

信用等级通知书

东方金诚债评字【2024】0298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信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“上饶投资控股集团有限公司 2024 年度第三期中期票据”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期中期票据信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二四年七月十六日

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2024年7月16日至2025年7月15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

2024年7月16日

上饶投资控股集团有限公司
2024年度第三期中期票据信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期中票信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2024/7/16	纪炜	赵怡畅

主体概况

上饶投资控股集团有限公司是上饶市重要的国有资产运营主体，业务结构较为多元，包括基础设施、土地开发整理和房地产开发等工程建设、供水及公交等公用事业服务，此外还从事旅游服务、国资运营、数字金融服务以及铝型材的研发、生产和销售等。上饶市国有资产监督管理委员会为公司唯一股东，上饶市人民政府为公司的实际控制人。

债项概况

注册金额：20.00 亿元
本期发行额：9.05 亿元
发行期限：5 年
偿还方式：按年付息，到期还本
资金用途：偿还公司有息债务

评级模型

一级指标	二级指标	权重	得分
经营风险	区域环境	100.0%	84.5
	业务运营	100.0%	100.0
财务风险	盈利与获现能力	50.0%	31.5
	债务负担	20.0%	11.5
	债务保障程度	30.0%	10.5

调整因素

-

个体信用状况 (BCA)

aa-

评级模型结果

AAA

外部支持调整子级

3

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，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。综上所述，公司的主体信用风险极低，偿债能力极强，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

同业比较

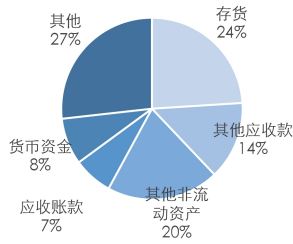
项目	上饶投资控股集团有限公司	南昌市政公用集团有限公司	汉江国有资本投资集团有限公司	九江市国有投资控股集团有限公司
地区	上饶市	南昌市	襄阳市	九江市
GDP 总量 (亿元)	3401.6	-	5842.9	-
人均 GDP (元)	53020	-	111000	-
一般公共预算收入 (亿元)	270.7	500.2	265.6	322.40
政府性基金收入 (亿元)	244.1	270.8	-	177.50
地方政府债务余额 (亿元)	1328.1	1678.6	1199.0	1341.19
资产总额 (亿元)	3031.8	1620.1	2289.3	2480.2
所有者权益 (亿元)	1232.4	487.1	823.3	1205.0
营业收入 (亿元)	134.1	612.4	129.4	259.3
净利润 (亿元)	12.3	14.1	31.0	8.5
资产负债率 (%)	59.4	70.0	64.0	51.4

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 2023 年，标“-”为未获取数据

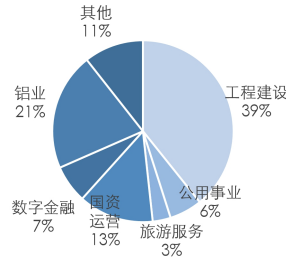
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2023年)



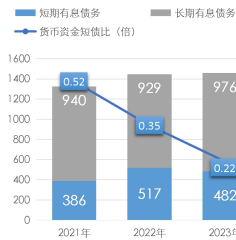
公司营业收入构成 (2023年)



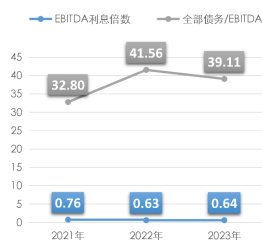
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2021年	2022年	2023年	2024年Q1
资产总额	2809.74	3013.22	3031.76	3075.36
所有者权益	1254.30	1255.79	1232.36	1233.29
营业收入	158.76	160.28	134.14	24.48
净利润	10.15	12.19	12.34	0.66
全部债务	1326.35	1446.11	1457.70	1488.34
资产负债率	55.36	58.32	59.35	59.90
全部债务资本化比率	51.40	53.52	54.19	54.69

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、%)

	2021年	2022年	2023年
地区	上饶市		
GDP总量	3043.5	3309.7	3401.6
人均GDP (元)	47081	51425	53020
一般公共预算收入	236.0	250.9	270.7
政府性基金收入	366.4	279.2	244.1
财政自给率	31.38	31.61	33.22

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。

关注

- 公司全部债务逐年增长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

预计上饶市经济将保持稳定增长，公司作为上饶市重要的国有资产运营主体，主营业务将保持很强的区域专营地位，能够持续获得股东及相关各方的有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型 (RTFU007202404)》

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	AAA (20 上饶投资 MTN001)	2024/6/21	纪炜 赵怡畅	《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型 (RTFU007202404)》	阅读原文
AAA/稳定	AAA (19 上饶投资 MTN001)	2018/8/10	高路 尚子书	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》	阅读原文

注：以上为不完全列示

主体概况

上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上饶投控”或“公司”）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。

2023年，根据《上饶市人民政府关于印发市属国有企业优化升级实施方案的通知》（饶府字【2022】42号），上饶市对市属国有企业进行整合重组，打造“1+3”市属国有企业集团。受此影响，上饶投控体系将逐步压减为“1+3”，其中上饶投控本部定位为国有资本投资公司，上饶城控定位于城市综合运营服务商，上饶国发定位于产业平台建设和运营服务商，上饶农文旅定位于特定行业领域投资运营商。目前，上饶投控是上饶市重要的城市国有资产运营主体，业务结构较为多元，包括基础设施、土地开发整理和房地产开发等工程建设、供水及公交等公用事业服务，此外公司还从事旅游服务、国资运营、数字金融服务以及铝型材的研发、生产和销售等。

截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司共有288家，其中直接控股子公司共12家（见图表1）。

图表1 截至2023年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	1.00	100.00	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	50.00	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	10.00	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
江西赣数信息科技有限公司	赣数信科	0.20	100.00	投资设立
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
上饶上丰滑石集团有限公司	上丰滑石	10.20	50.98	无偿划拨

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债项概况及募集资金用途

主要条款

公司于2024年2月获得注册总额为20.00亿元中期票据的注册通知书，编号为中市协注【2024】MTN128号。公司拟发行人民币9.05亿元的“上饶投资控股集团有限公司2024年度第三期中期票据”（以下简称“本期中期票据”），期限为5年。本期中期票据面值为100元，按面值平价发行。本期中期票据采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

本期中期票据募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息债务，具体如下。

图表 2 本期中期票据拟偿还公司有息债务明细情况（单位：万元、%）

债券简称	发行日期	回售/分期兑付时间	到期日期	债券余额	发行利率	使用募集资金金额
21 上饶投资 PPN004	2021/9/10	2024/9/10	2026/9/10	100000.00	4.27	86299.00
23 上饶投资 PPN002	2023/10/27	-	2026/10/27	100000.00	4.25	4201.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

个体信用状况

行业分析

作为“国企改革三年行动”的重要实践者，城市国有资产运营企业的高质量发展是做强做大国有经济、实现国有资产保值增值的题中之义，是服务社会民生、促进城市产业提档升级的重要抓手

“国企改革三年行动”是落实国有企业改革顶层设计的具体施工图。城市国有资产运营企业肩负改革重任，是“国企改革三年行动”的重要参与者和实践者，通过运营城市范围内的国有资产，旨在实现国有资产的合理流动、保值增值，对于做强做优做大国有经济、实现经济高质量发展具有重要意义。同时，城市国有资产运营企业借力区域资源禀赋，依托城市国有资产的划入，致力于城市民生服务，促进城市产业转型升级。

当前，“新三年”国企改革深化提升行动按下加速键，同时国企改革“碰撞”新质生产力，城市国有资产运营企业继续探寻合适的赛道，打造与地方特色相结合、具有清晰战略的主要业务，实现科技创新、产业引领等发展目标，助力经济高质量稳步增长。

在“控增化存”背景下，城市国有资产运营企业的转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大

以“一揽子化债”为代表的化债政策开启了化债和转型的新阶段。在强监管及“控增化存”背景下，融资审批政策总体趋紧，城市国有资产运营企业需通过专业化、市场化运营做实做深转型，以自我造血缓解债务压力。

城市国有资产运营企业着力点为持有资产的保值增值，结合城市资源禀赋和发展阶段性特征，重塑业务战略，因地制宜、立足长远、稳健经营。伴随着国有企业现代公司治理与市场化经营机制的长效化，城市国有资产运营企业市场化主体地位已经确立，其转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会给城市国有资产运营企业带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大。

业务运营

经营概况

近年来，公司业务多元化开展，营业收入主要来自工程建设、铝业和数字金融板块，毛利润和综合毛利率均保持增长

近年来，公司业务多元化开展，营业收入主要来自工程建设、铝业和数字金融板块。其中，公司工程建设板块收入是营业收入的重要构成，近年来受结算进度的影响收入规模稳步提高。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。2023年数字金融板块收入大幅下降，主要系公司当年供应链管理业务采用净值法确认收入所致。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；数字金融板块因其中的供应链管理业务在2023年采用净值法核算收入及成本，毛利率大幅提高。

2024年1~3月，公司营业收入为24.48亿元，毛利润为3.91亿元，毛利率为15.99%。

图表3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021年		2022年		2023年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
工程建设板块	43.70	27.53	52.16	32.54	52.62	39.23
公用事业板块	6.97	4.39	7.49	4.67	7.67	5.71
旅游服务板块	2.26	1.42	2.07	1.29	4.30	3.21
国资运营板块	11.65	7.34	15.06	9.39	17.98	13.41
数字金融板块	55.96	35.25	46.16	28.80	9.06	6.76
铝业板块	22.19	13.98	27.63	17.24	28.08	20.93
其他业务板块	16.02	10.09	9.71	6.06	14.42	10.75
合计	158.76	100.00	160.28	100.00	134.14	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
工程建设板块	3.48	7.96	3.73	7.15	5.17	9.83
公用事业板块	-0.13	-1.84	-0.72	-9.61	-0.76	-9.96
旅游服务板块	0.17	7.69	0.26	12.60	0.88	20.56
国资运营板块	2.50	21.48	5.85	38.86	6.49	36.08
数字金融板块	3.49	6.24	3.92	8.50	3.43	37.80
铝业板块	1.74	7.84	1.82	6.60	1.59	5.65
其他业务板块	5.44	33.95	3.95	40.69	3.76	26.09
合计	16.70	10.52	18.82	11.74	20.55	15.32

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、交通类工程建设、土地开发整理、房地产开发业务。

图表 4 公司工程建设板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021年		2022年		2023年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	17.61	6.23	19.77	8.03	19.91	7.36
交通类工程建设	19.82	6.78	16.97	6.59	17.62	7.88
土地开发整理	1.76	13.04	4.24	10.43	5.22	10.43
房地产开发	4.51	17.99	11.17	5.20	9.86	17.98
合计	43.70	7.96	52.16	7.15	52.62	9.83

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城市国有资产运营和基础设施建设主体，从事着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间接控股子公司上饶市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“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。

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”）、上饶市高铁农都投资有限公司（以下简称“高铁农都公司”）和上饶市铁路投资有限责任公司（以下简称“铁路投资公司”）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

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，上饶城投划转至上饶投控。2023 年，因上饶市属国企整合重组，上饶城投划转至上饶城控，成为上饶城投三级子公司。

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。2023 年，因上饶市属国企整合重组，上饶国资划转至上饶国发，成为上饶城投三级子公司

会计年度末按实际工程投资支付进度与公司进行结算。

近年来，公司已完工的大型基础设施建设项目主要有丰溪大桥建设项目、紫阳公园项目、龙潭湖综合整治项目、320国道上饶城区段、综合交通枢纽、城市供水水源引水工程、城市污水处理厂改扩建西迁工程及冷冻物流园建设项目等。2021年~2023年，上饶城投分别实现代建项目收入15.37亿元、14.81亿元和14.91亿元；毛利率分别为5.23%、6.93%和6.32%。同期，上饶国资分别实现代建工程收入2.25亿元、4.96亿元和5.01亿元；毛利率分别为13.04%、11.29%和10.43%。截至2023年末，主要代建基础设施建设项目拟回款金额合计58.56亿元，已回款38.59亿元。

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2023年末，公司在建的主要基础设施项目包括城东滨江路及防洪堤景观工程、上饶市一中新校区、上饶市城东医院及上饶大剧院等，计划总投资62.97亿元，已实现投资36.59亿元，尚需投资27.53亿元。

图表5 截至2023年末公司主要在建的基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	资金来源	建设周期	累计投资
城东滨江路及防洪堤景观工程	28.00	融资、自筹	2015-2018	11.52
上饶市一中新校区	5.32	融资、自筹	2018-2020	5.23
上饶市城东医院	15.00	融资、自筹	2020-2022	9.29
吉阳学校及配套道路	5.30	融资、自筹	2020-2022	1.53
丁家洲大桥	4.70	融资、自筹	2020-2022	3.22
上饶市委党校新校区	4.65	融资、自筹	2020-2022	5.79
合计	62.97	-	-	36.59

注：因项目建设期较长，随着项目推进部分项目成本高于预期，且实际工期较计划工期有所调整，资料来源于公司提供，东方金诚整理

截至2023年末，公司拟建的重点项目为江西省上饶市大坳灌区工程、上饶国际陆港安畅产业园及配套基础设施建设项目等，计划总投资约61.34亿元，其中2024年计划投资10.45亿元。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。

图表6 截至2023年末公司主要拟建的项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	资金来源	建设周期	2024年计划投资
江西省上饶市大坳灌区工程	25.60	政府一般债资金	2024-2027	5.90
上饶国际陆港安畅产业园及配套基础设施建设项目	9.73	融资、自筹	2024-2027	1.50
大宗商品物流集散中心及配套基础设施建设项目	7.52	融资、自筹	2024-2026	1.50
上饶市城东医院建设二期	5.90	政府专项债资金	2024-2026	0.20
上饶智慧出行项目	5.00	政府专项债资金	2024-2026	0.30
无水港二期	2.98	政府专项债资金	2024-2026	0.15
上饶市带湖学校	2.24	融资、自筹	2023-2025	0.50
楮溪学校	1.99	融资、自筹	2024-2025	0.30
上饶市托育综合服务中心	0.38	财政拨款中央预算内资金	2024-2025	0.10
合计	61.34			10.45

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2. 交通类工程建设

公司通过直接控股子公司上饶交投³开展交通类工程建设业务。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“十三五期间国省县乡道公路升级改造”等PPP项目的建设及运营，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。

2021年~2023年，上饶交投分别实现工程款收入19.82亿元、16.97亿元和17.62亿元，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6.78%、6.59%和7.88%。

截至2023年末，上饶交投主要在建项目主要为上浦高速公路项目、鄱叶挺南大道延伸段建设项目、上饶南一（皂头）服务区等，计划总投资为96.79亿元，已完成投资56.57亿元。总体来看，公司在建交通类工程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。

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

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。

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。

2021年~2023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1.76亿元、4.24亿元和5.22亿元；毛利率分别为13.04%、10.43%和10.43%。

截至2023年末，公司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上饶国际综合物流园项目，计划总投资为226.31亿元，已完成投资241.81亿元。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。同期末，公司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；但公司商品房项目均已完工，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，目前未规划拟建的商品房项目，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。

2021年~2023年，公司房屋销售收入分别为4.51亿元、11.17亿元和9.86亿元，2022和2023年收入规模较大，主要系上饶国资商品房安厦智谷雅苑、安厦带湖雅苑项目和带湖阳光城项目完工进行大规模销售所致。同期，该业务毛利率分别为17.99%、5.20%和17.98%，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2023年末，上饶城投在建的安置房项目主要为磨湾景苑、龙潭星城、稼轩花园、春天新苑、龙潭安置小区、东晖棚户区改造安置小区等项目，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，计划总投资合计145.81亿元，已投资111.13亿元。

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，公司商品房项目陆续完工，近年来业务收入规模较大；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，目前未规划拟建的商品房项目，未来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 7 公司公用事业板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021年		2022年		2023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	1.84	34.85	1.98	27.52	2.28	26.21
污水处理	0.28	21.62	0.28	10.16	0.28	19.49
公交运营	0.25	-477.96	0.50	-328.94	0.48	-291.17
高速公路运营	0.51	62.92	0.50	55.47	0.67	38.66
机场运营	1.35	-36.69	1.43	-30.33	1.33	-40.33
太阳能光伏发电	2.73	19.86	2.80	18.07	2.63	9.45
合计	6.97	-1.84	7.49	-9.61	7.67	-9.96

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。水业集团核心子公司上饶市自来水公司（以下简称“自来水公司”）所生产的自来水通过自来水管输送至本公司供水特许经营区域内愿意接受本公司供水服务的用户。自来水公司抄表员定期抄表，抄表数据录入公司供水营销系统，系统根据数据录入情况生成客户当月用水量，系统收费系统根据客户用水性质和用水量收水费，公司营业部门根据系统数据编制售水量月报表据此确认收入，按月向本公司供水服务的用户直接收取水费。用户通过自来水公司营业网点直接缴费、银行网点汇款缴费、网上银行或手机银行缴费。

截至 2023 年末，公司拥有城东水厂和空港新区水厂 2 座水厂，其中城东水厂供水规模为 $20 \times 104 \text{m}^3/\text{d}$ ，水源地为信江，取水口位于饶北河与信江河交汇处上游，空港新区水厂供水规模为 $10 \times 104 \text{m}^3/\text{d}$ ，水源地为大坳水库水。公司供水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。

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。供水价格方面，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 8 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			
三类	工业用水	1.30	二类	非居民生活用水	1.91
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

2021年~2023年，公司自来水供水及设备安装收入分别为1.84亿元、1.98亿元和2.28亿元，逐年增长；毛利率分别为34.85%、27.52%和26.21%，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堃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，上饶城投投资收购了上饶市义堃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，根据《关于调整上饶市自来水供水价格和上饶市中心城区污水处理费征收标准的通知》（饶价费字[2009]17号），居民生活用水污水处理费征收标准为0.4元/吨；行政事业用水为0.4元/吨；经营基建、工业用水和特种行业用水的污水处理费为0.70元/吨。该价格近年均未调整。

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。2021年~2023年，污水公司污水处理收入均为0.28亿元。

图表 9 近三年污水公司污水处理业务情况

项目	2021年	2022年	2023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	13.54	12.64

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2023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 10 近三年公司公交运营业务情况

项目	2021年	2022年	2023年
运营车辆（辆）	847	832	832
公交线路（条）	89	103	103
年运营里程（万公里）	2576	2626	2669
客运总量（万人次/年）	3581	2473	3060

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。

2021年~2023年，公司公交运营里程和客运总量均有所波动，主要受当地居民出行意愿影响。同期，公司公交运营收入分别为0.25亿元、0.50亿元和0.48亿元，毛利率分别为-477.96%、-328.94%和-291.17%。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。2021年~2023年，公司分别收到公交业务补贴5069.98万元、4176.47万元和6171.03万元。

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。2021年~2023年，公司车辆通行费收入分别为0.51亿元、0.50亿元和0.67亿元；毛利率分别为62.92%、55.47%和38.66%。

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清云山机场于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。2021年~2023年，公司机场运营收入分别为1.35亿元、1.43亿元和1.33亿元，毛利率分别为-36.69%、-30.33%和-40.33%，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保持稳定

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。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。

公司光伏项目装机容量 257.615MW，弃光率约为 3%，上网电价为 1.13 元/度（售电价格为 0.41 元/度、国家补贴 0.57 元/度、市财政补贴 0.05 元/度和县财政补贴 0.11 元/度），上网模式为销售给电网公司，电站主要分布在上饶县、横峰县、鄱阳县及余干县。

2021 年~2023 年，公司分别实现光伏发电收入 2.73 亿元、2.80 亿元和 2.63 亿元，凭借着一定的政策性和专营优势，收入保持稳定。截至 2023 年末，公司运营的横峰县、余干县、上饶县和鄱阳县四个光伏电站，均已实现并网发电，总装机容量为 258.00MW。总体来看，未来公司太阳能光伏发电收入将继续保持稳定。

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、住宿及餐饮服务、酒店运营和会展服务等业务。

图表 11 公司旅游服务板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
景区运营	1.47	4.35	1.07	12.75	2.37	17.99
住宿及餐饮	0.51	26.58	0.06	-9.99	0.06	-9.19
酒店运营	0.25	-7.68	0.84	14.71	1.72	25.32
会展服务	0.03	-19.74	0.10	7.79	0.13	9.62
合计	2.26	7.69	2.07	12.60	4.30	20.56

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1.景区运营、住宿及餐饮

公司景区运营业务主要由子公司上饶农文旅⁴的子公司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、景区内部分景点的项目收入等。此外，公司在三清山景区内的酒店及饭店会带来一定的住宿及餐饮收入。

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。根据江西省发改委文件《关于调整三清山风景名胜区门票价格的批复》（赣发改收费字[2006]248 号），三清山景区门

⁴ 上饶农文旅成立于 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，上饶农文旅股东变更上饶投控。

票实行一票制，票价为130元/人次。同时实行淡旺季差价管理，旺季门票价格上浮控制在150元以内，淡季门票价格下浮幅度不限。目前三清山景区门票价格旺季为150元/人次，淡季为130元/人次。另外，三清山景区针对在校学生、60岁以上老人等人群实行不同的票价优惠政策，针对军人、记者、残疾人等人群实行免票政策。此外，三清山景区内产生的住宿、餐饮收入、索道、轿业经营、景区游客导游费、景区内停车费等收入为公司带来一定收益。

2021年~2023年，公司景区运营收入分别为1.47亿元、1.07亿元和2.37亿元，有所波动主要受宏观经济环境影响所致；住宿及餐饮收入分别为0.51亿元、0.06亿元和0.06亿元。

2.酒店运营

公司酒店运营业务主要由上饶城控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。宾馆拥有客房149间套、不同规格的会议室5个，可容纳500人的大宴会厅及分别能容纳80人的中餐厅、咖啡厅，能够满足大型会议用餐及喜庆宴会等不同的需求。2021年~2023年，公司酒店运营收入分别为0.25亿元、0.84亿元和1.72亿元。

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。2021年~2023年，公司分别实现利息收入8.67亿元、10.28亿元和12.67亿元。

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年末注册资金为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金的10%，即5000万元，总担保倍数不超过其注册资金的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。2021 年~2023 年,富饶担保担保费收入分别为 971.46 万元、4667.39 万元和 5501.29 万元。

截至 2023 年末,富饶担保在保余额为 67.14 亿元,在保客户较多。同期末,富饶担保共有 59 笔担保业务已出现逾期,合计逾期余额为 2.79 亿元;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。2023 年末,富饶担保共发生 101 笔代偿业务,合计代偿金额为 1.32 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,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,公司将自有的写字楼、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。金控金服前身为 2015 年 6 月经上饶市金融办批准成立的上饶市中小微企业转贷互相帮扶基金有限公司,2018 年变更为现用名。公司客户主要来自合作银行推荐,目标客户定位为经营情况正常、但在新旧贷款续贷阶段存在时间间隔的客户,公司为其提供临时性资金支持,待客户新一笔贷款审批完成及获得后,客户使用新获取贷款资金归还信贷款。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。2021 年~2023 年,公司分别实现信贷收入 0.75 亿元、1.14 亿元和 0.23 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了对金源华兴租赁的控股,于 2019 年将其纳入合并报表范围。金源华兴租赁的业务模式包括直接租赁业务、售后回租业务和委托租赁业务三种。其中,直接租赁约占比 30%;售后回租约占比 65%;委托租赁占比相对较小,约占比 5%。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。2021 年~2023 年,公司融资租赁收入分别为 2.56 亿元、2.99 亿元和 3.42 亿元。

3.保理

保理业务主要由数字金融公司下属的金源华兴租赁和及上饶市数金投商业保理有限公司负责。保理业务模式主要为核心企业商业保理，即针对资信水平较高的核心企业，对以这些核心企业为付款人的应收账款，由核心企业提供供应商名录，公司从供应商名录中筛选合适的应收账款债权并由核心企业进行确权，公司为债权人（供应商）提供的保理服务。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。2021年~2023年，公司保理收入分别为0.06亿元、0.08亿元和0.10亿元。

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。公司充分发挥当地有色金属行业的资源优势，侧重于开发再生铜海外进口业务，基于上下游交易规模整合上游供应商及下游客户资源打造再生铜交易系统平台。业务模式方面，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。上游供应商方面，供应商一般会要求以电汇的方式支付，部分业务按照先收部分货款再发货的模式，其他先发货后收款方式的账期在1个月左右。下游客户方面，对合作时间长的客户采用先发货后收款方式，收款以电汇及银行承兑汇票为主，账期在1-2个月左右，客户关系稳定；对于新合作客户采用先预收部分货款再发货模式，货款结算方式以电汇为主。

2021年~2023年，公司分别实现供应链管理收入47.52亿元、37.46亿元和0.82亿元，其中2023年大幅下降主要系采用净值法核算收入所致。2023年，公司供应链管理业务前五大客户为晶科能源（玉山）有限公司、上饶市瑞邦金属材料有限公司、晶科能源（上饶）有限公司、江西铜业股份有限公司和江西展宇光伏科技有限公司，销售金额合计为44.62亿元；前五大供应商为青海晶科能源有限公司、上饶市晋邦贸易有限公司、江西立舜金属材料有限公司、四川晶科能源有限公司和晶科能源（海宁）有限公司，合计购买金额为44.62亿元。

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；公司数字金融板块增加移动信息服务和保险产品服务。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。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。

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。截至 2023 年末，公司在标准制修订领域，先后参加国际、国家、行业标准修订 47 项，拥有国家专利 129 项，其中发明专利 29 项，实用新型专利 86 项，外观专利 14 项。

生产模式方面，闽发铝业采用以销定产的方式来生产；销售方面，闽发铝业采取了直销、经销商和专卖店等多种销售形式，建立从大中城市到城镇完整的销售网络，销售区域覆盖华东、华北、华南，并出口到欧盟、南美洲、东南亚、中东地区等 30 余个国家和地区。

经过 20 多年的发展，凭借着技术优势和质量优势，闽发铝业已经与一大批国内外知名企业建立了稳定的业务联系。闽发铝业对上游原材料供应商的品质实行严格控制，在选择供应商时更加注重供应商的规模、产品品质、售后服务等可持续性方面，从而对供应商的考察期较长，一旦确定供应商后不会轻易变动，具有业务关系和需求稳定的特点。2023 年，前五大供应商占年度采购总额的 80.56%。2021 年~2023 年，公司铝业板块实现收入 22.19 亿元、27.63 亿元和 28.08 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

公司设立了股东会、董事会和监事会在内的法人治理结构。股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。

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

公司内部设置综合管理部、战略规划投资部、党群人事部、金融事业部、财务管理中心、合规审计部、经营事业部、资产管理和采购部、项目管理部，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 2021 年~2023 年及 2024 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 2021 年~2023 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 2024 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

截至 2023 年末,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)。2021 年,公司合并报表范围的直接控股子公司未发生变化;2022 年和 2023 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,2021 年~2023 年末,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 48.98%、51.28%和 51.46%。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。2023 年末,公司存货中合同履约成本 706.29 亿元,其中土地使用权为 13.66 亿元,共计 21 宗(使用权类型 1 宗为作价入股、20 宗为出让),有 4 宗未缴纳土地出让金(账面价值 0.79 亿元)、1 宗招拍挂取得的土地尚未获得土地使用权证(账面价值 1.31 亿元);开发成本 3.08 亿元,为 4 宗土地使用权,均取得土地使用权证,使用权类型 3 宗为出让、1 宗划拨,划拨地未缴纳出让金(账面价值 0.37 亿元)。同期,公司其他应收款亦增长较快,主要系公司与政府、其他相关单位、工程项目部等之间的往来款,前五名应收对象合计占其他应收款期末余额的比重仅为 34.74%,集中度较低;同期末,公司其他应收款共计提坏账准备 0.61 亿元。2021 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 12 公司资产主要构成情况(单位:亿元)

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
资产总额	2809.74	3013.22	3031.76	3075.36
流动资产	1376.28	1545.31	1560.22	1590.97
存货	557.05	669.29	727.62	735.80
其他应收款	364.39	410.25	421.29	420.94
应收账款	188.34	198.76	212.45	215.23
货币资金	199.31	182.13	105.20	120.04

图表 12 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
非流动资产	1433.46	1467.91	1471.53	1484.39
其他非流动资产	638.65	616.26	607.58	607.59
投资性房地产	262.27	258.09	251.30	251.30
在建工程	178.48	218.64	238.44	247.10
固定资产	128.78	124.40	137.99	140.66
其他非流动金融资产	76.69	90.61	63.71	63.12

注：其他应收款中不含应收利息及应收股利，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，2023 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。

2023 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 1.50 亿元以及预付固定资产款、股权定金、工程款及拆迁款等。其中，公司所获得的森林资源资产为 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，2023 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。近年来，公司其他非流动金融资产有所波动，2023 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 34.59 亿元，以及对上饶市滨江投资有限公司、江西华熙信江文化旅游发展有限公司等企业的股权类投资 29.01 亿元；其中 2023 年末大幅减少，主要系减少了对江西振兴发展上投二号投资中心（有限合伙）16.50 亿元、上饶市上投一号基金管理中心 6.51 亿元、江西金控投资管理中心（有限合伙）5.20 亿元和上饶市晶航新能源投资中心（有限合伙）2.00 亿元的投资所致。

截至 2023 年末，公司受限资产为 166.97 亿元，主要为受限的 22.32 亿元货币资金、45.91 亿元投资性房地产、6.93 亿元固定资产以及受限金额合计为 91.81 亿元的在建工程、应收账款、子公司股权等，上述受限资产合计占资产总额的比重为 5.51%。

资本结构

得益于股东及相关各方多次向公司划拨资产，公司资本实力不断增强，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，公司资本实力不断增强，形成了较大规模的所有者权益。2021 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，随着公司对永续债券的逐步赎回，2023 年末公司其他权益工具归

零。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；2023年末，公司资本公积有所下降，主要系公司本部偿还原股东江西振兴发展上投二号投资中心（有限合伙）的到期借款及上饶城控下属两家子公司偿还股东基金的借款所致。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 13 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
所有者权益	1254.30	1255.79	1232.36	1233.29
实收资本	104.59	104.59	104.59	104.59
其他权益工具	23.00	14.00	-	-
资本公积	517.81	522.00	489.34	489.19
未分配利润	68.29	77.67	87.44	87.82
少数股东权益	478.61	475.51	487.05	487.76

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近年来，公司严控债务规模，负债总额保持相对稳定，以非流动负债为主

近年来，公司严控债务规模，负债总额保持相对稳定，结构上，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规模较大，2023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 187.66 亿元、长期借款 67.56 亿元、长期应付款 39.49 亿元和应付利息 15.56 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，公司其他应付款主要为应付政府及其关联方的往来款、搬迁项目工程款以及棚改项目专项拨款；逐年增长主要系公司与土地储备中心及财政局的往来款增加所致；2023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（43.47 亿元）、上饶市中心区建设管理管委会（9.63 亿元）、上饶市房地产管理局棚改资金专户（3.03 亿元）、上饶高铁经济试验区管理委员会（2.87 亿元）和鄱阳县鄱阳湖投资有限公司（2.18 亿元），合计占应付其他单位款项的比重为 9.95%。公司其他流动负债主要为公司及下属子公司发行短期债项，2023年末，公司其他流动负债中短期融资券为 51.98 亿元。

图表 14 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
负债总额	1555.44	1757.43	1799.40	1842.07
流动负债	573.70	751.48	714.01	749.96
一年内到期的非流动负债	251.26	389.85	310.29	324.32
短期借款	99.51	94.90	119.53	133.31
其他应付款	64.75	84.55	102.07	95.66
其他流动负债	52.73	36.29	55.39	56.23

图表 14 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
非流动负债	981.74	1005.95	1085.39	1092.12
应付债券	562.23	537.99	547.80	498.00
长期借款	316.23	307.03	356.71	409.60
长期应付款	70.46	127.35	141.78	145.33

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

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及子公司发行的“22 上饶投资 MTN001”、“22 上控 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。公司长期应付款逐年增长，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。2023 年末，公司长期应付款中包含专项应付款 9.73 亿元，用于上浦高速、大坳引水环境治理项目等；地方政府专项债资金 31.73 亿元，应付渝农商金融租赁有限责任公司、光大兴陇信托有限责任公司等金融机构的借款 112.52 亿元（包含一年内到期部分）。

近年来公司全部债务逐年增长，债务率不断上升，但增速有所放缓；公司短期债务规模较大，面临的短期偿债压力较大

近年来，公司全部债务逐年增长，但增速有所放缓，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。2023 年末，公司短期有息债务 481.78 亿元，占全部债务比重为 33.05%，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。

图表 15 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
全部债务	1326.35	1446.11	1457.70	1488.34
其中：长期有息债务	939.95	928.95	975.92	977.73
短期有息债务	386.39	517.15	481.78	510.62
资产负债率	55.36	58.32	59.35	59.90

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 2023 年末，公司对外担保余额合计为 222.93 亿元，担保比率为 18.09%，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 67.14 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

公司营业收入规模较大，但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规模较大，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，公司利润总额有所波动，净利润逐年增长，但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 16 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
营业收入	158.76	160.28	134.14	24.48
营业利润率	9.93	11.07	14.28	-
期间费用	19.26	15.36	17.02	3.05
期间费用/营业收入	12.13	9.58	12.69	12.48
利润总额	14.94	16.29	15.58	0.97
财政补贴	12.12	6.96	9.44	-
净利润	10.15	12.19	12.34	0.66
总资本收益率	1.01	0.89	0.92	-
净资产收益率	0.81	0.97	1.00	-

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

2021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；现金收入比率在100%左右，主营业务现金获取能力较强。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。

2021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；投资性净现金流持续表现为净流出。

图表 17 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
经营活动现金流入	259.34	269.81	225.69	139.89
现金收入比率(%)	100.14	97.15	105.00	101.03
经营活动现金流出	258.67	268.01	221.60	133.63
经营性净现金流	0.68	1.81	4.09	6.26
投资活动现金流入	55.50	49.80	38.98	11.91
投资活动现金流出	122.31	111.71	95.14	21.50

图表 17 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
投资性净现金流	-66.81	-61.91	-56.16	-9.59
筹资活动现金流入	539.85	613.01	678.53	180.47
筹资活动现金流出	516.20	560.89	685.71	164.27
筹资性净现金流	23.65	52.12	-7.18	16.20
现金及现金等价物净增加额	-42.48	-7.89	-59.27	12.87

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2021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；2021年~2022年筹资性净现金流持续净流入，但2023年，受债务的集中到期及严控新增债务影响，筹资性净现金流转为净流出，公司资金来源对筹资活动依赖较大。

偿债能力

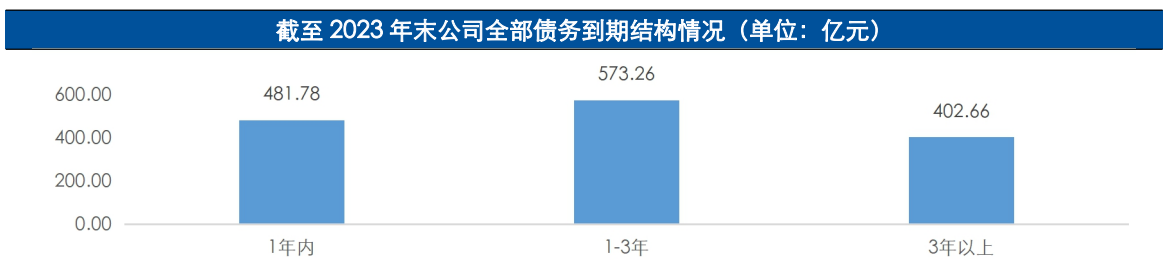
考虑到公司是上饶市重要的城市国有资产运营主体，主营业务的区域专营性、稳定性及可持续性均很强，业务较为多元化，备用流动性较为充足，公司自身的偿债能力很强

从短期偿债能力指标看，近年来，公司流动比率、速动比率均有所波动，但仍维持在较高水平，现金比率水平较低且逐年下降。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。

从债务期限结构来看，截至2023年末，公司1年内到期债务481.78亿元，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，但受监管政策趋严影响，公司融资渠道有所受限。2023年末，公司货币资金为105.20亿元，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。间接融资方面，公司与多家银行保持良好合作关系，截至2023年末，公司主要商业银行授信总额为935.72亿元，未使用授信额度394.58亿元。直接融资方面，公司本部及子公司储备了公司债、中期票据、PPN等债券批文额度合计202亿元，尚未使用额度为160.65亿元，公司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 18 公司偿债能力情况



项目	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)	2024年3月(末)
流动比率(%)	239.90	205.64	218.52	212.14
速动比率(%)	142.80	116.57	116.61	114.03
现金比率(%)	34.74	24.24	14.73	16.01
货币资金短债比(倍)	0.52	0.35	0.22	0.24
经营现金流动负债比率(%)	0.12	0.24	0.57	-
长期债务资本化比率(%)	42.84	42.52	44.19	44.22
全部债务资本化比率(%)	51.40	53.52	54.19	54.69
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	0.63	0.64	-
全部债务/EBITDA(倍)	32.80	41.56	39.11	-

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，业务较为多元化，同时公司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2024年4月29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

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长6.5%，较去年全年增速加快0.6个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度GDP较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度CPI和PPI同比分别为0.0%和-2.7%，名义GDP增速仅为4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度GDP按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，

经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4% 左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

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、粤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 2023 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，是江西省面积第三大市。同期末，上饶市常住人口为 639.6 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、昌景黄高铁建成通车，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，36 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”。

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

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。

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。2023年，上饶市地区生产总值3401.60亿元，总量位居江西省中上游。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 19 上饶市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021年		2022年		2023年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3043.5	9.0	3309.7	5.1	3401.6	6.7
人均地区生产总值（元）	47081	9.6	51425	5.6	53020	7.0
规模以上工业增加值	-	12.0	-	9.1	-	14.0
第三产业增加值	1525.7	10.0	1659.5	4.3	1759.70	4.6
全社会固定资产投资	-	11.3	-	8.6	-	3.0
社会消费品零售总额	1448.9	17.9	1533.7	5.9	1637.3	6.8
进出口总额	318.60	24.0	497.60	56.2	554.70	13.4
房地产开发投资	225.2	2.6	202.7	-10.0	207.4	16.8
商品房销售面积（万平方米）	899.9	24.6	886.0	-1.5	471.2	-6.4
三次产业结构	10.4: 39.5: 50.1		10.0: 39.8: 50.2		9.8: 38.5: 51.7	

资料来源：上饶市 2021 年~2023 年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，依托其区位优势、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；2023 年，晶科能源营业收入达 1110 亿元，上饶继千亿级园区、千亿级产业之后实现千亿级企业新突破。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，望仙谷、葛仙村、篁岭、婺女洲、月亮湾等网红景区贡献突出，游客接待量和旅游收入逐年增长。2021 年~2023 年，上饶市实现旅游总收入 2250.1 亿元、2301.6 亿元和 2350.9 亿元，同比增长 4.2%、2.2%和 2.2%。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，较为有力地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

产开发投资和商品房销售面积均有所下降；目前房地产行业回暖仍需时间，上饶市房地产行业发展尚存一定压力。

据初步统计，2024年一季度，上饶市地区生产总值778.4亿元，同比增长6.8%；其中第二产业增加值310.1亿元，同比增长11.2%；第三产业增加值421.6亿元，同比增长4.5%。

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67%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，2023年上述税种分别为85.7亿元、22.5亿元、15.2亿元和13.7亿元。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。

图表 20 上饶市财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2021年	2022年	2023年
1 地方财政收入	602.40	530.10	514.80
一般公共预算收入	236.00	250.90	270.70
其中：税收收入	160.80	168.80	183.40
政府性基金收入	366.40	279.20	244.10
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	1171.70	1226.00	1168.20
一般公共预算支出	752.10	793.80	814.80
政府性基金支出	419.60	432.20	353.40
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出 (1+2)	1171.70	1226.00	1168.20
地方债务限额	983.39	1233.48	1354.88
地方债务余额	869.16	1118.19	1328.14
政府负债率	28.56	33.79	39.04
政府债务率	-	-	-

注：政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：2021~2023年上饶市财政预算执行情况，东方金诚整理

近年来，上饶市一般公共预算支出持续扩大，政府性基金支出有所波动。2021年~2023年，上饶市财政自给率⁶分别为31.38%、31.61%和33.22%，一般公共预算收入对支出的保障程度有待提升。

截至2023年末，上饶市地方政府债务限额为1354.88亿元，其中一般债务限额455.99亿元，专项债务限额898.89亿元；地方政府债务余额1328.14亿元，其中一般债务余额444.67亿元，专项债务余额704.74亿元。政府债务管理方面，上饶市人民政府不断完善政府债务风险

⁶ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

防控机制，先后出台了《上饶市地方政府专项债券管理使用暂行办法》《上饶市金融突发事件应急预案》等制度，且每年按时披露举借政府债务情况说明、政府债券还本付息预算情况、政府债务预算情况等。

据初步统计，2024年1~3月，上饶市一般公共预算收入107.24亿元，同比增长3.8%，其中税收收入68.91亿元，同比增长0.3%；非税收入38.33亿元，同比增长10.6%；一般公共预算支出243.02亿元，同比增长1.4%。

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

上饶市由上饶市国资委及相关政府部门直接持股的国企公司主要为公司和上饶创投。其中，公司作为上饶市重要的国有资产运营主体，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，上述主体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，2021年~2023年，公司分别获得财政补贴12.12亿元、6.96亿元和9.44亿元。

考虑到公司将继续在上饶市国有资产运营及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，公司全部债务逐年增长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。

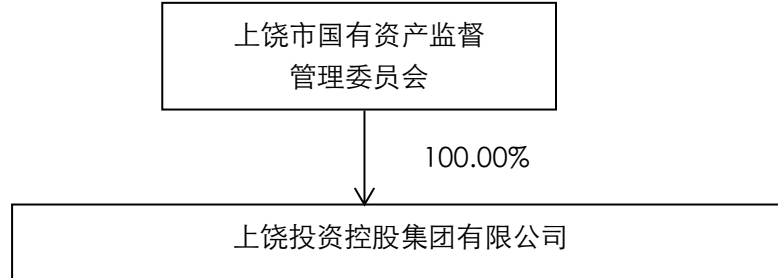
上饶市逐步构建“2+4+N”的产业体系，在有色金属、光伏新能源、旅游等产业的驱动下，经济总量在江西省各地级市中位居中上游，经济实力很强；公司作为上饶市重要的国有资产运

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。

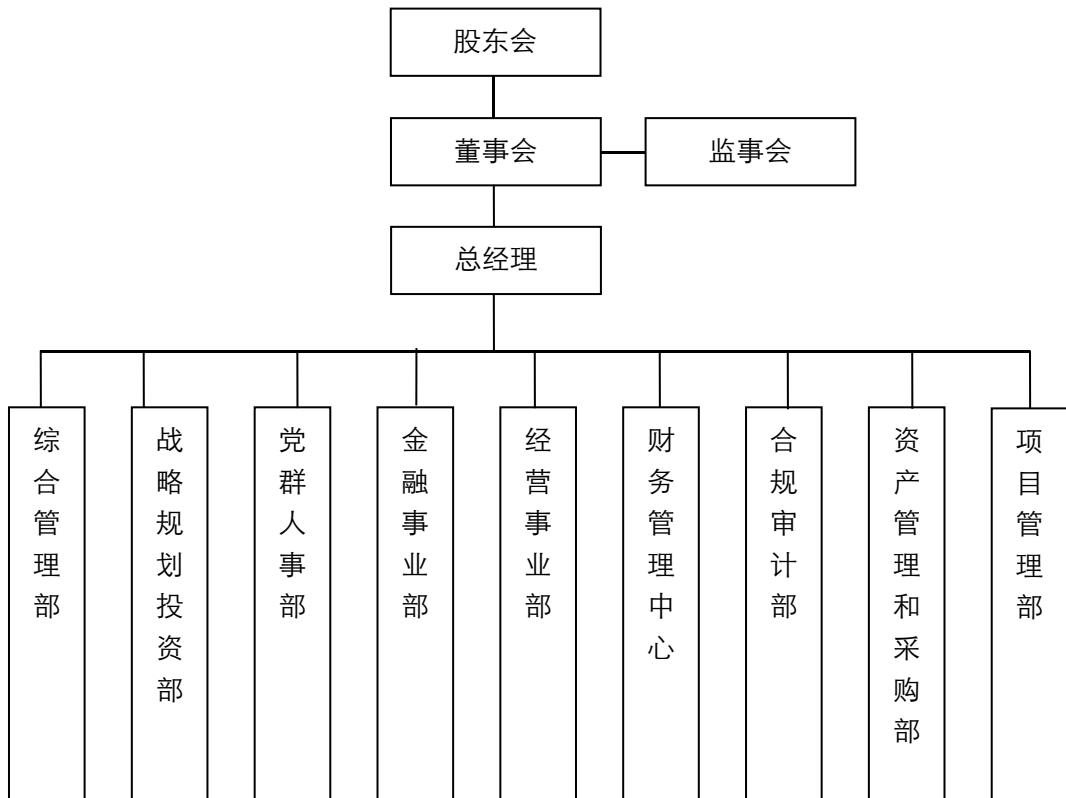
综上所述，公司自身偿债能力很强，股东及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险极低，抗风险能力极强，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2023 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	2021年	2022年	2023年	2024年3月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	2809.74	3013.22	3031.76	3075.36
存货	557.05	669.29	727.62	735.80
其他非流动资产	638.65	616.26	607.58	607.59
其他应收款	364.39	410.25	421.29	420.94
投资性房地产	262.27	258.09	251.30	251.30
在建工程	178.48	218.64	238.44	247.10
负债总额	1555.44	1757.43	1799.40	1842.07
应付债券	562.23	537.99	547.80	498.00
一年内到期的非流动负债	251.26	389.85	310.29	324.32
长期借款	316.23	307.03	356.71	409.60
长期应付款	70.46	127.35	141.78	145.33
全部债务	1326.35	1446.11	1457.70	1488.34
短期有息债务	386.39	517.15	481.78	510.62
所有者权益	1254.30	1255.79	1232.36	1233.29
营业收入	158.76	160.28	134.14	24.48
净利润	10.15	12.19	12.34	0.66
经营活动产生的现金流量净额	0.68	1.81	4.09	6.26
投资活动产生的现金流量净额	-66.81	-61.91	-56.16	-9.59
筹资活动产生的现金流量净额	23.65	52.12	-7.18	16.20
主要财务指标				
营业利润率（%）	9.93	11.07	14.28	14.91
总资本收益率（%）	1.01	0.89	0.92	-
净资产收益率（%）	0.81	0.97	1.00	-
现金收入比率（%）	100.14	97.15	105.00	101.03
资产负债率（%）	55.36	58.32	59.35	59.90
长期债务资本化比率（%）	42.84	42.52	44.19	44.22
全部债务资本化比率（%）	51.40	53.52	54.19	54.69
流动比率（%）	239.90	205.64	218.52	212.14
速动比率（%）	142.80	116.57	116.61	114.03
现金比率（%）	34.74	24.24	14.73	16.01
货币资金短债比（倍）	0.52	0.35	0.22	0.24
经营现金流流动负债比率（%）	0.12	0.24	0.57	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.76	0.63	0.64	-
全部债务/EBITDA（倍）	32.80	41.56	39.11	-

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：企业主体及中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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“上饶投资控股集团有限公司 2024 年度第三期中期票据”（以下简称为“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与上饶投资控股集团有限公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024 年 7 月 16 日