.22 亿元）、玉山县房屋征收补偿办公室（3.36 亿元）、玉山县水务投资开发有限公司（以下简称“玉山水投”）（1.40 亿元）、玉山县人民法院（1.32 亿元）和玉山县国资办（1.23 亿元）等，以上应收对象合计金额占其他应收款的比例为 66.14%。总体来看，公司应收类款项规模较大，对公司资金形成一定占用。

跟踪期内，公司存货仍主要由土地使用权和基础设施建设成本组成，大幅增长主要系项目建设进度推进所致。2022 年末，公司土地账面价值为 24.69 亿元，均已办理土地使用权证，土地性质为商业住宅用地、科教用地以及工业用地等；其中已缴纳土地出让金 13.96 亿元。同期

末，存货中采用委托代建和自建自营模式建设的基础设施开发成本为 54.92 亿元。总体来看，公司存货的变现能力相对较弱。

图表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
资产总额	287.86	296.96	311.20
流动资产合计	122.22	132.97	148.82
货币资金	16.09	20.42	17.01
应收账款	5.48	11.84	18.49
其他应收款	29.31	32.00	29.07
存货	69.47	65.78	82.12
非流动资产合计	165.64	163.99	162.38
投资性房地产	55.34	45.23	44.16
无形资产	50.13	50.09	50.10
其他非流动资产	56.01	62.04	61.43

资料来源：公司审计报告，其他应收款不含应收利息及应收股利，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动资产规模小幅下降，主要由投资性房地产、无形资产和其他非流动资产构成。公司的投资性房地产仍主要为玉山县政府划入的安置房及商铺等房产以及公司自购房产；无形资产规模维持稳定，主要为灰岩石方经营处置权 50.03 亿元；其他非流动资产主要为采用代建管理模式的基础设施建设项目以及棚户区改造项目的建设成本，跟踪期内规模较为稳定。

截至 2022 年末，公司受限资产为 32.75 亿元，占资产总额的比重为 10.52%，包括货币资金 7.21 亿元、用于抵押的投资性房地产 23.02 亿元、固定资产 2.48 亿元及无形资产 0.05 亿元。

资本结构

跟踪期内，受益于公司经营活动产生的净利润累积，公司所有者权益规模小幅增长

2022 年末，公司所有者权益小幅增长，其中，实收资本无变化；资本公积规模基本稳定。同期末，公司其他综合收益与上年持平，仍为投资性房地产评估增值形成；未分配利润有所增长，为经营净利润的累积。

图表 6 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
实收资本	7.15	7.15	7.15
资本公积	135.63	127.35	127.67
其他综合收益	9.25	9.25	9.25
未分配利润	3.06	4.59	6.25
合计	155.30	148.54	150.53

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，受融资需求增长影响，公司负债总额有所增长，负债结构仍以非流动负债为主

跟踪期内，受融资需求增长影响，公司负债总额有所增长，流动负债和非流动负债均呈现增长态势。2022 年末，公司负债结构仍以非流动负债为主，非流动负债占负债总额的比重为

72.77%。

2022 年末，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中，公司短期借款主要为向中国工商银行股份有限公司玉山县支行、中信银行股份有限公司上饶分行和上饶银行股份有限公司玉山支行等银行的借款，年末小幅下降；应付账款有所增长，主要为应付的工程款；其他应付款规模继续上升，主要为与其他单位的往来款，包括上饶市富饶金融服务有限责任公司（1.53 亿元）、玉山县自来水公司（0.91 亿元）、玉山县光海大数据发展有限公司（0.67 亿元）、玉山县汇晟建设构成有限公司（0.65 亿元）和玉山县绿色产业投资开发有限公司（0.51 亿元）等；一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款（7.39 亿元）、应付债券（3.04 亿元）和长期应付款（1.97 亿元）。

图表 7 公司负债构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
负债总额	132.56	148.42	160.67
流动负债	24.60	37.80	43.75
短期借款	6.83	6.34	5.77
应付账款	2.29	1.43	2.86
其他应付款	3.28	6.98	9.49
一年内到期的非流动负债	7.13	14.63	12.40
非流动负债	107.96	110.62	116.92
长期借款	58.81	67.34	78.06
应付债券	11.91	14.38	17.00
长期应付款	33.75	25.58	18.54

资料来源：审计报告，其他应付款不含应付利息及应付股利，长期应付款不含专项应付款，东方金诚整理

2022 年末，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。跟踪期内，公司长期借款大幅增长主要系项目融资需求增加所致，主要为来自中国农业发展银行的棚户区改造资金（合计 45.58 亿元）及其他商业银行的项目贷款资金等，借款利率主要集中在 3.96%~9.90%⁵。同期，公司应付债券有所增长，主要系 2022 年发行的“22 玉山控股债/22 玉投债”，募集资金用于衢饶示范区智能制造产业基地项目（第一期）建设以及补充营运资金。2022 年末，公司长期应付款有所下降，主要为融资租赁款和非金融机构借款，借款主要用于玉山县棚户区（城中村）东城片区建设项目和城北学校项目等。

2022 年末，公司全部债务为 135.90 亿元，同比略有增长，债务结构仍以长期有息债务为主。同期末，公司资产负债率较 2021 年末小幅增长。从债务期限结构来看，公司短期有息债务为 22.31 亿元，其中短期借款 5.77 亿元、应付票据 4.14 亿元、一年内到期的长期借款 7.39 亿元、应付债券 3.04 亿元及长期应付款 1.97 亿元，2022 年末短期有息债务规模同比有所下降。

图表 8 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
全部债务	119.19	131.52	135.90
其中：短期有息债务	14.71	24.23	22.31

⁵ 玉山县玉投生态环保（集团）有限公司从江西裕民银行取得的银行借款期限为 2021 年 11 月至 2023 年 11 月，利率为 9.90%，2022 年末余额为 0.50 亿元。

图表 8 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
长期有息债务	104.48	107.29	113.59
资产负债率	46.05	49.98	51.63

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

公司对外担保金额较大，担保比率很高，存在一定的代偿风险

截至 2022 年末，公司对外担保金额为 16.79 亿元，担保比率为 11.15%，被担保对象均为玉山县事业单位及国有企业，代偿风险相对较小。

图表 9 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方名称	担保金额
玉山县御山矿业有限公司	7.83
玉山县汇晟建设工程有限公司	4.30
玉山县人民医院	2.10
玉山县公路桥涵工程公司	1.40
玉山县中医院	1.16
合计	16.79

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和净利润持续增长，但主要盈利指标仍处于较低水平，盈利能力较弱

2022 年，公司营业收入有所增长，受项目结算进度和商品销售收入影响较大；同期，公司营业利润率同比小幅增长。跟踪期内，公司期间费用小幅增长，2022 年仍主要为财务费用和管理费用，占营业收入的比重为 7.01%。2022 年，公司利润总额和净利润均有所增长，补贴收入占利润总额的比重较小。公司主要盈利指标仍处于较低水平，盈利能力仍较弱。

图表 10 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	7.77	15.63	19.18
营业利润率	22.87	17.91	19.63
期间费用	0.98	1.28	1.35
利润总额	2.18	1.87	2.39
补贴收入	0.34	0.34	0.06
净利润	1.44	1.53	1.66
总资本收益率	0.74	0.73	0.84
净资产收益率	0.93	1.03	1.10

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营现金流呈现净流入，但易受波动性较大的项目结算款和往来款影响

而存在不确定性；投资性现金流持续净流出，筹资活动净现金流转为净流出，现金流情况一般

2022年，公司经营活动现金流入主要为基础设施建设项目回款、销售收入、房屋租金收入、财政补贴，以及往来款形成的现金流入；现金收入比率小幅增长，现金获取能力有所提升。同期，公司经营活动现金流出主要为支付基础设施建设工程款和往来款形成的现金流出。公司经营活动现金流维持净流入，但易受波动性较大的往来款和项目结算款影响而存在不确定性。

2022年，公司投资活动现金流入规模仍较小，主要为理财产品收益；投资活动现金流出主要系项目建设和对外投资支付的现金。同期，公司筹资活动现金流入主要为公司外部融资形成的现金流入；筹资活动现金流出主要为偿还债务本金和利息的现金流出，受债务集中到期影响有所增长。

跟踪期内，公司现金及现金等价物净增加额由正转负，现金流状况一般。总体来看，公司经营现金流呈现净流入，但易受波动性较大的项目结算款和往来款影响而存在不确定性；投资性现金流持续净流出，筹资活动净现金流转为净流出，现金流情况一般。

图表 11 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入	69.30	15.08	23.65
现金收入比率	66.66	67.18	87.20
经营活动现金流出	70.21	11.31	22.73
经营活动产生的现金流量净额	-0.92	3.77	0.92
投资活动现金流入	0.29	0.23	0.98
投资活动现金流出	5.91	8.35	3.72
投资活动产生的现金流量净额	-5.63	-8.12	-2.74
筹资活动现金流入	25.90	45.02	47.54
筹资活动现金流出	18.14	36.92	53.25
筹资活动产生的现金流量净额	7.76	8.11	-5.71
现金及现金等价物净增加额	1.21	3.76	-7.53

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

偿债能力

考虑到公司承担了玉山县范围内的基础设施建设和棚户区改造，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标来看，2022年，公司流动比率和速动比率均维持在较高水平，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性仍较差，流动资产对流动负债的实际保障能力较弱；同期，公司现金比率有所下降，主营业务现金获取能力降低。跟踪期内，公司货币资金对短期有息债务的覆盖程度仍较弱。

从长期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率呈增长态势，EBITDA 利息倍数有所下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍较弱。同时，公司经营活动现金流受波动性较大的往来款和项目结算款影响，存在一定的不确定性，对公司债务的保障缺乏稳定性。

图表 12 公司偿债能力指标情况（单位：%）

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
流动比率	496.75	351.81	340.16
速动比率	214.41	177.78	152.44
现金比率	65.40	54.04	38.88
货币资金短债比（倍）	1.09	0.84	0.76
经营现金流动负债比率	-3.72	9.99	2.10
长期债务资本化比率	40.22	41.94	43.01
全部债务资本化比率	43.42	46.96	47.45
EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	2.06	0.97
全部债务/EBITDA（倍）	40.16	50.91	39.47

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

公司 2023 年到期债务规模为 22.31 亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款及发行债券）、财政补贴等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2022 年公司经营性净现金流为 0.92 亿元，但公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性。间接融资方面，截至 2022 年末，公司获得银行、金融租赁公司等多家金融机构综合授信 90.47 亿元，尚未使用额度 17.01 亿元。直接融资方面，公司储备了中期票据、PPN 等债券批文额度合计 24.00 亿元，尚未使用额度为 4.40 亿元。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了玉山县范围内的基础设施建设和棚户区改造，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

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 15 日，公司本部已结清和未结清贷款信息中均无不良类/关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行过的各类债券均已如期履约偿付。

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面支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

1. 上饶市

上饶市地区经济保持增长，在江西省各地级市中位居中上游，工业及第三产业发展稳健，经济实力依然很强

2022年，上饶市地区生产总值达3309.7亿元，总量位居江西省第五位。跟踪期内，上饶市工业经济稳健增长，其中光伏新能源和电子信息发展势头较好，规模以上增加值同比分别增长41.9%和12.8%。光伏新能源方面，上饶市龙头企业晶科能源成为全球首家光伏组件出货量达到130GW的组件制造商；电子信息方面，上饶市数字经济发展综合指数位居全江西省第二，2022年数字经济营业收入达2900亿元，其中大数据及关联产业达到1150亿元。跟踪期内，上饶市旅游业稳定发展，并带动餐饮、住宿等服务业保持较高增长。2022年，上饶市实现旅游总收入2301.6亿元，同比增长2.22%。

图表 13 上饶市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	2624.3	4.1	3043.5	9.0	3309.70	5.1
规模以上工业增加值	-	5.0	-	12.0	-	9.1
第三产业增加值	1326.1	4.4	1525.7	10.0	1659.50	4.3
全社会固定资产投资	-	9.3	-	11.3	-	8.6
社会消费品零售总额	1229.4	3.5	1448.9	17.9	1533.70	5.9
三次产业结构	11.3: 38.2: 50.5		10.4: 39.5: 50.1		10.0: 39.8: 50.2	

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

跟踪期内，上饶市一般公共预算收入保持增长，财政实力很强

跟踪期内，上饶市一般公共预算收入保持增长，其中税收收入占比达 67%，较上年下降 0.86 个百分点。2022 年，上饶市政府性基金收入下降较多，主要系国有土地出让收入减少所致，其受土地出让计划和房地产市场波动等因素影响，未来仍存在一定的不确定性。

图表 14 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）	666.28	602.40	530.10
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）	1269.92	1171.70	1226.00
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

政府债务方面，截至 2022 年末，上饶市政府债务余额 1118.19 亿元，其中一般债务余额为 413.45 亿元，专项债务余额为 704.74 亿元。

2.玉山县

跟踪期内，玉山县经济增长较快，机械制造和电子信息等产业带动工业经济持续发展，综合经济实力依然较强

跟踪期内，玉山县经济增长较快，2022 年生产总值达到 290.20 亿元，在上饶市下辖 12 个区县中处于中游水平；增速为 5.4%，高于江西省（4.7%）和上饶市（5.1%）平均水平，综合经

济实力依然较强。

2022年，玉山县规上工业企业完成营业收入615亿元，总量位列全市第二；规模以上工业增加值同比增长9.2%，高于全市平均水平0.1个百分点，列全市第五。同期，玉山县33个工业大类中有16个行业增加值实现增长。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械和器材制造业，电力、热力生产和供应业分别增长216.7%、172.2%和93.7%。旅游业方面，玉山县拥有世界自然遗产、国家重点风景名胜区——三清山、国家森林公园怀玉山、武安山、天梁风景区和三清湖等景区。依托独特的文化旅游资源，玉山县连续荣获“中国县域旅游综合实力百强县”，旅游产业发展良好。2022年，玉山县旅游接待人数超过1780万人次，同比增长9.8%；旅游收入约156亿元，同比增长8%。

图表 15 玉山县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	225.87	4.6	265.50	9.4	290.20	5.4
人均 GDP（元）	43487	20.0	52846	15.4	55700*	-
规模以上工业增加值	104.49	5.1	120.00	11.8	-	9.2
第三产业增加值	110.95	4.2	127.30	10.8	139.00	4.0
全社会固定资产投资	106.22	9.7	118.43	11.5	128.55	8.5
社会消费品零售总额	129.40	4.4	153.20	18.4	162.50	6.1
三次产业结构	8.8: 42.1: 49.1		9.5: 42.6: 48.0		9.1: 43.0: 47.9	

资料来源：2020年~2021年玉山县国民经济和社会发展统计公报、2022年玉山县经济运行分析等，标“*”人均GDP根据2022年GDP增速估算，东方金诚整理

跟踪期内，玉山县一般公共预算收入和政府性基金收入均有所下降，财政实力仍较强

2022年，玉山县一般公共预算收入完成16.84亿元，同比下降4.6%；其中税收收入占比为67.69%，构成上主要包括增值税、企业所得税和契税等。同期，受国有土地使用权出让收入减少影响，玉山县政府性基金收入大幅下降。

2022年，玉山县一般公共预算支出和政府性基金支出均小幅增长；同期，玉山县财政自给率为32.59%，地方财政自给程度仍较弱。

政府债务方面，截至2022年末，玉山县地方政府债务余额为61.02亿元，其中一般债务余额为18.41亿元，专项债务余额为42.61亿元。

图表 16 玉山县财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	45.58	39.80	29.86
一般公共预算收入	17.33	17.66	16.84
其中：税收收入	12.00	12.23	11.40
政府性基金收入	28.25	22.15	13.02
2 上级补助收入	26.26	21.44	-
列入一般公共预算的上级补助收入	23.87	21.09	-
列入政府性基金的上级补助收入	2.39	0.35	0.70
财政收入（1+2）	71.84	61.24	-
1 地方财政支出	81.73	74.31	76.86

一般公共预算支出	51.51	50.53	51.67
政府性基金支出	30.22	23.79	25.19
2 上解上级支出	1.59	2.51	-
财政支出 (1+2)	83.32	76.82	76.86
地方债务限额	39.03	52.08	66.73
地方债务余额	34.03	46.25	61.02
政府负债率	15.07	17.42	21.03

资料来源：2020 年~2021 年玉山县财政决算、2022 年玉山县预算执行情况，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对上饶市、玉山县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较强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备较强的支持能力。

支持意愿

作为玉山县重要的基础设施建设和棚户区改造主体，公司在财政补贴等方面得到股东及各方支持

玉山县从事基础设施建设的国有企业主要有 3 家，分别为玉山县旅游投资开发有限公司（以下简称“玉山旅投”）、玉山水投和公司。玉山旅投主要从事玉山县范围内与旅游板块相关的基础设施建设等业务；玉山水投主要负责玉山县范围内的水利等基础设施建设业务；公司作为玉山县重要的基础设施建设和棚户区改造主体，主要从事玉山县内的基础设施建设、棚户区改造等业务，在财政补贴等方面得到股东及相关各方的支持。

2022 年，公司收到财政补贴收入 627.29 万元。

考虑到公司将继续在玉山县的基础设施建设领域中发挥重要作用，股东及各方将继续给予公司支持，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、玉山县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较强。

增信措施

江西担保集团为“21 玉山专项债/21 玉投债”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

江西担保集团成立于 2012 年，是在江西省 7 家担保公司基础上组建成立的省级担保机构，初始注册资本为 10.00 亿元。2019 年 3 月，江西省财政厅下属企业江西省财政投资集团有限公司（以下简称“江西财投集团”）以货币资金形式向江西担保集团新增注册资本 20.00 亿元，江西担保集团的实收资本达到 30.00 亿元，于 2020 年 4 月完成工商变更。2022 年 5 月，江西财投集团、江西省财惠通实业有限公司及江西省财政厅以货币资金形式分别向江西担保集团新增注册资本 12.60 亿元、1.40 亿元和 6.00 亿元，均已缴足。截至 2022 年末，江西担保集团的注册资本及实收资本均增至 50.00 亿元；江西财投集团持有其 74.05% 股权，实际控制人为江西省财政厅。

江西担保集团在江西省融资担保体系中处于核心地位，资本实力在江西省内融资担保公司中保持前列，区域竞争优势明显；得益于良好的银保合作关系，江西担保集团批量化贷款担保业务和债券担保业务发展较快，担保业务收入稳步上升；江西担保集团资金运用以银行存款为

主，I类资产占比超过80%，流动性处于同业较好水平；江西担保集团系江西省内唯一对接国家融资担保基金的省级担保机构，承担建设全省政府性融资担保体系的职责，在资本补充、风险补偿方面能够得到江西省财政厅的大力支持。

东方金诚也关注到，江西担保集团融资性担保业务客户所处行业以工业、批发零售业、建筑业、租赁和商务服务业为主，行业集中度较高；江西担保集团大额融资性担保业务及“银担经营快贷”等批量化担保业务风险有所暴露，新增代偿大幅上升，累计代偿回收率处于同业较低水平，面临较大处置回收压力和损失风险；受担保费率偏低、准备金支出规模较大影响，江西担保集团整体盈利能力偏弱，同时随着融资担保放大倍数的快速上升，江西担保集团未来仍面临一定的资本补充压力。

综上所述，东方金诚评定江西担保集团主体信用等级为AAA，评级展望稳定。江西担保集团为“21玉山专项债/21玉投债”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

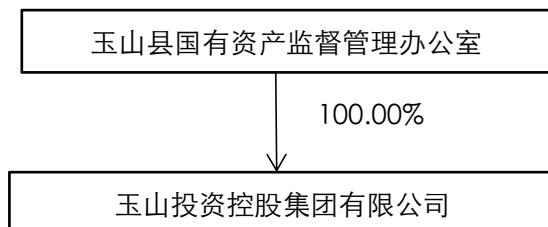
东方金诚认为，公司继续从事玉山县范围内的基础设施建设和棚户区改造等业务，区域专营性依然很强。同时，东方金诚也关注到，公司在建和拟建项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性依然较弱；公司经营性现金流易受项目结算款和往来款影响而存在波动，投资性现金流持续净流出，筹资活动净现金流转为净流出，现金流情况一般。

跟踪期内，上饶市经济实力依然很强，其下辖的玉山县经济增长较快，机械制造和电子信息等产业带动工业经济持续发展，综合经济实力依然较强；作为玉山县重要的基础设施建设和棚户区改造主体，公司在财政补贴等方面得到股东及相关各方的支持；江西担保集团为“21玉山专项债/21玉投债”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

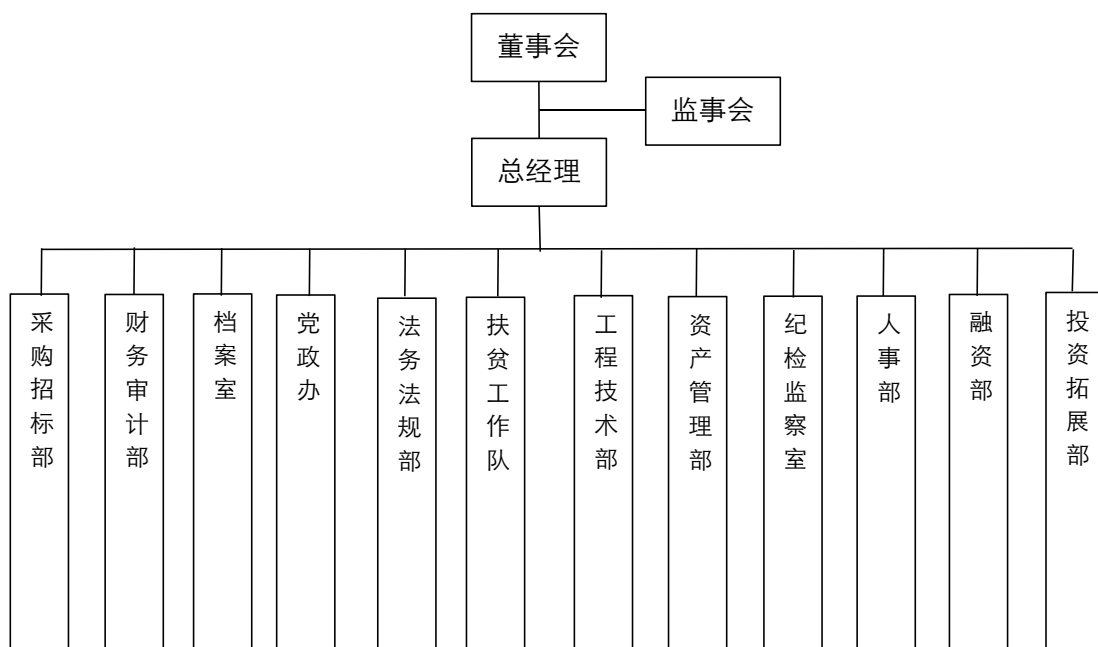
综上所述，公司自身偿债能力较强，股东及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“21玉山专项债/21玉投债”到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构图和组织结构图

股权结构图



组织结构图



附件二：截至 2022 年末公司直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
玉山县国有资产经营有限公司	3000.00	100.00	资产经营	划拨
玉山县玉投城市建设有限公司	20000.00	100.00	基建	投资设立
玉山县城市建设投资开发有限公司	52000.00	100.00	基建	投资设立
玉山县玉投基础设施有限公司	1900.00	52.63	基建	投资设立
玉山县鹏安城市开发有限公司	100500.00	0.50（表决权 100%）	基建	投资设立
江西圣哲建筑工程有限公司	20000.00	100.00	建筑	投资设立
玉山县玉投置业有限公司	20000.00	100.00	房地产	投资设立
玉山县玉投旅游开发有限公司	10000.00	100.00	旅游	投资设立
玉山县玉投生态环保（集团）有限公司	10000.00	100.00	基建	投资设立
玉山县玉投教育投资有限公司	10000.00	100.00	教育	投资设立
玉山县玉投公路基础设施开发有限公司	20000.00	100.00	基建	投资设立
玉山县玉投光伏发电有限公司	1000.00	100.00	服务	投资设立
玉山县财惠通企业管理有限公司	50.00	100.00	服务	投资设立
玉山县玉投公交客运有限公司	500.00	100.00	服务	投资设立
玉山县玉投公务用车服务有限公司	1000.00	100.00	服务	投资设立
玉山衢饶示范区投资开发集团有限公司	116000.00	100.00	建筑	投资设立
玉山县玉投医疗投资有限公司	10000.00	100.00	医疗	投资设立
玉山县玉投人力资源有限公司	1000.00	100.00	服务	投资设立
玉山县恒通汽车修理有限公司	100.00	100.00	服务	非同一控制下合并
玉山县玉投旅游客运有限公司	5000.00	100.00	旅游	投资设立
玉山县王宅水库风景区开发有限公司	10000.00	100.00	景区开发	投资设立
玉山县玉投物业管理有限公司	1000.00	100.00	物业	投资设立
江西省玉山商业总公司	600.00	100.00	服务	划拨
玉山县市场建设开发有限公司	1000.00	100.00	基建	划拨
江西省玉山县对外经济贸易公司	553.00	100.00	服务	划拨
玉山县工投实业集团有限公司	20000.00	100.00	基建	投资设立
玉山县裕灿农业开发有限公司	5000.00	60.00	农业	投资设立
玉山县潘凤霞赣剧有限公司	2000.00	100.00	娱乐	投资设立
玉山县玉投酒店管理有限公司	1000.00	100.00	酒店管理	投资设立
玉山县玉投赣剧文化传媒有限公司	2000.00	100.00	娱乐	投资设立
玉山县玉七水电有限公司	5000.00	100.00	水电	投资设立
玉山县国有资产建设投资有限公司	5000.00	100.00	基建	投资设立
玉山龙达石油贸易有限公司	1000.00	75.00	贸易	投资设立

资料来源：公司审计报告

附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	287.86	296.96	311.20
存货	69.47	65.78	82.12
其他非流动资产	56.01	62.04	61.43
无形资产	50.13	50.09	50.10
投资性房地产	55.34	45.23	44.16
负债总额	132.56	148.42	160.67
长期借款	58.81	67.34	78.06
长期应付款	33.75	25.58	18.54
应付债券	11.91	14.38	17.00
一年内到期的非流动负债	7.13	14.63	12.40
全部债务	119.19	131.52	135.90
短期有息债务	14.71	24.23	22.31
所有者权益	155.30	148.54	150.53
营业收入	7.77	15.63	19.18
利润总额	2.18	1.87	2.39
净利润	1.44	1.53	1.66
经营活动产生的现金流量净额	-0.92	3.77	0.92
投资活动产生的现金流量净额	-5.63	-8.12	-2.74
筹资活动产生的现金流量净额	7.76	8.11	-5.71
主要财务指标			
营业利润率（%）	22.87	17.91	19.63
总资本收益率（%）	0.74	0.73	0.84
净资产收益率（%）	0.93	1.03	1.10
现金收入比率（%）	66.66	67.18	87.20
资产负债率（%）	46.05	49.98	51.63
长期债务资本化比率（%）	40.22	41.94	43.01
全部债务资本化比率（%）	43.42	46.96	47.45
流动比率（%）	496.75	351.81	340.16
速动比率（%）	214.41	177.78	152.44
现金比率（%）	65.40	54.04	38.88
货币资金短债比（倍）	1.09	0.84	0.76
经营现金流动负债比率（%）	-3.72	9.99	2.10
EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	2.06	0.97
全部债务/EBITDA（倍）	40.16	50.91	39.47
注：长期应付款不含专项应付款			

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（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	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	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。