

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0249号

上饶投资控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“20 上饶投资 MTN001”、“20 上饶投资 MTN002”、“20 上饶投资 MTN003”、“21 上控 01”、“20 上投集团债/20 上投债”、“21 上投集团债 01/21 上投 01”、“22 上投集团债 01/22 上饶 01”、“22 上饶投资 MTN001”和“22 上饶投资 CP001”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“20 上饶投资 MTN001”、“20 上饶投资 MTN002”、“20 上饶投资 MTN003”、“21 上控 01”、“20 上投集团债/20 上投债”、“21 上投集团债 01/21 上投 01”、“22 上投集团债 01/22 上饶 01”和“22 上饶投资 MTN001”信用等级均为 AAA，维持“22 上饶投资 CP001”信用等级为 A-1。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年六月十五日

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”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；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

2022年6月15日

上饶投资控股集团有限公司 主体及相关债项 2022 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			2022/6/15	AAA/稳定	高 路	尚子书

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 上饶投资 MTN001	AAA	AAA
20 上饶投资 MTN002	AAA	AAA
20 上饶投资 MTN003	AAA	AAA
21 上控 01	AAA	AAA
20 上投集团债 /20 上投债	AAA	AAA
21 上投集团债 01/21 上投 01	AAA	AAA
22 上投集团债 01/22 上饶 01	AAA	AAA
22 上饶投资 MTN001	AAA	AAA
22 上饶投资 CP001	A-1	A-1

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

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%	7.20	
	人均 GDP			4.00%	2.40		全部债务资本化比率			9.00%	5.40	
	一般公共预算收入			32.00%	25.60		补助收入/利润总额			5.00%	3.00	
	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%	4.00								
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-	AA-	AA-	AA-	AA-	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

评级观点

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

同业对比

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）	3043.50	6650.53	3691.57	3881.75
GDP 增速（%）	9.0	8.7	6.1	6.9
人均 GDP（元）	47081	104788	91052*	157366*
一般公共预算收入（亿元）	236.00	484.80	377.93	448.19
一般公共预算支出（亿元）	752.10	870.00	419.59	786.66
资产总额（亿元）	2809.74	1320.85	1945.09	1069.80
所有者权益（亿元）	1254.30	403.74	907.17	453.99
营业收入（亿元）	158.76	16.18	49.84	82.19
利润总额（亿元）	14.94	4.02	2.64	-4.95
资产负债率（%）	55.36	69.43	53.36	57.56
全部债务资本化比率（%）	51.40	65.12	47.98	47.16

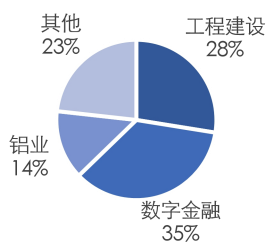
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中对比企业的经济财政数据和财务数据时间节点均为 2021 年

注 2：标“*”人均 GDP 数据为估算所得（下页同）

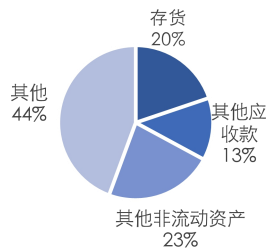
注 3：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告、Wind 等，东方金诚整理

主要指标及依据

2021 年公司营业收入构成



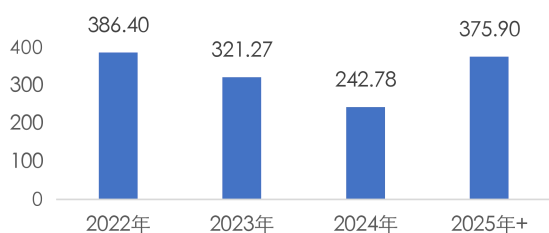
2021 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额	2335.42	2675.05	2809.74	2847.25
所有者权益	1271.51	1296.65	1254.30	1257.58
营业收入	105.36	140.57	158.76	33.97
利润总额	17.83	18.23	14.94	3.72
全部债务	893.68	1192.10	1326.35	-
资产负债率	45.56	51.53	55.36	55.83
全部债务资本化比率	41.28	47.90	51.40	-

截至 2021 年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、%)

	2019 年	2020 年	2021 年
地区	上饶市		
GDP 总量	2506.4	2624.3	3043.5
GDP 增速	7.6	4.1	9.0
人均 GDP (元)	36839	40430*	47081
一般公共预算收入	232.4	227.0	236.0
一般公共预算收入增速	4.0	-2.3	4.0
一般公共预算支出	732.2	750.0	752.1

优势

- 跟踪期内, 上饶市地区经济保持增长, 位居江西省各城市的中上游, 工业及第三产业发展稳健, 经济实力依然很强;
- 公司从事的工程建设业务具有很强的区域专营优势, 同时还从事公用事业服务、旅游服务、国资运营和数字金融服务等经营性业务, 业务构成较为多元;
- 公司作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体, 在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

- 公司全部债务增长较快且面临较大的短期偿债压力, 考虑到在建及拟建项目投资规模较大, 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应收类款项占比较大, 资产流动性较弱;
- 公司经营性现金流对波动较大的往来款及主营业务回款存在依赖, 投资性现金流持续净流出, 资金来源对筹资活动依赖较大。

评级展望

预计上饶市经济实力将不断增强, 公司作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体, 主营业务具有很强的区域专营性, 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 (22 上饶投资 MTN001)	2022/03/25	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 上饶投资 MTN001	2021/06/20	5.00	2020/05/22~2025/05/22	无	-
20 上饶投资 MTN002	2021/06/20	10.00	2020/07/31~2025/07/31	无	-
20 上饶投资 MTN003	2021/06/20	5.00	2020/11/03~2023/11/03	无	-
21 上控 01	2021/11/10	10.00	2021/12/10~2026/12/10	无	-
20 上投集团债 /20 上投债	2021/06/20	20.00	2020/03/09~2027/03/09	无	-
21 上投集团债 01 /21 上投 01	2021/06/20	10.00	2021/03/30~2026/03/30	无	-
22 上投集团债 01 /22 上饶 01	2022/02/25	15.00	2022/03/30~2027/03/30	无	-
22 上饶投资 MTN001	2022/03/25	10.00	2022/04/08~2025/04/08	无	-
22 上饶投资 CP001	2022/03/25	10.00	2022/04/15~2023/04/15	无	-

注 1：“20 上饶投资 MTN003” 于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；

注 2：“21 上控 01” 和 “22 上投集团债 01/22 上饶 01” 附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

注 3：“20 上投集团债/20 上投债” 设置本金提前偿还条款。

跟踪评级说明

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

主体概况

上饶投控是经江西省上饶市人民政府（以下简称“上饶市政府”）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。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股东和实际控制人均未发生变化。截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本均为104.59亿元；上饶市国资委和江西振兴发展上投二号投资中心（有限合伙）¹（以下简称“二号中心”）分别持有公司97.71%和2.29%的股权，上饶市国资委仍为公司控股股东，上饶市政府仍为公司的实际控制人。

跟踪期内，公司是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，继续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，业务构成较为多元。

截至2022年3月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共13家（见图表1），较2020年末无变化。

图表1 截至2022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、%）

子公司名称	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 ²	上饶城投	30.00	96.67	无偿划拨
上饶市国有资产经营集团有限公司 ³	上饶国资	22.87	90.94	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
上饶市文化旅游产业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集团有限公司	上投实业	20.00	100.00	投资设立
上饶市交通建设投资集团有限公司	上饶交投	16.20	95.06	出资收购
上饶市数字和金融产业投资集团有限公司	数字金融公司	30.00	100.00	投资设立
上饶市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

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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”。

² 2022年2月，公司增加上饶城投注册资本至30.00亿元，同时将其持有的上饶城投3.33%的股权无偿划转至江西省行政事业资产集团有限公司，划转后公司持有上饶城投96.67%的股权。

³ 2022年4月，公司将其持有的上饶国资9.06%的股权无偿划转至江西省行政事业资产集团有限公司，划转后公司持有上饶国资90.94%的股权。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2022 年 4 月末，公司发行的“20 上饶投资 MTN001”、“20 上饶投资 MTN002”、“20 上饶投资 MTN003”、“20 上投集团债/20 上投债”、“21 上投集团债 01/21 上投 01”到期利息均已按期支付，均尚未到本金偿还日；“21 上控 01”、“22 上投集团债 01/22 上饶 01”、“22 上饶投资 CP001”和“22 上饶投资 MTN001”均尚未到还本付息日。

根据公司提供的资料，截至 2022 年 4 月末，“20 上饶投资 MTN001”、“20 上饶投资 MTN002”、“20 上饶投资 MTN003”、“20 上投集团债/20 上投债”、“21 上投集团债 01/21 上投 01”和“21 上控 01”的募集资金均已使用完毕；“22 上投集团债 01/22 上饶 01”已使用 11.50 亿元；“22 上饶投资 CP001”已使用 0.39 亿元；“22 上饶投资 MTN001”已使用 8.08 亿元。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1 月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达 1.5 万亿元的增值税留抵退税政策在 4 月 1 日启动。货币政策方面，除了支小再贷

款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

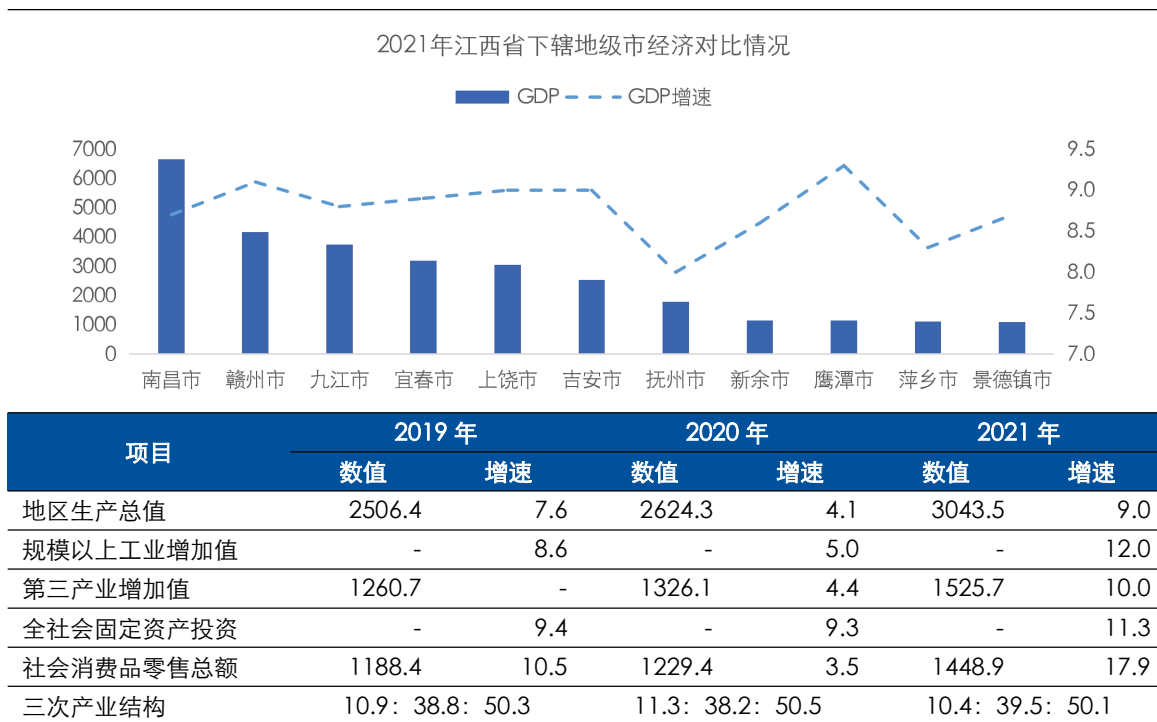
国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

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

2021年，上饶市地区生产总值达3043.5亿元，首次突破三千亿，总量位居江西省第五位。跟踪期内，上饶市工业经济稳健增长，其中光伏新能源和有色金属发展势头较好，规模以上增加值同比分别增长17.7%和17.5%。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；有色金属方面，上饶市依托德兴铜矿延伸发展铜产业链，2021年引进总投资达128亿元的江铜集团铜箔生产项目，预计投产后可实现年营业收入270亿元。跟踪期内，上饶市旅游业在新冠疫情得到防控后强劲复苏，并带动餐饮、住宿等服务业保持较高增长。2021年，上饶市实现旅游总收入2250.1亿元，同比增长4.2%。

图表2 上饶市主要经济指标及对比情况⁴（单位：亿元、%）



资料来源：2019年~2021年上饶市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

2022年一季度，上饶市实现地区生产总值750.0亿元，同比增长7.5%；规模以上工业增加值同比增长10.5%；固定资产投资同比增长15.4%；社会消费品零售总额同比增长9.6%。

财政状况

跟踪期内，上饶市一般公共预算收入保持增长且税收收入占比有所提升，财政实力很强

跟踪期内，上饶市一般公共预算收入保持增长，其中税收收入占比达68%，较上年提高1.3个百分点。2021年，上饶市政府性基金收入下降较多，主要系国有土地出让收入减少所致，其受土地出让计划和房地产市场波动等因素影响，未来仍存在一定的不确定性。

⁴ 根据第四次全国经济普查结果，2020年上饶市国民经济和社会发展统计公报对上饶市2019年的地区生产总值、三次产业及相关行业增加值等相关指标的历史数据进行了修订。本报告所引用的2019年上饶市地区经济相关指标均为修订后数据。

2021年，上饶市一般公共预算支出保持增长，政府性基金支出有所下降，地方财政自给率⁵处于较低水平，地方财政自给程度仍较低。

截至2021年末，上饶市政府债务余额为868.21亿元，控制在政府债务限额983.39亿元以内。

图表3 上饶市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	232.4	227.0	236.0
其中：税收收入	156.7	151.6	160.8
非税收入	75.7	75.4	75.2
政府性基金收入	295.6	439.3	366.4
一般公共预算支出	732.2	750.0	752.1
政府性基金支出	224.5	519.9	419.6
地方财政自给率（%）	31.74	30.27	31.38

资料来源：2019年~2021年上饶市财政预算执行情况，东方金诚整理

2022年一季度，上饶市实现一般公共预算收入92.8亿元，同比增长12.7%；实现税收收入63.8亿元，同比增长27.5%。同期，上饶市一般公共预算支出同比小幅增长0.2%。

业务运营

经营概况

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

跟踪期内，随着业务的多元化开展，公司营业收入快速增长且主要来自工程建设和数字金融板块，毛利润及毛利率均有所增长

近年来，随着业务的多元化开展，公司营业收入快速增长，主要来自工程建设和数字金融板块。其中，公司工程建设板块收入是营业收入的重要构成，但近年来受结算进度放缓的影响逐年下降。公用事业板块、旅游服务板块和国资运营板块收入均对公司营业收入形成了一定的补充。2020年数字金融板块收入大幅增长，系公司收购天利科技而新增移动信息服务和保险产品业务所致；2021年该板块收入继续增长，系公司当年着力发展材料贸易业务导致相关收入大幅增加所致。铝业板块系公司于2020年新增，系公司收购闽发铝业所产生。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，公司毛利润保持增长，综合毛利率有所波动。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均受到新冠疫情的影响，上述两项业务2020年~2021年收入均无法覆盖成本，因而公用事业板块毛利润均为负。2019年~2020年国资运营板块毛利润为负，主要系公司将部分原计入“财务费用”的利息支出作为委托贷款业务成本入账所致。

2022年1~3月，公司营业收入为33.97亿元，毛利润为3.72亿元，毛利率为10.94%。

⁵ 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	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
工程建设板块	64.32	61.05	60.56	43.08	43.70	27.53
公用事业板块	7.83	7.43	6.32	4.49	6.97	4.39
旅游服务板块	2.61	2.48	1.78	1.26	1.98	1.25
国资运营板块	8.37	7.94	10.13	7.20	11.65	7.34
数字金融板块	12.57	11.93	35.23	25.06	55.96	35.25
铝业板块	-	-	9.14	6.50	22.19	13.98
其他业务板块	9.65	9.16	17.42	12.39	16.30	10.27
合计	105.36	100.00	140.57	100.00	158.76	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	5.30	8.24	6.00	9.91	3.48	7.96
公用事业板块	1.01	12.90	-0.68	-10.77	-0.13	-1.84
旅游服务板块	0.59	22.49	0.27	15.21	0.20	10.03
国资运营板块	-1.41	-16.90	-2.05	-20.21	2.50	21.48
数字金融板块	2.64	20.99	2.62	7.44	3.49	6.24
铝业板块	-	-	0.81	8.81	1.74	7.84
其他业务板块	5.47	56.67	7.10	40.74	5.41	33.21
合计	13.59	12.90	14.07	10.01	16.70	10.52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

工程建设板块

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

图表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	2019年		2020年		2021年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	45.40	7.22	33.76	6.83	17.61	6.23
交通类基础设施建设	17.75	6.43	22.23	13.70	19.82	6.78
土地开发整理	0.95	90.15	1.15	13.04	1.76	13.04
房地产开发	0.22	9.82	3.43	14.64	4.51	17.99
合计	64.32	8.24	60.56	9.91	43.70	7.96

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，继续从事上饶市范围内的基础设施项目建设，业务依然具有很强的区域专营性

公司基础设施建设业务主要由公司本部、二级子公司上饶城投⁶和上饶国资⁷承担，业务具有

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

⁷ 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。

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“上饶饶东”）、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，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。2019 年~2021 年，上饶城投分别实现代建项目收入 44.27 亿元、32.26 亿元和 15.37 亿元；毛利率分别为 6.98%、6.54% 和 5.23%。

上饶国资主要通过子公司上饶市中心区基础设施建设开发有限公司（以下简称“中心区基建公司”）、上饶市铁路投资有限责任公司（以下简称“铁路投资公司”）和上饶市高铁农都投资有限公司（以下简称“高铁农都公司”）开展基础设施建设业务。根据中心区基建公司与上饶市财政局签订的《委托代建协议》，上饶市财政局作为项目业主方，将项目委托给中心区基建公司，中心区基建公司作为项目代建方，负责项目的整体建设，在项目建设完毕、验收合格并经过竣工财务决算审核批准后，移交给上饶市财政局，由上饶市财政局向公司支付代建款。上饶市财政局支付的代建回购款总额包括代建投资额、项目管理费、项目资金回报和项目专项贷款在工程完工交接后发生的贷款利息，其中项目管理费和项目资金回报金额按照代建成本的一定比例（一般为 20%）确认。根据铁路投资公司和高铁农都公司分别与上饶陆港物流园投资发展有限公司（以下简称“陆港物流公司”）和上饶饶东签订的《委托代建协议书》，上述委托方根据公司在项目建设中支付的费用并加计委托建设管理费（一般为 10%~15%），于每个会计年度末按实际工程投资支付进度与公司进行结算。2019 年~2021 年，上饶国资分别实现代建工程收入 1.13 亿元、1.50 亿元和 2.50 亿元；毛利率分别为 16.67%、13.04% 和 13.04%。

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

公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至 2022 年 3 月末，上饶城投在建的基础设施项目主要包括上饶市城镇综合管廊建设项目、城东滨江路及防洪堤景观工程等项目，计划总投资 134.76 亿元，已投资 75.12 亿元，尚需投资 63.88 亿元。截至 2021 年末，上饶国资主要在建项目为华为上饶云数据中心、上饶国际物流园等，计划总投资为 96.91 亿元，已完成投资 57.45 亿元，尚需投资 39.46 亿元。

截至 2022 年 3 月末，上饶城投拟建的基础设施项目主要包括上饶大剧院等，计划总投资约 28.55 亿元。截至 2021 年末，上饶国资拟建的重点项目为上饶中心城区地下智能化停车场建设项目等，计划总投资为 22.79 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。

2. 交通类基础设施建设

公司通过二级子公司上饶交投⁸开展交通类基础设施建设业务。该业务具体由子公司江西省现代路桥工程集团有限公司和上饶京宝路桥工程有限公司负责。

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

2019年~2021年，上饶交投分别实现工程款收入17.75亿元、22.23亿元和19.82亿元，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6.43%、13.70%和6.78%。

截至2021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道公路升级改造项目等，计划总投资为78.81亿元，已完成投资27.65亿元。同期末，上饶交投在建的自建自营项目主要为上浦高速公路项目，计划总投资为63.33亿元，已完成投资20.33亿元。总体来看，公司在建交通类基础设施建设项目后续投资规模较大，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，在上饶市政府的指导下，上饶市土地储备中心与上饶国资下属子公司上饶市保障性住房投资建设有限公司签订《土地一级开发委托框架协议》，由上饶国资结合上饶市各片区功能定位、发展目标，对辖区范围内的土地进行开发整理。在土地达到可供出让条件后，交由上饶市土地储备中心进行出让。2020年，陆港物流公司分别与上饶国资下属子公司中心区基建公司和铁路投资公司签订了《土地整理项目合作协议书》，委托上饶国资对上饶国际物流园区内的土地进行整理，每年末双方就完成的土地进行确认，并由陆港物流公司支付给上饶国资包含土地整理成本、间接成本和土地开发收益（一般为15%）在内的整理费用。

⁸ 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。

2019年~2021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0.95亿元、1.15亿元和1.76亿元；毛利率分别为90.15%、13.04%和13.04%，自2020年起毛利率水平大幅下降并维持在13.04%，主要系2020年起结算的项目主要来自中心区基建公司和铁路投资公司从事的土地项目（收益率降至15%）所致。

截至2022年3月末，上饶城投在建的土地开发整理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和老火车站棚户区综合改造项目（土地整理），计划总投资为182.17亿元，已完成投资230.21亿元。其中上饶城东土地一级整理项目和老火车站棚户区综合改造项目由于前期拆迁等原因，整理期限及投资额远超投资概算。截至2021年末，上饶国资在建的土地开发整理项目涉及土地面积共2563.46亩，总投资6941.74万元，尚需投资2079.87万元。上饶城投及上饶国资均暂无拟建的土地开发整理项目。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

公司房地产项目储备较为充足，预计随着在建项目的陆续对外销售，该业务收入有望增长；但是房地产项目尚需投资规模较大，后续面临较大的资本支出压力

公司房地产开发主要由上饶城投、上饶国资、上投实业和绿投集团负责。其中，上述前三家主要负责安置房及商品房的销售，绿投集团主要负责酒店、住宅等地产项目的开发销售。

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。

安置房开发方面，公司主要由公司自行筹资建设，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。

2019年~2021年，公司房屋销售收入分别为0.22亿元、3.43亿元和4.51亿元，全部来自上饶国资。其中2019年收入主要来自茶圣中路棚改项目中的商品房部分--茶圣花园，2020年~2021年系商品房安厦智谷雅苑和安厦带湖雅苑的预售收入，以及安置房茶圣中路棚改项目的销售收入。同期，该业务毛利率分别为9.82%、14.64%和17.99%。

截至2022年3月末，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、春天新苑等项目，计划总投资为118.11亿元，已完成投资67.62亿元。截至2021年末，上饶国资在建的安置房项目主要为茶圣中路棚改项目、凤山花园和桐子坞项目，计划总投资为27.70亿元，已完成投资25.53亿元；在建的商品房项目主要为安厦智谷雅苑、安厦带湖雅苑和带湖阳光城项目，计划总投资92.32亿元，已投资40.85亿元。此外，截至2022年3月末，上投实业在建的安置房项目为连心安置小区和灵湖安置小区，计划总投资为18.01亿元，已完成投资4.05亿元；绿投集团在建的地产项目为上饶尚绿学府项目和广丰尚绿国际综合体（一

期)项目,计划总投资为6.88亿元,已完成投资4.24亿元。

公司房地产项目储备较为充足,预计随着在建项目的陆续对外销售,该业务收入有望增长。但是,公司房地产项目尚需投资规模较大,后续面临较大的资本支出压力。

公用事业板块

公司从事的自来水供水、污水处理、公交运营和机场运营等业务区域专营性很强;公交运营和机场运营业务暂处于亏损状态

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	2019年		2020年		2021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	1.28	38.87	1.45	32.37	1.84	34.85
污水处理	0.11	-38.80	0.21	35.14	0.28	21.62
公交运营 ⁹	1.03	-35.84	0.26	-549.78	0.25	-477.96
高速公路运营	0.44	68.38	0.37	43.77	0.51	62.92
机场运营	1.38	-20.35	1.38	-30.14	1.35	-36.69
太阳能光伏发电	3.60	25.00	2.64	17.48	2.73	19.86
合计	7.83	12.90	6.32	-10.77	6.97	-1.84

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2021年末,公司拥有城东水厂2座水厂,覆盖区域东至饶北河,西至楮溪河,南至车头村,北至珑山林,用水人口近19.42万户。

图表7 近三年公司自来水供水业务情况

项目	2019年	2020年	2021年
日供水能力(万吨)	36	36	36
自来水售水量(万吨)	3435.81	4382.58	4572.24
供水管网漏损率(%)	13.51	8.76	8.66
水质综合合格率(%)	100.00	100.00	100.00
供水户数(万户)	16.83	18.27	19.42
管网长度(公里)	499.60	529.46	563.80

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

⁹ 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营运收入、包车收入、IC卡收入和手续费收入。

资源费上交至江西省水利厅，2015年9月1日至2017年3月中旬，水资源费开始执行0.08元/立方米的征收标准；2017年3月中旬之后，公司原水取自于大坳引水工程水库水，为一类水源。

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

图表8 2009年5月至今上饶市自来水供应价格（单位：元/吨）

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

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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

图表9 上饶市阶梯水价执行方案（单位：元/吨）

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

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年~2021年，公司自来水供水及设备安装收入分别为1.28亿元、1.45亿元和1.84亿元；毛利率分别为38.87%、32.37%和34.85%。

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。

江北污水处理厂坐落于上饶市信江之滨上饶县旭日镇旭日村，距市中心5公里，总占地面积143.70亩，建筑面积1.75万平方米。江北污水处理厂是由上饶市义垄环保产业开发有限公司通过委托代建模式投资兴建，工程总投资1.50亿元，于2003年10月开工建设，于2007年

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

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

城市污水处理费纳入财政专户，实行“收支两条线”管理，专项用于城市污水处理设施的建设运行和维护，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。2019年~2021年，公司污水处理收入分别为0.11亿元、0.21亿元和0.28亿元。

图表 10 近三年公司污水处理业务情况

项目	2019 年	2020 年	2021 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）	1065.95	2144.43	2840.67

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2021年末，上饶公交拥有公交运营车辆847台，覆盖89条公交线路。

图表 11 近三年公司公交运营业务情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
运营车辆（台）	419	698	847
公交线路（条）	44	80	89
年运营里程（万公里）	1793	1960	2576
客运总量（万人次/年）	5621	3264	3581
公交运营业务-营运收入（万元）	9682.70	2115.56	1928.90

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。

2019年~2021年，公司公交运营收入分别为1.03亿元、0.26亿元和0.25亿元，毛利率分别为-35.84%、-549.78%和-477.96%。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。此外，2020年以来，受疫情的影响公司公交运营收入下降较多；受收入下降但成本费用仍较大等因素影响，该业务毛利率下降至很低水平。

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。2019年~2021年，公司分别收到公交业务补贴8635.26万元、5026.17万元和5069.98万元。

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。2019年~2021年，公司车辆通行费收入分别为0.44亿元、0.37亿元和0.51亿元；毛利率分别为68.38%、43.77%和62.92%。

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。机场公司负责运营的三清山机场于2017年5月正式通航，建设规模为4C级支线机场，与城区公路距离16公里，拥有1条跑道、1条滑行道、5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。2019年~2021年，公司机场运营收入分别为1.38亿元、1.38亿元和1.35亿元，毛利率分别为-20.35%、-30.14%和-36.69%，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但受疫情影响收入未保持增长等因素所致。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负责，同时上饶国资亦负责少量光伏发电业务。

2019年~2021年，公司分别实现光伏发电收入3.60亿元、2.64亿元和2.73亿元。根据《江西省能源局、江西省扶贫和移民办关于下达第一批光伏扶贫项目的通知》（赣能新能字【2017】16号），公司的光伏项目被纳入第一批光伏扶贫项目。截至2022年3月末，上饶城投运营的光伏电站主要分布在广信区、横峰、鄱阳及余干等四个区县，装机总容量为258.00MW。预计随着公司在建光伏项目的陆续完工，未来公司太阳能光伏发电收入将保持持续增长。

旅游服务板块

公司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 12 公司旅游服务板块收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
景区运营	2.10	21.63	1.25	9.53	1.47	4.35
餐饮服务	0.36	56.31	0.34	0.81	0.34	27.98
酒店运营	0.15	-45.79	0.18	83.35	0.17	23.76
合计	2.61	22.49	1.78	15.21	1.98	10.03

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1.景区运营

公司景区运营业务主要由子公司上旅集团¹⁰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。2019年~2021年，公司景区运营收入分别为2.10亿元、1.25亿元和1.47亿元，其中2020年下降较多系受疫情的影响游客流量较少所致，2021年有所增长系随着疫情的有效防控游客人数得以回升所致。

2.餐饮及住宿

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

上饶龙潭湖宾馆是一家按照五星级酒店标准设计兴建的集公务、商务、休闲、旅游度假型宾馆。宾馆位于上饶市拥有“八百亩城市心肺地”之称的龙潭湖公园内，东临上饶市行政中心，西接城区繁华商业圈，为上饶市公务接待首选酒店。2019年~2021年，公司餐饮收入分别为0.36亿元、0.34亿元和0.34亿元；住宿收入分别为0.15亿元、0.18亿元和0.17亿元。

国资运营板块

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。

¹⁰ 上旅集团成立于2015年7月，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。

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。2019年~2021年，公司分别实现利息收入4.79亿元、7.37亿元和8.67亿元。

2. 担保

公司担保业务由三级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2022年3月末注册资金为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。2019年~2021年，公司担保费收入分别为788.88万元、611.80万元和971.46万元。

截至2021年末，富饶担保对外担保余额为44.10亿元。同期末，富饶担保共发生25笔代偿业务，合计代偿金额为7482.22万元；富饶担保共有11笔已经发生逾期尚未代偿的担保业务，合计金额为7344.12万元。富饶担保正在采取积极有效的化解手段，由于所有的担保贷款均要求借款人提供了足额有效的风险缓释措施（抵押、保证等反担保方式），上述出现的代偿业务与逾期业务预计不会产生实质性风险或产生的实质性风险较小。

此外，公司亦从事物业管理业务和租赁业务。物业管理方面，公司对公开招租交付的物业与承租户签订物业管理合同，对承租户提供必要的物业服务，即对出租物业的消防安全、水电管理、质量安全隐患排查等进行综合管理监管，并收取物业管理费。租赁方面，公司通过将自有的写字楼、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

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、材料贸易等业务，主要由公司二级子公司数字金融公司及其下属子公司负责。

1. 信贷

信贷业务主要由数字金融公司下属的上饶市金控金融服务有限公司（以下简称“金控金服”）负责。公司主要通过借款、委托租赁等形式将资金借给上饶市区域内企业开展该业务。2019年~2021年，公司分别实现信贷收入1.42亿元、1.56亿元和0.75亿元。

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。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。2019 年~2021 年，公司融资租赁收入分别为 1.89 亿元、2.30 亿元和 2.56 亿元。

3.保理

保理业务主要由数字金融公司下属的金控金服和及上饶市数金投商业保理有限公司负责。公司保理业务主要使用自有资金，所获利润为保理业务产生的保理利息，业务所涉及行业均为光伏行业的上游领域。2019 年~2021 年，公司保理收入分别为 0.02 亿元、0.16 亿元和 0.06 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~2021 年，公司分别实现供应链管理收入 9.23 亿元、22.59 亿元和 18.42 亿元，2020 年增幅较大，主要系当年公司侧重于开发再生铜海外进口业务，进行大规模采购所致。

2020 年，公司数字金融板块新增移动信息服务、保险产品和服务和材料贸易。其中，移动信息服务和保险产品服务系公司于 2020 年收购上市公司天利科技而新增。天利科技成立于 2006 年 1 月，并于 2014 年 10 月在深圳证券交易所挂牌交易。2020 年，数字金融公司出资 9 亿元收购天利科技，成为天利科技的第一大股东。天利科技的移动信息服务具体包括移动代理服务器业务、信息通讯系统开发运营和软件定制；保险产品服务包括保险经纪、保险代理、保险科技和保险服务等。2021 年，公司重点发展材料贸易业务，该业务当年收入增幅较大，带动数字金融板块收入大幅增长。

铝业板块

2020 年，公司子公司上饶城投出资 12.89 亿元收购上市公司闽发铝业，并新增铝业板块。闽发铝业是国家标准 GB5237《铝合金建筑型材》、GB/T6892《铝合金工业型材》和国际标准 ISO28340《铝及铝合金复合膜》的主编单位和研制创新示范基地，拥有国家级中心实验室、福建省铝型材星火行业技术创新中心、福建省级企业技术中心，在技术研发、产品质量、生产工艺等方面均处于行业领先水平。闽发铝业主营业务包括建筑铝型材和工业铝型材的研发、生产及销售，其生产的建筑铝型材主要用于房地产开发、建筑工程、民用建筑、厂房等；工业铝型材主要用于电子电器、太阳能、交通运输等。2020 年~2021 年，公司铝业板块实现收入 9.14 亿元和 22.19 亿元，对公司营业收入形成了重要的补充。

外部支持

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

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

资产划拨方面，自成立以来，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，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、上旅集团等四家企业 100% 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，2019 年~2021 年，公司分别获得财政补贴 7.45 亿元、10.43 亿元和 12.12 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，预计股东及相关各方将对公司提供持续支持。

企业管理

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 104.59 亿元；上饶市国资委和二号中心分别持有公司 97.71% 和 2.29% 的股权，上饶市政府为公司的实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构及组织架构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年及 2022 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，跟踪期内公司未更换审计机构；公司 2022 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共有 13 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，即海南健康产业和上饶市上投工程管理有限公司（以下简称“工程管理公司”）；2020 年，公司合并报表范围的二级子公司减少工程管理公司 1 家；2021 年及 2022 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

跟踪期内，公司资产总额增长较快，资本实力继续增强。从资产结构来看，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司资产中非流动资产占比较高。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，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。

近年来，公司货币资金呈现波动，随着债务的到期偿付及项目建设的资金投入整体有所下

降，但规模仍较大，主要以银行存款为主。

2019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。同期，公司其他应收款亦增长较快，2021年末其他应收款中应收利息为2.43亿元，应收股利为0.21亿元，应收其他单位的往来款、借款、押金及保证金等合计364.39亿元。2021年末，公司其他应收款余额前五名单位分别为上饶市财政局（32.61亿元，往来款）、上饶创新发展产业投资集团有限公司¹¹（25.46亿元，借款）、上饶高铁经济试验区投资建设有限公司（15.00亿元，往来款）、华熙上旅全域文化旅游发展有限公司¹²（13.27亿元，借款）和上饶市天佑大道上饶北大道项目管理处（12.53亿元、往来款），合计占其他应收款期末余额的比重为27.04%。同期末，公司其他应收款共计提坏账准备1.26亿元。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。

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。2021年末，公司存货中土地使用权为8.38亿元，其中3.06亿元土地通过出让取得，5.43亿元土地由政府无偿注入，已全部取得土地使用权证，其中已缴纳土地出让金3.06亿元；开发成本为540.53亿元，主要为上饶市城镇综合管廊建设项目等项目的建设成本。

图表 13 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
货币资金	223.98	248.85	199.31	173.94
应收账款	150.69	180.66	188.34	195.97
其他应收款	299.73	326.10	367.04	377.50
存货	363.74	479.51	557.05	574.04
流动资产	1094.87	1326.80	1376.28	1390.92
其他非流动资产	639.33	628.58	638.65	638.84
投资性房地产	263.82	257.22	262.27	262.54
固定资产	117.23	119.11	128.78	128.92
在建工程	76.80	139.12	178.48	196.26
可供出售金融资产	65.93	72.87	-	-
其他非流动金融资产	-	-	76.69	79.74
非流动资产	1240.56	1348.26	1433.46	1456.32
资产总额	2335.42	2675.05	2809.74	2847.25

资料来源：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，2021年末主要由其他非流动资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动金融资产构成。

2021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10.27亿元以及预付工程款及拆迁款等。其中，公司所获的森林资源资产为6.31亿元，主

¹¹ 上饶创新发展产业投资集团有限公司成立于2015年3月，截至2022年4月末注册资本为70.00亿元，控股股东为上饶市国资委，主要从事上饶市经济技术开发区的基础设施建设等业务。

¹² 华熙上旅全域文化旅游发展有限公司成立于2018年6月，截至2022年4月末注册资本为10.00亿元，控股股东为华熙国际投资集团有限公司（民营企业），主要负责上饶市城东文旅综合体等项目建设。

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，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。随着项目建设进度的推进，公司在建工程增长较快，2021 年末主要为医疗旅游先行区（核心区）项目、华为上饶云数据中心等自建自营类项目。其他非流动金融资产系当期根据新金融工具准则由“可供出售金融资产”科目转入以及公司当期新增的投资，2021 年末具体为对宏富光伏产业中心（有限合伙）等企业的债权类投资 55.83 亿元，以及对上饶市滨江投资有限公司、上饶市晶航新能源投资中心（有限合伙）等企业的股权类投资 20.85 亿元。

截至 2021 年末，公司受限资产为 138.77 亿元，主要为受限的 49.11 亿元货币资金、33.53 亿元投资性房地产、16.57 亿元土地使用权以及受限金额合计为 39.57 亿元的在建工程、应收票据、子公司股权等，上述受限资产合计占资产总额的比重为 4.94%。

资本结构

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

得益于股东及相关各方多次向公司划拨资产，公司净资产实力不断增强，形成了较大规模的所有者权益。其中，公司实收资本整体增长较快，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，2021 年末大幅下降系公司对“16 上饶投资 MTN001”、“18 上饶城投 MTN001”、“18 上饶国资 MTN002”赎回所致；资本公积主要为股东及相关各方向公司及下属子公司无偿划拨股权、森林和农垦资源、土地使用权、房屋使用权和雨污水管网、资本金等资产所致；未分配利润为公司历年经营活动产生的净利润累积；少数股东权益为少数股东持有的农垦公司、绿投集团等子公司股权。

图表 14 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
实收资本	98.79	104.59	104.59	104.59
其他权益工具	72.81	77.81	23.00	22.00
资本公积	493.86	513.16	517.81	517.83
未分配利润	57.89	61.51	68.29	71.58
少数股东权益	464.36	477.64	478.61	479.61
所有者权益	1271.51	1296.65	1254.30	1257.58

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内公司负债总额快速增长，以非流动负债为主

跟踪期内，公司负债总额快速增长，流动资产和非流动资产均保持增长态势。结构上，公司非流动负债占比较高。

公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、其他应付款和其他流动负债构成。随着借款及债券等的陆续到期，公司一年内到期的非流动负债整体呈现大幅增长，其中 2021 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 142.76 亿元、长期借款 73.69 亿元、长期应付款 21.90 亿元、租赁负债 0.01 亿元和应付利息 12.89 亿元。公司短期借款保持增长，主要为用于补充流动资金的短期银行借款。

2021 年末，公司其他应付款中应付利息为 0.77 亿元，应付其他单位的往来款合计 63.98 亿元。同期末，公司其他应付款中账龄超过 1 年的重要应付对象为上饶市土地储备中心（3.08 亿元）、上饶市房地产管理局棚改资金专户（2.38 亿元）和上饶市中心区管委会（0.69 亿元），合计占应付其他单位款项的比重为 9.61%。

2021 年末，公司其他流动负债增幅较大，系公司及下属子公司发行“21 上饶投资 CP001”、“21 上饶投资 SCP002”、“21 上饶城投 SCP001”等多只短期债项所致。同期末，公司其他流动负债中短期融资券为 48.52 亿元。

图表 15 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
一年内到期的非流动负债	123.53	203.46	251.26	248.32
短期借款	91.34	96.77	99.51	100.46
其他应付款	71.00	53.52	64.75	65.40
其他流动负债	16.14	6.15	52.73	52.93
流动负债	363.92	445.29	573.70	589.93
应付债券	292.55	503.54	562.23	575.46
长期借款	314.08	326.04	316.23	318.61
长期应付款	62.76	71.81	70.46	72.86
非流动负债	700.00	933.11	981.74	999.74
负债总额	1063.92	1378.41	1555.44	1589.67

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。2021 年末，公司应付债券系公司发行的“18 上饶投资 MTN001”、“19 上投 01”等债项一年以上到期的余额；2021 年末公司应付债券较 2020 年末增加较多，主要系公司发行“21 上投集团债 01/21 上投 01”等债项所致。公司长期借款规模较大，主要为本部及下属子公司因项目建设及其他各业务板块规模扩张而向金融机构取得的长期银行借款，借款银行包括“工农中建”四大国有银行，民生银行、兴业银行等多家股份制商业银行，以及国家开发银行、农业发展银行等政策性银行，借款利率均在 7.5%及以下。公司长期应付款呈现波动增长，2021 年末包含专项应付款 8.97 亿元，剩余为应付渝农商金融租赁有限责任公司等金融机构的融资租赁借款 61.49 亿元和应付上饶市财政局等政府部门的款项 8.97 亿元。

公司全部债务大幅增长，债务率处中等水平，面临较大的短期偿债压力；考虑到公司在建及拟建项目投资规模较大，预计未来有息债务将进一步增长

跟踪期内，公司全部债务规模大幅增长且以长期有息债务为主，考虑到公司在建及拟建项目投资规模较大，预计未来有息债务将进一步增长。2021 年末，公司全部债务中短期有息债务

占比约为 29%。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，整体处于行业中等水平。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赎回其发行的永续债券，则 2021 年末，公司大口径全部债务为 1364.35 亿元，全部债务资本化比率为 52.10%。

图表 16 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
全部债务	893.68	1192.10	1326.35	-
其中：短期有息债务	230.74	304.32	386.40	-
资产负债率	45.56	51.53	55.36	55.83
全部债务资本化比率	41.28	47.90	51.40	-

注：2021 年末公司全部债务未包含“一年内到期的非流动负债”中“一年内到期的非流动负债应付利息”12.89 亿元

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 2021 年末，公司对外担保金额合计为 156.05 亿元，担保比率为 12.44%，担保对象以上饶市及其下辖区县的国有企业为主。其中，截至 2021 年末，公司子公司富饶担保因担保业务产生的在保金额为 43.07 亿元，占所有者权益的比率为 3.43%，占比较低。整体来看，公司对外担保比率较小，担保风险可控。

盈利能力

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

得益于业务的多元化开展，近三年公司营业收入快速增长，营业利润率整体下降；期间费用占营业收入的比重逐年上升，以财务费用和管理费用为主。同期，公司收到的财政补贴占利润总额的比重亦逐年上升，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 17 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
营业收入	105.36	140.57	158.76	33.97
营业利润率	12.05	9.16	9.93	-
期间费用	10.18	15.11	19.26	3.07
期间费用/营业收入	9.66	10.75	12.13	9.03
利润总额	17.83	18.23	14.94	3.72
财政补贴	7.45	10.43	12.12	-
财政补贴/利润总额	41.77	57.22	81.12	-
总资本收益率	0.91	0.92	1.01	-
净资产收益率	0.95	0.95	0.81	-

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

2019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，其中2020年增幅较大主要系经营性业务回款有所增加所致，2021年增幅较小系经营性业务回款继续大规模增长但同期收到的往来款大幅减少所致；现金收入比率逐年攀升，主营业务现金获取能力有所增强。同期，公司经营活动现金流出主要是公司支付工程款、经营性业务成本支出以及往来款等形成的现金流出，其中2020年增幅较大系经营性业务成本支出增加所致。近三年，公司经营性净现金流持续小规模净流入，对波动较大的往来款及主营业务回款存在依赖，未来存在一定的不确定性。

图表 18 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
经营活动现金流入	187.79	244.53	259.34	166.19
现金收入比率(%)	42.29	66.35	100.14	90.21
经营活动现金流出	185.98	242.21	258.67	167.92
经营性净现金流	1.81	2.32	0.68	-1.73
投资活动现金流入	28.75	91.53	55.50	14.66
投资活动现金流出	74.67	275.99	122.31	36.05
投资性净现金流	-45.91	-184.45	-66.81	-21.39
筹资活动现金流入	427.94	600.03	539.85	146.32
筹资活动现金流出	395.40	399.80	516.20	144.98
筹资性净现金流	32.54	200.23	23.65	1.34
现金及现金等价物净增加额	-11.56	18.10	-42.48	-21.79

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2019年以来，公司投资活动现金流入主要为赎回理财等收到的现金；投资活动现金流出主要为购买房屋、自建自营类项目建设、股权及债权投资等所支付的现金，其中2020年支出规模较大系收购上市公司天利科技和闽发铝业所致；投资性净现金流持续表现为净流出。

2019年以来，公司筹资活动现金流入主要为取得银行借款、发行债券、收到项目资本金和股东增资等所收到的现金；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息所支付的现金；筹资性净现金流持续净流入，随着债务的集中到期，2021年筹资性净现金流规模有所回落。公司资金来源对筹资活动依赖较大。

偿债能力

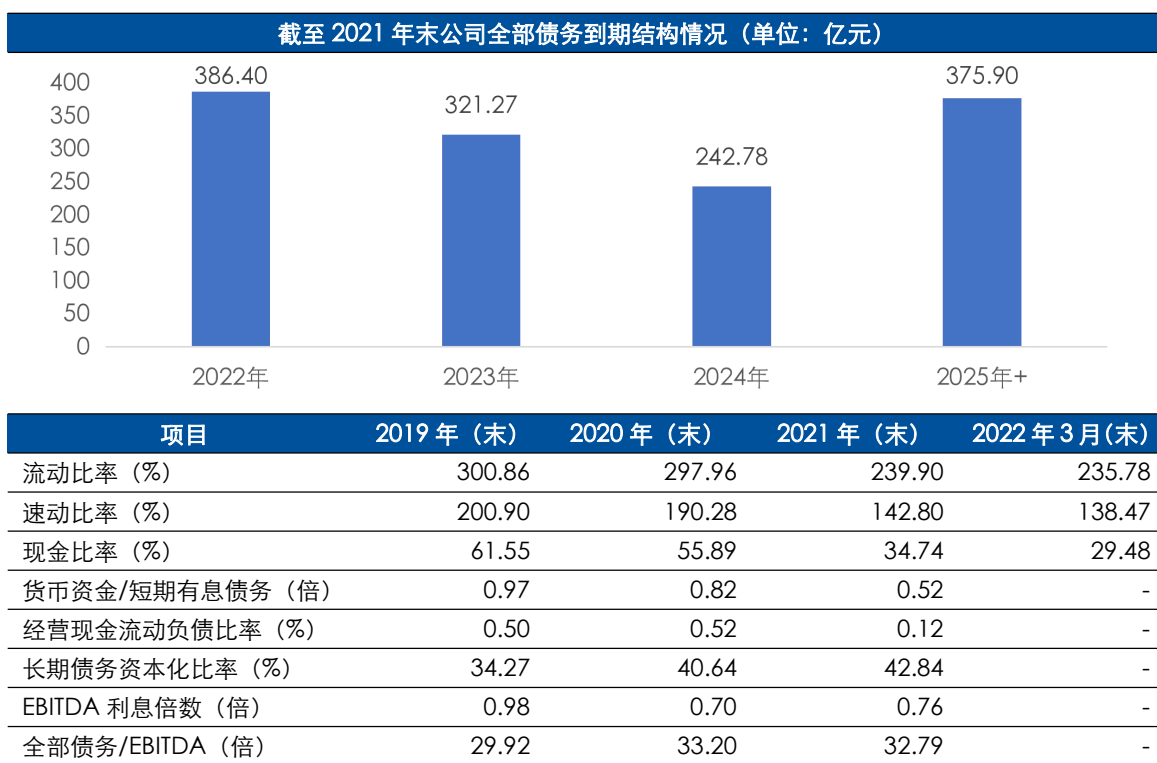
公司主营业务具有很强的区域专营性，得到了股东及相关各方的大力支持，且融资渠道较为通畅，偿债能力依然极强

从短期偿债能力指标看，近年来，公司流动比率、速动比率及现金比率均有所下降，但前两项指标维持在较高水平，现金比率水平较低。公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性较弱，对流动负债的实际保障程度有待提升。公司货币资金对短期有息债务的保障程度较弱。公司经营性现金流具有一定的不确定性，对流动负债的保障程度缺乏稳定性。

从长期偿债能力指标来看，近年来，公司长期债务资本化比率有所增长，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 2021 年末，公司将于 2022 年偿还债务本金 386.40 亿元，面临较大的短期偿债压力。公司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。2021 年末，公司非受限货币资金为 150.20 亿元，规模较大，系公司偿还有息债务的第一保障。同时，公司工程建设板块、公用事业板块、旅游服务板块等主营业务可带来一定规模的现金流，对偿债资金形成支撑。公司与多家银行保持良好合作关系，融资渠道较为顺畅，截至 2022 年 3 月末公司主要商业银行授信总额为 851.09 亿元，已使用额度 501.18 亿元，未使用授信额 349.91 亿元。此外，公司亦将通过直接融资途径进行债务置换，从而调整债务期限结构。

图表 19 公司偿债能力情况



综合来看，公司主营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，公司偿债能力依然极强。

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 2022 年 3 月 25 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。

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，公司抗风险能力依然极强。

结论

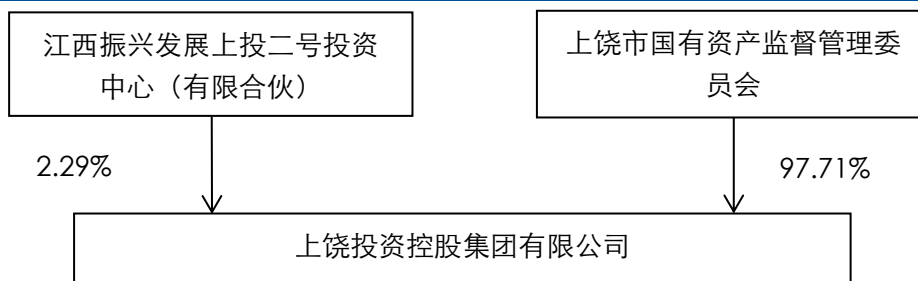
东方金诚认为，跟踪期内，上饶市地区经济保持增长，位居江西省各城市的中上游，工业及第三产业发展稳健，经济实力依然很强；公司从事的工程建设业务具有很强的区域专营优势，同时还从事公用事业服务、旅游服务、国资运营和数字金融服务等经营性业务，业务构成较为多元；公司作为上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，在资产划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司全部债务增长较快且面临较大的短期偿债压力，考虑到在建及拟建项目投资规模较大，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。

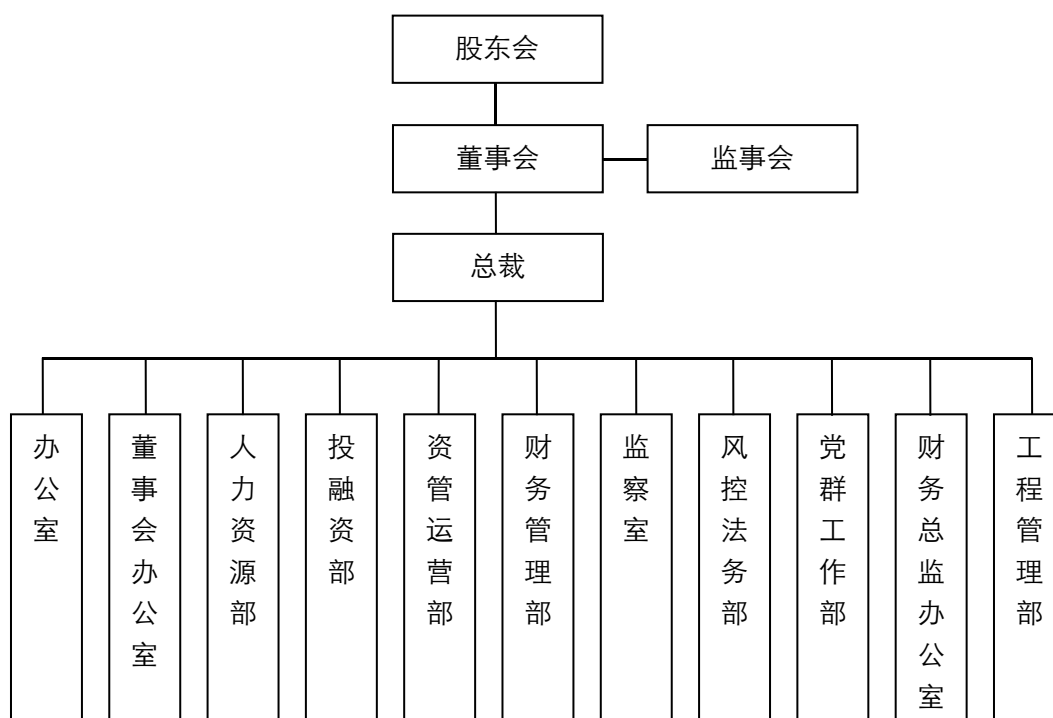
综上所述，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，维持“20 上饶投资 MTN001”、“20 上饶投资 MTN002”、“20 上饶投资 MTN003”、“21 上控 01”、“20 上投集团债/20 上投债”、“21 上投集团债 01/21 上投 01”、“22 上投集团债 01/22 上饶 01”和“22 上饶投资 MTN001”信用等级均为 AAA，维持“22 上饶投资 CP001”信用等级为 A-1。

附件一：截至 2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	2335.42	2675.05	2809.74	2847.25
其中：货币资金	223.98	248.85	199.31	173.94
存货	363.74	479.51	557.05	574.04
其他应收款	299.73	326.10	367.04	377.50
其他非流动资产	639.33	628.58	638.65	638.84
负债总额	1063.92	1378.41	1555.44	1589.67
其中：长期借款	314.08	326.04	316.23	318.61
应付债券	292.55	503.54	562.23	575.46
一年内到期的非流动负债	123.53	203.46	251.26	248.32
全部债务	893.68	1192.10	1326.35	-
其中：短期有息债务	230.74	304.32	386.40	-
所有者权益	1271.51	1296.65	1254.30	1257.58
营业收入	105.36	140.57	158.76	33.97
利润总额	17.83	18.23	14.94	3.72
经营活动产生的现金流量净额	1.81	2.32	0.68	-1.73
投资活动产生的现金流量净额	-45.91	-184.45	-66.81	-21.39
筹资活动产生的现金流量净额	32.54	200.23	23.65	1.34
主要财务指标				
营业利润率（%）	12.05	9.16	9.93	-
总资本收益率（%）	0.91	0.92	1.01	-
净资产收益率（%）	0.95	0.95	0.81	-
现金收入比率（%）	42.29	66.35	100.14	90.21
资产负债率（%）	45.56	51.53	55.36	55.83
长期债务资本化比率（%）	34.27	40.64	42.84	-
全部债务资本化比率（%）	41.28	47.90	51.40	-
流动比率（%）	300.86	297.96	239.90	235.78
速动比率（%）	200.90	190.28	142.80	138.47
现金比率（%）	61.55	55.89	34.74	29.48
经营现金流动负债比率（%）	0.50	0.52	0.12	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.98	0.70	0.76	-
全部债务/EBITDA（倍）	29.92	33.20	32.79	-

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。