

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0438 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

二〇二三年六月二十一日

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”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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。其中主体评级结果有效期自2023年6月21日至2024年6月20日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2023年6月21日

德兴市投资控股集团有限公司 主体及相关债项 2023 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
AA/稳定	2023/6/21	AA/稳定	张青源	纪 炜

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 德兴债/20 德兴债	AAA	AAA
21 德兴债/21 德兴债	AAA	AAA
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			
一级指标	二级指标	权重	得分
经营规模	所有者权益	35%	21.0
业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0
盈利与获现能力	净利润	15%	9.0
	净资产收益率	5%	2.3
	现金收入比	5%	4.0
债务负担和保障程度	全部债务资本化比率	15%	9.0
	货币资金短债比	5%	2.3
	EBITDA 利息倍数	5%	1.5
	全部债务/EBITDA	5%	2.3
基础评分输出结果			aa-
调整因素			无
个体信用状况（BCA）			aa-
外部支持评价	外部支持能力	G3	
	外部支持意愿	S1	
评级模型结果			AA
外部支持调整子级			1

注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度

注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度

注 3：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

德兴市投资控股集团有限公司是上饶市下辖的德兴市最重要的基础设施建设主体,主要负责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.德兴市国有资产监督管理办公室为公司控股股东和实际控制人。

主体概况

德兴市投资控股集团有限公司是上饶市下辖的德兴市最重要的基础设施建设主体,主要负责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。德兴市国有资产监督管理委员会为公司控股股东和实际控制人。

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，上饶市经济实力很强，其下辖的德兴市经济实力依然较强；公司主营业务仍具有很强的区域专营性，继续得到股东和相关各方的有力支持；上饶投控对“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供的担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司仍面临较大的资本支出压力和短期偿债压力，资产流动性仍较弱，资金来源对筹资活动依赖仍较大。综合考虑，公司的主体信用风险很低，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。

同业比较

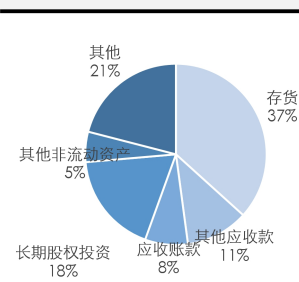
项目	德兴市投资控股集团 有限公司	湖南洞庭资源控股集团 有限公司	安徽郎川控股集团 有限公司	古蔺县国有资产经营 有限责任公司
地区	上饶市德兴市	岳阳市湘阴县	宣城市郎溪县	泸州市古蔺县
GDP 总量 (亿元)	202.06	401.44	214.80	222.10
人均 GDP (万元)	69284	68905*	69058	-
一般公共预算收入 (亿元)	25.60	25.83	22.11	24.30
政府性基金收入 (亿元)	23.18	-	12.01	26.50
地方政府债务余额 (亿元)	62.43	63.34	64.68	80.26
资产总额 (亿元)	382.01	247.70	214.25	412.19
所有者权益 (亿元)	196.29	109.37	89.73	188.46
营业收入 (亿元)	62.13	30.07	13.82	30.17
净利润 (亿元)	2.85	2.86	0.88	3.55
资产负债率 (%)	48.62	55.85	58.12	54.28

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年，标“*”系估算数据

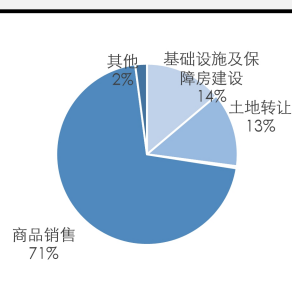
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成（2022年末）



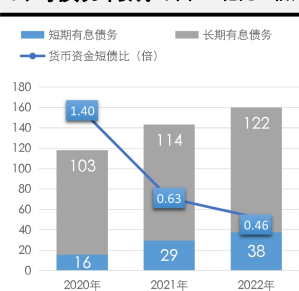
公司营业收入构成（2022年）



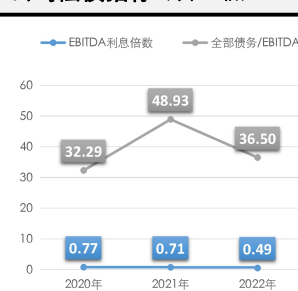
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2020年	2021年	2022年
资产总额	300.52	354.80	382.01
所有者权益	171.64	190.78	196.29
营业收入	29.74	61.63	62.13
净利润	2.29	2.27	2.85
全部债务	118.23	143.18	159.87
资产负债率	42.89	46.23	48.62
全部债务资本化比率	40.79	42.87	44.89

公司债务构成（单位：亿元、倍）



公司偿债指标（单位：倍）



地区经济及财政（单位：亿元、%）

	2020年	2021年	2022年
地区	上饶市德兴市		
GDP 总量	165.96	191.30	202.06
人均 GDP (元)	56514	65420	69284
一般公共预算收入	27.72	23.68	25.60
政府性基金收入	16.57	21.99	23.18
财政自给率	46.98	44.27	47.66
政府负债率	33.53	23.49	30.90

优势

- 跟踪期内，上饶市经济保持增长，其下辖的德兴市有色金属、机械电子和大健康等主导产业对工业经济仍具有较强的支撑作用，地区经济保持增长，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有力支持；
- 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。

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；
- 公司全部债务保持增长，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；
- 公司筹资活动前现金流为净流出，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有力支持，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（RTFU002202208）》

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)	2022/6/16	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

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	存续期	增信措施	增信方
20 德兴债/20 德兴债	2022/6/16	5.00 亿元	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	2022/6/16	4.40 亿元	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委员会（以下简称“德兴市国资办”）对公司履行出资人职责。2022 年，公司将上年转入长期应付款科目核算的中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）的投资款重新转回实收资本科目核算，使得公司实收资本从 2021 年末的 9.60 亿元增加至 2022 年末的 10.00 亿元。截至 2022 年末，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，德兴市国资办仍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 2022 年末，公司拥有 21 家直接控股子公司，较上年末增加 2 家、减少 1 家。

图表 1 截至 2022 年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（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
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

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。

图表 1 截至 2022 年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
江西万舟再生资源有限公司	万舟资源	10000.00	51.00	投资设立
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
德兴市池口农业科技有限公司	池口农科	3135.00	100.00	无偿划拨
德兴市馨德医疗投资有限公司	馨德医疗	5000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2022 年末，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 年末，“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”募集资金均已使用完毕。

上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上饶投控”）为“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022 年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022 年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023 年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023 年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加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。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发 2 号文”、“财政部 114 号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，商品销售收入规模较大，毛利润及毛利率均有所增长

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。

2022年，公司营业收入小幅增长，其中商品销售业务收入规模较大。同期，公司基础设施及保障房建设和土地转让收入大幅增长；商品销售收入有所下降，主要系再生资源销售业务收入下降所致；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。

2022年，公司毛利润和毛利率均有所增长；其中基础设施及保障房建设业务毛利率大幅下降，主要系当年确认收入的项目毛利率较低所致；商品销售业务扭亏为盈，但毛利率水平较低。

图表2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	29.74	100.00	61.63	100.00	62.13	100.00
基础设施及保障房建设	3.02	10.14	3.29	5.34	8.59	13.82
土地转让	10.61	35.67	3.82	6.20	8.25	13.28
房屋租赁	0.05	0.16	0.11	0.18	0.23	0.37
商品销售	15.72	52.86	53.68	87.10	43.77	70.45
其他	0.35	1.17	0.73	1.18	1.29	2.08
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	3.50	11.77	0.09	0.15	1.95	3.14
基础设施及保障房建设	0.36	11.92	0.48	14.48	0.63	7.34
土地转让	3.40	32.09	0.54	14.19	0.90	10.90
房屋租赁	0.02	38.04	0.03	26.46	0.07	30.92
商品销售	-0.25	-1.60	-1.14	-2.11	0.02	0.05
其他	-0.03	-8.97	0.18	24.79	0.33	25.48

资料来源：公司提供，东方金诚整理

基础设施及保障房建设

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，业务模式仍沿用委托代建及自建自营两种，较上年无重要变化。2022年，公司确认基础设施及保障房建设业务收入8.59亿元，毛利率为7.34%，大幅下降主要系当年确认收入的保障房项目毛利率较低所致。

公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力

截至 2022 年末，公司重点在建项目包括城东棚改项目、乡村振兴暨农村基础设施提升改造工程和中草药产业园（一期）等，上述项目计划总投资 70.77 亿元，已完成投资 44.67 亿元，尚需投资 26.45 亿元。

图表 3 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：年、亿元）

项目	预计完工时间	计划总投资	已完成投资	尚需投资
城东棚改项目	2027	23.51	20.93	2.59
德兴中医药产业园实验基地项目*	-	14.73	11.58	3.15
乡村振兴暨农村基础设施提升改造工程	2026	6.31	1.58	4.73
中草药产业园（一期）	2024	2.35	1.52	0.83
银城街道等主城片区路网工程	2023	1.10	1.37	-
德兴市五四大道路工程	2027	1.82	1.24	0.59
德兴市服务业集聚区项目建设	2024	2.40	1.02	1.38
火车站配套设施建设工程	2023	0.93	0.99	-
总部经济大楼	2023	1.26	0.93	0.33
美丽集镇项目	2027	8.47	0.89	7.58
德兴市乡村振兴综合服务中心	2023	1.14	0.59	0.55
朱潭埠项目一期	2025	6.75	2.03	4.72
合计	-	70.77	44.67	26.45

注：标“*”项目为“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”募投项目

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 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 8.90 亿元。综合来看，公司在建及拟建项目尚需投资规模仍较大，仍面临较大的资本支出压力。

图表 4 截至 2022 年末公司拟建的基础设施及保障房项目情况（单位：亿元）

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	1.00	2023 年~2025 年
三清快道炉口“山路人家”风情特色街项目	0.50	2023 年~2024 年
朱潭埠项目二期	2.40	2023 年~2025 年
胜利亭片区保障房建设项目二期	5.00	2023 年~2026 年
合计	8.90	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地转让

跟踪期内，公司继续开展德兴市范围内的土地转让，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。

2022 年，公司转让 5 宗土地，面积 32.89 万平方米，土地性质均为出让，用途包括商住、商服和工业；公司据此确认土地转让业务收入 8.25 亿元，尚未收到土地回款；同期，公司土地转让业务毛利率为 10.90%，由于转让地块价格不高，毛利率有所下降。

截至 2022 年末，公司存货中待开发土地账面价值为 62.34 亿元，为政府历年注入以及公司招拍挂获取。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，但收入规模有所下降，盈利能力依然较弱

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间接控股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直接控股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。

2022 年，公司确认商品销售收入 43.77 亿元，其中大宗商品销售收入 38.03 亿元，再生资源销售收入 5.73 亿元。同期，公司商品销售毛利润为 0.02 亿元；毛利率为 0.05%，该业务扭亏为盈，但毛利率水平较低。因再生资源销售业务受政府政策支持，2022 年公司收到德兴市政府再生资源产业发展补贴 3799.57 万元。

企业管理

2022 年 6 月，德兴市国资办向德兴城建转让出资额为 9.60 亿元的公司股权；2022 年 7 月，德兴城建将上述股权转回德兴市国资办。2022 年末，公司将上年转入长期应付款科目核算的农发基金的投资款重新转回实收资本科目核算，使得公司实收资本从 2021 年末的 9.60 亿元增加至 2022 年末的 10.00 亿元。截至 2022 年末，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，德兴市国资办仍为公司控股股东和实际控制人。

2022 年，公司 1 名副总经理离任。除此之外，跟踪期内，公司在治理结构和组织架构等方面均未发生其他重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2022 年度合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年度合并财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2022 年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共 21 家，较上年末增加 2 家、减少 1 家。

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。2022年末，公司流动资产主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金为主。

2022年末，公司存货大幅增长，包含开发成本 27.49 亿元，合同履约成本 45.09 亿元，为基础设施及保障房项目建设成本；开发用土地 62.34 亿元，开发产品 4.39 亿元。同期末，公司其他应收款有所下降，其中应收德兴市财政局的往来款 20.72 亿元，占其他应收款总额的比例为 48.48%。2022 年末，公司应收账款有所增长，主要应收对象为德兴市财政局（18.70 亿元，项目结算款）和德兴市自然资源局（9.28 亿元，土地转让款）。同期末，公司货币资金有所减少，仍主要为银行存款。

图表 5 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
资产总计	300.52	354.80	382.01
流动资产合计	193.71	226.40	246.82
存货	92.06	109.09	140.24
其他应收款	53.92	63.44	42.68
应收账款	21.58	22.62	29.15
货币资金	21.79	18.55	17.44
非流动资产合计	106.81	128.40	135.19
长期股权投资	69.29	69.37	69.18
其他非流动资产	20.87	20.31	20.63
固定资产	5.15	7.91	11.01
无形资产	0.02	10.55	10.94

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款不含应收利息及应收股利，东方金诚整理

2022 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、固定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；其他非流动资产变化不大，仍主要为德兴市域的林权资产。2022 年末，公司固定资产有所增长，主要系德兴市国资办划拨 1.54 亿元房产以及公司购置、在建工程转入房产所致；同期末，无形资产略有增长，仍主要为德兴市国资办无偿划拨的河道砂石开采经营权。

2022 年末，公司受限资产为 54.43 亿元，占资产总额的比重为 14.25%，为用于贷款质押的存货 35.82 亿元、投资性房地产 4.84 亿元、固定资产 5.39 亿元、在建工程 2.32 亿元和货币资金 6.05 亿元。

资本结构

跟踪期内，得益于德兴市国资办划拨资产和经营利润累积，公司所有者权益有所增长

2022 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，公司将上年转入长期应付款科目核算的农发基金的投资款重新转回实收资本科目核算，公司实收资本增至 10.00 亿元；资本公积有所增长，主要系德兴市国资办划拨房产、土地使用权、停车位经营权和货币

资金所致；未分配利润有所增长，主要是净利润的累积。

图表 6 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
所有者权益合计	171.64	190.78	196.29
实收资本	10.00	9.60	10.00
资本公积	141.64	158.91	161.70
未分配利润	17.22	19.27	21.29

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额和全部债务保持增长，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

2022 年末，公司负债总额保持增长，流动负债和非流动负债均有所增加。同期末，公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、应交税费和其他应付款构成。

2022 年末，公司一年内到期的非流动负债小幅增长，包括一年内到期的长期借款 14.25 亿元、一年内到期的应付债券 9.34 亿元和一年内到期的长期应付款 2.90 亿元。同期末，公司短期借款规模大幅增长，包括保证借款 1.28 亿元、信用借款 0.14 亿元、抵押借款 4.15 亿元和质押借款 5.61 亿元。2022 年末，公司应交税费仍主要为应交增值税和企业所得税；其他应付款仍主要为往来款，应付单位包括德兴市大茅山风景名胜区管理委员会、德兴市龙樾房地产开发有限公司、德兴市中医院、德兴市职业中专学校和德兴市卓贤珠宝有限公司等。

图表 7 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
负债合计	128.88	164.02	185.72
流动负债合计	25.80	45.34	55.82
一年内到期的非流动负债	10.50	25.68	26.49
短期借款	5.11	3.68	11.18
应交税费	3.85	5.38	5.27
其他应付款	3.68	4.46	4.58
非流动负债合计	103.08	118.68	129.90
长期借款	45.45	63.43	75.61
应付债券	30.40	19.96	30.32
长期应付款	27.23	33.57	22.32

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款不含应付利息及应付股利，长期应付款不含专项应付款，东方金诚整理

2022 年末，公司非流动负债有所增长，主要系项目投资及偿还到期债务资金需求量大，长期借款和应付债券大幅增长所致。其中，公司长期借款主要为银行借款；公司应付债券包括 8 只债券，分别为“20 德兴 02”、“21 德兴 02”、“20 德兴债/20 德兴债”、“21 德兴债/21 德兴债”、“21 德兴 03”、“22 德兴 01”、“22 德兴 03”和“22 德兴 04”。2022 年末，公司长期应付款有所下降，包括融资租赁款（10.49 亿元）、基金投入款（7.92 亿元）、专项借款（5.96 亿元）及政府债券置换资金（0.85 亿元）。

跟踪期内，公司全部债务有所增长，2022 年末全部债务包括银行借款 100.89 亿元、债券

资金 38.72 亿元、融资租赁借款 10.49 亿元及其他借款 9.77 亿元，债务结构较为合理。2022 年末，公司短期有息债务有所增长，占全部债务的比重为 23.56%，面临较大的短期偿付压力。同期末，公司资产负债率有所上升。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。

图表 8 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
全部债务	118.23	143.18	159.87
长期有息债务	102.63	113.82	122.20
短期有息债务	15.60	29.36	37.67
资产负债率	42.89	46.23	48.62

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 2022 年末，公司对外担保金额为 4.56 亿元，担保比率为 2.32%，除对江西铜都再生资源有限公司（国企）担保 4.00 亿元外，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 万元~500 万元之间。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入、利润总额及净利润均有所增长，但主要盈利指标仍处于较低水平，盈利能力依然较弱

2022 年，公司营业收入有所增长；营业利润率有所提高；期间费用对公司利润的侵蚀有所增加。同期，公司利润总额和净利润均有所增长，公司利润总额对财政补贴的依赖程度仍较高。公司总资本收益率和净资产收益率均有所提高，但仍处于较低水平，公司盈利能力依然较弱。

图表 9 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	29.74	61.63	62.13
营业利润率	10.02	-0.94	2.45
期间费用	0.86	1.32	1.41
期间费用/营业收入	2.91	2.14	2.27
利润总额	3.26	2.33	3.01
其中：财政补贴	1.02	4.55	3.20
净利润	2.29	2.27	2.85
总资本收益率	0.86	0.73	0.97
净资产收益率	1.33	1.19	1.45

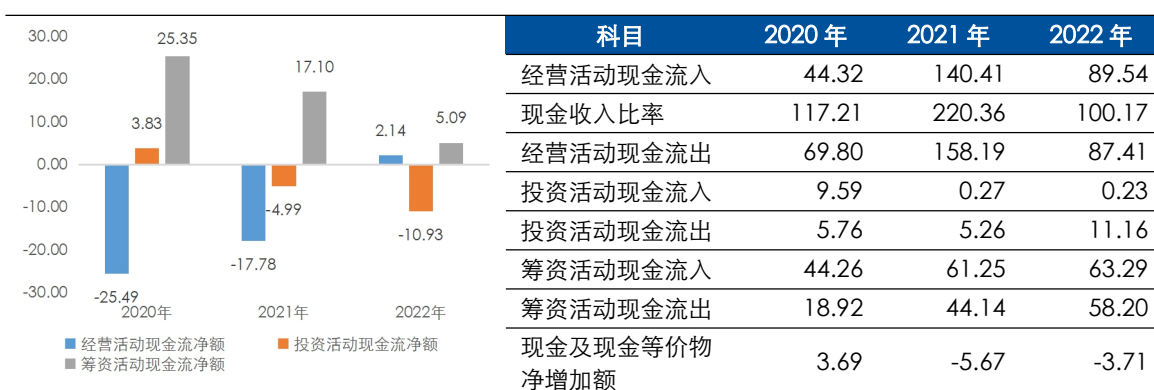
资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司筹资活动前现金流为净流出，资金来源对筹资活动依赖仍较大

2022 年，公司经营活动现金流入仍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；现金收入比率大幅下降，主营业务现金获取能力下降；经营活动现金流出仍主要为公司项目建设成本和购买商品所形成的现金流出；经营活动现金流转为净流入。

图表 10 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2022 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、无形资产等形成的现金流出；公司投资活动净现金流仍为净流出。

2022 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。

2022 年，公司现金及现金等价物净增加额仍为净流出，现金流状况欠佳。总体来看，公司资金来源对筹资活动依赖仍较大。

偿债能力

考虑到公司承担了德兴市范围内的基础设施及保障房建设，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，具备一定的备用流动性，整体来看，公司自身的偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看，2022 年末，公司流动比率、速动比率和现金比率均有所下降。公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较差，且货币资金相对较少，流动资产对流动负债的保障程度较差。现金流方面，公司经营活动现金流净流入较小，无法对流动负债形成有效保障。

从长期偿债能力指标来看，2022 年末，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所提高，EBITDA 对利息和全部债务覆盖程度较弱。

图表 11 公司偿债能力指标（单位：%）

项 目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
流动比率	750.68	499.36	442.15
速动比率	393.95	258.75	190.93
现金比率	84.44	40.91	31.24
货币资金短债比（倍）	1.40	0.63	0.46
经营现金流动负债比率	-98.76	-39.23	3.83
长期债务资本化比率	37.42	37.37	38.37
全部债务资本化比率	40.79	42.87	44.89
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	0.71	0.49
全部债务/EBITDA（倍）	32.29	48.93	36.50

资料来源：公司提供及合并财务报表，东方金诚整理

公司 2023 年到期债务规模为 37.67 亿元，计划通过自有资金、经营性现金流入、新增融资等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2022 年公司经营性净现金流为 2.14 亿元，规模较小且公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性。公司具备一定的备用流动性，间接融资方面，截至 2023 年 3 月末，公司获得的银行综合授信额度为 146.74 亿元，尚未使用额度为 45.84 亿元。同时，公司直接融资渠道较为通畅，成功发行过“20 德兴债/20 德兴债”、“21 德兴债/21 德兴债”等多只债券，但暂无未发行的债券批文额度。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了德兴市范围内的基础设施及保障房建设，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，具备一定的备用流动性，整体来看，公司自身的偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

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 2023 年 6 月 9 日，公司本部未结清贷款和已结清贷款中无不良或关注类款项。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券到期本/息均已按期支付。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但

短期内实施降息降准的可能性不大

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

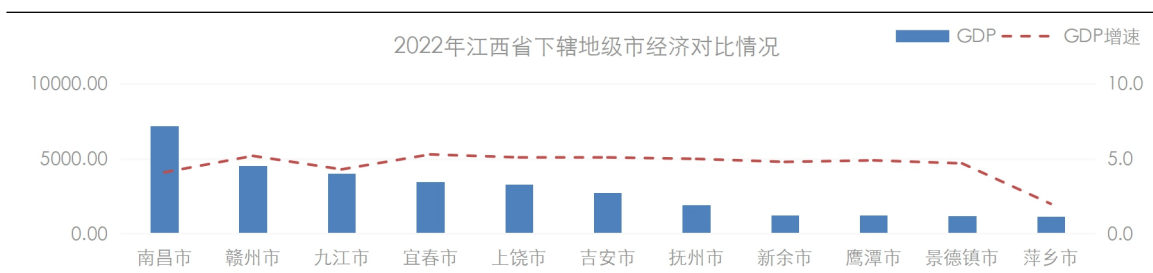
区域经济和财政状况

1. 上饶市

跟踪期内，上饶市在有色金属、光伏新能源、旅游等产业的驱动下，经济总量在江西省各地级市中仍位居中上游，经济实力依然很强

2022年，上饶市地区生产总值3309.7亿元，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，其中有色金属和光伏新能源两大主导产业发展势头较好，规模以上增加值增长9.1%。有色金属方面，2022年江铜（上饶）工业园区铜杆铸造项目顺利投产，有效加快全市有色金属产业的转型升级和绿色发展的步伐。光伏新能源方面，2022年龙头企业晶科能源成为全球首家光伏组件出货量达到130GW的组件制造商，带动光伏产业升级为千亿产业。此外，电子信息方面，上饶市数字经济发展综合指数位居全江西省第二，2022年数字经济营业收入达2900亿元，其中大数据及关联产业达到1150亿元。跟踪期内，上饶市旅游业复苏发展，并带动餐饮、住宿等服务业保持较高增长。2022年，上饶市实现旅游总收入2301.6亿元，同比增长2.22%。

图表 12 上饶市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



图表 12 上饶市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	2624.3	4.1	3043.5	9.0	3309.7	5.1
规模以上工业增加值	-	5.0	-	12.0	-	9.1
第三产业增加值	1326.1	4.4	1525.7	10.0	1659.5	4.3
全社会固定资产投资	-	9.3	-	11.3	-	8.6
社会消费品零售总额	1229.4	3.5	1448.9	17.9	1533.7	5.9
房地产开发投资	219.4	7.6	225.2	2.6	202.7	-10.0
三次产业结构	11.3: 38.2: 50.5		10.4: 39.5: 50.1		10.0: 39.8: 50.2	

资料来源：2020 年~2022 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，上饶市一般公共预算收入保持增长，政府性基金收入规模较大，财政实力仍很强

2022 年，上饶市一般公共预算收入保持增长，其中税收收入占比 67%，较上年下降 0.86 个百分点。同期，受土地市场不景气导致国有土地使用权出让收入大幅减少的影响，上饶市政府性基金收入规模有所下降，同时需注意以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入易受房地产市场波动、政府城建规划和土地出让安排等因素的影响，未来存在一定的不确定性。

2022 年，上饶市一般公共预算支出及政府性基金支出均有所增长；财政自给率²为 31.61%，地方财政自给程度仍较低。

截至 2022 年末，上饶市政府债务余额为 1118.19 亿元，较上年末增长 249.98 亿元，增幅较大。

图表 13 上饶市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	666.28	602.40	530.10
一般公共预算收入	227.00	236.00	250.90
其中：税收收入	151.57	160.80	168.80
政府性基金收入	439.28	366.40	279.20
2 上级补助收入	-	-	-
列入一般公共预算的上级补助收入	-	-	-
列入政府性基金的上级补助收入	-	-	-
财政收入（1+2）	-	-	-
1 地方财政支出	1269.92	1171.70	1226.00
一般公共预算支出	750.02	752.10	793.80
政府性基金支出	519.90	419.60	432.20
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	-	-	-
地方债务限额	795.20	983.39	1233.48
地方债务余额	689.85	869.16	1118.19
政府负债率	26.29	28.56	33.79

资料来源：2020 年~2022 年上饶市财政预算执行情况，东方金诚整理

² 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

2. 德兴市

跟踪期内，德兴市有色金属、机械电子和大健康等主导产业对工业经济仍具有较强的支撑作用，地区经济保持增长，经济实力依然较强

2022 年，德兴市经济保持增长，经济实力依然较强。同期，德兴市三次产业结构调整为 11.7: 33.8: 54.5，第三产业占比较上年提高 1.06 个百分点。

2022 年，德兴市规模以上固定资产投资同比增长 8.4%，其中工业性固定资产投资增长 25.2%，占全部固定资产投资额的比重达 70.2%。全市 221 个投资项目中，投资在 5000 万元以上的项目 103 个，占全部投资项目的 46.6%。

图表 14 德兴市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	165.96	3.5	191.30	9.2	202.06	4.8
人均 GDP（元）	56514	11.3	65420	13.0	69284	5.9
规模以上工业增加值	-	4.8	-	11.9	-	9.2
第三产业增加值	87.17	3.2	102.30	12.2	110.21	5.6
全社会固定资产投资	112.20	9.1	-	10.6	-	8.4
社会消费品零售总额	68.46	3.7	81.33	18.8	86.30	6.1
三次产业结构	12.5: 35.0: 52.5		11.8: 34.7: 53.5		11.7: 33.8: 54.5	

资料来源：德兴市 2020 年~2022 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

2022 年，德兴市工业经济保持快速发展，完成第二产业增加值 68.29 亿元，同比增长 3.9%；同期，德兴市 205 家规上工业企业完成营业收入 482.4 亿元，增长 24.8%。跟踪期内，德兴市仍以有色金属、机械电子和大健康为主导产业；有色金属产业方面，德兴市现有有色金属产业规模以上企业 36 家，完成工业总产值 321.3 亿元，增长 21.7%；先进机械制造产业方面，现有规模以上企业 62 家，完成工业总产值 52.4 亿元，增长 1.7%；大健康产业方面，中国中医科学院（德兴）试训基地获评上饶唯一的省级共建研发机构，华飞医药等项目投产。

2022 年，德兴市现代服务业复苏发展，消费品市场总体平稳，实现社会消费品零售总额 86.3 亿元，比上年增长 6.1%。旅游业方面，2022 年德兴市旅游接待 951.5 万人次，综合收入 67.49 亿元；德兴市获得 2022（第五届）全国县域旅游综合实力百强。金融业方面，2022 年末德兴市金融机构各项存款合计 279.5 亿元，同比增长 13.8%。

跟踪期内，德兴市一般公共预算收入和政府性基金收入均有所增长，地方财政自给程度有所提高

2022 年，德兴市一般公共预算收入同比增长 8.1%；其中税收收入 17.29 亿元，增长 12.9%。同期，德兴市政府性基金收入同比增长 5.4%，其中土地出让金收入完成 22.24 亿元；德兴市获得的上级补助收入有所增加。

2022 年，德兴市一般公共预算支出略有增长；政府性基金支出大幅增长，主要系地方专项债券较上年增加 10.2 亿元所致。2022 年，德兴市地方财政自给率为 47.66%，较上年有所提高。

截至 2022 年末，德兴市地方政府债务余额为 62.43 亿元，主要包括地方政府债券 61.19

亿元（其中一般债券 25.18 亿元，专项债券 36.01 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 1.06 亿元。

图表 15 德兴市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	44.29	45.67	48.78
一般公共预算收入	27.72	23.68	25.60
其中：税收收入	16.14	15.32	17.29
政府性基金收入	16.57	21.99	23.18
2 上级补助收入	15.67	13.32	17.05
列入一般公共预算	13.40	13.03	16.55
列入政府性基金	2.27	0.29	0.50
财政收入（1+2）	59.96	58.99	65.83
1 地方财政支出	74.55	65.65	78.07
一般公共预算支出	59.01	53.48	53.71
政府性基金支出	15.55	12.17	24.36
2 上解上级支出	2.92	2.60	-
财政支出（1+2）	77.48	68.25	78.07
地方债务限额	-	-	-
地方债务余额	55.64	44.93	62.43
政府负债率	33.53	23.49	30.90

资料来源：2020 年~2021 年德兴市财政决算情况、2022 年德兴市财政预算执行情况，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对上饶市、德兴市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备较强的支持能力。

支持意愿

跟踪期内，作为德兴市最重要的基础设施及保障房建设主体，公司在资产注入和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的有力支持

作为德兴市最重要的基础设施及保障房建设主体，公司在资产注入和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的有力支持。资产注入方面，2022 年，公司获得德兴市国资办无偿划拨房产 1.57 亿元、土地使用权 0.15 亿元、停车位经营权资产 0.28 亿元以及资金 0.90 亿元。财政补贴方面，2022 年，公司收到财政补贴 3.20 亿元。

考虑到未来公司将继续在德兴市基础设施及保障房建设领域发挥重要作用，预计未来将持续获得股东及相关部门的有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对上饶市、德兴市的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用较强。

增信措施

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

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 2023 年 4 月末，上饶投控注册资本及实收资本均为 104.59 亿元；上饶市国资委为公司唯一股东，上饶市人民政府为上饶投控的实际控制人。

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。2020 年~2022 年以及 2023 年 1~3 月，上饶投控营业收入分别为 140.57 亿元、158.76、160.28 亿元和 39.91 亿元，毛利率分别为 10.01%、10.52%、11.74%和 9.43%。

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 2023 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，公司累计获得上饶市人民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、水业集团等企业的股权等资产。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，2020 年~2022 年，上饶投控分别获得财政补贴 10.43 亿元、12.12 亿元和 6.96 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。2023 年 3 月末，上饶投控资产总额由 2020 年末的 2675.05 亿元快速增至 3047.56 亿元，其中流动资产占比较高。得益于股东及各方多次划拨资产，上饶投控形成了较大规模的所有者权益，2023 年 3 月末所有者权益为 1253.56 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。2023 年 3 月末，负债总额为 1794.01 亿元，结构以非流动负债为主。2022 年末，上饶投控全部债务为 1446.12 亿元，其中短期有息债务占比约为 35.76%；资产负债率及全部债务资本化比率分别为 58.32%和 53.52%。

东方金诚认为，上饶市逐步构建“2+4+N”的产业体系，在有色金属、光伏新能源、旅游等产业的驱动下，经济总量在江西省各地级市中位居中上游，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，考虑到项目建设的尚需投资规模较大，预计债务将进一步增长；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。

抗风险能力及结论

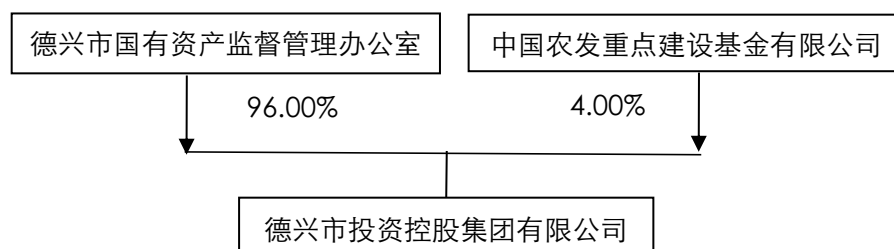
东方金诚认为，跟踪期内，公司继续负责德兴市范围内的基础设施和保障房建设等业务，仍具有很强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比依然较高，资产流动性仍较弱；公司全部债务保持增长，债务率水平有所提高，且短期有息债务规模较大，面临较大的短期偿付压力；公司筹资活动前现金流为净流出，资金来源对筹资活动依赖仍较大。

上饶市经济实力依然很强，其下辖的德兴市有色金属、机械电子和大健康等主导产业对工业经济仍具有较强的支撑作用，地区经济保持增长，经济实力依然较强。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有力支持；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。

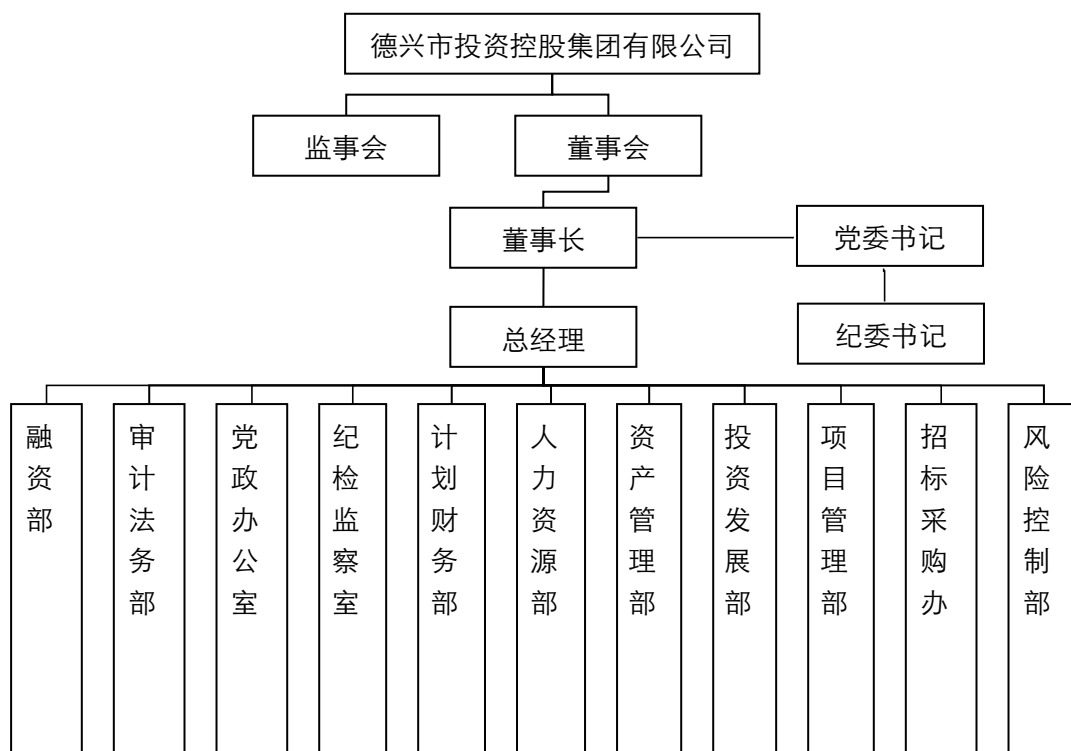
综上所述，公司自身偿债能力很强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力仍很强；“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”到期不能偿还的风险仍极低。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构和组织结构图

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	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	300.52	354.80	382.01
存货	92.06	109.09	140.24
其他应收款	53.92	63.44	42.68
应收账款	21.58	22.62	29.15
长期股权投资	69.29	69.37	69.18
其他非流动资产	20.87	20.31	20.63
负债总额	128.88	164.02	185.72
一年内到期的非流动负债	10.50	25.68	26.49
长期借款	45.45	63.43	75.61
应付债券	30.40	19.96	30.32
长期应付款	27.23	33.57	22.32
全部债务	118.23	143.18	159.87
其中：短期有息债务	15.60	29.36	37.67
所有者权益	171.64	190.78	196.29
营业收入	29.74	61.63	62.13
净利润	2.29	2.27	2.85
经营活动产生的现金流量净额	-25.49	-17.78	2.14
投资活动产生的现金流量净额	3.83	-4.99	-10.93
筹资活动产生的现金流量净额	25.35	17.10	5.09
主要财务指标			
营业利润率（%）	10.02	-0.94	2.45
总资本收益率（%）	0.86	0.73	0.97
净资产收益率（%）	1.33	1.19	1.45
现金收入比率（%）	117.21	220.36	100.17
资产负债率（%）	42.89	46.23	48.62
长期债务资本化比率（%）	37.42	37.37	38.37
全部债务资本化比率（%）	40.79	42.87	44.89
流动比率（%）	750.68	499.36	442.15
速动比率（%）	393.95	258.75	190.93
现金比率（%）	84.44	40.91	31.24
货币资金短债比（倍）	1.40	0.63	0.46
经营现金流动负债比率（%）	-98.76	-39.23	3.83
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	0.71	0.49
全部债务/EBITDA（倍）	32.29	48.93	36.50

附件三：担保方上饶投控主要财务数据和指标

项目名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	2675.05	2809.74	3013.22	3047.56
存货	479.51	557.05	669.29	691.18
其他非流动资产	628.58	638.65	616.26	616.27
其他应收款	326.10	367.04	415.97	424.78
投资性房地产	257.22	262.27	258.09	258.09
在建工程	139.12	178.48	218.64	225.95
负债总额	1378.41	1555.44	1757.43	1794.01
应付债券	503.54	562.23	537.99	518.77
一年内到期的非流动负债	203.46	251.26	389.85	381.37
长期借款	326.04	316.23	307.03	356.37
长期应付款	71.81	70.46	127.35	113.40
全部债务	1192.10	1326.35	1446.12	1463.79
短期有息债务	304.32	386.40	517.16	518.67
所有者权益	1296.65	1254.30	1255.79	1253.56
营业收入	140.57	158.76	160.28	39.91
净利润	12.27	10.15	12.19	0.56
经营活动产生的现金流量净额	2.32	0.68	1.81	4.52
投资活动产生的现金流量净额	-184.45	-66.81	-61.91	-16.40
筹资活动产生的现金流量净额	200.23	23.65	52.12	4.08
主要财务指标				
营业利润率（%）	9.16	9.93	11.07	8.98
总资本收益率（%）	0.92	1.01	0.88	-
净资产收益率（%）	0.95	0.81	0.97	-
现金收入比率（%）	66.35	100.14	97.15	94.01
资产负债率（%）	51.53	55.36	58.32	58.87
长期债务资本化比率（%）	40.64	42.84	42.52	42.99
全部债务资本化比率（%）	47.90	51.40	53.52	53.87
流动比率（%）	297.96	239.90	205.64	203.78
速动比率（%）	190.28	142.80	116.57	114.24
现金比率（%）	55.89	34.74	24.24	21.65
货币资金短债比（倍）	0.82	0.52	0.35	0.32
经营现金流动负债比率（%）	0.52	0.12	0.24	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.70	0.76	0.63	-
全部债务/EBITDA（倍）	33.20	32.79	41.57	-

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（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
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。