

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】105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及“20上投集团债/20上投债”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AAA，评级展望为稳定，同时维持“20上投集团债/20上投债”信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年六月十九日



信用评级报告声明

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

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

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

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

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月19日

上饶投资控股集团有限公司主体及 “20上投集团债/20上投债” 2020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	2020/6/19	AAA/稳定	高路	尚子书

债项信用			评级模型											
			1.基础评分模型											
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级	二级指标		权重	得分	一级	二级指标		权重	得分		
20 上投集团债/20 上投债	AAA	AAA	地区综合实力	区域层级			20.00%	14.00	企业经营与财务实力	资产总额			36.00%	36.00
				GDP 总量			32.00%	25.60		净资产总额			36.00%	36.00
				GDP 增速			4.00%	3.20		资产负债率			9.00%	9.00
				人均 GDP			4.00%	1.60		全部债务资本化比率			9.00%	7.20
				一般公共预算收入			32.00%	25.60		补助收入/利润总额			5.00%	2.00
				一般公共预算收入增速			4.00%	1.60		(实收资本+资本公积)/资产总额			5.00%	1.00
				上级补助收入			4.00%	3.20						
			2.二维矩阵映射											
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本运营主体，继续从事上饶市范围内的基础设施建设、土地开发整理、房地产开发、城市供水及污水处理等业务；上饶市国有资产监督管理委员会仍为其控股股东，上饶市人民政府仍为其实际控制人。			维度	地区综合实力										
				1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档		
			企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-
				2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-	AA-
				3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-
				4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	AA-	A+
				5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	A+
				6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	A+
				7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
				8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
				9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+
			基础模型参考等级				AAA							
			3.评级调整因素											
			基础模型参考等级		AAA									
			评级调整因素		无									
			4.主体信用等级		AAA									

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。

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，上饶市经济发展速度很快，经济实力很强；公司主营业务具有很强的区域专营性且业务构成较为多元，继续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，资产流动性较弱，资金来源对筹资活动依赖较大。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“20 上投集团债/20 上投债”的信用等级为 AAA。

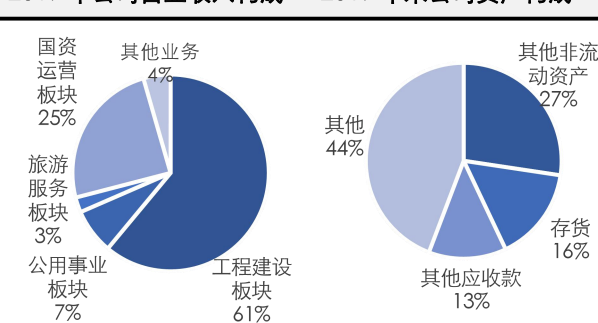
同业对比

项目	上饶投资控股集团有限公司	南昌城市建设投资发展有限公司	乌鲁木齐城市建设投资(集团)有限公司	珠海大横琴集团有限公司
地区	上饶市	南昌市	乌鲁木齐市	珠海市
GDP (亿元)	2513.10	5596.18	3450.10	3435.89
GDP 增速 (%)	7.7	8.0	11.3	6.8
人均 GDP (元)	36839	100415	98411*	175500
一般公共预算收入 (亿元)	232.40	476.08	472.46	810.03
一般公共预算支出 (亿元)	732.20	834.11	620.28	344.49
资产总额 (亿元)	2335.42	1116.03	1743.47	615.74
所有者权益 (亿元)	1271.51	366.41	839.41	399.02
营业收入 (亿元)	105.36	17.71	31.43	34.14
利润总额 (亿元)	17.83	3.97	3.09	4.83
资产负债率 (%)	45.56	67.17	51.85	50.74
全部债务资本化比率 (%)	41.28	61.78	45.53	33.87

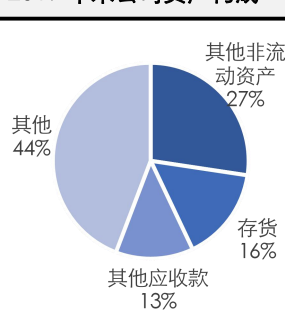
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据年份均为 2019 年；标“*”人均地区生产总值按“地区生产总值/常住人口”近似计算。
资料来源：公司审计报告及公开资料，东方金诚整理

主要指标及依据

2019 年公司营业收入构成



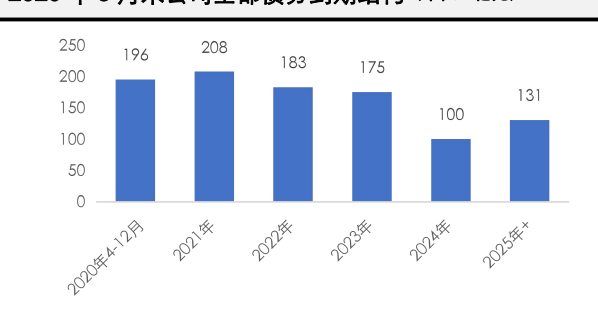
2019 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 Q1
资产总额	1000.14	1906.90	2335.42	2458.99
所有者权益	437.42	1070.32	1271.51	1271.86
营业收入	60.12	80.34	105.36	22.46
利润总额	9.42	12.17	17.83	0.42
全部债务	451.52	685.15	893.68	993.19
资产负债率	56.26	43.87	45.56	48.28
全部债务资本化比率	50.79	39.03	41.28	43.85

2020 年 3 月末公司全部债务到期结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2017 年	2018 年	2019 年
地区	上饶市		
GDP 总量	2055.45	2212.80	2513.10
GDP 增速	8.8	9.0	7.7
人均 GDP (元)	30372	32555	36839
一般公共预算收入	214.0	222.8	232.4
一般公共预算收入增速	-6.0	4.1	4.3
上级补助收入 (近似)	336.3	400.1	401.1

注: 表中上级补助收入按一般公共预算支出与一般公共预算收入差额估算。

优势

- 跟踪期内, 上饶市经济发展速度很快, 以有色金属、新能源、机电光学和新型建材等产业为主的工业和以旅游业为主的第三产业均发展较好, 经济实力很强;
- 公司从事的上饶市基础设施建设、土地开发整理、房地产开发业务具有很强的区域专营性, 同时还从事城市供水及污水处理、公交运营、旅游景区运营、餐饮及住宿、担保及委贷等经营性业务, 业务构成较为多元;
- 公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资本运营主体, 在增资和财政补贴等方面继续得到了公司股东及相关各方的大力支持。

关注

- 公司全部债务增长较快, 考虑到在建及拟建项目规模较大, 预计未来有息债务将进一步增长;
- 公司资产中非流动资产及变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大, 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工程款存在依赖, 投资性现金流仍为净流出, 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本运营主体, 主营业务具有很强的区域专营性且业务构成较为多元, 能够继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 (RTFU002201907) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	A-1 (20 上饶投资 CP001)	2020/02/27	高路 尚子书	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907) 》	阅读原文
AAA/稳定	AAA (19 上饶投资 MTN001)	2018/08/10	高路 尚子书	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (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(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 上投集团债 /20 上投债	2020/02/14	20.00	2020/03/09~2027/03/09	无	-

跟踪评级说明

根据相关监管要求及 2020 年上饶投资控股集团有限公司公司债券（以下简称“20 上投集团债/20 上投债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上饶投控”或“公司”）提供的相关财政、经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

公司是经江西省上饶市人民政府（以下简称“上饶市政府”）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。2019 年 2 月，上饶市国资委以货币资金的形式向公司增资 10.00 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 98.79 亿元；上饶市国资委和江西振兴发展上投二号投资中心（有限合伙）（以下简称“二号中心”）分别持有公司 97.58%和 2.42%的股权，上饶市政府仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司作为上饶市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，继续从事基础设施建设、土地开发整理、房地产开发、城市供水及污水处理、公交运营、旅游景区运营、餐饮及住宿、担保及委贷、绿色项目投资等业务。

截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 14 家（见图表 1），较 2018 年末新增 2 家二级子公司，即海南健康产业和工程管理公司。

图表 1 截至 2020 年 3 月末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
上饶市城市建设投资开发集团有限公司	上饶城投	10.00	100.00	无偿划拨
上饶市国有资产经营集团有限公司	上饶国资	20.72	96.53	无偿划拨
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
上饶市旅游发展集团有限责任公司	上旅集团	10.00	100.00	无偿划拨
上饶市上投实业发展有限公司	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	10.00	100.00	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
上饶市市域旅游轨道投资有限公司	轨道公司	5.00	100.00	投资设立
上饶市上投教育发展有限责任公司	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
上饶市绿色产业投资集团有限公司	绿投集团	10.00	98.00	出资收购
上饶市农垦产业投资发展有限责任公司	农垦公司	10.00	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
上饶市上投工程管理有限公司	工程管理公司	0.50	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

“20 上投集团债/20 上投债”为 20.00 亿元 7 年期固定利率债券，票面利率为 3.87%，起息日为 2020 年 3 月 9 日，到期日为 2027 年 3 月 9 日，还本付息方式为每年付息一次，分期偿还本金。截至本报告出具日，“20 上投集团债/20 上投债”尚未到本息兑付日。

“20 上投集团债/20 上投债”募集资金中的 18.00 亿元用于上饶国际精准医疗中心建设项目，2.00 亿元用于补充营运资金。截至 2020 年 4 月末，“20 上投集团债/20 上投债”的募集资金已使用 13.00 亿元。

宏观经济和政策环境

一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3 月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5 月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至 3.0%左右。若全球疫情在上半年晚些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在 3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5 月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义 GDP 的 8.6%，已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2 和社融增速将显著高于上年水平（分别为 8.7%和 10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0%和 15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业及区域经济环境

行业分析

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020 年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计 2020 年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020 年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项

目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计 2020 年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

地区经济

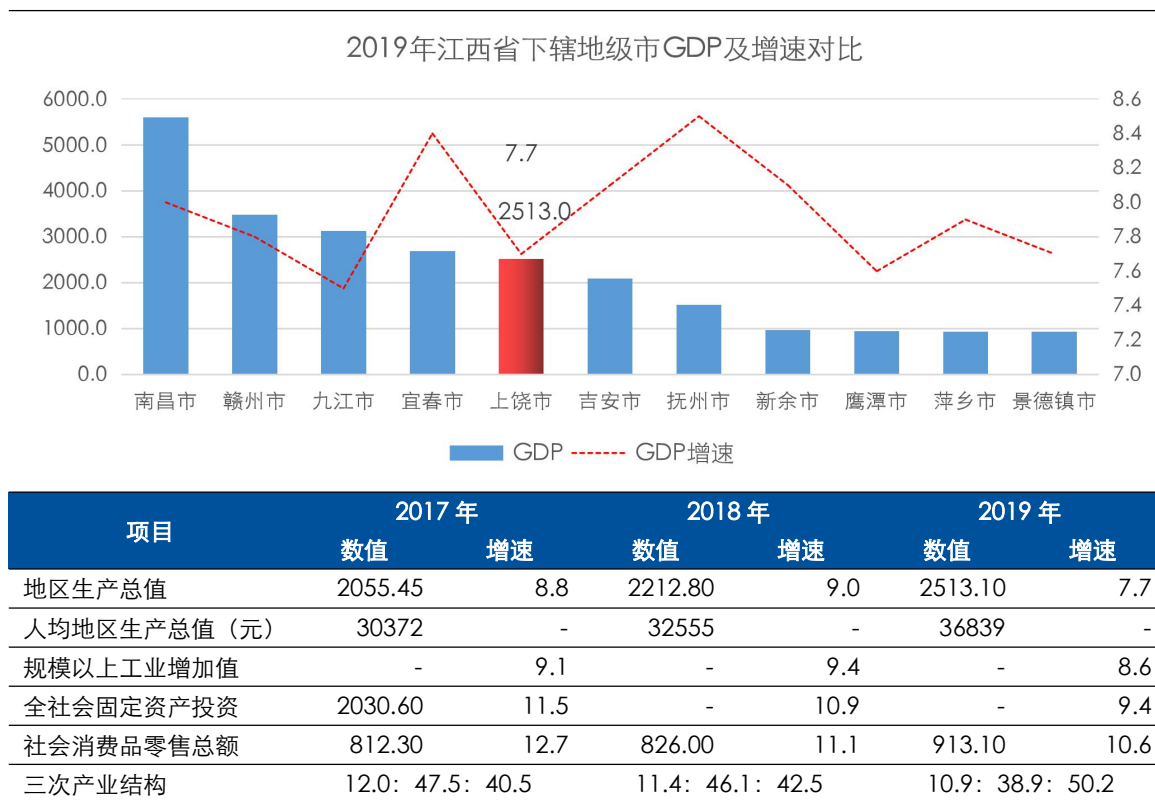
跟踪期内，上饶市经济发展速度很快，以有色金属、新能源、机电光学和新型建材等产业为主的工业和以旅游业为主的第三产业均发展较好，经济实力很强

2019 年，上饶市地区生产总值达 2513.10 亿元，同比增长 7.7%；人均地区生产总值为 36839 元，同比增加 4284 元；三次产业结构由 2018 年的 11.4: 46.1: 42.5 调整为 10.9: 38.9: 50.2，第三产业占比持续上升。

2019 年，上饶市固定资产投资增速为 9.4%，较上年有所放缓但仍维持在较高水平；社会消费品零售总额为 913.10 亿元，同比增长 10.6%。

跟踪期内，上饶市以有色金属、新能源、机电光学和新型建材等为主导的工业经济保持快速发展。2019 年，上述四大主导产业规模以上工业增加值同比增长 11.5%。其中，有色金属产业同比增长 18.3%，新能源产业同比增长 11.8%，机电光学产业同比增长 3.7%，新型建材同比增长 5.4%。此外，上饶市以旅游业为代表的第三产业依然保持较快增长。2019 年，上饶市第三产业增加值为 1260.80 亿元，同比增长 9.5%；旅游总收入为 2160.00 亿元，同比增长 18.6%。

图表 2 上饶市主要经济指标情况及对比情况（单位：亿元、%）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

财政状况

跟踪期内，上饶市一般公共预算收入稳定增长，并继续获得上级财政的大力支持，财政实力很强

跟踪期内，上饶市一般公共预算收入稳定增长，以税收收入为主。2019年，上饶市一般公共预算收入为232.4亿元，同比增长4.3%，其中税收收入占比为67.43%。同期，上饶市政府性基金收入同比下降24.69%，主要为国有土地出让收入，易受土地出让计划和房地产市场波动等因素影响，未来存在一定的不确定性。同时，上饶市继续获得上级财政给予的大力支持。

2019年，上饶市一般公共预算支出同比增长17.55%；政府性基金支出同比下降15.99%；地方财政自给率¹为31.74%，地方财政自给程度仍较低。

图表3 上饶市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
一般公共预算收入	214.0	222.8	232.4
其中：税收收入	139.2	146.4	156.7
非税收入	74.8	76.4	75.7
政府性基金收入	170.2	392.6	295.7
上级补助收入（近似）	336.3	400.1	401.1
一般公共预算支出	550.3	622.9	732.2
政府性基金支出	194.8	267.5	224.7

注：表中上级补助收入按一般公共预算支出与一般公共预算收入差额估算。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司作为上饶市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，营业收入主要来自于工程建设板块，营业收入保持增长且构成较为多元，但毛利润及毛利率均有所下降

跟踪期内，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、国资运营板块以及其他业务板块。

2019年，随着业务的陆续开展以及工程类项目完工确认收入，公司营业收入同比增长31.14%，主要来自工程建设板块。同时，公用事业板块、旅游服务板块、国资运营板块和其他板块收入均有所增长，对公司营业收入形成了一定的补充。

2019年，公司毛利润同比下降4.15%，毛利率同比下降4.75个百分点，主要由于各板块盈利水平均有所下降所致。

2020年1~3月，公司营业收入为22.46亿元，毛利润为2.58亿元，毛利率为11.47%。

¹ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

图表4 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
工程建设板块	47.50	79.01	59.55	74.12	64.32	61.05
公用事业板块	1.94	3.23	4.91	6.11	7.83	7.43
旅游服务板块	2.16	3.59	2.49	3.10	2.61	2.48
国资运营板块	6.75	11.23	11.06	13.77	25.88	24.57
其他	1.77	2.94	2.33	2.90	4.71	4.47
合计	60.12	100.00	80.34	100.00	105.36	100.00
项目	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
工程建设板块	4.27	9.00	7.57	12.71	5.30	8.24
公用事业板块	-0.15	-7.59	0.84	17.16	1.01	12.90
旅游服务板块	0.64	29.49	0.80	32.02	0.59	22.49
国资运营板块	1.45	21.48	2.83	25.62	3.17	12.25
其他	1.42	80.32	2.13	91.54	3.52	74.81
合计	7.63	12.70	14.18	17.64	13.59	12.90

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

工程建设板块

跟踪期内，公司工程建设板块主要包括基础设施建设、工程施工及 PPP 项目建设与运营、土地开发整理、房地产开发和绿色项目投资等业务。

图表5 公司工程建设板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	40.03	3.86	31.68	6.36	45.40	7.22
工程施工及 PPP 项目建设与运营	4.15	9.57	16.05	14.99	17.75	6.43
土地开发整理	3.31	70.33	10.13	29.46	0.95	90.15
房地产开发	0.00	-	1.69	9.57	0.22	9.82
合计	47.50	9.00	59.55	12.71	64.32	8.24

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

1.基础设施建设

跟踪期内，公司作为上饶市重要的基础设施建设主体，业务具有很强的区域专营性；但公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍主要由二级子公司上饶城投²和上饶国资³承担，业务具有很强的区域专营性。

上饶城投方面，跟踪期内，上饶城投仍通过本部开展该业务，并采取委托代建和政府购买服务模式进行项目建设。2019年，上饶城投实现代建项目收入44.27亿元；毛利率为6.98%。

² 上饶城投成立于2002年6月，是上饶市成立最早的国有资本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。

³ 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。

截至 2020 年 3 月末，上饶城投主要在建项目为 2016~2017 年中心城区棚户区改造项目、老火车站棚户区综合改造项目等，计划总投资为 238.48 亿元，已完成投资 197.34 亿元，尚需投资 41.14 亿元。同期末，上饶城投拟建的重点项目计划总投资为 80.57 亿元。

上饶国资方面，跟踪期内，上饶国资仍通过子公司上饶市中心区基础设施建设开发有限公司开展该业务，并继续采取委托代建模式进行项目建设。2019 年，上饶国资实现代建工程收入 1.13 亿元；毛利率为 16.67%。截至 2019 年末，上饶国资主要在建项目为上饶市国际物流园项目、上饶西货站一期项目等，计划总投资为 61.30 亿元，已完成投资 24.64 亿元，尚需投资 35.66 亿元。同期末，上饶国资拟建的重点项目为上饶市大数据云中心项目、顺丰产业园等，计划总投资为 78.61 亿元。

总体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。同时，随着在建项目的完工，预计公司未来几年内将产生持续稳定的代建项目收入及工程回购收入。

2.工程施工及 PPP 项目建设与运营

跟踪期内，公司工程施工及 PPP 项目建设与运营业务仍由上饶交投⁴负责。2019 年，上饶交投实现工程款收入 17.75 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；毛利率为 6.43%，较上年下降较多主要系施工原材料成本和人工成本等有所增加所致。

2019 年末，上饶交投在建的 PPP 项目主要为鄱阳县、万年县、弋阳县以及上饶县国省县乡道公路升级改造项目等，计划总投资为 117.07 亿元，已完成投资 35.52 亿元。同期末，上饶交投无拟建的 PPP 项目。总体来看，公司在建 PPP 项目投资规模较大，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，未来收入具有一定的不确定性

跟踪期内，公司土地开发整理业务仍主要由子公司上饶城投及上饶国资负责。

2019 年，上饶城投未实现土地出让收入，主要系当年上饶市土地出让的规划位置集中在中心区城区，而公司拥有的土地主要分布在城东（高铁新区）地区所致。同期，上饶国资完成土地整理 565 亩，并实现土地开发收入 0.95 亿元；毛利率为 90.15%。

截至 2020 年 3 月末，上饶城投在建的大型土地开发整理项目主要为上饶城东土地一级整理项目，计划总投资为 30.35 亿元，已完成投资 28.05 亿元。该项目建设周期为 2012 年 12 月至 2016 年 12 月，未及时完工主要系涉及农村集体用地和林地山地，征地清表推进缓慢所致。预计未来随着土地出让的实现，公司在该区域内的土地开发整理业务将带来一定的收益。但土地出让易受房地产市场波动及相关政策等因素影响，未来收入具有一定的不确定性。

4.房地产开发

公司房地产开发中的安置房业务前期投资较大，垫资建设的业务模式使得公司的资本支出压力较大

⁴ 上饶交投成立于 2016 年 4 月，注册资本 10.00 亿元。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。

跟踪期内，公司房地产开发仍主要由上饶城投和上饶国资负责，包括商品房开发和安置房开发。2019年，公司房屋销售收入为0.22亿元，全部来自茶圣花园小区项目。截至2019年末，上饶城投在建的安置房项目主要为上饶市龙潭安置小区项目、稼轩花园、御景新苑、春天新苑和城东佳苑，计划总投资为57.12亿元，已完成投资37.09亿元。同期末，上饶国资在建的安置房及商品房项目主要为茶圣中路棚改项目、桐子坞棚改项目、奥体棚改项目和安厦带湖雅苑等，上述项目计划总投资为62.85亿元，已完成投资30.40亿元。

5.绿色项目投资

跟踪期内，公司继续通过二级子公司绿投集团⁵开展绿色项目投资业务。截至2019年末，绿投集团重点规划筹建的项目为上饶野生动物乐园等。其中，上饶野生动物乐园计划总投资为106.64亿元，截至2019年末已完成投资1.51亿元。

公用事业板块

跟踪期内，公司公用事业板块主要涉及自来水供水、供水设备安装、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6 公司公用事业板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
自来水供水	0.72	14.92	0.75	32.68	0.94	40.47
供水设备安装	0.20	33.53	0.33	30.30	0.34	34.48
污水处理	0.14	-43.66	0.16	-5.06	0.11	-38.80
公交运营 ⁶	0.50	-107.07	0.80	-61.33	1.03	-35.84
高速公路运营	0.38	71.40	0.43	64.57	0.44	68.38
机场运营	0.00	-	0.00	-	1.38	-20.35
太阳能光伏发电	0.00	-	2.43	29.43	3.60	25.00
合计	1.94	-7.59	4.91	17.16	7.83	12.90

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

1.自来水供水及设备安装

跟踪期内，公司自来水供水业务仍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2019年末，公司拥有城东水厂1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16.83万户。跟踪期内，随着供水管网漏损情况明显改善，公司供水收入及毛利率均保持较快增长。2019年，公司自来水供水收入为0.94亿元；毛利率为40.47%。截至2019年末，公司拟投资1.6亿元建设空港新区10万吨水厂，以解决三江、水南等偏远供水不足的现状。

2.污水处理

跟踪期内，公司污水处理业务仍由二级子公司上饶城投的全资子公司上饶市生活污水处理

⁵ 绿投集团成立于2016年10月，注册资本为10亿元。2018年5月，公司通过出资收购的方式取得了绿投集团51%的股权，成为绿投集团的控股股东。截至2018年末，公司本部及子公司上饶城投、上饶国资合计持有绿投集团64%的股权。

⁶ 公交运营收入包括三级子公司上饶市公共交通有限责任公司的运营收入、包车收入、IC卡收入和手续费收入。

理有限公司负责，污水处理业务收入来自于政府拨付的污水处理费。2019年，公司污水处理收入为0.11亿元。

3.公交运营

跟踪期内，公司公交运营业务仍由二级子公司上饶城投的全资子公司上饶市公共交通有限责任公司（以下简称“上饶公交”）负责经营。作为上饶市重要的公共交通运营主体，上饶公交具有很强的区域专营优势。2019年，公司公交运营业务收入为1.03亿元，毛利率为-35.84%。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，2019年公司公交运营成本高于运营收入，该业务处于亏损状态。

4.高速公路运营

跟踪期内，公司高速公路运营业务由二级子公司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。上武高速公司仍主要负责经营上饶至武夷山（闽赣界）高速公路。2019年，公司车辆通行费收入为0.44亿元；毛利率为68.38%。

5.机场运营

跟踪期内，公司仍通过二级子公司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”）运营上饶三清山机场。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。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。2019年，公司机场运营收入为1.38亿元，毛利率为-20.35%，业务亏损主要系资产折旧、支付的航线补贴较多等因素所致。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

跟踪期内，公司太阳能光伏发电收入仍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和上饶国资负责运营。2019年，公司实现光伏发电收入3.60亿元。公司当前运营的光伏电站主要分布在上饶、横峰、鄱阳及余干等四个县，装机总容量为257.615MW。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

跟踪期内，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 7 公司旅游服务板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
景区运营	1.69	18.41	1.99	22.87	2.10	21.63
餐饮服务	0.32	56.10	0.34	56.79	0.36	56.31
酒店运营	0.15	98.37	0.15	95.70	0.15	-45.79
合计	2.16	29.49	2.49	32.02	2.61	22.49

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

1. 景区运营

跟踪期内，公司景区运营业务仍主要由子公司上旅集团⁷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。2019 年，公司景区运营收入为 2.10 亿元；毛利率为 21.63%。

2. 餐饮及住宿

跟踪期内，公司餐饮及住宿业务仍主要由二级子公司上饶城投的全资子公司上饶市龙潭湖投资有限公司负责。2019 年，公司餐饮收入为 0.36 亿元；住宿收入为 0.15 亿元。2019 年，公司住宿业务亏损，主要系当年龙潭湖宾馆中的部分房间维修翻新导致营业收入下降，支出增加所致。

国资运营板块

跟踪期内，公司国资运营板块仍以委托贷款、担保以及物业管理为主，并新增供应链管理、融资租赁、农垦资源租赁等业务。

委托贷款业务方面，随着委贷金额增加，2019 年公司利息收入有所增长。2019 年，公司实现利息收入 4.79 亿元。

担保业务方面，公司担保业务仍由三级子公司上饶市富饶担保有限责任公司（以下简称“富饶担保”）负责。2019 年，公司担保费收入为 788.88 万元，主要来源于富饶担保为中小企业提供融资担保收取的担保费收入。截至 2019 年末，富饶担保共发生 18 笔代偿业务，合计余额为 4501.68 万元；富饶担保共有 7 笔已经发生逾期尚未代偿的担保业务，合计余额为 2261.22 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也不会产生实质性风险或产生的实质风险较小。

物业管理方面，公司物业管理业务仍主要由三级子公司上饶市兴饶置业有限责任公司负责。2019 年，公司物业管理费收入为 86.81 万元。

供应链管理方面，该业务系公司于 2019 年新增，主要由三级子公司江西金诺供应链管理有限公司负责。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。2019 年，公司供应链管理收入为 9.23 亿元，毛利率为 1.48%。

⁷ 上旅集团成立于 2015 年 7 月，注册资本为 10 亿元，是上饶市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投控。

外部支持

跟踪期内，公司在增资和财政补贴等方面继续得到了公司股东及相关各方的大力支持

增资方面，2019年2月，上饶市国资委以货币资金的形式向公司增资10.00亿元。财政补贴方面，2019年，公司获得上饶市政府财政补贴7.45亿元。

考虑到未来公司将在上饶市的基础设施建设及国有资本运营领域中继续发挥重要作用，预计股东及相关各方仍将对公司提供持续支持。

企业管理

截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币98.79亿元；上饶市国资委和二号中心分别持有公司97.58%和2.42%的股权，上饶市政府为公司的实际控制人。跟踪期内，公司董事会成员、高级管理人员、法人代表均发生变化；除此之外，公司治理结构和组织结构未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2019年及2020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2019年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；跟踪期内，公司未更换审计机构。公司2020年1~3月的合并财务报表未经审计。

截至2020年3月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共有14家（详见图表1）。2019年，公司合并报表范围的二级子公司增加2家，即海南健康产业和工程管理公司；2020年1~3月，公司合并报表范围的二级子公司未发生变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模增长较快，但非流动资产及流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大，资产流动性较弱

跟踪期内，公司资产规模增长较快，资本实力有所增强。2019年末，公司资产总额由2018年末的1906.90亿元快速增至2335.42亿元，较上年末增长22.47%。

从资产结构来看，2019年末，公司资产结构转为以非流动资产为主。同期末，公司流动资产主要由存货、其他应收款⁸、货币资金和应收账款构成，四项合计占流动资产的比例为94.82%。公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大，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市政项目建设成本。2019年末，公司存货为363.74亿元，随着项目建设的推进较上年末增长16.48%。其中，土地使用权为22.57亿元，以商业及商住用地为主，主要由上饶市政府无偿注入，均已取得土地使用权证；开发成本为331.92亿元，主要为老火车站棚户区综合改造项目、上饶城东土地一级整理项目等项目建设成本。

2019年末，公司其他应收款为299.73亿元，其中应收利息为4.93亿元，应收其他单位

⁸ 含应收利息及应收股利。

的往来款、借款、工程款等合计 294.80 亿元。公司其他应收款余额前五名单位分别为上饶市天佑大道上饶北大道项目管理处、上饶市财政局、上饶市滨江投资有限公司、余干县城市建设投资开发有限公司和江西黄岗山投资股份有限公司，合计占其他应收款比重为 16.34%。从账龄来看，公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款为 115.11 亿元，其中 1 年内的占比为 95.47%。同期末，公司其他应收款共计提坏账准备 0.82 亿元。

2019 年末，公司货币资金为 223.98 亿元，以银行存款为主；应收账款为 150.69 亿元，主要为应收上饶市财政局土地出让收益款及代建项目结算款，较上年末增长 66.85%，主要系子公司上饶城投应收的项目结算款大幅增长所致。

2019 年末，公司非流动资产主要由其他非流动资产、投资性房地产、固定资产、在建工程、可供出售金融资产和长期股权投资构成。

2019 年末，公司其他非流动资产为 639.33 亿元，主要为农垦资源资产及森林资源资产合计 556.03 亿元，对上饶创新发展产业投资集团有限公司、江西云济投资有限公司等公司的委托贷款 38.77 亿元，预付上饶经济技术开发区财政局等单位的土地款 12.15 亿元和预付中交第四公路工程局有限公司等公司的工程款 6.36 亿元等。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，由上饶市政府作价出资注入；公司所获得农垦资产为 549.72 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，由上饶市政府注入。截至 2019 年末，公司所获的部分森林资产和农垦资产已完成证载权利人变更。

2019 年末，公司投资性房地产为 263.82 亿元，主要为上饶市政府划拨和公司购买的上饶市不动产，较上年末大幅增长 166.27%，主要系公司当年新增购入 7.50 亿元房屋以及企业合并新增 17.35 亿元房屋所致。

2019 年末，公司固定资产为 117.23 亿元，主要为房屋建筑物和景区的旅游设施等；在建工程为 76.80 元，包括上饶国际物流园、医疗旅游先行区（核心区）项目等在建基础设施建设成本；可供出售金融资产为 65.93 亿元，主要为对上饶市滨江投资有限公司等公司的认缴出资；长期股权投资为 24.09 亿元，主要为对上饶银行股份有限公司（以下简称“上饶银行”）等企业的股权投资。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 98.62 亿元，受限比率为 4.22%。其中，受限的货币资金为 49.57 亿元，用于抵押的房屋资产为 36.76 亿元，用于质押的股权为 3.22 亿元，用于抵押的土地使用权为 3.69 亿元。

图表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
存货	277.03	312.28	363.74	382.25
其他应收款	215.20	286.48	299.73	314.37
货币资金	174.59	216.87	223.98	290.21
应收账款	71.37	90.31	150.69	161.59
流动资产合计	767.88	956.89	1094.87	1201.40
其他非流动资产	6.86	585.79	639.33	638.48
投资性房地产	48.48	99.08	263.82	264.14
固定资产	104.45	112.79	117.23	129.67
在建工程	27.61	63.14	76.80	77.19
可供出售金融资产	30.38	57.61	65.93	66.61
长期股权投资	5.47	23.94	24.09	27.31
非流动资产合计	232.26	950.02	1240.56	1257.59
资产总额	1000.14	1906.90	2335.42	2458.99

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，得益于股东增资，公司所有者权益增长较快

2019 年末及 2020 年 3 月末，公司所有者权益分别为 1271.51 亿元和 1271.86 亿元，其中 2019 年末较上年末增长 18.80%。同期末，公司实收资本均为 98.79 亿元，2019 年末较上年末增加 10.00 亿元，主要系上饶市国资委以货币资金方式对公司增资所致；其他权益工具均为 72.81 亿元，主要为公司发行的“16 上饶投资 MTN001”等永续债券；资本公积均为 493.86 亿元，主要为上饶市政府向公司及下属子公司无偿划拨企业股权、森林和农垦资源、土地使用权和房屋使用权等资产所致；少数股东权益分别为 464.36 亿元和 464.58 亿元；未分配利润分别为 57.89 亿元和 58.01 亿元，为公司历年经营活动产生的净利润累积。

跟踪期内，公司负债总额及全部债务增长较快，债务率较为稳定；考虑到公司在建及拟建项目规模较大，预计未来有息债务将进一步增长

2019 年末，公司负债总额较上年末增长 27.17%，以非流动负债为主。同期末，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⁹和应付账款构成，合计占流动负债的 87.19%。

2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 123.53 亿元，由一年内到期的应付债券、长期借款和长期应付款构成，较上年末大幅增长 127.29%，主要系公司新增一年内到期的应付债券 60.18 亿元所致；短期借款为 91.34 亿元，随着公司流动资金需求的增加较上年末增长 33.99%，包括保证借款、质押借款、抵押借款、信用借款和其他借款等。

2019 年末，公司其他应付款为 71.00 亿元。其中，应付利息为 2.54 亿元，应付股利为 0.21 亿元，应付其他单位的往来款合计 68.25 亿元。同期末，公司前五名其他应付款单位分别为上饶市中心区管委会（9.63 亿元）、上饶市房地产管理局棚改资金专户（8.16 亿元）、

⁹ 含应付利息及应付股利。

上饶市信州区房屋征收补偿办公室（5.85 亿元）、上饶市房屋拆迁安置办公室处（5.03 亿元）和上饶市财政局（3.13 亿元），合计占应付其他单位款项的比重为 44.77%。从账龄来看，账龄在 1 年以内的占比为 35.90%，1~2 年占比为 24.77%，2~3 年占比为 35.11%，3 年以上占比为 4.22%，偿还压力主要集中在 2 年以内。

2019 年末，公司应付账款为 31.41 亿元，主要为应付基础设施项目的工程款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款¹⁰构成。2019 年末，公司长期借款为 314.08 亿元，包括质押借款、保证借款、抵押借款、信用借款和其他借款；应付债券为 292.55 亿元，较上年末增长 36.95%，主要系公司及其子公司于 2019 年新增发行“19 上投 01”和“19 上饶 01”等共 13 只债券所致；长期应付款为 62.76 亿元，包含应付上饶市财政局等单位的专项应付款 1.92 亿元和应付太平石化金融租赁有限公司等机构的借款 60.84 亿元，较上年末大幅增长 127.63%，主要系融资租赁借款大幅增长所致。2020 年 3 月末，公司应付债券为 329.88 亿元，较 2019 年末增加较多，主要系公司于 2020 年第一季度发行“20 上投集团债/20 上投债”等债券所致。

图表 9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

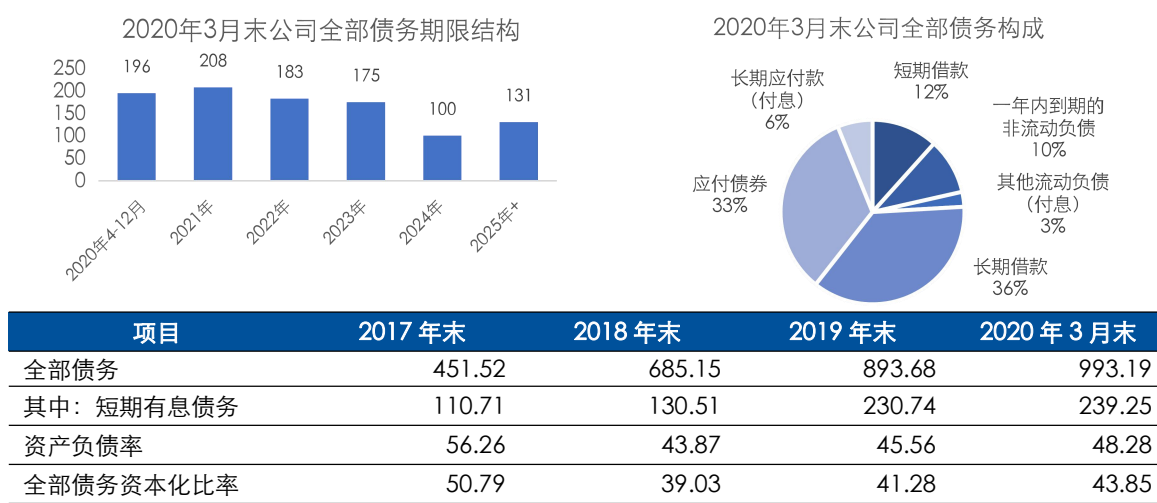
项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
一年内到期的非流动负债	58.25	54.35	123.53	97.38
短期借款	52.45	68.17	91.34	115.97
其他应付款	66.22	81.67	71.00	84.41
应付账款	27.04	39.07	31.41	27.33
流动负债合计	212.64	272.58	363.92	389.20
长期借款	226.81	314.85	314.08	362.78
应付债券	105.82	213.61	292.55	329.88
长期应付款	11.90	27.57	62.76	74.64
非流动负债合计	350.09	564.00	700.00	797.93
负债总额	562.73	836.58	1063.92	1187.13

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务规模快速增长，以长期有息债务为主，考虑到公司在建及拟建项目规模较大，预计未来有息债务将进一步增长。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司全部债务分别为 893.68 亿元和 993.19 亿元，其中短期有息债务占比分别为 25.82%和 24.09%。从债务率来看，公司资产负债率及全部债务资本化比率均有所上升，但整体较为稳定。从债务期限结构来看，2020 年 3 月末，公司未来几年内各年到期债务本金将于 2021 年达到最高金额 208.19 亿元，存在一定的集中偿债压力。

¹⁰ 含专项应付款。

图表 10 公司债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供及公司合并财务报表，东方金诚整理

截至 2019 年末，公司对外担保金额为 68.42 亿元，占所有者权益的比率为 5.38%，对外担保比率较小。

盈利能力

跟踪期内，得益于业务的开展及项目结算的推进，公司营业收入快速增加，但盈利指标处于较低水平，盈利能力仍较弱

2019 年，公司营业收入同比增长 31.34%，营业利润率同比下降 4.78 个百分点；期间费用占营业收入的比重为 9.66%，以财务费用和管理费用为主。同期，公司收到的财政补贴收入占利润总额比重为 41.77%，利润总额对财政补贴具有一定的依赖性。

从盈利指标来看，2019 年，公司总资本收益率同比增加 0.07 个百分点，净资产收益率同比增加 0.09 个百分点，均处于较低水平，盈利能力仍较弱。

图表 11 公司主要盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 Q1
营业收入	60.12	80.34	105.36	22.46
营业利润率	11.77	16.83	12.05	-
期间费用	5.34	9.56	10.18	3.07
利润总额	9.42	12.17	17.83	0.42
其中：财政补贴	5.48	4.33	7.45	-
总资本收益率	1.35	0.84	0.91	-
净资产收益率	1.92	0.86	0.95	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

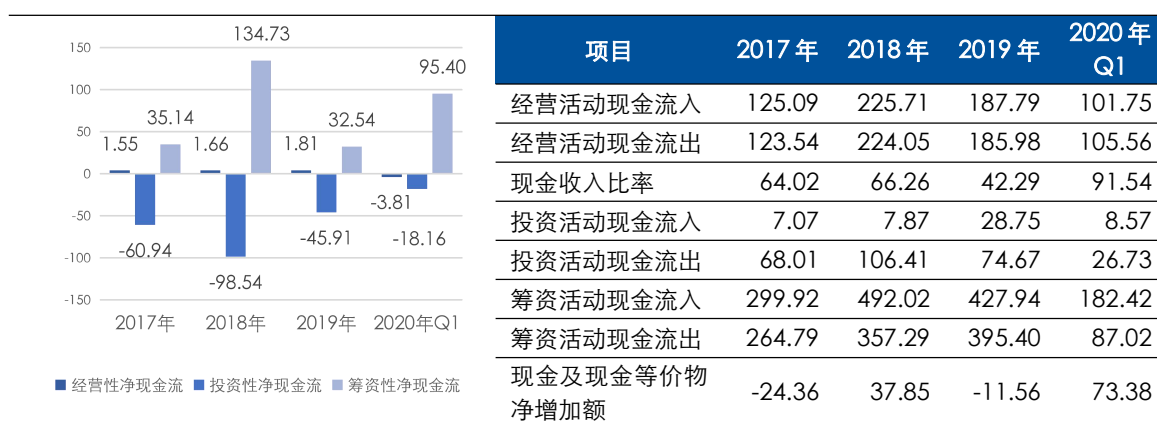
公司经营性现金流对波动较大的往来款及工程款存在依赖，投资性现金流仍为净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

2019年，公司经营活动现金流入主要为收到项目工程款、往来款、财政补贴等形成的现金流入，主营业务现金获取能力较弱；经营活动现金流出主要是公司支付项目工程款以及往来款等形成的现金流出；经营性净现金流仍呈小规模净流入。东方金诚关注到，公司经营性现金流对波动较大的往来款及工程款存在依赖，未来存在一定的不确定性。

2019年，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、支付股权投资款等所支付的现金；投资性净现金流仍为净流出。

2019年，公司筹资活动现金流入主要为银行借款、发行债券和股东注资等收到的现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息所支付的现金；筹资性净现金流仍为净流入。

图表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

公司从事的上饶市基础设施建设等业务具有很强的区域专营性，得到了股东及相关各方的大力支持，且融资渠道较为通畅，偿债能力仍极强

从短期偿债能力指标看，2019年末，公司流动比率较上年末下降 50.19 个百分点，速动比率较上年末下降 35.58 个百分点，现金比率较上年末下降 18.01 个百分点，但均处于较高水平。同时，公司货币资金较为充裕，对流动负债的偿还具有较强的保障。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率较为稳定；EBITDA 对全部债务的保障程度较弱。

图表 13 公司偿债能力主要指标情况（单位：%、倍）

指标名称	2017年	2018年	2019年	2020年 Q1
流动比率	361.13	351.04	300.86	308.69
速动比率	230.84	236.48	200.90	210.47
现金比率	82.11	79.56	61.55	74.57
长期债务资本化比率	43.79	34.13	34.27	37.22
EBITDA 利息倍数	1.70	1.64	1.73	-
全部债务/EBITDA	17.43	14.91	16.93	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

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 2019 年末，公司共获得

银行授信 813.39 亿元，已使用 357.69 亿元，尚有 455.70 亿元未使用。

综合来看，公司从事的上饶市基础设施建设等业务具有很强的区域专营性，得到了股东及相关各方的大力支持，且融资渠道较为通畅，东方金诚认为，公司偿债能力仍极强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AAA 的部分地市级基础设施建设及国有资本运营主体，对地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比，数据年份均为 2019 年。

对比组中，上饶市地区生产总值及人均 GDP 均处于最低水平，经济增速较低；一般公共预算收入处于最低水平，一般公共预算支出处于较高水平。公司资产总额、所有者权益、营业收入及利润总额在对比组中均处于最高水平；资产负债率处于最低水平，全部债务资本化比率处于较低水平。

图表 14 同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	上饶投资控股集团 有限公司	南昌城市建设投资 发展有限公司	乌鲁木齐城市建设投 资（集团）有限公司	珠海大横琴集团 有限公司
地区	上饶市	南昌市	乌鲁木齐市	珠海市
GDP	2513.10	5596.18	3450.10	3435.89
GDP 增速	7.7	8.0	11.3	6.8
人均 GDP（元）	36839	100415	98411*	175500
一般公共预算收入	232.40	476.08	472.46	810.03
一般公共预算支出	732.20	834.11	620.28	344.49
资产总额	2335.42	1116.03	1743.47	615.74
所有者权益	1271.51	366.41	839.41	399.02
营业收入	105.36	17.71	31.43	34.14
利润总额	17.83	3.97	3.09	4.83
资产负债率	45.56	67.17	51.85	50.74
全部债务化资本比率	41.28	61.78	45.53	33.87

注：标“*”人均地区生产总值按“地区生产总值/常住人口”近似计算；

资料来源：公司审计报告及公开资料，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告（银行版），截至 2020 年 2 月 12 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。

抗风险能力

基于对上饶市的地区经济及财政实力、股东及相关各方对公司各项支持，以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力极强。

结论

东方金诚认为，跟踪期内，上饶市经济发展速度很快，以有色金属、新能源、机电光学

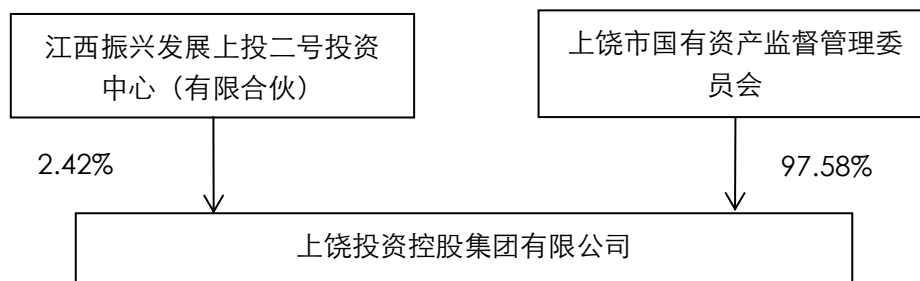
和新型建材等产业为主的工业和以旅游业为主的第三产业均发展较好，经济实力很强；公司从事的上饶市基础设施建设、土地开发整理、房地产开发业务具有很强的区域专营性，同时还从事城市供水及污水处理、公交运营、旅游景区运营、餐饮及住宿、担保及委贷等经营性业务，业务构成较为多元；公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，在增资和财政补贴等方面继续得到了公司股东及相关各方的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司全部债务增长较快，考虑到在建及拟建项目规模较大，预计未来有息债务将进一步增长；公司资产中非流动资产及变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大，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工程款存在依赖，投资性现金流仍为净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

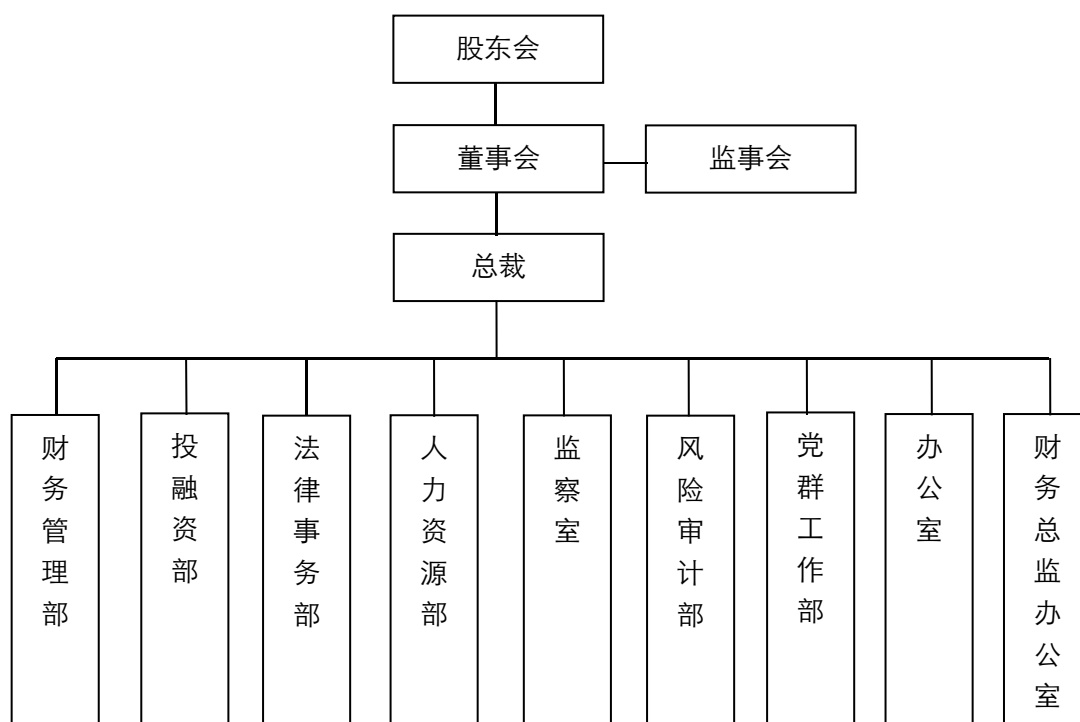
综上所述，东方金诚维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“20 上投集团债/20 上投债”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2020 年 3 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 Q1
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	1000.14	1906.90	2335.42	2458.99
其中：货币资金	174.59	216.87	223.98	290.21
存货	277.03	312.28	363.74	382.25
其他应收款	215.20	286.48	299.73	314.37
其他非流动资产	6.86	585.79	639.33	638.48
投资性房地产	48.48	99.08	263.82	264.14
负债总额	562.73	836.58	1063.92	1187.13
其中：长期借款	226.81	314.85	314.08	362.78
应付债券	105.82	213.61	292.55	392.88
全部债务	451.52	685.15	893.68	993.19
其中：短期有息债务	110.71	130.51	230.74	239.25
所有者权益	437.42	1070.32	1271.51	1271.86
营业收入	60.12	80.34	105.36	22.46
利润总额	9.42	12.17	17.83	0.42
经营活动产生的现金流量净额	1.55	1.66	1.81	-3.81
投资活动产生的现金流量净额	-60.94	-98.54	-45.91	-18.16
筹资活动产生的现金流量净额	35.14	134.73	32.54	95.40
主要财务指标				
营业利润率（%）	11.77	16.83	12.05	-
总资本收益率（%）	1.35	0.84	0.91	-
净资产收益率（%）	1.92	0.86	0.95	-
现金收入比率（%）	64.02	66.26	42.29	91.54
资产负债率（%）	56.26	43.87	45.56	48.28
长期债务资本化比率（%）	43.79	34.13	34.27	37.22
全部债务资本化比率（%）	50.79	39.03	41.28	43.85
流动比率（%）	361.13	351.04	300.86	308.69
速动比率（%）	230.84	236.48	200.90	210.47
现金比率（%）	82.11	79.56	61.55	74.57
经营现金流动负债比率（%）	40.73	63.27	39.34	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.70	1.64	1.73	-
全部债务/EBITDA（倍）	17.43	14.91	16.93	-

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（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期有息债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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	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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2020 年上饶投资控股集团有限公司公司债券”的存续期内密切关注上饶投资控股集团有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施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；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向上饶投资控股集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，上饶投资控股集团有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如上饶投资控股集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020 年 6 月 19 日

权利及免责声明

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

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

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

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

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

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