

信用等级通知书

东方金诚债评字【2021】159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“2021年第一期上饶投资控股集团有限公司公司债券”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，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司



二〇二一年三月五日

信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与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

2021年3月5日

2021年第一期上饶投资控股集团有限公司 公司债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2021/3/5	高路	尚子书

主体概况

上饶投资控股集团有限公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要从事上饶市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为其控股股东，上饶市人民政府为其实际控制人。

债券概况

本期债券发行额：20 亿元
其中基础发行额：10 亿元
弹性配售额：10 亿元
本期债券发行期限：5 年
偿还方式：按年付息、到期还本
资金用途：补充营运资金

评级模型

1.基础评分模型

一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
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%	2.40		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%	0.80		(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

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-
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8 档	AA	AA-	A+						
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+

基础模型参考等级 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。

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
5.增信措施	无
6.本期债券信用等级	AAA

评级观点

东方金诚认为，近年来，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，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，东方金诚认为公司的偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

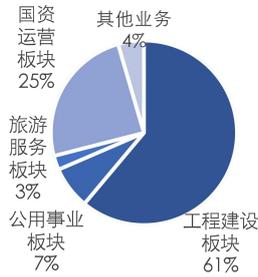
同业对比

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	344.49
一般公共预算支出 (亿元)	732.20	834.11	620.28	615.74
资产总额 (亿元)	2335.42	1116.03	1743.47	810.03
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

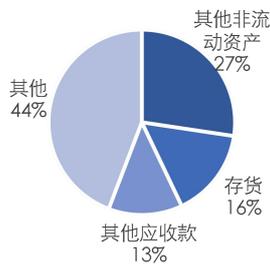
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据年份均为 2019 年；标“*”人均地区生产总值按“地区生产总值/常住人口”近似计算。
资料来源：公司审计报告及公开资料，东方金诚整理

主要指标及依据

2019年公司营业收入构成



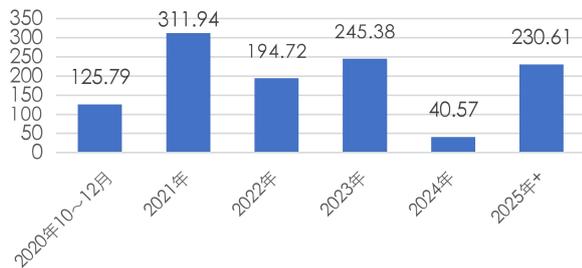
2019年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2017年	2018年	2019年	2020年Q3
资产总额	1000.14	1906.90	2335.42	2604.84
所有者权益	437.42	1070.32	1271.51	1274.14
营业收入	60.12	80.34	105.36	89.44
利润总额	9.42	12.17	17.83	5.38
全部债务	451.52	685.15	893.68	1149.01
资产负债率	56.26	43.87	45.56	51.09
全部债务资本化比率	50.79	39.03	41.28	47.42

截至2020年9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

- 上饶市经济发展速度很快, 下辖各区、县(市)地区经济发展较为均衡, 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产运营主体, 在增资、资产划拨和财政补贴等方面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, 投资性现金流持续净流出, 资金来源对筹资活动依赖较大。

评级展望

预计上饶市经济实力将不断增强, 公司作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体, 主营业务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	AAA (20 上饶投资 MTN003)	2020/08/24	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。

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，截至本报告出具日，公司注册资本及实收资本均为104.59亿元；上饶市国资委和江西振兴发展上投二号投资中心（有限合伙）（以下简称“二号中心”）¹分别持有公司97.71%和2.29%的股权，上饶市政府为公司实际控制人。

公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要从事基础设施建设、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9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）。

图表1 截至2020年9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

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

公司拟发行总额为人民币20.00亿元的“2021年第一期上饶投资控股集团有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”），其中基础发行额为10.00亿元，弹性配售额为10.00亿元。本期债券为5年的固定利率债券，面值100元，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。

¹ 该笔投资实际为明股实债，即公司作为劣后级有限合伙人（出资1.5亿元），与优先级有限合伙人申万宏源证券有限公司（出资15.0亿元）及普通合伙人上海博约投资管理有限公司（出资50万元）共同以货币资金出资成立有限合伙企业。根据约定，公司应在受让日2022年之前受让优先级有限合伙人15亿元份额，或选择在受让日之前全部受让或部分受让优先级合伙份额。回购资金主要来自于公司的自有资金等。公司应按照7%/年的费率向优先级有限合伙人支付份额受让溢价款。财务处理上，公司在认购劣后级有限合伙份额时借“长期股权投资”，贷“货币资金”；在合伙企业完成增资后，借“银行存款”，贷“实收资本”和“资本公积”。

募集资金用途

本期债券募集资金拟全部用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

2020年四季度经济延续“V型反转”，消费和制造业投资将成为推动2021年经济增速冲高的主动力

2020年四季度宏观经济增速反弹至6.5%，延续二季度以来的“V型反转”势头，服务业加快复苏以及出口意外强劲是主要增长点。2020年全年GDP增速达到2.3%，中国成为G20中唯一实现正增长的大型经济体。主要受低基数及经济修复动能增强推动，2021年年初工业生产、社会消费品零售总额及固定资产投资同比将出现30%至40%的高增速，这将带动一季度GDP增速冲高至18%左右。预计2021年全年GDP增速有望达到8%至9%，消费和制造业投资将成为主要增长动力，物价大幅上升风险较小。整体而言，2021年仍处于疫情因素影响下的数据剧烈波动期，经济走势“前高后低”。往后看，构建双循环发展新格局成为贯穿“十四五（2021-25年）”战略规划的主线，独立自主、扩大内需及高水平开放是主要着力点，经济增速会进一步淡化。

2021年一季度宏观政策将继续处于“稳定期”，今年财政政策力度将会减弱，货币政策稳中趋紧

尽管一季度GDP增速将大幅冲高，但考虑到当前全球疫情及外部环境存在诸多不确定性，近期监管层多次强调宏观政策操作上“不急转弯”。这意味着短期内加息升准的可能性很小；经历前期的“紧货币”过程后，一季度市场利率有望围绕政策利率小幅波动，货币环境进一步收紧的可能性不大。2021年稳定宏观杠杆率重返政策议程的核心位置，目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模都会下调，财政政策力度将明显减弱。2021年政策利率有望保持稳定，但货币投放会减速，“有保有压”的结构性货币政策将是主要发力点，“保”的重点是科技创新、小微企业、绿色发展，“压”则主要指向房地产金融以及地方政府平台融资。

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

上饶市设立于2000年10月，是江西省设立的第11个地级市，同时也是江西省迄今为止设立最晚的地级市。截至2019年末，上饶市下辖2区、9县和1个代管县级市，并设有上饶经济技术开发区（国家级），国土总面积22791平方公里，是江西省国土面积第三大市，常住人口683.30万人，为江西省人口第二大市。

上饶市具有承东启西、连接南北的区位优势以及低廉的原材料成本等优势，是江西省承接沿海地区产业转移的重要地区

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。从交通条件来看，上饶市是我国长江中下游经济发达地区东西向与南北向的交汇点，海陆空综合立体交通网络基本成型。原材料成本方面，上饶市已探明矿产资源有70余种，拥有亚洲最大的铜矿——德兴铜矿。

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重点承接基地及台资企业转移重点承接基地。

近年来上饶市经济发展速度很快，且下辖各区、县（市）地区经济发展较为均衡，经济实力很强

上饶市经济总量位居江西省前列，近年来保持快速发展，经济实力很强。2019年，上饶市地区生产总值达2513.10亿元，位居江西省第五位。上饶市下辖各区、县（市）的经济发展较为均衡，得益于毗邻上饶市行政中心、浙江及福建两个沿海发达省份前沿位置的优越条件，上饶市信州区周边的广丰区、上饶县等区（县）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。

投资是拉动上饶市经济增长的主要力量，2017年~2019年，全市固定资产投资增速逐年放缓但仍维持在较高水平；社会消费品零售总额逐年增长，地区消费水平稳步上升。

图表2 上饶市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



项目	2017年		2018年		2019年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	2055.45	8.8	2212.80	9.0	2513.10	7.7
人均地区生产总值(元)	30372	-	32555	-	36839	-
规模以上工业增加值	-	9.1	-	9.4	-	8.6
全社会固定资产投资	2030.60	11.5	-	10.9	-	9.4
社会消费品零售总额	812.30	12.7	826.00	11.1	913.10	10.6
三次产业结构	12.0: 47.5: 40.5		11.4: 46.1: 42.5		10.9: 38.9: 50.2	

资料来源：公开资料，东方金诚整理

上饶市工业经济基础较为薄弱，但近年来随着经济发展战略的逐步转变，以“两光一车”作为驱动工业经济升级新引擎的格局已基本形成，工业经济实力大幅提升

上饶市工业起步较晚，工业经济基础较为薄弱，但近年来随着经济发展战略的逐步转变，工业经济进入快速发展期，形成了有色金属、新能源、机电光学、新型建材等四大工业主导产业。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%，新型建材产业同比增长5.4%。

此外，为加快工业经济转型升级、进一步提高工业经济对地区经济增长的支撑作用，上饶市政府于2015年提出将光伏、光学、汽车（以下简称“两光一车”）作为驱动工业经济升级的新引擎。2019年，上饶市“两光一车”产业规模以上工业增加值同比增长8.4%。其中，光伏产业同比增长12.2%；光学产业同比增长8.0%；汽车产业受当年行业不景气等影响同比下降16.9%。

上饶市旅游资源丰富，近年来以旅游业为代表的第三产业发展迅速

丰富的旅游资源为上饶市旅游业的发展提供了有利条件。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，并且为江西省4A级以上景区最多的地级市。2017年~2019年，上饶市旅游总收入分别为1480.90亿元、1820.60亿元和2160.00亿元，同比分别增长31.5%、22.9%和18.6%。

此外，上饶国际医疗旅游先行区已获江西省政府批准，成为继海南博鳌、江苏常州之后国内第三个医疗旅游先行区。未来，大健康产业将成为上饶市第三产业发展的新方向。

未来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，经济发展潜力较大

上饶市紧邻长三角经济区和海西经济区，周边 200 公里内尚无特大城市，为上饶市经济发展提供了良好的环境，且随着京福高铁、沪昆高铁在上饶的“十字骑跨式”交汇，上饶四省通衢的区位优势更加明显。预计未来，随着上饶市“两光一车”产业规划的逐步落地，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，经济发展潜力较大。同时，东方金诚也关注到，由于上饶市县域经济发展较为均衡，导致中心城区面积及常住人口与南昌、九江等江西省主要城市相比较小，加之上饶市周边丘陵起伏，一定程度上限制了城市的扩张及建设的难度。

据初步统计，2020 年，上饶市实现地区生产总值 2624.3 亿元，同比增长 4.1%，高于全省平均水平 0.3 个百分点。其中，第二产业增加值 1002.0 亿元，同比增长 4.3%；第三产业增加值 1326.1 亿元，同比增长 4.4%。

财政状况

近年来上饶市一般公共预算收入稳定增长，并获得上级财政的大力支持，财政实力很强

近年来，上饶市一般公共预算收入稳定增长，以税收收入为主。2017 年~2019 年，上饶市一般公共预算收入中税收收入占比维持在 60%以上，且逐年提升。同期，上饶市政府性基金收入波动较大，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，上饶市持续获得上级财政给予的大力支持。

2017 年~2019 年，上饶市一般公共预算支出保持较快增长；政府性基金支出有所波动，其中 2018 年政府性基金支出增幅较大。同期，上饶市地方财政自给率²逐年下降，分别为 38.89%、35.77%和 31.74%，地方财政自给程度较低。

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

据初步统计，2020 年，上饶市实现一般公共预算收入 227.0 亿元，同比下降 2.3%；一般公共预算支出 750.0 亿元，同比增长 2.5%。

² 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

业务运营

经营概况

公司业务主要分为工程建设板块、公用事业板块、旅游服务板块、国资运营板块以及其他业务板块。

公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，营业收入主要来自于工程建设板块，近年来公司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波动

近年来，随着公司业务的陆续开展以及工程建设类项目完工确认收入，公司营业收入快速增长，且主要来自工程建设板块。同时，公用事业板块、旅游服务板块以及国资运营板块收入亦逐年增长，对公司营业收入形成了一定的补充。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。

从毛利润来看，近年来公司毛利润有所波动，主要来自于工程建设板块和国资运营板块。由于公司公用事业板块中公交运营、城市供水及污水处理等业务公益性较强，收入无法覆盖成本，因而该板块毛利润 2017 年为负；随着城市供水业务盈利水平的提升，自 2018 年起该板块毛利润扭负为正。

从毛利率来看，近年来公司毛利率波动较大，主要由于收入占比最高的工程建设板块毛利率波动等因素所致。

2020 年 1~9 月，公司营业收入为 89.44 亿元，毛利润为 10.68 亿元，毛利率为 11.94%。

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、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：公司提供，东方金诚整理

1.基础设施建设

公司作为上饶市重要的基础设施建设主体，主要从事上饶市中心城区基础设施项目的建设，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二级子公司上饶城投³和上饶国资⁴承担，业务具有很强的区域专营性。

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“饶东产业”）、上饶市政府等委托方签订《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，公司与上饶市政府签订协议，协议中规定上饶市政府购买公司服务的协议总价款及年度支付计划，上饶市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。2017 年~2019 年，上饶城投分别实现代建项目收入 37.67 亿元、31.68 亿元和 44.27 亿元；毛利率分别为 3.06%、6.36% 和 6.98%。

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“中心区建设公司”）开展基础设施建设业务。根据中心区建设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务方，将项目委托给中心区建设公司，中心区建设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，上饶市财政局以政府回购的方式支付代建回购款。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 20% 确认。2017 年和 2019 年，上饶国资分别实现代建工程收入 2.36 亿元和 1.13 亿元；毛利率均为 16.67%；2018 年，由于上饶国资工程回购项目未完工，因而未产生工程回购收入。

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

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、

³ 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。

⁴ 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。

老火车站棚户区综合改造项目部等，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。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。

截至 2020 年 3 月末，上饶城投拟建的重点项目为上饶市养老综合服务产业、三宝街和 320 国道上饶城区段建设等，计划总投资为 80.57 亿元；截至 2019 年末，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，随着在建项目的持续推进，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

上饶交投⁵主要通过子公司江西省现代路桥工程集团有限公司和上饶京宝路桥工程有限公司开展工程施工及 PPP 项目建设与运营业务。

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 项目的建设运营。

2017 年~2019 年，上饶交投分别实现工程款收入 4.15 亿元、16.05 亿元和 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；毛利率分别为 9.57%、14.99% 和 6.43%。2019 年，公司工程施工业务毛利率下降较多，主要系原材料成本和人工成本等增加所致。

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等项目，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

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，项目总投资基本在 1000.00 万元以下。

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饶东产业、上饶市政府等委托方委托，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。

⁵ 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。

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，在上饶市政府的指导下，上饶市土地储备中心与上饶国资的全资子公司上饶市保障性住房投资建设有限公司和上饶市中心区基础设施建设开发有限公司签订《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。根据协议，上饶国资主要负责土地的征迁、平整，并进行土地开发的配套道路、管网等市政设施的建设，使土地达到“五通一平”的可供出让条件。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。

2017年~2018年，上饶城投土地出让面积分别为77.75亩和391.35亩；土地出让收入分别为0.94亿元和8.10亿元；毛利率分别为21.46%和14.30%。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。

图表6 2017年以来上饶城投土地出让情况（单位：亩、亿元）

地块名称	地块面积	出让金额	出让年份
赣国土资网交地[2017]EA005号	41.07	0.69	2017年
赣国土资网交地[2017]EA033号	36.68	0.25	2017年
赣国土资网交地DEA[2018]006号	119.25	3.56	2018年
赣国土资网交地DEA[2018]007号	105.15	1.31	2018年
赣国土资网交地DEA[2018]008号	56.70	0.68	2018年
赣国土资网交地DEA[2018]010号	110.25	2.55	2018年
合计	469.10	9.04	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017年~2019年，上饶国资分别实现土地开发收入2.37亿元、2.04亿元和0.95亿元，毛利率为89.70%、89.70%和90.15%。

图表7 2017年以来上饶国资土地开发收入情况（单位：亩、万元）

项目	2017年	2018年	2019年
土地整理面积	1612.18	1316.91	565.00
结算的土地投资成本	2445.08	2098.76	934.48
土地开发整理收入	23738.62	20376.27	9483.69

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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

公司房地产开发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业务。

商品房部分，公司按照市场化运营模式，将自建的商品房出售从而获取商品房销售收入。

安置房部分，公司不采取委托代建模式，而是由公司自行筹资建设，并向特定对象按照约定条件销售，政府不承担回购责任。安置房项目（棚户区改造）由上饶市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。

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。

2018 年~2019 年，公司房屋销售收入分别为 1.69 亿元和 0.22 亿元，全部来自茶圣花园小区项目；毛利率分别为 9.57%和 9.82%。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 62.85 亿元，已完成投资 30.40 亿元。

5.绿色项目投资

公司从事上饶市的绿色项目投资，该业务的实施主体为绿投集团⁶。绿投集团主要职责包括承担上饶市政府绿色生态领域重大项目的投融资和建设，管理经营市政府划转资产和股东出资资产，按市场化运作模式为上饶市现代农业产业化发展提供投融资服务，承载上饶生态林业发展和国家、省政府诸多相关政策的实施。

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。

此外，为进一步推动上饶绿色产业发展，未来绿投集团还将结合国家扶贫支持政策，开发建设际顶秀美乡村旅游扶贫项目；围绕“一区两园”发展生态旅游，将睦州山省级森林公园打造为国家级森林公园；探索具有投资开发前景的农林水优势龙头产业项目，通过并购控股等方式推进现代农林产业发展。

公用事业板块

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。

⁶ 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。

图表8 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 ⁷	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

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

截至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。

图表9 2017年以来公司自来水供水业务情况

项目	2017年	2018年	2019年
日供水能力（万吨）	36.00	36.00	36.00
自来水供水量（万吨）	5125.12	5351.15	5359.65
自来水售水量（万吨）	3925.17	3962.15	3435.81
供水管网漏损率（%）	27.63	16.46	13.51
水质综合合格率（%）	100.00	100.00	100.00
供水户数（万户）	14.10	15.31	16.83
管网长度（公里）	386.86	428.12	499.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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

供水价格方面，2009年5月，上饶市根据《关于调整污水处理费、自来水价格通知》，将各项自来水用水价格全部上调并沿用至今，其中居民生活用水由0.80元/吨上调为1.00元/吨；行政事业用水由1.05元/吨上调为1.30元/吨；工业用水由1.00元/吨上调为1.30元/吨；经营基建用水由1.55元/吨调整为2.00元/吨；特种行业用水由4.00元/吨上调为5.50元/吨。

⁷ 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。

元/吨⁸。

图表 10 2009 年 5 月至今上饶市自来水供应价格（单位：元/吨）

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

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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

图表 11 上饶市阶梯水价执行方案（单位：元/吨）

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

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017年以来，随着供水户数增加以及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。2017年~2019年，公司自来水供水收入分别为0.72亿元、0.75亿元和0.94亿元；毛利率分别为14.92%、32.68%和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

受污水处理费收入结算方式的影响，公司污水处理业务收入及利润相对较低

公司污水处理业务主要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有限公司负责（以下简称“污水公司”），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。

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

⁸ 上述价格均未包含污水处理费。

2007年10月完成并投入使用。2013年8月，上饶城投出资收购了上饶市义垄环保产业开发有限公司的特许经营权，并设立污水公司负责运营管理。公司取得的特许经营权起止日期为2013年至2025年。

截至2019年末，污水公司下设2个污水厂，分别是老污水处理厂和新污水处理厂一期。其中，老污水处理厂由于处理能力及处理工艺的原因已停止运转；新污水处理厂一期已投入运营，日污水处理量为12万吨，处理工艺为一级A标准。

污水处理费收费标准方面，2009年5月，上饶市根据《关于调整污水处理费、自来水价格通知》，在调整自来水供水价格的同时，将市区的污水处理费收费标准亦做出了调整并沿用至今，其中居民生活用水和行政事业用水的污水处理费由0.35元/吨上调为0.40元/吨；经营基建、工业用水和特种行业用水的污水处理费由0.50元/吨上调为0.70元/吨。

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，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，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公司应收账款，年末由财政局统一结算并确认为营业收入。2017年~2019年，公司污水处理收入分别为0.14亿元、0.16亿元和0.11亿元。

图表 12 2017 年以来公司污水处理业务经营情况

项目	2017年	2018年	2019年
管网长度（公里）	11.98	11.98	11.98
污水处理能力（万吨/日）	20.00	20.00	20.00
污水处理量（万吨/日）	12.00	12.00	12.00
污水处理费收入（万元）	1440.00	1620.00	1065.95

资料来源：公司提供，东方金诚整理

3. 公交运营

公司作为上饶市重要的公共交通运营主体，公交运营业务具有很强的区域专营优势，得到了上饶市人民政府在财政补贴方面的有力支持

公司公交运营业务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。

截至2019年末，上饶公交拥有公交运营车辆419台，覆盖44条公交线路。

图表 13 2017 年以来公司公交业务主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
运营车辆 (台)	334	334	419
公交线路 (条)	39	41	44
年运营里程 (万公里)	1739	1849	1793
客运总量 (万人次/年)	5460	5158	5621
营运收入 (万元)	4956.96	7374.01	9682.70

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。2017 年~2019 年，公司公交运营中的营运收入分别为 4956.96 万元、7374.01 万元和 9682.70 万元。

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，因而公司公交运营业务暂处于亏损状态。2017 年~2019 年，公司公交运营业务毛利率分别为-107.07%、-61.33%和-35.84%。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，上饶市政府在财政补贴方面给予了公司有力的支持。2017 年~2019 年，公司分别收到天然气补助款 4890.21 万元、4379.29 万元和 7682.77 万元。

4.高速公路运营

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。

2015 年，上饶市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。2017 年~2019 年，公司车辆通行费收入分别为 0.38 亿元、0.43 亿元和 0.44 亿元；毛利率分别为 71.40%、64.57%和 68.38%。

5.机场运营

公司机场运营业务由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”）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，机场公司总资产约 8 亿元。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 条滑行道、5 个机位的站坪和 1 万平方米航站楼。2019 年，上饶三清山机场旅客吞吐量为 500156 人次；货邮吞吐量为 153.8 吨；起降架次为 5982 架次。

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

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和上饶国资负责运营。

2018年~2019年，公司分别实现光伏发电收入2.43亿元和3.60亿元。根据《江西省能源局、江西省扶贫和移民办关于下达第一批光伏扶贫项目的通知》（赣能新能字【2017】16号），公司的光伏项目被纳入第一批光伏扶贫项目。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

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 14 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：公司提供，东方金诚整理

1.景区运营

公司景区运营收入较为稳定，且未来随着公司对旅游资源的深入整合和新景点的陆续开发，以及上饶市旅游交通条件的提升，公司景区运营收入有望持续增长

公司景区运营业务主要由子公司上旅集团⁹下属的三清山旅游产业发展集团有限公司负责，收入来源主要为三清山景区门票收入及景区内部分景点的项目收入。

三清山景区位于上饶市东北部，是国家重点风景名胜区、国家5A级旅游景区，被列入世界自然遗产名录、世界地质公园名录，是上饶市3个5A级旅游景区之一。2017年~2019年，公司景区运营收入分别为1.69亿元、1.99亿元和2.10亿元，逐年小幅增长。

此外，为改善上饶市旅游交通条件，上饶投控于2017年9月出资设立了轨道公司。轨道公司主要职责为投资、建设和运营上饶市内城市轨道交通和市域轨道交通项目。截至2019

⁹ 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。

年末，轨道公司规划筹建的项目为上饶高铁站-灵山路线、三清山机场-铅山河口古镇路线、野生动物园-三清山机场专线、上饶高铁站-广丰新区政府等路线。预计未来，随着公司对旅游资源的深入整合和新景点的陆续开发，以及上饶市旅游交通条件的提升，公司景区运营收入有望持续增长。

2. 餐饮及住宿

公司餐饮及住宿业务主要由二级子公司上饶城投的全资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。

上饶龙潭湖宾馆是赣东北地区内唯一一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，总占地面积37亩，建筑面积34700.00平方米，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。2017年~2019年，公司餐饮收入分别为0.32亿元、0.34亿元和0.36亿元；住宿收入均为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。

龙潭湖宾馆属于豪华的五星级高端酒店，同时作为上饶市市政府接待宾馆，客户来源较有保障，自正式营业以来，目前入住率达到近80%；龙潭湖宾馆主要客户群体是市政接待、企业事业单位会议等商务活动和游客。

国资运营板块

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，违约风险较小。

随着委贷金额增加，公司利息收入逐年增长。2017年~2019年，公司分别实现利息收入4.38亿元、4.65亿元和4.79亿元。

2. 担保

公司担保业务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。富饶担保成立于2008年12月，截至2019年末注册资金为50000万元，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。

2017 年~2019 年，公司担保费收入分别为 617.12 万元、739.65 万元和 788.88 万元，公司担保费收入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，担保业务收入近几年保持稳定。

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。

3.物业管理

公司的物业管理业务主要由三级子公司上饶市兴饶置业有限责任公司负责。公司对公开招租交付的物业，全部签订物业管理合同，对承租户提供必要的物业服务，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。2017 年~2019 年，公司物业管理费收入分别为 137.70 万元、144.98 万元和 86.81 万元。

4.供应链管理

公司的供应链管理业务系 2019 年新增业务，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%。

外部支持

公司在增资、资产划拨、财政补贴等方面得到了公司股东及相关各方的大力支持

增资方面，截至 2020 年 9 月末，公司实收资本由成立之初的 13.80 亿元增加至 98.79 亿元，资本实力不断增强。

资产划拨方面，截至 2020 年 9 月末，公司累计获得上饶市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，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、上旅集团等四家企业 100%的股权等资产。

财政补贴方面，2017 年~2019 年，公司分别获得上饶市政府财政补贴 5.48 亿元、4.33 亿元和 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产运营领域中继续发挥重要作用，预计股东及各方仍将对公司提供持续支持。

企业管理

产权结构

截至本报告出具日，公司注册资本及实收资本均为 104.59 亿元；上饶市国资委和二号中

心分别持有公司 97.71%和 2.29%的股权，上饶市政府为公司实际控制人。

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。董事会是公司经营管理的最高决策机构，由 12 人组成，设董事长 1 人；董事会每届任期为三年，任期届满，连选可以连任。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；监事任期每届为三年，任期届满，连选可以连任。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，主持公司的经营管理工作。

管理水平

公司内部设置办公室、董事会办公室、人力资源部、投融资部、资管运营部、财务管理部、监察室、风控法务部、党群工作部、财务总监办公室和工程管理部，并在财务管理、预算管理、担保管理等方面制订了相关制度。综合来看，公司内部组织架构较为合理，管理制度较为健全。

财务分析

财务质量

公司提供了 2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 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 2017 年~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；公司 2020 年 1~9 月的合并财务报表未经审计。

截至 2020 年 9 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）。2018 年，公司合并报表范围的二级子公司增加 4 家，即之道高新、上投教育、绿投集团和农垦公司；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 1~9 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

得益于股东及相关各方的资产注入，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

近年来，得益于股东及相关各方的资产注入，公司资产总额快速增长，资本实力不断增强。2019 年末，公司资产总额由 2017 年末的 1000.14 亿元快速增至 2335.42 亿元，年均复合增长率达 52.8%；2020 年 9 月末，公司资产总额达 2604.84 亿元。

近年来，公司资产总额中流动资产的占比逐年下降，2019 年末资产结构转为以非流动资产为主。2017 年末~2019 年末，公司流动资产占资产总额的比例分别为 76.78%、50.18%和 46.88%。2019 年末，公司流动资产主要由存货、其他应收款¹⁰、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。

¹⁰ 含应收利息及应收股利。

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，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。随着公司基础设施建设项目的逐步推进，2020年9月末，公司存货增至432.11亿元。

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计提坏账准备0.82亿元。2020年9月末，公司其他应收款较2019年末增幅较大，主要系应收其他单位的往来款增加所致。

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2018年末增幅较大，主要系子公司上饶城投应收的项目结算款大幅增长所致。

近年来，公司非流动资产受上饶市政府无偿注入森林和农垦资源等资产影响出现大规模增长。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（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，较上年末增幅较大，主要系子公司上饶城投的土地使用权当年评估增值93.49亿元所致。

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8.59亿元，用于抵押的土地使用权为3.69亿元。

图表 15 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 9 月末
存货	277.03	312.28	363.74	432.11
其他应收款	215.20	286.48	299.73	340.28
货币资金	174.59	216.87	223.98	277.99
应收账款	71.37	90.31	150.69	169.03
流动资产合计	767.88	956.89	1094.87	1281.32
其他非流动资产	6.86	585.79	639.33	639.66
投资性房地产	48.48	99.08	263.82	266.62
固定资产	104.45	112.79	117.23	137.48
在建工程	27.61	63.14	76.80	88.83
可供出售金融资产	30.38	57.61	65.93	72.89
长期股权投资	5.47	23.94	24.09	36.01
非流动资产合计	232.26	950.02	1240.56	1323.52
资产总额	1000.14	1906.90	2335.42	2604.84

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

资本结构

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

2017 年末~2019 年末及 2020 年 9 月末，公司所有者权益分别为 437.42 亿元、1070.32 亿元、1271.51 亿元和 1274.14 亿元。其中，实收资本分别为 18.79 亿元、88.79 亿元、98.79 亿元和 98.79 亿元，增长较快主要系上饶市国资委以货币资金方式对公司增资所致；其他权益工具分别为 40.00 亿元、64.81 亿元、72.81 亿元和 72.81 亿元，主要为公司发行的“16 上饶投资 MTN001”等永续债券；资本公积分别为 287.70 亿元、451.22 亿元、493.86 亿元和 492.29 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 40.31 亿元、409.08 亿元、464.36 亿元和 466.71 亿元，其中 2018 年大幅增加主要受公司合并报表纳入绿投集团和农垦公司股权影响；未分配利润分别为 46.60 亿元、49.38 亿元、57.89 亿元和 59.73 亿元，为公司历年经营活动产生的净利润累积。

近年来公司负债总额及全部债务快速增加，债务率处中等水平，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

近年来，公司负债总额逐年快速增长，以非流动负债为主。2019 年末，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¹¹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，较上年末增幅较大主要系公司新增一年内到期的应付债券 60.18 亿元；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较多，包括保证

¹¹ 含应付利息及应付股利。

借款、质押借款、抵押借款、信用借款和其他借款等；应付账款为 31.41 亿元，主要为应付基础设施项目的工程款。随着对流动资金需求的增加，2020 年 9 月末公司短期借款增长较快。

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）、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。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款¹²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，较上年末增加较多，主要系公司及其子公司于 2019 年发行“19 上投 01”和“19 上饶 01”等多只债券所致；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，较上年末增幅较大主要系融资租赁借款大幅增长所致。2020 年 9 月末，公司应付债券为 471.40 亿元，较 2019 年末增加较多，主要系公司于 2020 年前三季度发行“20 上投集团债/20 上投债”、“20 上投 01”和“20 上投 02”等多只债项所致。

图表 16 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 9 月末
一年内到期的非流动负债	58.25	54.35	123.53	142.45
短期借款	52.45	68.17	91.34	118.56
其他应付款	66.22	81.67	71.00	75.59
应付账款	27.04	39.07	31.41	28.17
流动负债合计	212.64	272.58	363.92	422.97
长期借款	226.81	314.85	314.08	326.76
应付债券	105.82	213.61	292.55	471.40
长期应付款	11.90	27.57	62.76	78.85
非流动负债合计	350.09	564.00	700.00	907.73
负债总额	562.73	836.58	1063.92	1330.70

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

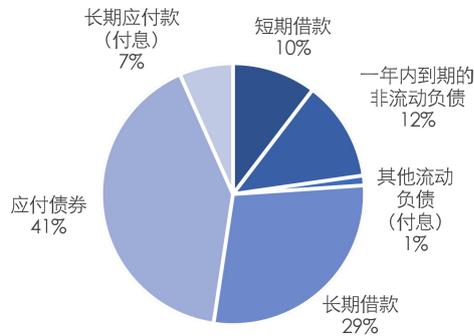
近年来公司全部债务规模快速增长，以长期有息债务为主，考虑到公司在建及拟建项目规模较大，预计未来有息债务将进一步增长。按审计报告口径计算，2019 年末及 2020 年 9 月末，公司全部债务分别为 893.68 亿元和 1149.01 亿元，其中短期有息债务占比分别为 25.82%和 23.93%。从债务率来看，公司资产负债率及全部债务资本化比率均有所波动，处中等水平；从债务期限结构来看，截至 2020 年 9 月末，公司未来几年内各年到期债务本金将于 2021 年达到最高金额 311.94 亿元，面临一定的集中偿债压力，公司将通过业务收益、拓宽融资渠道、调整债务期限结构等措施进行偿还。此外，考虑到公司应付二号中心优先级有限合伙人 15 亿元受让价款且公司将回售其发行的永续债券，则 2020 年 9 月末，公司全部

¹² 含专项应付款。

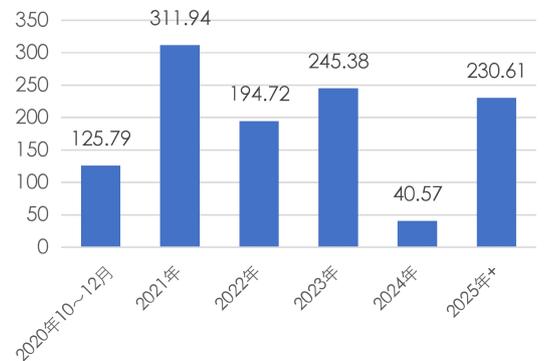
债务为 1236.82 亿元，全部债务资本化比率为 49.26%。

图表 17 公司债务指标情况 (单位: 亿元、%)

截至2020年9月末公司全部债务构成情况



截至2020年9月末公司全部债务期限结构



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
全部债务	451.52	685.15	893.68	1149.01
其中: 短期有息债务	110.71	130.51	230.74	274.93
资产负债率	56.26	43.87	45.56	51.09
全部债务资本化比率	50.79	39.03	41.28	47.42

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 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%。其中, 公司本部及上饶城投对国有企业的担保金额为 61.57 亿元, 剩余为富饶担保因担保业务产生的对外担保。整体来看, 公司对外担保比率较小。

盈利能力

得益于业务的陆续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, 总体盈利能力较弱

2017 年~2019 年, 公司营业收入持续大幅增长, 营业利润率有所波动; 期间费用占营业收入的比重分别为 8.89%、11.90%和 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分别为 58.14%、35.57%和 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, 近年来公司总资本收益率和净资产收益率均有所波动, 并处于较低水平, 盈利能力较弱。

图表 18 公司主要盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年Q3
营业收入	60.12	80.34	105.36	89.44
营业利润率	11.77	16.83	12.05	-
期间费用	5.34	9.56	10.18	9.48
利润总额	9.42	12.17	17.83	5.38
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，投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动依赖较大

2017年以来，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；经营性净现金流呈小规模净流入。2020年前三季度，公司经营活动流入及流出规模均较大，主要系公司收到及支付的项目工程款均大幅增加所致。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。

2017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、投资上饶银行等企业所支付的现金；投资性净现金流持续表现为净流出。

2017年以来，公司筹资活动现金流入主要为银行借款、股东注资和发行债券所收到的现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息所支付的现金；筹资性净现金流持续净流入。

近年来，受筹资性净现金流波动影响，公司现金及现金等价物净增加额波动较大。

图表 19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年Q3
经营活动现金流入	125.09	225.71	187.79	326.26
经营活动现金流出	123.54	224.05	185.98	330.10
现金收入比率	64.02	66.26	42.29	-
投资活动现金流入	7.07	7.87	28.75	28.13
投资活动现金流出	68.01	106.41	74.67	89.95
筹资活动现金流入	299.92	492.02	427.94	430.71
筹资活动现金流出	264.79	357.29	395.40	310.95
现金及现金等价物净增加额	-24.36	37.85	-11.56	54.04

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，偿债能力极强

从短期偿债能力指标看，2017年末~2019年末，公司流动比率和现金比率均逐年下降，速动比率有所波动。考虑到公司货币资金较为充裕，对流动负债具有一定的保障。近年来，公司货币资金对短期有息债务的保障倍数有所波动，保障程度尚可。

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有所波动；EBITDA对利息及全部债务的保障程度较弱。

图表 20 公司偿债能力主要指标情况（单位：%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
流动比率	361.13	351.04	300.86	302.94
速动比率	230.84	236.48	200.90	200.77
现金比率	82.11	79.56	61.55	65.72
货币资金/短期有息债务(倍)	1.58	1.66	0.97	1.01
长期债务资本化比率	43.79	34.13	34.27	40.69
EBITDA 利息倍数(倍)	0.93	0.84	0.98	-
全部债务/EBITDA(倍)	31.71	29.13	29.92	-

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总额为813.39亿元，已使用349.92亿元，尚有463.46亿元未使用。

本期债券发行额按20.00亿元计算，是公司2020年9月末全部债务和负债总额的0.02倍和0.02倍。以公司2020年9月末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至51.46%和47.85%。

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产运营主体，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，经济增速处中等水平；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 21 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	344.49
一般公共预算支出	732.20	834.11	620.28	615.74
资产总额	2335.42	1116.03	1743.47	810.03
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 6 月 9 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

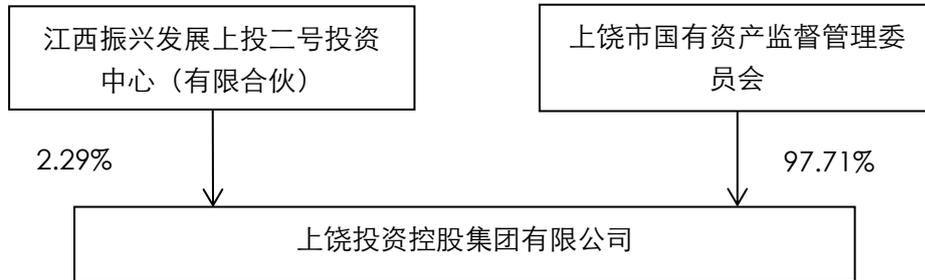
东方金诚认为, 上饶市经济发展速度很快, 下辖各区、县(市)地区经济发展较为均衡, 经济实力很强; 公司从事的上饶市基础设施建设、土地开发整理、房地产开发业务具有很强的区域专营性, 同时还从事城市供水及污水处理、公交运营、旅游景区运营、餐饮及住宿、担保及委贷等经营性业务, 业务构成较为多元; 公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体, 在增资、资产划拨和财政补贴等方面得到了公司股东及相关各方的大力支持。

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, 投资性现金流持续净流出, 资金来源对筹资活动依赖较大。

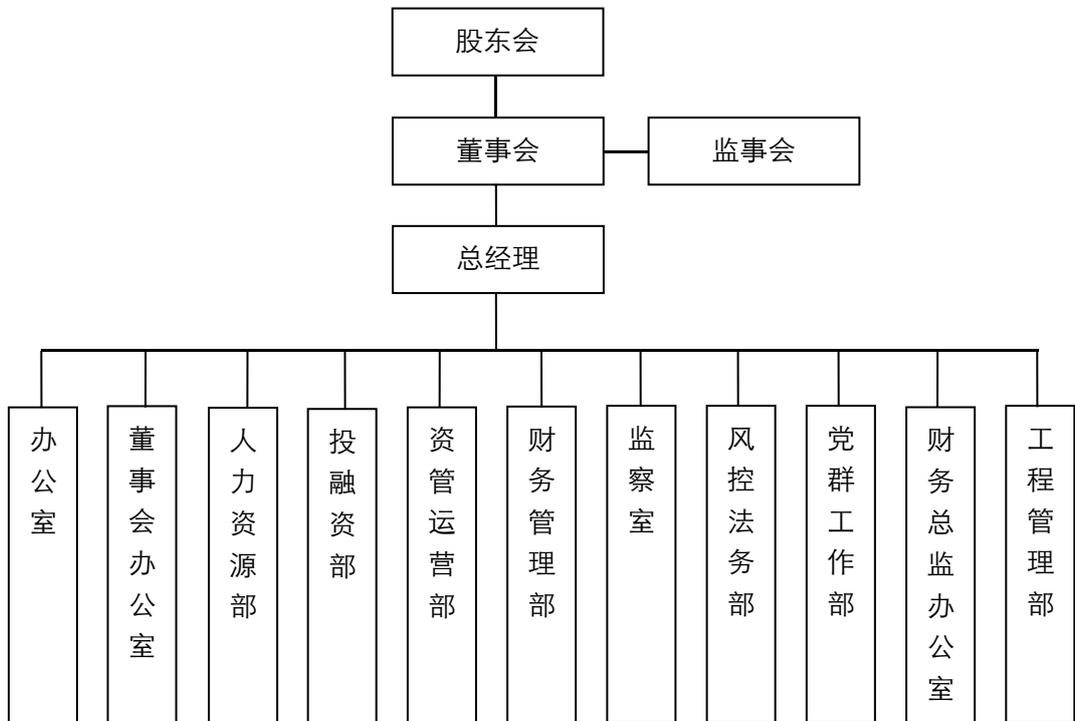
综上所述, 公司主体信用风险极低, 偿债能力极强, 本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至本报告出具日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	2017年	2018年	2019年	2020年Q3
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	1000.14	1906.90	2335.42	2604.84
其中：货币资金	174.59	216.87	223.98	277.99
存货	277.03	312.28	363.74	432.11
其他应收款	215.20	286.48	299.73	340.28
其他非流动资产	6.86	585.79	639.33	639.66
投资性房地产	48.48	99.08	263.82	266.62
负债总额	562.73	836.58	1063.92	1330.70
其中：长期借款	226.81	314.85	314.08	326.76
应付债券	105.82	213.61	292.55	471.40
全部债务	451.52	685.15	893.68	1149.01
其中：短期有息债务	110.71	130.51	230.74	274.93
所有者权益	437.42	1070.32	1271.51	1274.14
营业收入	60.12	80.34	105.36	89.44
利润总额	9.42	12.17	17.83	5.38
经营活动产生的现金流量净额	1.55	1.66	1.81	-3.84
投资活动产生的现金流量净额	-60.94	-98.54	-45.91	-61.83
筹资活动产生的现金流量净额	35.14	134.73	32.54	119.76
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	-
资产负债率（%）	56.26	43.87	45.56	51.09
长期债务资本化比率（%）	43.79	34.13	34.27	40.69
全部债务资本化比率（%）	50.79	39.03	41.28	47.42
流动比率（%）	361.13	351.04	300.86	302.94
速动比率（%）	230.84	236.48	200.90	200.77
现金比率（%）	82.11	79.56	61.55	65.72
经营现金流动负债比率（%）	58.83	82.80	51.60	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.93	0.84	0.98	-
全部债务/EBITDA（倍）	31.71	29.13	29.92	-

注：其他应收款含应收利息及应收股利。

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	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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“2021年第一期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

2021年3月5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。