



上饶市国有资产经营集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0521 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 16 日

本次跟踪发行人及评级结果	上饶市国有资产经营集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	上饶投资控股集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 上饶国资 MTN001”、“22 上饶国资专项债 01/22 饶资 01”	AA+

评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，“20 上饶国资 MTN001”债项级别充分考虑了上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上饶投控”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为上饶市经济财政实力在江西省处中上游水平，潜在支持能力强；上饶市国有资产经营集团有限公司（以下简称“上饶国资”或“公司”）是上饶市重要的国有资产管理 and 投融资平台，与上饶市政府关联度很高，具有重要地位。同时，中诚信国际关注到跟踪期内公司控股股东发生变更、面临较大的资本支出压力且业务回款较为滞后、面临较大的短期债务偿付压力及一定的或有负债风险、以及担保方短期偿债压力较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。</p>
评级展望	<p>中诚信国际认为，上饶市国有资产经营集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。</p>
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：上饶市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。</p> <p>可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。</p>

正面

- **区域经济实力持续提升。**上饶市的经济财政实力在江西省位列中上游，跟踪期内经济实力持续提升，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司地位重要，且持续获得有力的外部支持。**公司作为上饶市重要的国有资产管理 and 投融资平台，仍具有重要地位，且在股权划转、资金及资产注入和财政补贴等方面持续获得政府大力支持，2022年公司获得政府补助0.98亿元，并获得政府无偿划拨的上饶市同心景苑公共租赁住房有限公司100%股权。
- “20 上饶国资 MTN001”由上饶投控提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，该担保措施对债券的还本付息起到了很强的保障作用。

关注

- **跟踪期内公司控股股东发生变更。**跟踪期内，公司控股股东由上饶投控变更为上饶市国有资产发展集团有限公司（以下简称“上饶国发”），变为上饶投控二级子公司，后续需关注控股股东变更后对公司的职能定位及支持情况可能发生的变化及对公司未来经营和整体信用状况的影响。
- **面临较大的资本支出压力，业务回款较为滞后。**截至2022年末，公司在建及拟建项目待规模较大，存在较大的资本支出压力，且工程建设业务和土地开发业务的回款较为滞后，亦需关注未来业务回款进度。
- **面临较大的短期偿债压力以及一定的或有负债风险。**截至2023年3月末，公司短期债务规模为63.49亿元，其占总债务的比重为35.50%，且非受限货币资金仍无法对短期债务形成有效覆盖，公司面临较大的短期债务偿付压力；同期末公司担保业务担保余额为65.90亿元，共有7笔已出现逾期尚未代偿的担保贷款，合计金额为0.33亿元，公司担保业务面临一定或有负债风险。
- **担保方短期偿债压力较大。**上饶投控业务和债务规模持续扩张，财务杠杆率逐年攀升，跟踪期内债务短期化趋势明显，非标融资金额有所抬升，可动用账面资金持续缩减，面临较大的短期偿债压力。

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn
项目组成员：张 悦 yzhang03@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(027)87339288

财务概况

上饶国资（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	325.01	384.95	416.98	413.43
经调整的所有者权益合计（亿元）	142.55	164.17	167.54	167.49
负债合计（亿元）	182.45	220.78	249.44	245.94
总债务（亿元）	153.39	167.06	182.77	178.85
营业总收入（亿元）	12.45	15.07	23.37	2.37
经营性业务利润（亿元）	3.87	3.75	2.97	-0.05
净利润（亿元）	4.58	4.39	2.85	-0.05
EBITDA（亿元）	6.34	5.74	4.93	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	8.24	8.01	-5.26	22.33
总资本化比率(%)	51.83	50.44	52.17	51.64
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.78	0.64	0.55	--

注：1、中诚信国际根据提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；3、为反映公司债务情况，将各期长期应付款中带息部分计入长期债务，因其他应付款中带息债务实际到期时间超过一年，故将其中带息债务调整至长期债务，其他流动负债中带息部分计入短期债务核算；4、公司未提供 2023 年一季度财务报表现金流量表补充资料及利息支出相关数据，故相关指标失效；5、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比。

担保主体概况数据

上饶投控（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	2,675.86	2,809.74	3,013.22	3,047.56
经调整的所有者权益合计（亿元）	1,207.66	1,214.31	1,224.80	1,226.57
总负债（亿元）	1,378.41	1,555.44	1,757.43	1,794.01
总债务（亿元）	1,296.07	1,398.12	1,523.52	1,540.67
营业总收入（亿元）	140.57	158.76	160.28	39.91
经营性业务利润（亿元）	7.35	8.62	9.34	0.38
净利润（亿元）	12.27	10.15	12.19	0.56
EBITDA（亿元）	34.88	40.65	34.90	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.32	0.68	1.81	4.52
总资本化比率(%)	51.77	53.52	55.43	55.68
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.63	0.73	0.59	--

注：1、中诚信国际根据上饶投控提供的其经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、其他流动负债中的带息债务计入短期债务，长期应付款、实收资本、资本公积、其他权益工具中的有息债务计入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比。

评级历史关键信息

上饶市国有资产经营集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	22 上饶国资专项债 01/22 饶资 01 (AA+)	2022/06/23	方华东、黄伟、夏雪、张悦	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 上饶国资 MTN001 (AA+)	2022/06/23	方华东、黄伟、夏雪、张悦	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	22 上饶国资专项债 01/22 饶资 01 (AA+)	2022/01/07	方华东、张悦	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 上饶国资 MTN001 (AA+)	2020/1/20	方华东、王少强、桂兰杰	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	上饶国资	宜春发投	株洲城建
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	上饶市	宜春市	株洲市
GDP（亿元）	3,309.70	3,473.12	3,616.80
一般公共预算收入（亿元）	250.86	277.48	190.88
经调整的所有者权益合计（亿元）*	164.17	707.64	448.36
总资本化比率（%）*	50.44	52.88	59.70
EBITDA 利息保障倍数（X）*	0.64	0.59	0.44

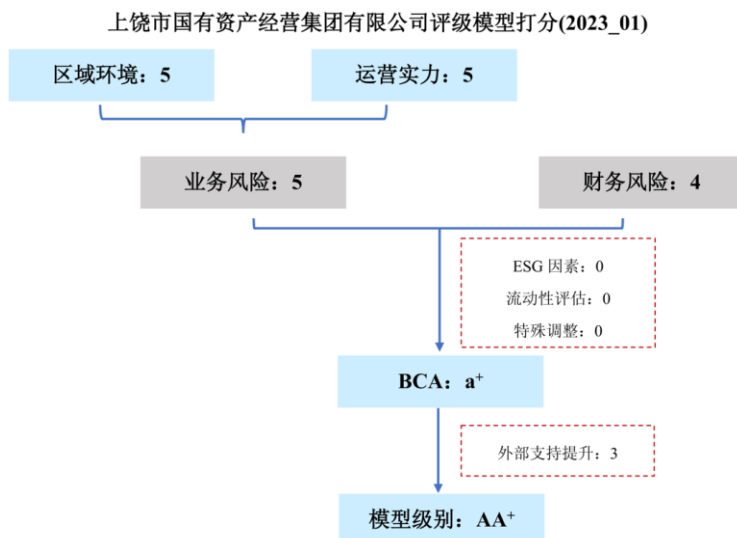
注：1、宜春发投系“宜春发展投资集团有限公司”的简称；株洲城建系“株洲市城市建设发展集团有限公司”的简称；2、以上 GDP、一般公共预算收入为 2022 年数据，标*数据为 2021 年末数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
20 上饶国资 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/23	10.00	10.00	2020/04/03~ 2025/04/03	--
22 上饶国资专项 债 01/22 饶资 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/23	5.00	5.00	2022/01/27~ 2029/01/27	设置本金提前偿付条款，债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末，分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，上饶国资主要从事上饶市土地开发整理、基础设施建设及国有资产运营管理工作，同时还开展房地产销售、担保业务以及钢材销售业务等，具有一定的业务多样性，业务竞争力一般。跟踪期内，公司仍保持较大规模的在建及拟建项目储备，具备很强的业务稳定性和持续性，但面临较大的资本支出压力。此外，公司担保业务规模较大，面临一定的代偿风险。公司投资性房地产规模较大，能够带来较为稳定的租金收入，但资产中存货和应收类款项占比较高，存货中工程项目支出回收周期长，且应收类款项的回收情况尚需关注，资产质量一般。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，跟踪期内，上饶国资所有者权益持续增长，资本实力不断增强；但 EBITDA 利息保障倍数仍处于较低水平，且上饶国资债务规模持续增长，财务杠杆持续攀升，且短期债务占比持续提高，资本结构有待优化。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对上饶国资个体基础信用等级无影响，上饶国资具有 a⁺ 的个体基础信用等级，反映了其业务风险处于较低水平，财务风险处于中等水平。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，上饶市政府支持能力强，上饶市政府对公司支持意愿较强，主要体现在上饶市的区域经济财政实力较强，具有一定的增长能力；上饶国资作为上饶市重要的国有资产管理和基础设施投融资平台，持续获得政府在资本注入、财政补贴等方面的大力支持，具备较高的重要性及与很高的政府关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“22 上饶国资专项债 01/22 饶资 01”募集资金为 5 亿元，募集资金用途为 2.50 亿元用于上饶中心城区地下智能化停车场建设项目，2.50 亿元用于补充公司营运资金。截至 2023 年 3 月末，“22 上饶国资专项债 01/22 饶资 01”募集资金已使用完毕，未变更募集资金用途；该募投项目计划总投资 17.15 亿元，已投资约 12 亿元，计划 2023 年末完成主体工程及附属工程。

近期关注

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

区域环境

上饶市是江西省地级市，位于江西东北部，与长三角经济区、海西经济区、皖江城市带经济区、

鄱阳湖生态经济区“四区”交汇，长江中游城市群重要城市之一；总面积 22,800 平方公里，下辖 3 个市辖区、8 个县，代管 1 个县级市。交通方面，上饶市拥有以高速铁路、高速公路、三清山机场、宁波上饶无水港、福州港上饶码头为基本构架的海陆空综合立体交通网络。截至 2022 年末，上饶市常住人口 643.53 万人。

上饶市着力打造发展对接长三角一体化发展先行区，充分发挥高铁十字交汇优势，加快高铁经济试验区建设，谋划建设好赣浙边际合作示范区，经济发展潜力巨大。2022 年，上饶市实现地区生产总值 3,309.70 亿元，同比增长 5.10%，经济体量在江西省排名第五，和宜春市相差不大，经济增速有所回落；同年，上饶市人均 GDP 5.14 万元，人均 GDP 水平偏低。

表 1：2022 年江西省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
江西全省	32,074.70	-	7.08	-	2,948.30	-
南昌市	7,203.50	1	11.02	1	457.68	1
赣州市	4,523.63	2	5.03	11	305.80	2
九江市	4,026.60	3	8.83	4	303.40	3
宜春市	3,473.12	4	6.99	6	277.48	4
上饶市	3,309.70	5	5.14	10	250.86	5
吉安市	2,750.33	6	6.22	8	190.87	6
抚州市	1,945.62	7	5.44	9	137.20	7
新余市	1,252.15	8	10.41	3	88.94	11
鹰潭市	1,237.55	9	10.71	2	100.28	9
景德镇市	1,192.19	10	7.35	5	94.00	10
萍乡市	1,160.33	11	6.41	7	107.11	8

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2022 年上饶市一般公共预算收入持续增长，税收收入占比基本稳定，但是公共财政平衡率较低；政府性基金收入是上饶市地方政府财力的重要组成部分，但受市场行情影响，2022 年土地出让收入持续下滑。同期上饶市一般公共预算收入同比增长 6.3%，剔除增值税留抵退税影响，同口径增长 10.4%；但上饶市政府性基金收入下降较多，同比减少 23.8%，财政综合实力有所减弱。此外，上饶市地方政府债务规模上升较快，债务率扩张较快，考虑到地方国有企业债务情况，上饶市的整体债务压力较大。再融资环境方面，上饶市广义债务率处于全省较高水平，区内城投企业的融资主要依赖银行、直融和非标等渠道，债券净融资额仍呈现净流入趋势，但净融资额同比下降，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境一般。

表 2：近年来上饶市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	2,624.34	3,043.49	3,309.70
GDP 增速（%）	4.10	9.00	5.10
人均 GDP（万元）	4.04	4.71	5.14
固定资产投资增速（%）	9.30	11.30	8.60
一般公共预算收入（亿元）	227.00	236.03	250.86
政府性基金收入（亿元）	439.28	366.40	279.20
税收收入占比（%）	66.77	68.13	67.29
公共财政平衡率（%）	30.28	31.38	31.60
地方政府债务	689.85	869.16	1,118.19

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：上饶市人民政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，上饶国资作为上饶市重要的国有资产管理 and 投融资平台，承担了土地开发整理、基础设施建设、国有资产管理等任务，业务竞争力一般，同时公司还开展房地产销售、担保业务以及钢材销售业务等，各业务运营模式相对稳定，且多元化业务板块一定程度上增加了公司抗风险能力；另外，公司在建及拟建项目投资规模较大，项目量较充足，且每年均有一定规模的项目投资支出，整体来看公司业务稳定性和可持续性很强，业务风险处于较低水平。

值得注意的是，跟踪期内，公司控股股东由上饶投控变更为上饶国发，公司变为上饶投控二级子公司，后续需关注控股股东变更后对公司的职能定位及支持情况可能发生的变化，以及对公司未来经营和整体信用状况的影响。公司在建及拟建工程建设项目和房地产开发项目规模较大，存在较大的资本支出压力，且自建自营项目后续资金平衡情况值得关注；另外公司担保业务规模较大，担保对象主要为上饶市中小企业，且已出现逾期尚未代偿的担保贷款，公司面临一定代偿风险。

表 3：公司 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设业务	1.50	12.01	13.04	2.25	14.90	13.04	4.96	21.24	11.29	0.00	0.00	--
土地开发业务	1.15	9.24	13.04	1.76	11.65	13.04	4.24	18.14	10.43	1.06	44.77	10.43
房地产销售业务	3.43	27.57	14.64	4.51	29.93	17.99	6.98	29.87	14.12	0.00	0.00	--
租赁业务	1.24	9.92	106.07	1.53	10.16	91.67	1.71	7.33	91.11	0.24	10.15	76.12
担保业务	0.06	0.49	99.81	0.10	0.64	92.67	0.47	2.00	76.01	0.15	6.15	55.41
航空业务	1.38	11.07	-30.14	1.35	8.99	-36.69	1.43	6.11	-30.33	0.36	15.09	-30.33
其他业务	3.70	29.70	46.83	3.58	23.73	53.19	3.58	15.31	31.25	0.56	23.84	42.86
营业收入/营业毛利率	12.45	100.00	28.39	15.07	100.00	28.08	23.37	100.00	19.63	2.37	100.00	21.45

注：其他业务主要为钢材销售业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设业务

公司作为上饶市重要的基础设施建设投资建设主体之一，承接了大量基础设施建设任务，项目量较为充足，在建及拟建项目投资规模较大，但同时也面临较大的资本支出压力，且代建项目仅实现少量回款，回款较为滞后，后续代建项目回款情况及自建自营项目资金平衡情况亦需持续关注。

公司工程建设业务主要由公司本部及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“铁投公司”）、上饶市高铁农都投资有限公司（以下简称“高铁农都”）等承担，业务模式分为委托代建、PPP 模式和自建自营。

委托代建模式下，中心区基建公司与上饶市财政局签订了《委托代建协议》。根据协议，上饶市财政局作为项目业主，公司本部或中心区基建公司作为项目代建人。业主负责将已拆迁完毕无纠纷的土地交代建人施工，对代建项目具有完全的、充分的投资决策权及项目运作方式支配权。代建人负责按照工程建设的标准，完成项目的建设。代建费总额为建设成本加一定比例投资回报。公司项目建设成本列入“在建工程”科目；项目竣工、验收并移交后，公司将项目代建费

确认为当期的营业收入，同时业主对代建费总额进行支付。另外，公司本部及子公司铁投公司、高铁农都与上饶陆港物流园投资发展有限公司、上饶市饶东现代产业发展有限公司签订的《委托代建协议书》，上饶陆港物流园投资发展有限公司、上饶市饶东现代产业发展有限公司根据公司本部和子公司在项目建设中支付的费用并加计委托建设管理费，于每个会计年度末按实际工程投资支付进度与本部和子公司进行结算。

公司采用 PPP 模式建设的项目主要为上饶经济技术开发区标准厂房项目和上饶市大数据云中心项目，均已纳入财政部 PPP 项目管理库，分别由子公司上饶市安信发展有限公司和上饶市大数据产业投资发展有限公司以社会资本方的身份参与 PPP 项目并负责项目的投融资、建设和运营等，待运营期结束后将项目无偿移交给政府。按照 PPP 协议中回报机制的要求，公司可获得项目运营的全部收入和约定的可行性缺口补助；该两项目合作期分别为 25 年和 20 年，目前均处于建设期，预计将于 2024 年进入运营期。

此外，公司还有部分项目采用自建自营模式，即前期自筹资金建设，项目建成后，拟采用标准化厂房、办公及服务用房或租或售的方式实现资金平衡。

从业务开展情况来看，公司在建项目量较为充足，以续建项目为主，2022 年以来无新开工项目，截至 2022 年末公司代建项目已回款金额为 0.80 亿元，回款较为滞后；同期末公司拟建项目计划总投资 21.83 亿元，未来仍将根据市政府规划继续承接新项目，整体来看公司项目资源充足，业务可持续性很强，但同时也面临较大的资本支出压力，自建自营项目后续资金平衡情况以及代建项目回款情况亦需持续关注。

表 4：截至 2022 年末公司主要在建工程建设项目情况（亿元）

项目名称	业务模式	总投资	已投资	投资计划		
				2023	2024	2025
上饶市老年人综合体活动中心	委托代建	2.99	4.10	--	--	--
中心区中轴线绿化景观项目	委托代建	0.18	0.22	--	--	--
上饶西货站一期	委托代建	10.74	6.17	1.89	1.41	1.27
上饶国际物流园	委托代建	25.20	21.33	1.60	1.20	1.07
华为上饶云数据中心	委托代建	5.49	5.59	--	--	--
创新创业中心项目	委托代建	3.80	2.06	0.90	0.84	--
中科数创园	委托代建	5.20	4.47	0.73	--	--
上饶动车组存车场	委托代建	3.00	2.56	0.13	0.13	0.13
农都花博园	委托代建	4.19	3.95	0.14	0.10	--
高铁农都一期	委托代建	2.70	2.23	0.20	0.27	--
马尾湖酒店	委托代建	0.08	0.02	0.02	0.20	0.20
国药集团电子物流项目	委托代建	0.36	0.16	0.10	0.10	--
行政中心区块立体综合利用项目	自建自营	3.89	1.84	1.59	0.46	--
上饶呼叫中心运营中心（新建）项目	自建自营	8.47	4.37	1.21	1.33	1.56
滴滴上饶总部大楼建设项目	自建自营	6.16	2.64	1.19	1.08	1.25
上饶呼叫中心人才小区建设项目	自建自营	7.58	1.38	1.66	1.23	3.31
物流仓储分拨中心	自建自营	4.68	3.65	0.60	0.43	--
上饶经济技术开发区标准厂房	PPP	33.28	10.74	3.00	4.00	5.00
上饶市大数据云中心项目	PPP	13.41	6.97	1.00	0.50	0.50
合计		141.4	84.45	15.96	13.28	14.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末公司主要拟建工程建设项目情况（亿元）

项目	总投资	业务模式
高铁小学	2.45	委托代建
带湖阳光城周边市政道路	1.29	委托代建
上饶国际综合物流园流通二路	1.05	委托代建
公路港周边道路工程	0.85	委托代建
大宗商品物流集散中心及配套基础设施建设项目	7.31	自建自营
上饶国际陆港安物产业园及配套基础设施建设项目	8.88	自建自营
合计	21.83	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地开发业务

跟踪期内公司土地开发收入大幅增长，但该业务收入受政府政策规划影响波动较大，业务持续性较弱，土地开发项目应收款项根据政府每年财务预算还款安排逐年收回，回款有一定滞后性。

公司土地开发业务由子公司上饶市保障性住房投资建设有限公司（以下简称“房投公司”）、中心区基建公司和铁投公司负责，房投公司与上饶市土地储备中心（以下简称“上饶土储中心”）签订了《土地一级开发委托框架协议》。根据协议，公司对上饶市城乡规划范围内的土地进行整理，内容包括建筑物拆迁、对被拆迁人进行补偿、土地平整、配套基础设施建设等；收入由直接成本（包括征迁补偿费用、土地整理交付费用等）、间接成本（包括财务费用、管理费用等）和委托开发收益构成，其中委托开发收益根据所开发区块的开发程度由双方具体确认计算标准，在每年年末由上饶市财政局出具相关文件确认该部分土地整理项目收入，将土地整理总费用支付给公司。2020 年子公司铁投公司与上饶陆港物流园投资发展有限公司签订了《土地整理项目合作协议书》，受其委托对上饶国际物流园区域的土地进行整理，每年整理收入亦由直接成本、间接成本和土地开发收益构成。

表 6：2020-2022 年公司土地开发情况

项目名称	2020	2021	2022
土地开发面积（亩）	217.39	329.78	787.74
土地开发总收入（万元）	11,500.00	17,559.22	42,392.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从业务开展情况来看，跟踪期内随着公司土地开发面积的增长，土地开发收入亦大幅上升，截至 2022 年末已累计确认收入 27.36 亿元，累计已回款 14.13 亿元。截至 2022 年末，公司在建及拟建的土地开发项目涉及土地面积合计 2,238.60 亩，总投资 11.10 亿元，已投资 6.32 亿元。公司土地开发业务尚需投资规模不大，但收入受政府政策规划影响波动较大，业务持续性较弱。土地开发项目应收款项根据政府每年财务预算还款安排逐年收回，回款有一定滞后性。

保障房建设及商品房开发

跟踪期内公司房地产销售收入持续增长，保障房项目建设已接近完工，商品房在建项目规模较大，公司仍面临一定的资本支出压力；公司待售房地产项目规模较大，需关注房地产市场行情对公司房地产项目去化能力的影响。

公司房地产业务主要由子公司房投公司和上饶市安厦房地产开发有限公司（以下简称“安厦房

产”）经营，包括保障房建设销售和住宅商品房开发。

保障房建设销售业务由上饶市政府根据总体规划牵头立项，土地通过划拨或招拍挂的流程取得，并按规划进行保障房建设，建设资金由公司筹集，待项目达到预售条件后，对选择回迁的拆迁居民以指导价格进行销售，实现收入，政府不承担回购责任。由于保障房销售价格低于市场价格，为平衡项目建设资金，公司通过楼盘中的商品房及商业配套部分的销售收入作为补偿，商品房部分按照市场化运营模式。公司在建保障房项目中，上饶市茶圣中路棚户区改造（茶圣花园）项目（以下简称“茶圣项目”）、上饶市桐子坞安置小区建设项目（以下简称“桐子坞项目”）和上饶市奥体棚户区改造安置小区（凤山花园）项目（以下简称“奥体项目”）均包括保障房部分和商品房部分。从业务开展情况来看，公司保障房项目建设已接近完工，资金回笼较为及时，仍有一定规模保障房待售，需持续关注后续保障房销售及资金回笼情况。

表 7：截至 2022 年末公司在建保障房建设情况（亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	剩余可销售面积	已销售面积	确认销售收入	回笼资金
茶圣项目	9.86	7.72	6.59	11.55	3.27	3.46
桐子坞项目	12.53	15.28	2.43	7.26	0.74	0.81
奥体项目	5.31	6.82	2.77	9.56	0.64	0.70
合计	27.70	29.82	11.79	28.37	4.65	4.97

注：部分项目已投资金额超过计划总投资额，尚需投资额按 0 元计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司自营投资开发的商品房项目包括安厦带湖雅苑、安厦智谷雅苑和带湖阳光城三个项目，在建商品房项目投资规模较大，截至 2022 年末已投资 56.69 亿元，已回笼资金 14.79 亿元，同期末仍需投资 30 亿元以上，面临一定资本支出压力。项目去化方面，安厦带湖雅苑项目已建成部分销售及资金回笼情况良好，安厦智谷雅苑和带湖阳光城项目待售规模较大，其中带湖阳光城项目共有 5,260 套住房，有 80% 左右是定向销售给行政事业单位在编在岗职工，且有一定价格优惠，客户来源较有保障，但仍需关注房地产市场行情对公司房地产项目去化能力的影响。

表 8：截至 2022 年末公司在建商品房情况（亿元、万平方米）

项目名称	建设周期	总建筑面积	总投资	已投资	剩余可销售面积	已销售面积	确认销售收入	回笼资金
安厦带湖雅苑	2019~2022	20.85	11.23	8.34	0.77	13.05	7.35	8.01
安厦智谷雅苑	2019~2022	48.46	24.41	15.73	11.90	24.00	6.22	6.78
带湖阳光城	2021~2023	108.69	56.68	32.62	78.57	0.00	0.00	0.00
合计	-	178.00	92.32	56.69	91.24	37.05	13.57	14.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

租赁业务

公司作为上饶市重要的国有资产管理平台，对上饶市内国有的商铺、酒店、办公楼等经营性资产和公租房进行统一经营管理，租赁收入来源较为稳定，具有较好的可持续性。

上饶市政府将上饶市内国有的商铺、酒店、办公楼等经营性资产和公租房注入公司，授权公司从 2008 年 7 月 1 日起进行统一经营管理。租赁资产方面，截至 2022 年末，公司共持有房产 469 处，可出租面积 79.98 万平方米，出租率 94.40%。目前，公司持有的物业资产类型包括商铺、酒店、仓库、写字楼等业态。

公司通过公开招租来提高资产经营收益，持有的经营性物业大多位于上饶市中心城区，地理位置优越，出租对象主要以当地企事业单位及个体工商户为主，占比分别为 44.44%和 42.49%。租金定价方面，公司各类经营性资产的租金定价标准主要根据租约签订时市场同类资产出租均价制定，根据位置的不同有所差异。租期方面，目前公司签订的租赁合同租期 5~10 年不等，到期后公司根据经营情况决定是否和承租单位续约。结算方面，公司租金基本上采取季度结算的模式，于每季度末付清下一季度的租金。2022 年公司租赁收入稳步增长，该业务收入来源较为稳定，具有较好的可持续性。

担保业务

公司担保业务规模持续扩张，客户主要以制造业和服务业的中小企业为主，但受宏观经济的影响，中小企业抗风险能力下滑，公司面临一定代偿风险。

公司的担保业务由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”）经营，主要为上饶市的中小企业提供担保服务。截至 2023 年 3 月末，公司担保余额 65.90 亿元，客户主要以制造业和服务业的中小企业为主，担保额度大多在 500 万元以下。

为及时履行担保代偿责任，江西省融资担保集团有限责任公司（以下简称“省融担”）在中国建设银行江西省分行设立担保代偿补偿备付金账户，用于归集担保代偿补偿备付金及担保代偿补偿款项支付。截至 2023 年 3 月末，公司担保业务累计产生代偿 65 笔，应收代偿款为 1.16 亿元，其中有 34 笔代偿款共计 0.04 亿元是由省融担保付金进行代偿；同期末，公司担保业务共有 7 笔已出现逾期尚未代偿的担保贷款，合计金额为 0.33 亿元。富饶担保所有的担保贷款均要求借款人提供了风险缓释措施（如抵押、保证等反担保方式）。富饶担保正在采取积极的化解手段解决上述担保合同的逾期和代偿问题，相关业务均处于转化、诉讼、判决及执行阶段。除上述贷款外，富饶担保整体业务合同履行良好，暂没有出现其他的逾期业务。

总体上看，富饶担保的担保金额和担保客户在不断增长，但中诚信国际也注意到受宏观经济的影响，中小企业抗风险能力下滑，公司面临较大代偿风险。

表 9：2020~2022 年末及 2023 年 3 月末担保业务情况

项目	2020	2021	2022	2023.3
担保余额（亿元）	10.34	44.10	57.68	65.90
担保风险准备金（万元）	4,134.32	9,029.59	10,953.22	10,953.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

航空业务

公司航空运营业务经营平稳，但尚处于开拓航线阶段，高度依赖政府补贴。

2018 年，上饶市国资委将上饶三清山机场有限公司（以下简称“机场公司”）股权划拨至公司，公司新增航空运营业务。截至 2022 年末机场公司总资产 7.15 亿元，所有者权益 1.94 亿元。三清山机场于 2012 年开工建设，2014 年主体竣工，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，10,000 平方米航站楼。三清山机场目前尚处于开拓航线、带动当地旅游业发展阶段，客流量尚未稳定，因此机场公

司暂时依靠政府航线开拓部分的补贴进行资金运转。机场公司航空运营目前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，由于机场资产规模较大，折旧较多，因此该业务毛利率持续为负。

其他业务

公司其他业务主要为钢材销售业务，目前该业务主要围绕公司自身项目开展，后续需持续关注该业务的持续性。

公司其他业务主要为钢材销售业务，钢材销售业务由子公司上饶市奥德建设工程有限责任公司（以下简称“奥德建设”）负责，奥德建设根据客户的需求以市场价向供应商采购钢材，再销售给客户，完成货款交割。目前供应商主要包括上饶县雨石建材销售中心、上饶市嵘海新贸易有限公司和上饶市和福贸易有限公司等，客户主要包括江西新一建筑工程公司、泰宏建设发展有限公司和浙江鸿翔建设集团股份有限公司等。公司钢材销售业务能够为公司营业收入形成一定补充，但目前钢材销售业务主要围绕公司自身项目开展，后续需持续关注该业务的持续性。

财务风险

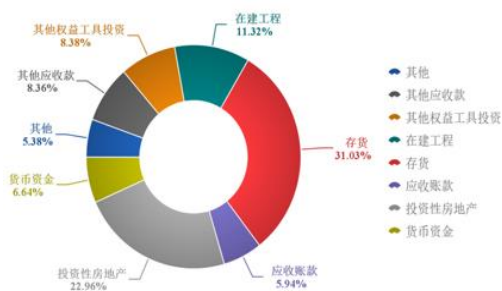
中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，跟踪期内公司所有者权益持续增长，资本实力稳步增强，且公司经营获现能力一般，EBITDA 及经营活动净现金流对利息的保障能力持续较弱；随着项目建设的逐步推进，公司债务规模增长较快，财务杠杆和短债占比亦持续攀升，公司面临较大的短债偿付压力。

资本实力与结构

公司的平台地位重要，跟踪期内资产规模保持增长，但资产收益性及流动性一般，存货及应收类款项规模较大，对资金形成较大占用，整体资产质量一般；跟踪期内公司债务规模持续扩张，财务杠杆和短债占比亦持续攀升，债务结构有待优化。

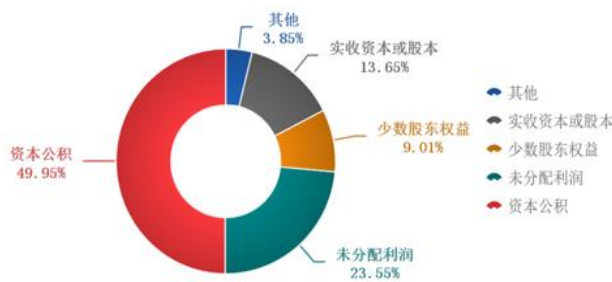
作为上饶市重要的国有资产管理 and 投融资平台，公司地位重要，随着基建项目、房地产项目和土地整理项目的逐步推进，并受益于政府在资产、资金注入方面的支持，2023 年 3 月末公司资产规模较 2022 年期初增长 7.40%。公司资产主要由业务开展过程中形成的存货、应收账款、其他应收款、投资性房地产、在建工程以及其他权益工具投资等构成，其中，2023 年 3 月末存货较 2022 年期初增长 17.75%，主要系棚改项目、土地整理及基建项目的合同履约成本增加所致；其他应收款主要为对上饶市滨江投资有限公司、上饶高铁经济试验区投资建设有限公司等国企的往来款，账龄主要为 1~2 年及 3 年以上；应收账款主要为项目建设过程中形成的往来款；在建工程主要为在建的园区项目，随着项目建设的持续推进 2023 年 3 月末亦有所增加；其他权益工具投资主要为公司于 2021 年收到的政府无偿划入的上饶市农垦产业投资发展有限责任公司（以下简称“上饶农垦产投公司”）15%股权；投资性房地产规模较为稳定，主要为用于出租的房屋建筑物，截至 2023 年 3 月末规模为 95.73 亿元，能够带来较为稳定的租金收入，资产收益性尚可。但公司资产中存货和应收类款项占比较高，存货中工程项目支出回收周期长，且应收类款项的回收情况尚需关注，资产流动性一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司总负债主要系有息债务，其占总负债的比例约 73%。跟踪期内公司债务规模持续上升，主要系随着土地整理、基建项目、保障房及商品房项目建设的持续推进，公司对外融资需求进一步提升所致。公司债务以银行借款、发行债券为主，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；公司债务以长期为主，但 2022 年短期债务占比大幅上升，主要系一年内到期的非流动负债规模大幅增加所致，公司债务期限结构有待优化。此外，公司存在较大规模的其他应付款，截至 2023 年 3 月末其他应付款为 46.87 亿元，较 2022 年期初增加 27.22%，主要为与上饶市国资企业之间的往来借款等，其中带息债务为 10.68 亿元，主要包括中心区基建公司向上饶投控的委托贷款，以及对江西省城镇开发投资有限公司的借款，该笔借款是由江西省城镇开发投资有限公司向国家开发银行借款后通过上饶市财政局统一转贷给公司子公司房投公司使用。受益于政府在资金及资产注入等方面的持续支持，跟踪期内公司资本公积小幅增长，主要为政府无偿划拨的上饶市同心景苑公共租赁住房有限公司 100% 股权，带动经调整的所有者权益¹增长。财务杠杆方面，随着公司债务规模持续扩张，财务杠杆亦持续攀升，随着项目建设和产业投资的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司财务杠杆率预计将继续上升。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	325.01	384.95	416.98	413.43
流动资产占比	56.32	53.67	54.34	53.33
非流动资产占比	43.68	46.33	45.66	46.67
经调整的所有者权益	142.55	164.17	167.54	167.49
资产负债率	56.14	57.35	59.82	59.49
总资本化比率	51.83	50.44	52.17	51.64

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量一般，2022 年收现比指标有所下滑，经营活动净现金流由上年的净流入转为净流出状态，经营获现能力表现一般，且自建自营项目建设投入加大了公司资金缺口，经营发展对外部融资存在较强依赖性。

跟踪期内，受益于土地开发规模增加、工程建设项目结算进度加快以及房地产项目陆续交付，公

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具，2020-2023 年 3 月末公司无调整项。

司营业收入快速增长，但由于工程建设业务和土地开发业务回款较为滞后，当期销售商品、提供劳务收到的现金规模无法与营业收入相匹配，收现比指标有所下滑，整体来看公司收入质量一般。

公司经营活动净现金流受项目建设收支以及其他与经营活动有关的现金收支影响较大，其中 2022 年经营活动净现金流由上年的净流入转为净流出状态，主要系公司支付其他公司往来款规模大幅增加所致，2023 年 1~3 月则呈大幅净流入状态，公司经营活动获现能力总体表现一般。

受自建自营项目建设持续推进影响，2022 年公司投资活动现金流呈现持续净流出状态，资金缺口在 9 亿元左右，根据公司对主营业务板块的投资计划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍为净流出态势。

整体来看，公司投资活动存在一定资金缺口，经营获现能力一般，加之债务偿还金额逐年增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求，公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口。总体来看，公司通过经营收入、外部债务融资等方式筹集的资金，基本可以覆盖资金缺口。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	8.24	8.01	-5.26	22.33
投资活动产生的现金流量净额	-6.79	-5.45	-9.37	-2.14
筹资活动产生的现金流量净额	16.32	-11.64	5.94	-27.66
现金及现金等价物净增加额	17.78	-9.07	-8.69	-7.47
收现比	0.81	1.19	0.67	0.83

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内公司债务规模持续扩张，且短期债务占比大幅上升，公司面临较大的短期债务偿付压力；同期公司 EBITDA 有所减少，EBITDA 及经营活动净现金流均无法对利息形成有效覆盖，整体保障能力有待提升。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，同时有少量非标借款，债务类型及渠道较多元；公司债务以长期为主，但 2022 年短期债务占比大幅上升，公司面临较大的短期债务偿付压力。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	融资余额	1 年以内到期	1~3 年到期	3 年以上到期
银行借款	71.46	23.46	23.42	24.58
债券融资	87.80	33.50	41.50	12.80
非标融资	6.00	6.00	0.00	0.00
应付票据及其他	13.59	11.61	1.08	0.90
合计	178.85	74.57	66.00	38.28

注：上表中 1 年以内到期的债券融资规模大于 2023 年 3 月末短期债务规模，主要系一年内到期的应付债券未在 2023 年一季度财务报表中体现。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年公司 EBITDA 有所减少，主要系当期收到的政府补助有所减少，且因当期房地产销售业务

主要为盈利性较低的安置房项目且该业务占比较高，使得利润总额有所下滑所致。受 EBITDA 下降的影响，2022 年 EBITDA 仍无法对利息形成有效覆盖；同时受经营活动净现金流为净流出影响，其对利息的保障能力仍较弱。

表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	153.39	167.06	182.77	178.85
短期债务占比	31.95	30.54	41.91	35.50
EBITDA	6.34	5.74	4.93	--
EBITDA 利息保障倍数	0.78	0.64	0.55	--
经营活动净现金流利息保障倍数	1.01	0.89	-0.59	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产规模为 31.51 亿元，占当期末总资产的 7.62%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保中子公司上饶市富饶担保有限责任公司担保业务形成的担保在保余额共 67.70 亿元，公司对上饶投资控股集团有限公司担保余额为 2.20 亿元，合计占净资产的比例为 41.73%，由于公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。此外，截至 2023 年 3 月末，公司无重大未决诉讼案件。

表 14：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

序号	担保方	被担保对象	担保金额
1	上饶市国有资产经营集团有限公司	上饶投资控股集团有限公司	22,000.00
2	上饶市富饶担保有限责任公司	江西省真牛食品有限公司等多家担保服务对象	676,953.13
合计			698,953.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司无未结清和无已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司仍作为上饶市重要的国有资产管理和投融资主体，且没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入将较以前基本稳定，盈利水平受财务费用增加的影响将有所下降。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 10~20 亿元，无股权类投资计划。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年预计新增权益类融资 2 亿元左右、债务类融资 70~100 亿元左右。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

预测

表 15: 公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	50.44	52.17	46.95~62.60
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.64	0.55	0.49~0.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较弱，预期未来一年流动性来源无法对流动性需求形成有效覆盖，短期内存在一定的流动性缺口。

2022 年公司经营活动净现金流呈小幅净流出状态，2023 年 1~3 月为大幅净流入状态，且截至 2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 19.67 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末，公司银行授信总额为 127.54 亿元，尚未使用授信额度为 29.91 亿元，备用流动性一般。此外，公司作为上饶市重要的国有资产管理和投融资主体，可持续获得政府的资金支持；目前公司在手债券批文有 18 亿元额度未使用，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于基础设施项目建设、自建自营项目建设及对外投资，资金需求约 10~20 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务为 63.49 亿元，此外 2022 年公司利息支出为 8.92 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性较弱，预期未来一年流动性来源无法对流动性需求形成有效覆盖，短期内存在一定的流动性缺口。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司目前在环境方面尚未受到监管严重处罚，且积极履行社会责任，治理结构、内控制度较为完善。

环境方面，公司在项目建设及土地开发过程中可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管严重处罚。

社会方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，体现了国企社会责任和担当，社会因素表现较好。

治理方面，上饶国资战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时，且近年来公司及内部员工未出现违法违规情况。公司根

³中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

据国家相关政策法规，并结合自身实际情况，建立了一系列较为完整、合理、有效的内部控制制度和组织架构。

外部支持

中诚信国际认为，上饶市政府支持能力强，主要体现在以下方面：

上饶市位于江西省东北部，是长江中游城市群重要城市之一，具备区位及交通优势，经济增速较快，近三年上饶市 GDP、一般公共预算收入在江西省 11 个地级市中排名第 5 位。同时，上饶市 2022 年末地方政府债务余额 1,118.19 亿元，且区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，上饶市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下方面：

- 1) 区域重要性较强：公司定位为上饶市重要的国有资产管理和投融资主体，与其他平台公司的职能定位有所区分、各自分工明确，公司区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司实际控制人为上饶市国资委，公司根据市政府意图承担基础设施建设任务，业务开展与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：近年来上级股东及政府主要从股权划转、资金及资产注入和财政补贴等方面进行支持，对公司资本支出和还本付息提供了有力支撑。除直接的资金支持外，上饶市政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持，比如将房产以及上饶农垦产投公司 15% 股权等无偿划入公司。

表 16：上饶市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
上饶投资控股集团有限公司	上饶市国资委 97.71%	上饶市最大的国有资本投资公司	3,013.22	1,255.79	58.32	160.28	12.19	293.90
上饶市城市运营(控股)集团有限公司	上饶投控 100%	上饶市城市综合运营服务商，重点布局城市基础设施、市政公用领域内的投资建设和运营管理，以及土地整理和整治、房地产开发、片区综合开发、老旧小区改造、建筑原材料和新型建材、清洁能源和生态环保等业务板块	--	--	--	--	--	--
上饶市国有资产发展集团有限公司（以下简称“上饶国发”）	上饶投控 100%	上饶市产业平台建设和运营服务商，重点布局产业园区、交通运输、新型基础设施等领域内的投资建设和运营管理	--	--	--	--	--	--
上饶市农文旅发展集团有限公司	上饶投控 100%	农文旅行业领域投资运营商，涉及乡村振兴、现代农业、文化旅游、商业服务、健	710.40	619.66	12.77	4.42	2.74	--

		康养等养老领域						
上饶市城市建设投资开发集团有限公司	上饶城控 96.67%	上饶市重要的基础设施建设和国有资产运营管理主体	1,210.33	428.05	64.63	55.60	6.84	337.70
上饶市国有资产经营集团有限公司	上饶国发 90.94%	上饶市重要的国有资产管理及投融资平台	416.98	167.54	59.82	23.37	2.85	100.00
上饶市交通建设投资集团有限公司	上饶投控 95.06%	上饶市重要的交通基础设施领域投资平台	170.94	73.90	56.77	18.29	1.03	8.00

注：以上财务数据取自各公司 2022 年审计报告，债券余额为公司本部存续期债券规模，数据为截至 2023 年 5 月 23 日 Choice 数据。
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，上饶市政府支持能力强，对公司的支持意愿较强，可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，上饶国资与宜春发投、株洲城建等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支撑能力均强，并对上述公司均具有较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，上饶市与宜春市及株洲市的行政地位相同，三市经济财政实力处于可比区间，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。上饶国资与上述平台均为市国资委实际控制的重要的城市基础设施建设主体，当地政府对它们均有强或较强的支持意愿。

其次，上饶国资的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势。但同时公司还存在较大规模的担保业务，担保对象主要为上饶市中小企业，且已出现逾期尚未代偿的担保贷款，公司面临一定代偿风险。

然后，上饶国资的财务风险在可比对象中处于中等水平。公司资产和权益规模相对较小，但财务杠杆处于可比公司较低水平；公司债务结构合理，但 EBITDA 对利息覆盖能力处于相对较低水平。

表 17：2022 年同行业对比表

	上饶国资	宜春发投	株洲城建
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	上饶市	宜春市	株洲市
GDP（亿元）	3,309.70	3,473.12	3,616.80
GDP 增速（%）	5.1	5.30	4.50
人均 GDP（元）	51,416.77	6.99	9.33
一般公共预算收入（亿元）	250.86	277.48	190.88
公共财政平衡率（%）	31.60	39.54	35.31
政府债务余额（亿元）	1,118.19	932.12	1,014.82
控股股东及持股比例	上饶国发 90.94%	宜春市国资委 90%	株洲市国资委 90%、湖南省国投 10%
职能及地位	上饶市重要的产业平台建设和运营服务商	宜春市最重要的国有资产管理及基础设施建设投融资主体，主要承担宜春市基础设施和公共服务设施的投资及管理业务	株洲市城市资源综合开发运营商，在株洲市部分城市基础设施建设领域以及公共事业运营方面处于区域垄断地位
核心业务及收入占比	房地产销售 29.87%、工程建设业务 21.24%、土地开发业务 18.14%	基建 74.56%，贸易 10.26%	建安工程 31.09%、商品销售 18.59%、房地产销售 14.06%、管道天然气运输 10.98%

资产总计（亿元）	416.98	1,589.81	1,378.51
经调整的所有者权益合计（亿元）*	164.17	707.64	448.36
总债务（亿元）*	167.06	794.16	664.10
总资本化比率（%）*	50.44	52.88	59.70
营业总收入（亿元）	23.37	77.74	61.53
净利润（亿元）	2.85	12.77	4.11
EBITDA（亿元）*	5.74	13.50	16.40
EBITDA 利息保障倍数（X）*	0.64	0.59	0.44
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-5.26	-15.80	15.08
可用银行授信余额（亿元）	29.91	114.72	320.83
债券融资余额（亿元）	100.00	84.00	323.50

注：1、债券融资余额数据节点为 2023 年 6 月 6 日；2、以上*财务数据取自各公司 2021 年审计报告，其余财务数据取自各公司 2022 年审计报告；3、上饶国资可用银行授信余额为截至 2023 年 3 月末数据，宜春发投和株洲城建为可用银行授信余额为截至 2022 年 3 月末数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

“20 上饶国资 MTN001”由上饶投资控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

上饶投控系根据 2015 年 6 月 27 日上饶市人民政府办公厅《上饶市人民政府办公厅抄告单》（饶府厅抄字[2015]86 号）设立，由上饶市国有资产监督管理委员会作为出资人，于 2015 年 6 月 29 日依法成立的有限责任公司。截至 2023 年 3 月末，上饶投控注册资本为 104.59 亿元人民币，上饶市国有资产监督管理委员会持有上饶投控 100.00% 的股权，实际控制人为上饶市人民政府。

上饶投控是上饶市最大的国有资本投资公司，其本部及下属子公司承担了上饶市主要的国有资产管理 and 基础设施建设任务，业务经营多元化发展，业务板块涉及基础设施建设、旅游、供排水、铝业加工、物业出租等，在上饶市具有重要地位。截至 2023 年 3 月末，上饶投控总资产 3,047.56 亿元，经调整的所有者权益合计 1,226.57 亿元，资产负债率 58.87%。2022 年，上饶投控实现营业总收入 160.28 亿元，净利润 12.19 亿元，经营活动净现金流 1.81 亿元；2023 年 1~3 月，上饶投控实现营业总收入 39.91 亿元，净利润 0.56 亿元，经营活动净现金流 4.52 亿元。

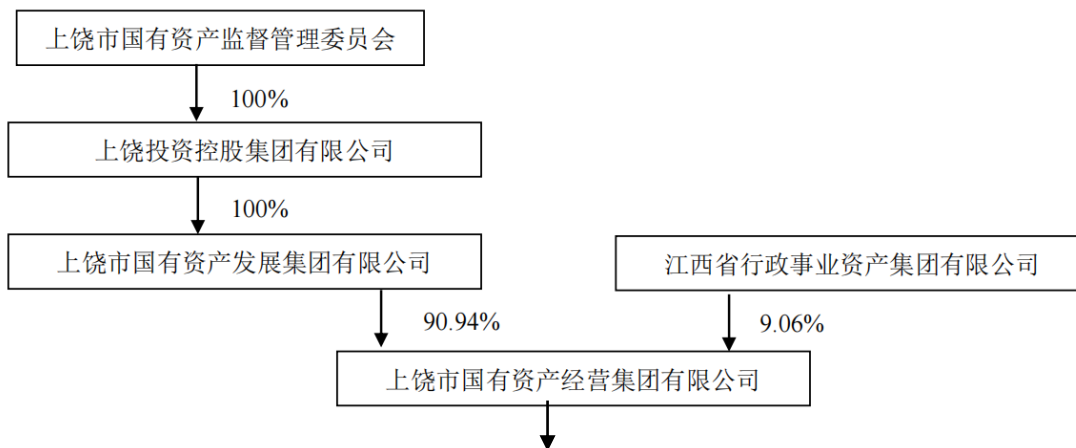
上饶投控投资支出压力较大，业务和债务规模持续扩张，财务杠杆率逐年攀升，跟踪期内债务短期化趋势明显，非标融资金额有所抬升，截至 2023 年 3 月末短期债务达 570.54 亿元，面临较大的短期偿债压力，而近年来上饶投控可动用账面资金逐年缩减，对经营周转及债务偿付的覆盖能力呈现弱化，需持续关注相关政策及融资环境对上饶投控再融资能力的影响。但上饶投控作为上饶市最大、最重要的投资控股平台，在上饶市具有突出的地位，获得政府有力支持；业务经营的多元化增强了其抗风险能力。鉴于此，中诚信国际维持上饶投控的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。

中诚信国际认为，上饶投控提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够为“20 上饶国资 MTN001”的还本付息提供有力的保障。

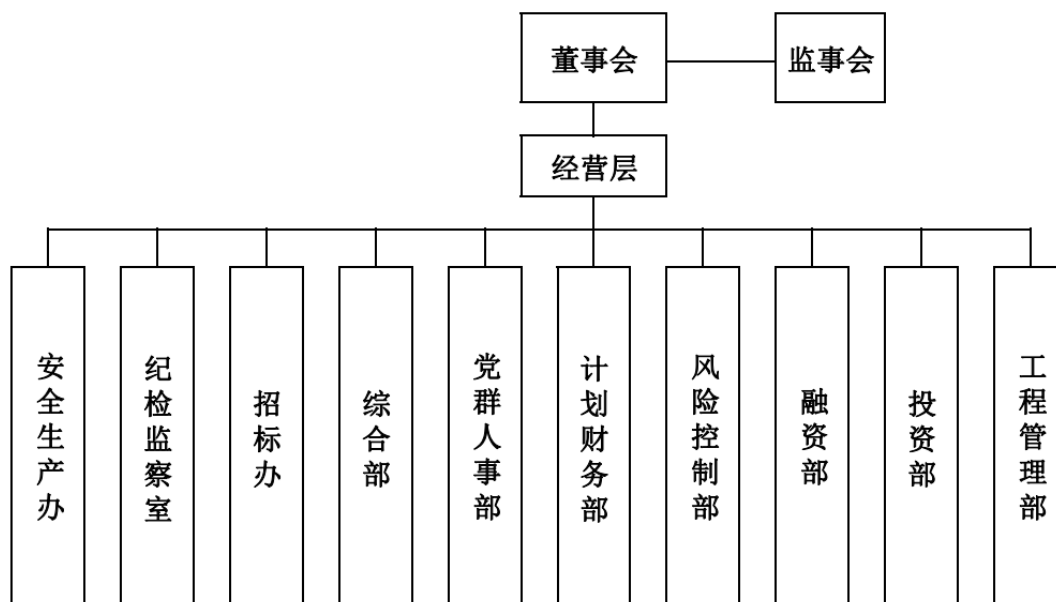
评级结论

综上所述，中诚信国际维持上饶市国有资产经营集团有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 上饶国资 MTN001”、“22 上饶国资专项债 01/22 饶资 01”的债项信用等级为 **AA+**。

附一：上饶市国有资产经营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）

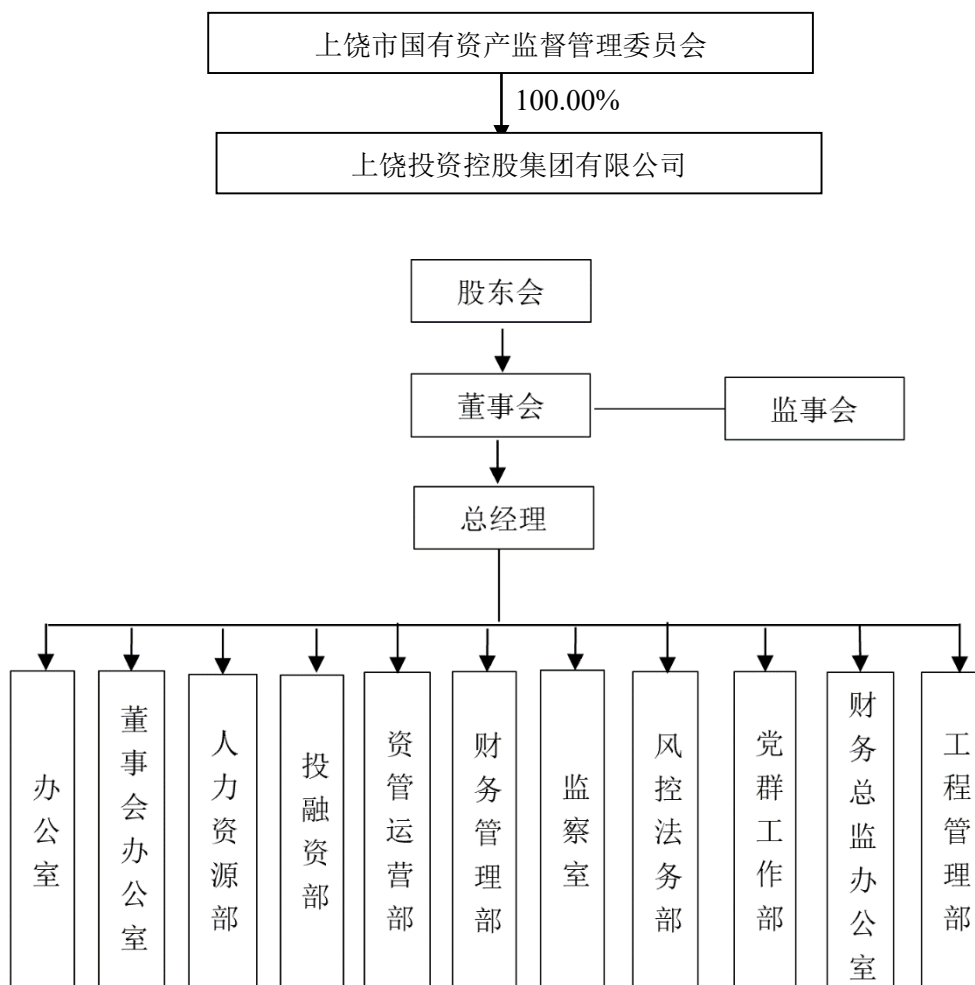


主要一级子公司名称	持股比例
上饶市保障性住房投资建设有限公司	63.33%
上饶市中心区基础设施建设开发有限公司	100.00%
上饶市安厦房地产开发有限公司	100.00%
上饶市富饶融资担保有限责任公司	100.00%
上饶三清山机场有限公司	100.00%
上饶市铁路投资有限责任公司	100.00%



资料来源：公司提供

附二：上饶投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附三：上饶市国有资产经营集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	520,741.40	422,487.14	277,055.74	202,276.15
非受限货币资金	449,044.44	358,299.44	271,393.58	196,667.45
应收账款	116,276.23	152,347.65	247,499.87	256,996.92
其他应收款	288,160.96	296,084.63	348,689.77	294,164.03
存货	843,662.40	1,127,643.42	1,293,684.71	1,327,751.01
长期投资	81,192.24	362,067.08	362,031.25	362,031.25
在建工程	278,903.03	352,325.10	472,211.15	498,188.60
无形资产	23.70	35.45	94.60	393.21
资产总计	3,250,060.69	3,849,492.49	4,169,811.11	4,134,300.46
其他应付款	120,501.83	368,409.18	464,569.36	468,685.37
短期债务	490,082.91	510,195.13	765,961.98	634,861.14
长期债务	1,043,818.22	1,160,357.79	1,061,727.15	1,153,680.58
总债务	1,533,901.13	1,670,552.93	1,827,689.12	1,788,541.72
负债合计	1,824,533.58	2,207,818.35	2,494,388.46	2,459,376.42
利息支出	81,815.00	89,621.87	89,235.32	--
经调整的所有者权益合计	1,425,527.11	1,641,674.14	1,675,422.65	1,674,924.04
营业总收入	124,465.93	150,702.90	233,695.10	23,672.80
经营性业务利润	38,708.37	37,535.19	29,680.78	-513.47
其他收益	25,444.56	24,886.20	9,830.76	346.82
投资收益	600.80	-89.40	-16.50	22.42
营业外收入	14.40	9.14	36.46	0.10
净利润	45,823.28	43,900.29	28,534.04	-498.61
EBIT	58,112.49	51,295.77	43,814.73	--
EBITDA	63,438.94	57,402.82	49,315.41	--
销售商品、提供劳务收到的现金	100,721.43	178,686.80	157,550.76	19,591.13
收到其他与经营活动有关的现金	536,589.60	782,483.01	952,823.26	512,110.34
购买商品、接受劳务支付的现金	145,937.86	243,692.03	253,942.81	88,334.25
支付其他与经营活动有关的现金	399,858.63	624,927.16	906,245.19	217,276.22
吸收投资收到的现金	21,700.00	7,200.00	0.00	1,000.00
资本支出	92,441.99	55,253.56	93,777.95	20,405.98
经营活动产生的现金流量净额	82,412.04	80,101.77	-52,644.54	223,306.22
投资活动产生的现金流量净额	-67,867.44	-54,462.97	-93,708.62	-21,383.56
筹资活动产生的现金流量净额	163,221.91	-116,383.80	59,447.29	-276,648.79
现金及现金等价物净增加额	177,766.51	-90,745.00	-86,905.87	-74,726.13
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	28.39	28.08	19.63	21.45
期间费用率（%）	15.37	17.67	9.99	23.39
应收类款项占比（%）	12.44	11.66	14.31	13.34
收现比（X）	0.81	1.19	0.67	0.83
资产负债率（%）	56.14	57.35	59.82	59.49
总资本化比率（%）	51.83	50.44	52.17	51.64
短期债务/总债务（%）	31.95	30.54	41.91	35.50
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.01	0.89	-0.59	--
总债务/EBITDA（X）	24.18	29.10	37.06	--
EBITDA/短期债务（X）	0.13	0.11	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.78	0.64	0.55	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；2、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；3、为反映公司债务情况，将各期长期应付款中带息部分计入长期债务，因其他应付款中带息债务实际到期时间超过一年，故将其中带息债务调整至长期债务，其他流动负债中带息部分计入短期债务核算；4、公司未提供 2023 年一季度财务报表现金流量表补充资料及利息支出相关数据，故相关指标失效。

附四：上饶投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	2,488,548.31	1,993,088.11	1,821,334.96	1,671,339.36
非受限货币资金	1,925,201.47	1,500,389.94	1,421,440.81	1,343,425.01
应收账款	1,806,601.11	1,883,371.57	1,987,576.88	2,127,588.76
其他应收款	3,261,017.05	3,670,356.43	4,159,660.82	4,247,760.35
存货	4,795,106.59	5,570,513.87	6,692,913.08	6,911,769.84
长期投资	986,861.73	1,080,318.21	1,185,363.98	1,188,107.71
在建工程	1,391,181.80	1,784,762.20	2,186,449.26	2,259,539.50
无形资产	441,279.86	461,471.61	622,016.99	621,799.42
资产总计	26,758,630.60	28,097,385.16	30,132,177.55	30,475,643.84
其他应付款	535,176.65	647,532.38	845,523.11	853,651.44
短期债务	3,204,861.70	4,201,466.49	5,655,673.06	5,705,433.99
长期债务	9,755,792.51	9,779,683.91	9,579,570.92	9,701,243.77
总债务	12,960,654.21	13,981,150.40	15,235,243.98	15,406,677.75
负债合计	13,784,061.41	15,554,421.87	17,574,280.58	17,940,056.85
利息支出	555,023.40	554,688.01	586,563.91	159,097.41
经调整的所有者权益合计	12,076,621.69	12,143,077.68	12,248,011.36	12,265,701.38
营业总收入	1,405,727.26	1,587,583.52	1,602,791.36	399,144.16
经营性业务利润	73,465.33	86,189.26	93,448.86	3,785.96
其他收益	95,828.79	121,190.85	69,637.93	876.81
投资收益	32,850.45	35,545.39	34,919.97	1,796.23
营业外收入	13,657.10	1,974.63	838.70	2,033.93
净利润	122,665.05	101,483.14	121,857.05	5,608.81
EBIT	278,639.80	310,538.23	281,285.16	--
EBITDA	348,769.52	406,547.55	348,990.36	--
销售商品、提供劳务收到的现金	932,703.11	1,589,781.54	1,557,039.53	375,240.53
收到其他与经营活动有关的现金	1,512,434.53	1,003,621.29	1,122,101.44	1,316,267.26
购买商品、接受劳务支付的现金	1,688,318.53	1,785,064.13	1,833,219.26	373,907.07
支付其他与经营活动有关的现金	651,966.29	649,940.98	714,592.13	1,245,968.53
吸收投资收到的现金	139,357.12	71,152.87	98,877.98	1,000.00
资本支出	1,036,046.30	308,673.05	532,453.74	133,630.89
经营活动产生的现金流量净额	23,230.29	6,754.70	18,059.50	45,194.58
投资活动产生的现金流量净额	-1,844,522.79	-668,098.48	-619,146.44	-163,993.93
筹资活动产生的现金流量净额	2,002,305.69	236,532.24	521,202.65	40,826.51
现金及现金等价物净增加额	181,013.18	-424,811.54	-78,949.12	-78,015.80
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	10.01	10.52	11.74	9.43
期间费用率(%)	10.75	12.13	9.58	8.25
应收类款项占比(%)	20.67	21.72	22.19	22.69
收现比(X)	0.66	1.00	0.97	0.94
资产负债率(%)	51.51	55.36	58.32	58.87
总资本化比率(%)	51.77	53.52	55.43	55.68
短期债务/总债务(%)	24.73	30.05	37.12	37.03
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.04	0.01	0.03	0.28
总债务/EBITDA(X)	37.16	34.39	43.66	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.10	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.63	0.73	0.59	--

注：1、中诚信国际根据上饶投控提供的其经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、其他流动负债中的带息债务计入短期债务，长期应付款、实收资本、资本公积、其他权益工具中的有息债务计入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
		应收类款项占比
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn