

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0286号

德兴市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 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”信用等级均为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年六月十六日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），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。

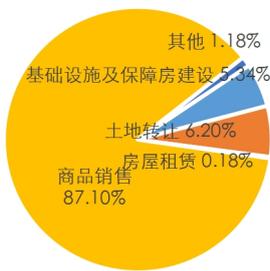
东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月16日

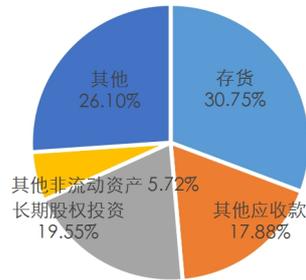


主要指标及依据

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
资产总额	264.60	300.52	354.80
所有者权益	167.26	171.64	190.78
营业收入	15.24	29.74	61.63
利润总额	3.75	3.26	2.33
全部债务	79.88	117.83	147.45
资产负债率	36.79	42.89	46.23
全部债务资本化比率	32.32	40.71	43.60

公司全部债务构成情况 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
地区	上饶市德兴市		
GDP 总量	154.66	165.96	191.30
GDP 增速	7.5	3.5	9.2
人均 GDP (元)	55542	56514	65157*
一般公共预算收入	29.12	27.72	23.77
一般公共预算收入增速	-0.16	-4.80	-14.30
上级补助收入	12.30	13.40	12.06

注: 标“*”数据按照“GDP/常住人口”估算所得。

优势

- 跟踪期内, 上饶市经济保持增长, 其下辖的德兴市地区经济保持增长, 主导产业对工业经济仍具有较强的支撑作用, 经济实力依然较强;
- 公司继续负责德兴市范围内的基础设施和保障房建设等业务, 仍具有很强的区域专营性;
- 作为德兴市最重要的基础设施建设主体, 公司在资产划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持;
- 上饶投控的综合财务实力极强, 为“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 跟踪期内, 公司在建和拟建项目投资规模较大, 仍面临较大的资本支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比依然较高, 资产流动性仍较弱;
- 公司全部债务大幅增长, 债务率水平有所提高, 且短期有息债务规模较大, 面临较大的短期偿付压力;
- 公司经营活动和投资活动现金流均为净流出, 资金来源对筹资活动依赖仍较大。

评级展望

预计上饶市及德兴市经济将保持增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营性, 得到股东及相关各方的持续大力支持, 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
AA/稳定	AAA (21 德兴债/ 21 德兴债)	2021/6/25	卢宝泽 纪炜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907) 》	阅读原文
AA/稳定	AAA (20 德兴债/ 20 德兴债)	2020/6/30	周丽君 张青源 黄一戈	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907) 》	阅读原文

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 德兴债/ 20 德兴债	2021/6/25	5.00	2020/11/9~2027/11/9	连带责任 保证担保	上饶投资控股集团有限公司/AAA/稳定
21 德兴债/ 21 德兴债	2021/6/25	4.40	2021/1/19~2028/1/19	连带责任 保证担保	上饶投资控股集团有限公司/AAA/稳定

注：“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”均设置本金分期偿还条款

跟踪评级说明

根据相关监管要求及德兴市投资控股集团有限公司（以下简称“德兴投控”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

公司原名为德兴市城市建设经营总公司，系经德兴市人民政府（以下简称“德兴市政府”）批准，由德兴市财政局于2003年3月21日出资成立的国有控股企业，初始注册资本为人民币0.10亿元。2013年12月30日，德兴市人民政府办公室下发德府办抄字【2013】号文件，确定德兴市国有资产监督管理办公室（以下简称“德兴市国资办”）对公司履行出资人职责。2021年，公司将中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）的投资款由实收资本转为长期应付款核算，但股权结构暂未发生变更。截至2021年末，公司注册资本为人民币10.00亿元，实收资本为人民币9.60亿元；按注册资本计算，德兴市国资办持有公司96.00%的股权，农发基金持有公司4.00%的股权，德兴市国资办为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司作为德兴市最重要的基础设施建设主体，继续负责上饶市德兴市范围内的基础设施及保障房建设、土地转让和房屋租赁等业务，此外，公司还继续从事商品销售业务。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司仍为21家，较上年末未发生变化，详见如下图表。

图表1 截至2021年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
德兴市返乡创业产业园管理有限公司	返乡创业	13990.26	100.00	投资设立
德兴金鑫融资租赁有限公司	金鑫融资	10000.00	100.00	投资设立
德兴市兴德新型墙体材料有限责任公司	兴德材料	3000.00	51.00	投资设立
德兴金鑫金融服务有限公司	金鑫金融	60000.00	100.00	投资设立
德兴市兴德矿业有限公司	兴德矿业	2000.00	100.00	投资设立
德兴市兴德资产运营管理有限公司	兴德资管	500.00	54.31	投资设立
德兴市农业发展投资集团有限公司	农业投资	10000.00	100.00	投资设立
德兴市工投投资发展有限公司	工投投资	10000.00	100.00	投资设立
德兴市铜都文化旅游产业发展集团有限公司	铜都文旅	10000.00	100.00	投资设立
德兴市铜都融资担保有限公司	铜都担保	5000.00	100.00	无偿划拨
德兴市黄金有限公司	德兴黄金	10000.00	100.00	投资设立
德兴市交通投资有限公司	德兴交投	10000.00	100.00	投资设立
德兴市城市建设投资有限公司	德兴城建	10000.00	100.00	无偿划拨
德兴市兴德置业有限公司	兴德置业	5000.00	100.00	投资设立
德兴市德能产业园发展有限公司	德能产业园	5000.00	100.00	股权收购
德兴市国有资产经营有限责任公司	德兴国资	2000.00	100.00	无偿划拨
江西铜都投资有限公司	铜都投资	100000.00	79.65	无偿划拨
江西省德贤珠宝产业园开发有限公司	德贤珠宝	10000.00	83.00	投资设立
江西万舟再生资源有限公司	万舟资源	10000.00	51.00	投资设立

图表 1 截至 2021 年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
德兴市兴德石材制砂有限公司	兴德石材	2500.00	51.00	投资设立
德兴市城市发展投资有限责任公司	德兴城投	101000.00	0.9901 ¹	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

截至 2022 年 3 月末，公司发行的“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”已按期支付利息，尚未到本金兑付日。截至 2022 年 3 月末，“20 德兴债/20 德兴债”募集资金已使用完毕，其中 3.72 亿元用于德兴中医药产业园实验基地项目（以下简称“募投项目”），1.28 亿元用于补充营运资金。同期末，“21 德兴债/21 德兴债”募集资金已全部使用完毕，其中 3.28 亿元用于募投项目，1.12 亿元用于补充公司营运资金。

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。

¹ 德兴城投由公司和江西金控投资管理中心（有限合伙）共同投资设立，持股比例分别为 0.9901% 和 99.0099%；根据章程约定江西金控投资管理中心（有限合伙）将所持有的股权对应的表决权全部委托公司使用，不亲自行使表决权。根据 2017 年签订的《德兴市城市建设私募基金基金合同》，基金管理人为江西金控投资管理中心（有限合伙），优先级份额持有人为长城证券股份有限公司（代表“长饶上海二号定向资产管理计划”），份额为 8 亿元，劣后级份额持有人为德兴市九都投资发展有限公司（现更名为德兴城建），份额为 2 亿元；基金用途为投资德兴城投股权，具体用于德兴市基础设施建设、重点民生工程投资建设以及棚户区改造等，基金存续期预计为 10 年，初始优先级基金份额业绩比较基准率为 5.8%/年。

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

1. 上饶市

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

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² (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

2. 德兴市

跟踪期内，德兴市经济保持增长，工业经济总量有所扩张，主导产业对工业经济仍具有较

² 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。

强的支撑作用，经济实力依然较强

2021年，德兴市经济保持增长，经济总量在上饶市区县中排名第8，经济实力依然较强。2021年，德兴市三次产业结构为11.8:34.7:53.5，第二、三产业仍是经济发展的主要推动力。

2021年，德兴市固定资产投资同比增长10.6%。分领域看，制造业投资增长48.3%，房地产开发投资增长33.9%。2021年，德兴市亿元以上在建项目83个，其中，亿元以上新开工项目31个。

图表3 德兴市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

主要指标	2019年		2020年		2021年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	154.66	7.5	165.96	3.5	191.30	9.2
人均地区生产总值(元)	55542	7.1	57486	-	65157	-
第三产业增加值	78.26	7.7	87.17	3.2	102.30	12.2
全社会固定资产投资	-	9.4	-	9.1	-	10.6
社会消费品零售总额	63.15	10.6	68.46	3.7	81.33	18.8
三次产业结构	12.5: 36.9: 50.6		12.5: 35.0: 52.5		11.8: 34.7: 53.5	

注：2020年和2021年人均地区生产总值按照“人均地区生产总值=地区生产总值/常住人口”进行估算
资料来源：德兴市统计公报（2019年~2020年）、德兴市2021年经济运行情况，东方金诚整理

2021年，德兴市工业经济保持快速发展，完成第二产业增加值66.40亿元，同比增长5.3%；同期，德兴市工业主营业务收入同比增长36.5%；规上工业增加值同比增长11.9%，其中有色金属、机械电子和医药化工三大主导产业占比74.8%，对工业经济仍具有较强的支撑作用。有色金属产业方面，同期有色金属产业完成产值238.6亿元，同比增长66.4%；机械电子产业方面，逐步构建矿山机械设备、航空零部件、芯片等“高精尖”现金制造业集聚发展格局；大健康产业方面，德兴市加速推进中草药产业园建设项目，推进科飞医药、科兴药业等项目建设。

2021年，德兴市第三产业增加值为102.3亿元，同比增长12.2%。随着新冠疫情逐步得到有效控制，德兴市市场消费活力有所提高，旅游业恢复发展。其中2021年德兴市实现社会消费品零售总额81.33亿元，同比增长18.8%。目前，德兴市推出“乡村体验游”、“红色经典游”、“中医药康养游”、“矿冶文化游”四大特色主题路线；同时，稳步推进凤凰湖文体综合体、龙头山田园康养综合体等一批文旅项目。2021年，德兴市接待旅游总人次和总收入同比分别增长32%和83%。此外，2021年青舍里景区成为国家3A级景区，德兴市继续获得“全国县域旅游竞争力百强县”称号。

财政状况

上饶市

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。

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

³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 4 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

德兴市

跟踪期内，德兴市一般公共预算收入有所下降，财政自给程度进一步下降

跟踪期内，德兴市一般公共预算收入同比下降 14.30%，主要系省与市县分享比例体制调整，增值税、所得税、环境保护税地方所得部分减少所致；政府性基金收入同比增长 32.7%，主要系新增中心城区、大茅山高港服务区等地块招拍挂所致。同期，德兴市上级补助收入为 12.06 亿元，继续获得上级财政的支持。

2021 年，德兴市一般公共预算支出和政府性基金支出均有所下降；地方财政自给率进一步下降，自给程度仍较低。

截至 2021 年末，德兴市地方政府债务余额为 44.93 亿元，主要包括地方政府债券 43.70 亿元（其中一般债券 23.28 亿元，专项债券 120.41 亿元），2014 年清理甄别存量债务 0.18 亿元（一般债务），2014 年清理甄别或有债务 1.05 亿元。

图表 5 德兴市财政收支情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算收入	29.12	27.72	23.77
其中：税收收入	16.08	16.14	15.40
政府性基金收入	15.21	16.57	21.99
上级补助收入	12.30	13.40	12.06
财政收入	56.63	57.69	57.82
一般公共预算支出	57.53	59.01	53.48
政府性基金支出	5.63	15.55	12.17
地方财政自给率	50.62	46.98	44.43

资料来源：2019 年~2020 年德兴市政府决算公开、2021 年德兴市预算执行情况报告，东方金诚整理

³ 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

跟踪期内，公司商品销售业务带动营业收入大幅增长，但受该业务亏损影响，毛利润及综合毛利率均大幅下降

跟踪期内，公司是德兴市最重要的基础设施建设主体，继续从事德兴市范围内的基础设施及保障房建设、土地转让、房屋租赁、商品销售等业务。

2021年，公司营业收入大幅增长，主要系因商品销售业务模式趋于稳定、规模扩张，收入增长所致。同期，公司基础设施及保障房建设和房屋租赁业务收入有所增长；土地转让收入大幅下降，主要系当年出让的土地面积减少所致；公司其他业务收入仍主要来源于餐饮住宿、运输服务、旅游景点服务等业务。

2021年，公司毛利润和毛利率均大幅下降，主要受商品销售业务亏损影响所致。分业务来看，公司基础设施及保障房建设业务毛利率有所增长，主要系当年确认收入的项目毛利率较高所致；土地转让和房屋租赁业务毛利率有所下降；商品销售业务仍为亏损状态，主要系大宗商品市场价格波动较大所致。

图表 6 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	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	15.24	100.00	29.74	100.00	61.63	100.00
基础设施及保障房建设	0.92	6.06	3.02	10.14	3.29	5.34
土地转让	13.64	89.53	10.61	35.67	3.82	6.20
房屋租赁	0.36	2.34	0.05	0.16	0.11	0.18
商品销售	-	-	15.72	52.86	53.68	87.10
其他	0.32	2.07	0.35	1.17	0.73	1.18
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	4.24	27.85	3.50	11.77	0.09	0.15
基础设施及保障房建设	0.07	7.63	0.36	11.92	0.48	14.48
土地转让	4.14	30.32	3.40	32.09	0.54	14.19
房屋租赁	0.04	10.50	0.02	38.04	0.03	26.46
商品销售	-	-	-0.25	-1.60	-1.14	-2.11
其他	0.00	-0.51	-0.03	-8.97	0.18	24.79

资料来源：公司提供，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司作为德兴市最重要的基础设施建设主体，继续从事德兴市范围内的基础设施和保障房建设等，业务仍具有很强的区域专营性

跟踪期内，公司作为德兴市最重要的基础设施建设主体，继续从事德兴市范围内的基础设施和保障房建设等，业务仍具有很强的区域专营性。

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍主要由公司本部和子公司兴德置业负责，业务模式仍分为委托代建及自建，较上年无重要变化。2021年，公司确认基础设施及保障房建设业务收入

3.29 亿元，毛利率为 14.48%，有所增长主要系当年确认收入的保障房项目毛利率较高所致。

公司在建及拟建项目投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力

截至 2021 年末，公司重点在建项目包括城东棚户区改造、五四大道片区和德兴中医药产业园实验基地项目等，上述项目计划总投资 59.15 亿元，已完成投资 42.10 亿元，尚需投资 17.05 亿元。

图表 7 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	业务模式	计划总投资	已完成投资	尚需投资
城东棚户区改造	代建	21.00	18.09	2.91
五四大道片区	代建	1.82	1.24	0.59
银城街道片区	代建	1.10	1.01	0.09
新岗山镇片区	代建	1.03	0.42	0.60
火车站配套设施建设工程	代建	0.93	0.87	0.06
龙头山乡片区	代建	0.84	0.68	0.16
德兴中医药产业园实验基地项目*	自营	14.73	7.33	7.40
卓尔豪庭小区	自营	4.40	2.27	2.13
德兴市返乡创业示范基地二期——德能产业园二期	自营	2.63	1.65	0.99
德兴市返乡创业示范基地二期建设项目——电动车产业园设计施工（EPC）总承包工程	自营	1.41	1.05	0.36
池口庄园地块	自营	1.25	0.85	0.41
德能产业园二期工程	自营	1.22	0.45	0.78
德兴市城区污水管网补充完善工程	自营	6.78	6.20	0.58
合计	-	59.15	42.10	17.05

注：标“*”为募投项目

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司拟建的基础设施项目包括山川之保障馆基础设施建设、三清快道炉口“山路人家”风情特色街项目等，上述项目计划总投资 10.65 亿元。综合来看，公司在建及拟建项目投资规模仍较大，仍面临较大的资本支出压力。

图表 8 截至 2021 年末公司拟建的基础设施及保障房项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	建设周期
山川之保障馆基础设施建设	10000.00	2023 年~2025 年
三清快道炉口“山路人家”风情特色街项目	5000.00	2022 年~2023 年
朱潭埠项目	91528.16	2022 年~2023 年
合计	106528.16	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地转让

跟踪期内，公司继续开展土地转让业务，对公司营业收入形成一定贡献，但该业务受政府规划及土地市场波动影响较大，收入及利润具有一定的不确定性

跟踪期内，公司继续开展土地转让业务，仍由公司本部负责。根据德兴市政府批准的招拍挂计划及城市发展需求确定公司的土地出让计划，公司与德兴市土地收购储备中心（以下简称

“土储中心”）签订《国有土地使用权收储合同》，由土储中心收储后按规划用途进行出让。

2021年，公司转让1宗土地，面积64413.5平方米，成本价格3.28亿元，转让价格3.82亿元，公司据此确认土地转让业务收入3.82亿元，尚未收到土地回款；同期，公司土地转让业务毛利率为14.19%，由于转让地块价格不高，毛利率大幅下降。

截至2021年末，公司存货中待开发土地账面价值为51.57亿元，为政府历年注入以及公司招拍挂获取，其中未办证土地账面价值0.62亿元。总体来看，该业务受政府规划及土地市场波动影响较大，收入及利润具有一定的不确定性。

商品销售

跟踪期内，公司继续从事商品销售业务，营业收入大幅增长，但毛利率仍为负，盈利能力较差

跟踪期内，公司继续从事商品销售业务，仍为大宗商品销售业务和再生资源销售业务。

大宗商品销售业务仍由三级子公司厦门德金贸易有限公司负责。销售商品主要为电解铜、锌锭、铝锭、乙二醇、精对苯二甲酸等。业务模式仍分为三种，分别为对锁业务（上下游确定）、以下游需求确定采购计划以及采购后再确定销售方。

再生资源销售业务仍由二级子公司江西万舟再生资源有限公司负责，销售商品主要为废钢。公司与当地的废钢供应商签订采购合同，并销售给钢厂，按照供应商实际送货量和钢厂的每日挂牌价进行结算。

2021年，公司确认商品销售收入53.68亿元，因业务模式趋于稳定、规模扩张，收入大幅增长；其中大宗商品销售收入29.29亿元，再生资源销售收入24.39亿元。同期，公司商品销售毛利润为-1.14亿元；毛利率为-2.11%，毛利率仍为负，该业务仍处于亏损状态，主要系当年大宗商品市场价格波动较大，出现亏损所致。2021年，因再生资源销售业务受政府政策支持，公司收到德兴市政府再生资源产业发展补贴1.82亿元。

外部支持

跟踪期内，公司作为德兴市最重要的基础设施建设主体，在资产划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持

资产划拨方面，2021年，德兴市国资办将德兴市聚德房地产开发有限责任公司100%的股权划拨给二级子公司德兴国资，将德兴市生态公益国有林场有限公司、德兴市三清食品有限责任公司100%的股权划拨给二级子公司农业投资；此外，德兴市国资办向公司无偿划转河道砂石开采经营权（评估价值9.93亿元），划拨土地资产0.69亿元，且向公司拨款0.75亿元。

财政补贴方面，2021年，公司收到财政补贴收入4.55亿元，包含再生资源产业发展补贴1.82亿元。

考虑到未来公司将继续在德兴市基础设施建设领域发挥重要作用，预计未来股东及相关各方仍将对公司提供大力支持。

企业管理

2021年，公司将农发基金投资款由实收资本转为长期应付款核算；截至2021年末，公司

注册资本仍为人民币 10.00 亿元，实收资本降至人民币 9.60 亿元，德兴市国资办仍为公司控股股东和实际控制人。

2021 年 11 月，公司收到中国证券监督管理委员会江西监管局下发的《江西证监局关于对德兴市投资控股集团有限公司的监管关注函》（赣证监[2021]518 号），原文内容为“我局在日常监管中发现，你公司‘19 德投 01’‘20 德兴 01’和‘20 德兴 02’等 3 只公司债券募集资金存在未专户存储的情形，且在整改后仍多次发生。你公司应高度重视规范工作，认真查找原因，健全募集资金管理制度，严格遵守规章制度，并于 2021 年 12 月 10 日前将上述问题整改情况向我局书面报告。”公司发布公告称将针对监管关注函提出的问题进行全面深入整改，进一步加强募集资金管理，严格落实整改措施。目前，公司经营情况正常，上述监管关注函未对公司生产经营、财务状况及偿债能力产生重大不利影响。东方金诚将持续关注上述事项可能造成的负面影响。

跟踪期内，公司将监察审计和法务部拆分成纪检监察室、审计法务部，将投资管理部更名为投资发展部，新设风险控制部、融资部、招标采购办。2022 年 1 月，公司法定代表人发生变更，原法定代表人顾树榕因个人原因不再继续任职，由徐建华担任公司法定代表人。跟踪期内，公司治理结构、组织架构和管理制度未发生其他重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年的合并财务数据进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司审计机构未发生变更。

截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司仍为 21 家，较 2020 年末未发生变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比依然较高，资产流动性仍较弱

跟踪期内，公司资产总额大幅增长，仍以流动资产为主。2021 年末，公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款为主。

2021 年末，公司存货有所增长，包含开发成本 45.81 亿元，为基础设施及保障房项目建设成本；开发用土地 51.57 亿元，合同履约成本 7.56 亿元，开发产品 3.10 亿元。同期末，公司其他应收款有所增长，主要系应收德兴市财政局的往来款增加所致；2021 年末，公司应收德兴市财政局往来款为 41.81 亿元，占其他应收款总额的比例为 65.88%。2021 年末，公司货币资金有所减少，仍主要为银行存款。同期末，公司受限货币资金为 3.46 亿元，为质押的定期存单和保证金。同期末，公司应收账款小幅增长，主要应收对象为德兴市财政局（15.47 亿元、项目结算款）和德兴市国土资源局（5.99 亿元、土地转让款）。

图表 9 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
资产总额	264.60	300.52	354.80
流动资产	162.82	193.71	226.40
存货	71.22	92.06	109.09
其他应收款 ⁴	46.84	53.92	63.44
货币资金	17.15	21.79	18.55
应收账款	23.33	21.58	22.62
非流动资产	101.77	106.81	128.40
长期股权投资	69.54	69.29	69.37
其他非流动资产	20.86	20.87	20.31
无形资产	0.12	0.02	10.55

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2021 年末，公司非流动资产主要由长期股权投资、其他非流动资产和无形资产构成。同期末，公司长期股权投资基本保持稳定，仍主要投向德兴市农垦集团有限责任公司。同期末，公司其他非流动资产变化不大，仍主要为德兴市域的林权资产。2021 年末，公司无形资产大幅增长，主要系德兴市国资办无偿划拨的河道砂石开采经营权，评估价值 9.93 亿元。

2021 年末，公司受限资产为 26.59 亿元，占资产总额的比重为 7.50%，为用于贷款质押的存货 13.99 亿元、投资性房地产 4.17 亿元、固定资产 3.56 亿元、在建工程 1.34 亿元和货币资金 3.46 亿元。

资本结构

跟踪期内，得益于德兴市政府向公司划拨股权和砂石开采经营权，公司所有者权益有所增长

2021 年末，公司所有者权益有所增长，仍主要以资本公积为主。同期末，因将农发基金投资款转入长期应付款科目核算，公司实收资本降至 9.60 亿元；资本公积有所增长，主要系德兴市国资办划拨股权、砂石开采经营权和货币资金所致；未分配利润有所增长，主要是净利润的累积。

图表 10 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
所有者权益	167.26	171.64	190.78
实收资本	10.00	10.00	9.60
资本公积	140.05	141.64	158.91
未分配利润	15.21	17.22	19.27

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额和全部债务大幅增长，债务率水平有所提高，且短期有息债务规模较大，面临较大的短期偿付压力；预计随着项目建设的不断推进，公司债务及债务率水平或将进一步增长

2021 年末，公司负债总额大幅增长，主要系流动负债增加所致。同期末，公司流动负债大

⁴ 其他应收款不含应收利息和应收股利。

幅增长，主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、应交税费和其他应付款构成。

2021年末，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，包括一年内到期的长期借款 5.69 亿元、一年内到期的应付债券 17.04 亿元和一年内到期的长期应付款 2.95 亿元。同期末，公司短期借款规模有所下降，包括保证借款 3.24 亿元、信用借款 0.14 亿元、抵押借款 0.30 亿元。2021 年末，公司应交税费有所增长，主要系应交增值税、城建税增加所致。同期末，公司其他应付款小幅增长，主要系往来款增加所致。2021 年末，公司其他应付款主要应付单位为德兴市大茅山风景名胜区管理委员会、江西大茅山建设工程有限公司、德兴市中医院、江西德兴经济开发区管理委员会和德兴市卓贤珠宝有限公司等。

图表 11 公司负债构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
负债总额	97.34	128.88	164.02
流动负债	24.43	25.80	45.34
一年内到期的非流动负债	9.59	10.50	25.68
短期借款	1.00	5.11	3.68
应交税费	2.58	3.85	5.38
其他应付款 ⁵	8.92	3.68	4.46
非流动负债	72.91	103.08	118.68
长期借款	32.42	45.45	63.43
应付债券	13.60	30.40	19.96
长期应付款	26.88	27.23	33.57

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2021 年末，公司非流动负债有所增长，主要系公司项目整体规模较大、资金需求量大，长期借款和长期应付款增加所致。同期末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2021 年末，公司长期借款大幅增长，包括保证借款 17.06 亿元、质押借款 14.42 亿元、抵押借款 10.82 亿元、保证+质押借款 14.41 亿元、保证+抵押借款 9.32 亿元。同期末，公司应付债券大幅下降，主要系将一年内到期部分转入一年内到期的非流动负债科目所致。2021 年末，公司应付债券包括“16 德兴城经债/PR 德投债”、“20 德兴 02”、“20 德兴债/20 德兴债”、“21 德兴债/21 德兴债”、“21 德兴 03”。2021 年末，公司长期应付款有所增长，主要为基金投入款（12.89 亿元）、专项借款（8.39 亿元）、融资租赁款（14.39 亿元）及政府债券置换资金（0.85 亿元）。

截至 2021 年末，公司全部债务规模大幅增长，构成以长期有息债务为主。2021 年末，公司短期有息债务大幅增长，占全部债务的比重为 21.26%，包括短期借款 3.68 亿元和一年内到期的非流动负债 25.68 亿元，面临较大的短期偿付压力。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率有所上升，债务率水平有所提高。预计随着项目建设的不断推进，公司债务及债务率水平或将进一步增长。

⁵ 公司其他应付款不含应付利息和应付股利。

图表 12 公司全部债务及负债率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
全部债务	79.88	117.83	147.45
长期有息债务	69.29	102.23	116.11
短期有息债务	10.59	15.60	31.35
资产负债率	36.79	42.89	46.23
全部债务资本化比率	32.32	40.71	43.60

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

截至 2021 年末, 公司对外担保金额为 0.80 亿元, 担保比率为 0.42%, 均为子公司铜都担保的担保业务所产生。铜都担保担保对象较为分散, 担保金额在 200 万~500 万之间。但因德兴市福瑞兴珠宝有限公司和江西源森油茶科技股份有限公司逾期未还德兴市民间借贷规范管理服务服务中心有限公司的借款, 铜都担保被诉至法院, 尚未判决。

盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入大幅增长, 但利润总额有所下降, 主要收益率指标处于较低水平, 盈利能力依然较弱

跟踪期内, 公司营业收入大幅增长, 主要系商品销售业务收入增加所致; 期间费用有所增长, 仍主要为管理费用; 营业利润率大幅下降, 主要系商品销售业务亏损所致。2021 年, 公司利润总额有所下降, 对财政补贴依赖程度大幅提高。同期, 公司主要收益率指标处于较低水平, 公司盈利能力依然较弱。

图表 13 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	15.24	29.74	61.63
营业利润率	25.29	10.02	-0.94
期间费用	0.46	0.86	1.32
利润总额	3.75	3.26	2.33
其中: 财政补贴	0.30	1.02	4.55
财政补贴/利润总额	7.99	31.28	194.90
总资本收益率	1.17	0.86	0.72
净资产收益率	1.64	1.33	1.19

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

现金流

跟踪期内, 公司经营活动和投资活动现金流均为净流出, 资金来源对筹资活动依赖仍较大

2021 年, 公司经营活动现金流入规模大幅增长, 主要为公司收到的往来款、主营业务回款和财政补贴等形成的现金流入; 受大宗商品销售业务资金流入规模较大影响, 公司现金收入比率大幅提高; 经营活动现金流出规模大幅增长, 主要为公司项目建设成本和购买商品所形成的现金流出; 经营活动净现金流为仍为净流出状态。

图表 14 公司主要现金流数据及指标情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

2021年, 公司投资活动现金流入规模较小; 投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产及支付融资租赁款形成的现金流出; 公司投资活动净现金流转为净流出。

2021年, 公司筹资活动现金流入主要系取得借款、发行债券、收到财政资金等形成的现金流入; 筹资活动现金流出为偿还债务本息、支付保证金形成的现金流出; 筹资活动净现金流仍为净流入。

2021年, 公司现金及现金等价物净增加额转为净流出, 现金流状况欠佳。总体来看, 公司经营和投资活动净现金流为净流出, 资金来源对筹资活动依赖仍较大。

偿债能力

跟踪期内, 作为德兴市最重要的基础设施建设主体, 公司业务仍具有很强的区域专营性, 继续获得股东及相关各方的大力支持, 偿债能力仍很强

跟踪期内, 公司流动比率、速动比率和现金比率均有所下降, 且公司流动资产中变现能力较弱的存货及应收类款项等占比依然较高, 流动资产及现金类资产对流动负债的保障程度一般。此外, 2021年末, 随着短期债务快速增长, 公司货币资金对短期有息债务不能形成有效覆盖。

图表 15 公司偿债能力指标情况 (单位: %)

指标名称	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)
流动比率	666.53	750.68	499.36
速动比率	374.99	393.95	258.75
现金比率	70.22	84.44	40.91
货币资金/短期有息债务(倍)	1.62	1.40	0.59
经营现金流流动负债比率	-45.66	-98.76	-39.23
长期债务资本化比率	29.29	37.33	37.83
EBITDA 利息倍数(倍)	4.03	0.77	0.71
全部债务/EBITDA(倍)	18.84	32.18	50.39

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

从长期偿债能力来看, 跟踪期内, 公司长期债务资本化比率有所提高; EBITDA 对全部债务和利息的覆盖能力有所下降。同时, 公司经营活动现金流保持净流出, 对全部债务的保障程度较弱。

截至 2021 年末，公司全部债务为 147.45 亿元。根据公司提供的债务期限结构，2022 年~2024 年到期债务规模分别为 42.35 亿元⁶、25.48 亿元和 24.37 亿元，2022 年公司需要偿还的债务本金规模较大，面临较大的短期兑付压力，公司拟通过发行债券、新增银行借款、借款续贷、加快应收账款回款等方式筹措偿债资金。

银行授信方面，截至 2021 年末，公司共获得银行授信额度 123.75 亿元，已使用 87.37 亿元，尚未使用的额度为 36.38 亿元。公司融资渠道较为通畅，为到期债务偿付提供了良好的支撑。

考虑到公司是德兴市最重要的基础设施建设主体，在资产划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持，综合偿债能力仍很强。

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报告（自主查询版），截至 2022 年 5 月 12 日，公司本部未结清贷款中无不良类和关注类信息记录，已结清贷款中有 6 笔关注类信息记录⁷。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券已按期支付到期本息。

抗风险能力

基于对上饶市及德兴市的地区经济和财政实力、股东及相关各方对公司各项支持以及公司专营地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力仍很强。

增信措施

上饶投控的综合财务实力极强，为“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上饶投控”）是经江西省上饶市人民政府批准，由上饶市国有资产监督管理委员会（以下简称“上饶市国资委”）作为出资人，于 2015 年 6 月成立的国有独资企业，初始注册资本为 13.80 亿元。历经数次股权变更及增资，截至 2022 年 3 月末，上饶投控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）⁸分别持有上饶投控 97.71%和 2.29%的股权，上饶市人民政府为其实际控制人。

上饶投控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。随着业务的多元化开展，上饶投控营业收入快速增长且主要来自工程建设和数字金融板块，毛利润保持增长，综合毛利率有所波动。2019 年~2021 年以及 2022 年 1~3 月，上饶投控营业收入分别为 105.36 亿元、140.57

⁶ 因部分长期借款未重分类至一年内到期的非流动负债，故截至 2021 年末公司实际应于 2022 年到期债务与按审计报告计算的短期有息债务存在差异。

⁷ 根据中国工商银行股份有限公司德兴支行出具的说明，公司在该银行的 3 笔贷款办理展期之后，按照银行贷款管理要求自动划分为关注类贷款管理，上述贷款已按期归还，无不良信用记录。根据国家开发银行江西省分行出具的说明，公司在该银行的 3 笔贷款因采用应收账款质押担保方式，按照该银行的资产质量分类标准分类为关注类，公司在该银行还本付息正常，未发生本息拖欠现象。

⁸ 该笔投资实际为明股实债，即上饶投控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，上饶投控应在受让日 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上饶投控的自有资金等。上饶投控应按照 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，上饶投控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”。

亿元、158.76和33.97亿元，毛利率分别为12.90%、10.01%、10.52%和10.94%。

上饶投控在增资、资产划拨、财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持。增资方面，截至2022年3月末，上饶投控实收资本由成立之初的13.80亿元增加至104.59亿元，资本实力不断增强。资产划拨方面，自成立以来，上饶投控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，以及上饶市城市建设投资开发有限公司、上饶市国有资产经营集团有限公司、上饶市水业集团有限责任公司、上饶市文化旅游产业发展集团有限责任公司等四家企业100%的股权等资产。上述资产的划拨，助力上饶投控打造工程建设、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，上饶投控分别获得财政补贴7.45亿元、10.43亿元和12.12亿元。

近年来，上饶投控资产总额增长较快，资本实力不断增强。2022年3月末，上饶投控资产总额由2019年末的2335.42亿元快速增至2847.25亿元，其中流动资产占比较高。得益于股东及相关各方多次划拨资产，上饶投控形成了较大规模的所有者权益，2022年3月末所有者权益为1257.58亿元。近年来上饶投控负债总额快速增长，全部债务大幅增长，债务率处中等水平。2022年3月末，负债总额为1589.67亿元，结构以非流动负债为主。2021年末，上饶投控全部债务为1326.35亿元，其中短期有息债务占比约为29%；资产负债率及全部债务资本化比率分别为55.36%和51.40%。

偿债能力方面，2022年3月末，上饶投控流动比率为235.78%，速动比率为138.47%，均处于较高水平；现金比率为29.48%，上饶投控货币资金对短期有息债务的保障程度较弱。同时，上饶投控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。从债务期限结构来看，截至2021年末，上饶投控将于2022年偿还债务本金386.40亿元，面临较大的短期偿债压力。上饶投控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。

东方金诚认为，上饶市经济发展速度较快，工业经济实力在光伏、新能源和有色金属等产业的驱动下得以提升，第三产业发展迅速，综合经济实力很强；上饶投控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；上饶投控作为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股东及相关各方的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，上饶投控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；上饶投控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；上饶投控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，东方金诚评定上饶投控主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。上饶投控为“20德兴债/20德兴债”和“21德兴债/21德兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

结论

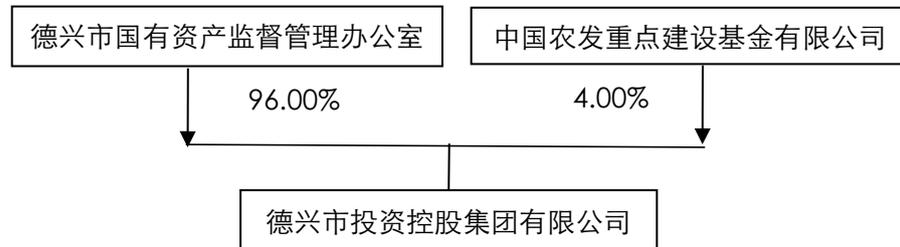
东方金诚认为，跟踪期内，上饶市经济保持增长，其下辖的德兴市地区经济保持增长，主导产业对工业经济仍具有较强的支撑作用，经济实力依然较强；公司继续负责德兴市范围内的基础设施和保障房建设等业务，仍具有很强的区域专营性；作为德兴市最重要的基础设施建设主体，公司在资产划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持；上饶投控的综合财务实力极强，为“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司在建和拟建项目投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比依然较高，资产流动性仍较弱；公司全部债务大幅增长，债务率水平有所提高，且短期有息债务规模较大，面临较大的短期偿付压力；公司经营活动和投资活动现金流均为净流出，资金来源对筹资活动依赖仍较大。

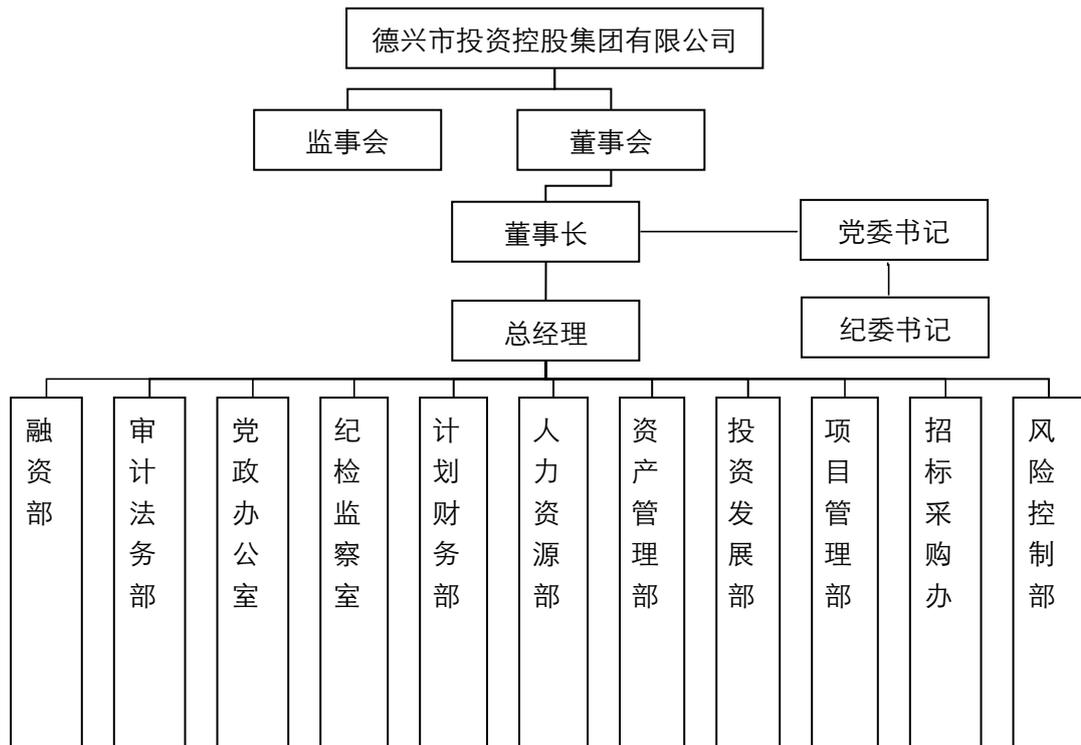
综上所述，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”到期不能偿还的风险依然极低。

附件一：截至 2021 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)
主要财务数据(单位:亿元)			
资产总额	264.60	300.52	354.80
其中: 存货	71.22	92.06	109.09
长期股权投资	69.54	69.29	69.37
其他应收款	46.84	53.92	63.44
货币资金	17.15	21.79	18.55
应收账款	23.33	21.58	22.62
负债总额	97.34	128.88	164.02
其中: 长期借款	32.42	45.45	63.43
应付债券	13.60	30.40	19.96
长期应付款	26.88	27.23	33.57
一年内到期的非流动负债	9.59	10.50	25.68
全部债务	79.88	117.83	147.45
其中: 短期有息债务	10.59	15.60	31.35
所有者权益	167.26	171.64	190.78
营业收入	15.24	29.74	61.63
利润总额	3.75	3.26	2.33
经营活动产生的现金流量净额	-11.15	-25.49	-17.78
投资活动产生的现金流量净额	-5.21	3.83	-4.99
筹资活动产生的现金流量净额	17.76	25.35	17.10
主要财务指标			
营业利润率(%)	25.29	10.02	-0.94
总资本收益率(%)	1.17	0.86	0.72
净资产收益率(%)	1.64	1.33	1.19
现金收入比率(%)	66.91	117.21	220.36
资产负债率(%)	36.79	42.89	46.23
长期债务资本化比率(%)	29.29	37.33	37.83
全部债务资本化比率(%)	32.32	40.71	43.60
流动比率(%)	666.53	750.68	499.36
速动比率(%)	374.99	393.95	258.75
现金比率(%)	70.22	84.44	40.91
经营现金流动负债比率(%)	-45.66	-98.76	-39.23
EBITDA 利息倍数(倍)	4.03	0.77	0.71
全部债务/EBITDA(倍)	18.84	32.18	50.39

注: 其他应收款不含应收利息和应收股利, 其他应付款不含应付利息和应付股利。

附件三：担保方上饶投控主要财务数据和指标

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	-

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

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

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

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	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。