

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0186 号

余干县发展控股集团有限公司：

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“23 余干发展债 01/23 余发 01”和“23 余干发展债 02/23 余发 02”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“23 余干发展债 01/23 余发 01”和“23 余干发展债 02/23 余发 02”的信用等级均为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年六月二十一日

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。其中主体评级结果有效期自 2024 年 6 月 21 日至 2025 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
2024 年 6 月 21 日

余干县发展控股集团有限公司主体及相关债项
2024 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	2024/6/21	AA/稳定	吴奉颖	韩欣冉

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
23 余干发展债 01/23 余发 01	AAA	AAA
23 余干发展债 02/23 余发 02	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
经营风险	区域环境	100.0%	54.8
	业务运营	100.0%	56.0
财务风险	盈利与获现能力	45.0%	15.0
	债务负担	20.0%	9.0
	债务保障程度	35.0%	18.3

主体概况	
余干县发展控股集团有限公司是上饶市余干县最重要的基础设施建设主体,主要负责余干县范围内的基础设施建设,同时从事砂石开采、光伏发电及墓地开发等业务。余干县国有资产监督管理办公室是公司唯一股东及实际控制人。	

调整因素	无
个体信用状况（BCA）	bbb+
评级模型结果	AA
外部支持调整子级	5

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

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，上饶市经济实力很强，其下辖的余干县经济实力仍较强；公司主营业务仍具有很强的区域专营性，继续得到股东及相关各方的大力支持；江西省融资担保集团有限责任公司对“23 余干发展债 01/23 余发 01”提供的增信作用仍很强；江西省信用融资担保集团股份有限公司对“23 余干发展债 02/23 余发 02”提供的增信作用仍很强。同时，东方金诚关注到，公司仍面临较大的资本支出压力，资产流动性依然较弱，全部债务大幅增长，现金流状况仍欠佳。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“23 余干发展债 01/23 余发 01”和“23 余干发展债 02/23 余发 02”到期不能偿还的风险极低。

同业比较

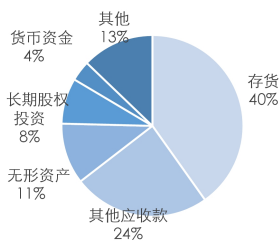
项目	余干县发展控股集团有限公司	江西万年国有资源投资发展股份有限公司	谷城县建设投资经营有限公司	安徽郎川控股集团有限公司
地区	上饶市余干县	上饶市万年县	襄阳市谷城县	宣城市郎溪县
GDP 总量（亿元）	-	-	490.85	220.00
人均 GDP（元）	-	-	101667*	70516
一般公共预算收入（亿元）	14.18	16.10	15.54	22.96
政府性基金收入（亿元）	15.63	-	6.11	11.71
地方政府债务（亿元）	91.65	69.50	59.52	67.13
资产总额（亿元）	200.86	130.13	150.66	236.25
所有者权益（亿元）	67.76	53.46	93.44	92.61
营业收入（亿元）	4.66	7.05	7.10	16.67
净利润（亿元）	0.55	0.94	0.37	0.72
资产负债率（%）	66.26	58.92	37.98	60.80

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业公司，表中数据年份均为 2023 年，标“*”系估算所得，标“-”系未获取数据，下同

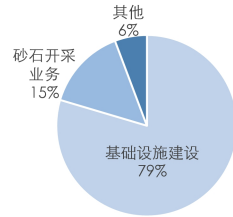
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成（2023年末）



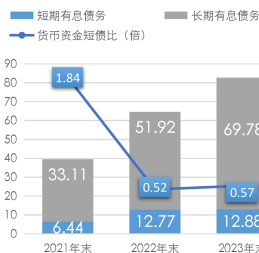
公司营业收入构成（2023年）



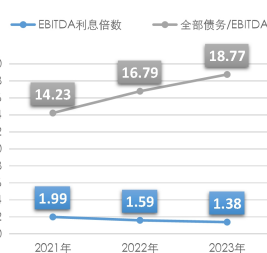
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2021年	2022年	2023年
资产总额	128.72	161.31	200.86
所有者权益	66.63	66.77	67.76
营业收入	6.50	5.40	4.66
净利润	1.50	1.04	0.55
全部债务	39.55	64.69	82.66
资产负债率	48.24	58.61	66.26
全部债务资本化比率	37.25	49.21	54.95

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、%）

	2021年	2022年	2023年
地区	上饶市余干县		
GDP 总量	238.52	259.40	-
人均 GDP (元)	28515	30026*	-
一般公共预算收入	12.52	13.21	14.18
政府性基金收入	16.78	8.13	15.63
财政自给率	22.01	21.93	22.09

优势

- 跟踪期内，上饶市经济实力很强，余干县农业、旅游业发展持续良好，工业上逐步形成了汽车、摩托车配件产业等主导产业，整体经济实力仍较强；
- 跟踪期内，公司继续负责余干县范围内的基础设施建设等业务，业务仍具有很强的区域专营性；
- 公司作为余干县最重要的基础设施建设主体，在财政补贴方面继续得到股东及相关各方的支持；
- 江西担保集团对“23 余干发展债 01/23 余发 01”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用；江西信用担保对“23 余干发展债 02/23 余发 02”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 跟踪期内，公司在建及拟建项目投资尚需规模较大，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等占比较高，资产流动性依然较弱；
- 公司全部债务大幅增长，随着在建项目投资的推进，预计全部债务及负债率将维持较高水平；
- 公司筹资前现金流持续为净流出，资金来源对筹资活动依赖较大，现金流状况仍欠佳。

评级展望

预计上饶市及余干县经济将保持稳定增长，公司主营业务将保持很强的区域专营地位，能够持续获得股东及相关各方的有力支持，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（RTFU002202404）》

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(23 余干发展债 02/23 余发 02)	2023/6/9	吴奉颖 韩欣冉	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》	阅读原文
AA/稳定	AAA(23 余干发展债 01/23 余发 01)	2022/9/7	卢宝泽 纪 炜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》	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
23 余干发展债 01/23 余发 01	2023/6/9	5.00	2023/4/14~ 2030/4/14	连带责任保证担保	江西省融资担保集团有限责任公司 /AAA/稳定
23 余干发展债 02/23 余发 02	2023/6/9	5.00	2023/8/08~ 2030/8/08	连带责任保证担保	江西省信用融资担保集团股份有限公司 /AAA/稳定

注：“23 余干发展债 01/23 余发 01”设提前偿还条款。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及余干县发展控股集团有限公司（以下简称“余干发展”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

余干发展原名余干县耀辉建设发展有限公司，系余干县城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“余干城投”）于2016年9月出资成立的国有独资公司，初始注册资本为人民币2.00亿元。历经数次增资及股权变更（详见图表1），截至2023年末，公司注册资本及实收资本均为2.70亿元，余干县国有资产监督管理委员会（以下简称“余干县国资办”）为公司唯一股东及实际控制人。

图表1 公司历史沿革情况

时间	历史沿革
2016年9月	余干县耀辉建设发展有限公司由余干县市场监督管理局批准设立，设立时注册资本为人民币2.00亿元，余干城投持股100%。
2017年2月	余干城投以实物形式出资到位1.00亿元，实收资本为1.00亿元。
2017年6月	余干县干越砂石经营有限公司（以下简称“干越砂石”）以货币形式出资0.70亿元，注册资本增至2.70亿元，实收资本增至1.70亿元。本次增资完成后，余干城投持股比例为74.0741%，干越砂石持股比例为25.9259%。
2021年11月	公司更为现名，余干城投将其2.00亿元出资无偿转让给余干国资办；干越砂石将其0.70亿元出资无偿转让给余干国资办。
2022年12月	余干县国资办以货币形式出资，实际缴纳出资款2.70亿元。

资料来源：公司审计报告及公开资料，东方金诚整理

2021年11月以前，公司仅承担上饶市余干县零星基础设施项目建设。2021年11月，根据《关于余干县国有资产监督管理委员会相关国有股权划转的通知》，余干县国资办将其持有的余干城投等企业股权无偿划入公司，公司成为余干县最重要的基础设施建设主体，主要负责余干县范围内的基础设施建设，同时从事砂石开采、担保及墓地开发等业务。

截至2023年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共6家，详见图表2，较2022年末增加3家。

图表2 截至2023年末公司纳入合并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	取得时间
余干县城市建设投资开发集团有限公司	余干城投	6800	73.53 ¹	划拨	2021年
余干县宜居建设实业有限公司	余干宜居	10000	100.00	划拨	2021年
余干县绿色人文服务有限公司	余干人文	5000	100.00	划拨	2021年
余干县山水林业发展有限公司	山水林业发展	20000	100.00	投资设立	2023年
余干县惠城公共设施运营管理有限公司	惠城运管	20000	100.00	投资设立	2023年
余干县交投公路基础设施开发有限公司	公路开发公司	150000	100.00	非同一控制下合并	2023年

资料来源：公司审计报告及公开资料，东方金诚整理

¹ 2022年5月更为现名。余干城投与国开发展基金有限公司、中国农发重点建设基金有限公司签订了借款合同，其中国开发展基金有限公司持有余干城投13.2353%的股权，中国农发重点建设基金有限公司持有13.2353%的股权，公司持有剩余全部股权，实际对余干城投100%控股。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司发行的“23 余干发展债 01/23 余发 01”和“23 余干发展债 02/23 余发 02”暂未到还本付息日；“23 余干发展债 01/23 余发 01”的募集资金已使用 4.92 亿元；“23 余干发展债 02/23 余发 02”的募集资金已使用 3.79 亿元。

“23 余干发展债 01/23 余发 01”由江西省融资担保集团有限责任公司（以下简称“江西担保集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。“23 余干发展债 02/23 余发 02”由江西省信用融资担保集团股份有限公司（以下简称“江西信用担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

个体信用状况

行业分析

城投行业政策重心转向系统性化债新阶段，城投债融资逐步趋严，发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资将更多向强区域、强主体倾斜

2023 年以来，城投行业政策在坚守严禁新增隐性债务的底线不变前提下，重心逐步转向以“一揽子化债”为主的系统性化解债务新阶段。国家及地方层面为有序降低高负债地区风险水平，采取了包括发行特殊再融资券、债务展期重组及专项债券管理强化等措施。2023 年城投债全年发行有所回升、净融资小幅增长，但四季度以来受特殊再融资债券置换及新增融资审批趋严等影响净融资明显收缩，且发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资更多向强区域、强主体倾斜。

2024 年预计“一揽子化债”与监管政策收紧仍是主基调，城投债市场将仍以稳控为主线，融资端表现可能趋于收紧，发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投行业信用风险总体可控但分化加剧，市场化转型成必然趋势，应深耕区域特色，谋求稳健发展

2024 年，随着“一揽子化债”措施继续落地，地方债务风险逐步缓释，城投行业信用风险总体可控，预计城投公司公募债违约的概率依然很低。但隐性债务控制与化解压力、土地市场疲软、融资难度增加以及到期债务高峰等因素，共同推高了部分城投公司的信用风险，尤其是尾部企业面临更大的偿债挑战。

当前环境下，市场化转型已成为城投公司的必由之路，以适应监管政策变迁、市场调整及经济增长方式的转变。一方面，“一揽子化债”政策的推行有效地缓解了地方债务危机，城投公司得以暂时解决流动性紧张的问题，进而腾出资源和精力专注于自身的战略转型。另一方面，在融资政策的持续收紧以及宏观经济向高质量发展阶段转变的背景下，城投公司面临的不仅是化解债务的紧迫任务，更是发展模式的根本转型。与此同时，城投公司转型应依托城市、赋能城市，充分考虑所在区域的发展阶段和产业特点，避免非理性扩张带来的经营风险。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入继续下降，仍主要来源于基础设施建设和砂石开采业务，毛利润及毛利率均有所下降

依托划拨而来的余干城投等 3 家直接控股子公司，公司主要负责余干县范围内的基础设施建设业务，同时从事砂石开采及墓地开发等业务。

图表 3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	6.50	100.00	5.40	100.00	4.66	100.00
基础设施建设	2.38	36.53	3.96	73.30	3.71	79.59
砂石开采业务	3.96	60.87	1.12	20.68	0.68	14.67
其他	0.17	2.59	0.32	6.02	0.27	5.74
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	3.51	54.03	1.21	22.46	0.91	19.43
基础设施建设	0.31	13.04	0.42	10.57	0.47	12.78
砂石开采业务	3.23	81.68	0.74	66.08	0.50	72.96
其他	-0.03	-17.70	0.06	17.39	-0.07	-25.33

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司营业收入有所下降，主要来自于基础设施建设业务和砂石开采业务。其中基础设施建设业务收入受项目完工及结算进度影响有所下降；砂石开采业务收入受销量下降影响而减少。公司其他收入主要包括担保及墓地开发等业务，在营业收入中占比相对较低。公司毛利润主要来自于砂石开采业务，受其他业务成本上升影响，公司综合毛利率亦随之下降。

基础设施建设

作为余干县最重要的基础设施建设主体，公司承担了县内较大规模的基础设施建设项目，业务区域专营性很强

公司作为余干县最重要的基础设施建设主体，受相关政府部门的委托，公司主要负责余干县的基础设施项目建设，业务区域专营性很强。

公司基础设施建设业务主要由公司本部、子公司余干城投负责，业务模式主要为委托代建和自建自营。公司基础设施建设项目主要采用委托代建模式，委托代建项目均与余干县人民政府签订了委托代建协议，公司具体负责代建项目的融资与建设管理，资金来源于自有资金和外部融资。按照协议约定，待项目完工后，公司将完工项目进行移交，余干县人民政府验收后按项目实际建设成本加成一定比例与公司进行结算，公司据此确认收入并结转成本。公司采用自建自营模式的项目为“23 余干发展债 01/23 余发 01”和“23 余干发展债 02/23 余发 02”的募投项目，计划通过安置房出售收入、配套商业设施出售收入等覆盖项目成本。

自成立以来，公司本部仅从事零星项目建设，基础设施建设业务主要依托划拨而来的余干城投等子公司。余干城投陆续承担了余干县城东南片区（二期）棚户区（城中村）安置房建设项目和余干县琵琶湖公园建设项目等项目建设，这些项目的建成对改善余干县城区域面貌，改

善居民生活水平发挥了重要作用。2023年，公司确认基础设施建设收入3.71亿元，受项目完工进度影响有所下降。

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

公司主要在建项目包括余干县滨园小区安置房建设项目、建档立卡贫困村基础设施建设、余干县琵琶湖公园建设项目、余干县城东南片区（二期）棚户区（城中村）安置房建设项目及省道S208谢岗线余干县公路改建工程等道路工程及余干县土地开发项目。上述项目合计计划总投资58.26亿元，截至2023年末已投资49.12亿元，尚需投资9.14亿元。

图表4 截至2023年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目	项目业主	计划总投资	累计投资	尚需投资
余干县滨园小区安置房建设项目*	余干宜居	133803.01	90888.32	42914.69
建档立卡贫困村基础设施建设	余干城投	75827.00	73052.37	2774.63
余干县琵琶湖公园建设项目	余干城投	69211.00	67134.67	2076.33
余干县城东南片区（二期）棚户区（城中村）安置房建设项目	余干宜居	65743.46	45950.84	19792.62
省道S208谢岗线余干县公路改建工程	余干城投	61388.50	59546.84	1841.66
余干县产业园区路网建设改造项目	余干城投	36839.60	35734.41	1105.19
余干县市政道路改造工程项目	余干城投	28451.93	25698.24	2753.69
余干县市政道路工程项目	余干城投	27255.50	25965.80	1289.70
余干县城东北片区县城城镇道路项目	余干城投	84079.17	67194.51	16884.66
合计	-	582599.17	491166.00	91433.17

注：带“*”项目为“23余干发展债01/23余发01”和“23余干发展债02/23余发02”募投项目；

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2023年末，公司拟建项目主要包括余干县城北片区棚户区（城中村）安置房建设项目，安置户数为545户，计划总投资为5.76亿元。总体来看，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

砂石开采业务

公司是县内唯一砂石开采公司，砂石开采业务区域专营性很强；砂石开采业务毛利率水平较高，是公司利润的主要来源，但受市场环境及砂石总控采量下降影响，跟踪期内，公司砂石销量及销售收入有所下降

公司砂石开采业务主要由余干城投下属子公司干越砂石负责经营。干越砂石是余干县唯一的砂石开采公司，主要开发河道位为信江余干段，业务区域专营性很强。

干越砂石所产砂石主要销往本县及周边县市，客户以余干县内建材企业为主。2023年，公司砂石开采业务前五名销售客户分别为余干县荣青商砼有限公司、余干县恒胜建筑材料销售有限公司、江西隆霆建设工程有限公司余干县第二分公司、江西联顺硅业有限公司和鄱阳县凰盛砂石公司。

近年来，为响应国家环保号召，公司逐渐减少运营的砂场，采砂量逐年下降，营业收入和营业成本下降。截至2023年末，公司共拥有13个沙场，2023年，公司销售砂石78.21万吨，形成砂石开采收入0.68亿元，毛利润为0.50亿元。

企业管理

截至 2023 年末，公司注册资本和实收资本均为 2.70 亿元；余干县国资办为公司唯一股东及实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构未发生重大变化；公司职能部门有所调整，公司设立了综合办公室、融资一部、融资二部、财务部、前期工程部、工程部和资产运营部 7 个职能部门。

财务分析

财务质量

公司提供了 2023 年合并财务报表。中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务数据进行审计并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换会计师事务所。

截至 2023 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共有 6 家（见图表 2），较上年增加 3 家。

资产构成与资产质量

公司资产总额快速增长，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货及其他应收款占比较高，整体资产流动性依然较弱

公司资产总额快速增长，结构上以流动资产为主，2023 年末占比为 72.94%。

图表 5 公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
资产总额	128.72	161.31	200.86
流动资产	100.03	121.45	146.50
货币资金	11.85	6.68	7.30
其他应收款	35.64	47.60	48.90
存货	51.09	61.56	80.71
非流动资产	28.69	39.85	54.36
长期股权投资	16.16	16.10	16.36
固定资产	6.33	4.58	10.78
无形资产	0.51	13.82	21.83

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款未含应收股利及应收利息，东方金诚整理

公司流动资产呈增长趋势，主要由存货、其他应收款和货币资金构成。跟踪期内，公司货币资金有所增长，主要为银行存款。2023 年末，货币资金 7.30 亿元，其中受限货币资金为 0.34 亿元，主要为银行保证金。跟踪期内，公司其他应收款略有增加，公司其他应收款前五名分别为余干县财政局（13.59 亿元）、余干县国资办（5.11 亿元）、厚辉建设（4.13 亿元）、余干县房屋征收补偿服务中心（2.83 亿元）和余干县主要公路沿线改善人民环境建设指挥部（2.30 亿元）。公司存货主要为项目开发成本、待开发土地及墓地构成，2023 年末大幅增加系新增土地使用权及项目建设的投入增加所致；2023 年末，公司存货中包括项目开发成本 53.62 亿元，待开发土地使用权 24.89 亿元及余干人文的墓地 2.20 亿元。截至 2023 年末，待开发土地均来自于招拍挂，土地性质均为出让；其中账面价值 0.18 亿元的土地暂未办理权证。

近年来，公司非流动资产保持增长，主要由长期股权投资、固定资产和无形资产构成。其

中，公司长期股权投资主要为对联营企业投资，截至 2023 年末，公司长期股权投资主要为对于余干农垦集团有限公司（以下简称“余干农垦集团”）（10.23 亿元）、耀德建设（2.09 亿元）和厚辉建设（3.15 亿元）的股权投资。公司固定资产主要为政府无偿划入及公司购入的房屋建筑物，2023 年末规模增加主要系创新创业产业园由存货调整到固定资产科目核算所致。2023 年末，无形资产大幅增加主要系公司新增林权所致。

截至 2023 年末，公司受限资产规模为 33.42 亿元，占资产总额的比例为 16.64%，主要为受限的存货 11.65 亿元、无形资产 11.29 亿元、固定资产 10.13 亿和货币资金 0.34 亿元。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益及资本公积均略有增长

跟踪期内，公司所有者权益略有增长，主要是经营利润的累积和股东增资所致。2023 年末，公司实收资本较上年末无变化，仍为 2.70 亿元。资本公积主要由股东及相关各方历年注入的货币资金、房屋建筑物及股权构成；2023 年资本公积略有增长主要系子公司余干人文墓地评估价值有所增加所致。未分配利润为公司历年利润的累积。

图表 6 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
所有者权益	66.63	66.77	67.76
实收资本	1.00	2.70	2.70
资本公积	55.51	52.91	54.31
未分配利润	9.92	10.96	10.32

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额大幅增长，以非流动负债为主

受在建项目的推进及债券发行影响，公司负债规模大幅增长。结构上，公司负债总额以非流动负债为主。同期末，公司流动负债有所增长，仍主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

其他应付款主要为公司与当地政府单位和国有企业的往来款，2023 年末受应付往来款尚未结算所致影响大幅增加。2023 年末应付对象前五名主要为余干农垦集团（10.25 亿元）、水面承包费（6.08 亿元）、余干县振兴农业发展有限公司（3.96 亿元）、林权流转费（3.61 亿元）和余干县财政局（3.09 亿元），占其他应付款总额的 61.39%。公司一年内到期的非流动负债略有下降，2023 年末主要由一年内到期的长期借款（7.52 亿元）、一年内到期的其他非流动负债（1.96 亿元）、一年内到期的长期应付款（0.33 亿元）和一年内到期的应付债券（0.29 亿元）构成。

图表 7 公司负债构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
负债总额	62.09	94.54	133.10
流动负债	15.01	40.83	61.22
其他应付款	4.94	24.13	43.98
一年内到期的非流动负债	4.94	10.47	10.09
非流动负债	47.08	53.70	71.88
长期借款	27.06	32.78	41.42
应付债券	0.00	0.00	10.00
其他非流动负债	18.92	14.74	11.44
长期应付款	1.10	4.40	6.92

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

跟踪期内，公司非流动负债大幅增长，主要由长期借款、应付债券、其他非流动负债和长期应付款构成。公司长期借款有所增长，2023 年末，公司长期借款（包含一年内到期部分）中抵押借款 26.91 亿元，抵押物主要为土地使用权；保证借款 12.95 亿元；质押借款 9.00 亿元，质押物主要为采矿权及政府购买服务的应收账款。公司应付债券主要为 2023 年发行的“23 余干发展债 01/23 余发 01”和“23 余干发展债 02/23 余发 02”。公司其他非流动负债随着逐步到期有所减少，主要由中国农发重点建设基金投资有限公司（以下简称“农发基金”）的借款（2.27 亿元，利率介于 1.20%~2.80%）和上饶市城市建设开发集团有限公司（5.35 亿元，利率为 4.90%）、江西省行政事业资产集团有限公司（4.34 亿元，利率为 4.90%）转贷款构成。公司长期应付款主要为融资租赁款（0.76 亿元）和项目专项债（6.48 亿元），有所增长系公司新增安置房建设等项目所致。

跟踪期内，公司全部债务大幅增长，随着在建项目投资的推进，预计全部债务及负债率将维持较高水平

受项目融资需求增加及债券发行等因素影响，跟踪期内，公司全部债务大幅增长。2023 年末，公司短期有息债务占全部债务的比重为 15.58%，存在一定的短期偿付压力。同期，公司资产负债率有所上升。随着在建项目投资的推进，预计公司全部债务及负债率将维持较高水平。

图表 8 公司全部债务情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
全部债务	39.55	64.49	82.66
其中：长期有息债务	33.11	51.92	69.78
短期有息债务	6.44	12.77	12.88
资产负债率	48.24	58.61	66.26

资料来源：公司合并财务报表和公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司对外担保余额为 20.75 亿元，担保比例为 30.63%，被担保方为当地国企余干县振兴农业发展有限公司、余干县赣越资产经营有限公司及余干县益顺农业开发有限公司，且目前经营正常，公司担保代偿风险整体可控。

盈利能力

公司营业收入有所下降，利润对财政补贴的依赖程度大幅提升，主要盈利指标仍处于较低水平，盈利能力依然较弱

跟踪期内，公司营业收入有所下降，营业利润率大幅下降。公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2023年，期间费用在营业收入中占比大幅上升，期间费用大幅增加系利息费用和管理费用有所增加所致。公司成立至今，持续获得余干县人民政府对公司及子公司基础设施建设的财政补贴，补贴金额视每年承担的工程量决定，2023年较上年有所增长。公司总资本收益率和净资产收益率维持较低水平。总体来看，公司盈利能力依然较弱。

图表9 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

科目	2021年	2022年	2023年
营业收入	6.50	5.40	4.66
营业利润率	52.05	21.46	14.34
期间费用	1.22	3.08	4.24
期间费用/营业收入	18.79	57.03	90.91
利润总额	2.08	1.09	0.68
其中：财政补贴	0.58	3.54	4.56
净利润	1.50	1.04	0.55
总资本收益率	1.79	2.63	2.33
净资产收益率	2.25	1.56	0.81

资料来源：公司合并财务报表和公司提供，东方金诚整理

现金流

公司筹资前现金流持续为净流出，资金来源对筹资活动依赖较大，现金流状况仍欠佳

受项目建设进度加快，2023年公司经营性现金流流入和流出规模均大幅上升，公司经营活动现金流入主要为基础设施项目回款、砂石开采业务款和往来款等形成的现金流入；现金收入比率有所下降，收入回款情况较差；经营活动现金流出主要为支付的基础设施建设成本和往来款等形成的现金流出。总体看来，公司经营性现金流持续净流出，流入对主营业务回款和往来款依赖较大，未来存在一定的不确定性。

图表10 公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2021年	2022年	2023年
经营活动现金流入	10.16	24.09	44.65
现金收入比率（%）	70.48	23.86	20.15
经营活动现金流出	23.31	36.73	49.61
经营活动产生的现金流量净额	-13.15	-12.64	-4.96
投资活动现金流入	0.06	0.35	0.0002
投资活动现金流出	0.83	5.93	7.10
投资活动产生的现金流量净额	-0.77	-5.57	-7.10

图表 10 公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2021 年	2022 年	2023 年
筹资活动现金流入	22.77	21.82	33.40
筹资活动现金流出	12.07	9.68	20.17
筹资活动产生的现金流量净额	10.70	12.14	13.23
现金及现金等价物净增加额	-3.21	-6.07	1.17

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

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等形成的现金流出。2023 年公司投资活动现金流出规模较高主要为偿还银行借款与债券所形成的现金流出，公司投资性净现金流持续为负。

公司筹资活动现金流入主要为股东注资、取得银行借款和融资租赁款所形成的现金流入，大幅增加主要系公司新增银行借款所致；筹资活动现金流出主要用来偿还债务本息所形成的现金流出，大幅增加主要系公司偿还到期债务本金及利息所致。受融资进度影响，公司筹资性净现金流有所增长。总体来看，公司筹资前现金流持续为负，资金来源对筹资活动依赖较大。

跟踪期内，公司现金及现金等价物净增加额由负转正，但规模较小，现金流状况一般。

偿债能力

考虑到公司承担了余干县范围内的基础设施建设，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，但主要偿债指标表现较弱，公司自身的偿债能力一般

从短期偿债能力指标来看，公司流动比率、速动比率及现金比率均有所下降，同时考虑到流动资产中变现能力较弱的存货及其他应收款占比较高，资产流动性较弱；公司货币资金短债比 2022 年略有增长。公司经营性现金流持续流出，对于流动负债未能形成有效覆盖。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱，对利息可形成一定覆盖。

图表 11 公司偿债能力指标及债务期限结构情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
流动比率（%）	666.35	297.45	239.29
速动比率（%）	325.99	146.68	107.46
现金比率（%）	78.96	16.36	11.92
货币资金短债比（倍）	1.84	0.52	0.57
经营现金流动负债比率（%）	-87.57	-30.96	-8.10
长期债务资本化比率（%）	33.20	43.74	50.74
全部债务资本化比率（%）	37.25	49.21	54.95
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	1.59	1.38
全部债务/EBITDA（倍）	14.23	16.79	18.77

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 2023 年末，公司 2024 年到期债务规模为 12.88 亿元（包括到期债务本金及利息），计划通过经营性现金流入、新增融资等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，公司经营性净现金流入为负，对公司债务保障程度较弱。公司备用流动性一般，间接融资方面，截至 2023 年末，公司获得银行、金融租赁公司等多家金融机构综合授信 69.64 亿元，已使用授信规模合

计 51.64 亿元，尚未使用额度 18.00 亿元；直接融资方面，公司暂无储备的债券批文。

公司承担了余干县范围内的基础设施建设，业务区域专营性、稳定性及可持续性均很强，但公司主要偿债能力指标相对较弱，整体来看，公司自身的偿债能力一般。

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信息报告（银行版），截至 2024 年 5 月 6 日，公司本部已结清及未结清业务中均无不良/关注类贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券本息尚未到兑付日。

外部支持

支持能力

宏观经济与政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模

同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的1万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

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，经济保持快速发展，经济实力依然很强

2023年，上饶市经济保持快速发展，实现地区生产总值3401.6亿元，增速6.7%，经济实力依然很强。跟踪期内，上饶市工业经济稳健增长，规上工业营业收入达5623.5亿元，位居全省第二，同比增长15.7%；其中光伏新能源和有色金属发展势头较好，有色金属产业突破2100亿元、光伏新能源产业突破1500亿元。同期，上饶市晶科“智慧大工厂”、蜂巢能源二期、海优威光伏胶膜三期、江铜铜箔等优强项目建成投产，吉利商用车、光腾微纳、康佳智能制造等优强项目快速推进。此外，2023年，上饶市旅游业发展势头强劲，望仙谷、葛仙村、篁岭、婺女洲、月亮湾等网红景区贡献突出，全年接待游客2.3亿人次，实现旅游综合收入2351亿元，均保持全省首位。金融业方面，2023年末，上饶市金融机构人民币各项存款余额5899.3亿元，同比增长9.4%；人民币各项贷款余额5463.7亿元，同比增长13.8%。

图表 12 上饶市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3043.5	9.0	3309.7	5.1	3401.6	6.7
人均地区生产总值(元)	47081	9.6	51425	5.6	53020	7.0
规模以上工业增加值	-	12.0	-	9.1	-	14.0
第三产业增加值	1525.7	10.0	1659.5	4.3	1759.70	4.6
全社会固定资产投资	-	11.3	-	8.6	-	3.0
社会消费品零售总额	1448.9	17.9	1533.7	5.9	1637.3	6.8
进出口总额	318.60	24.0	497.60	56.2	554.70	13.4
房地产开发投资	225.2	2.6	202.7	-10.0	207.4	16.8
三次产业结构	10.4: 39.5: 50.1		10.0: 39.8: 50.2		9.8: 38.5: 51.7	

资料来源：上饶市 2021 年~2023 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

据初步统计，2024 年一季度，上饶市地区生产总值 778.4 亿元，同比增长 6.8%；其中第二产业增加值 310.1 亿元，同比增长 11.2%；第三产业增加值 421.6 亿元，同比增长 4.5%。

跟踪期内，上饶市一般公共预算收入保持增长，税收收入占比维持稳定，财政实力依然很强；但政府性基金收入因土地市场不景气，继续下降

2023 年，上饶市一般公共预算收入保持增长，同比上升 7.9%；其中税收收入占比 67.8%，与上年基本持平。由于土地市场不景气，上饶市土地出让收入下降较多，2023 年完成政府性基

金收入 244.10 亿元，同比下降 12.6%；未来该项收入的实现易受宏观政策、政府规划及市场波动等因素影响而存在一定的不确定性。

图表 13 上饶市财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政收入	602.40	530.10	514.80
一般公共预算收入	236.00	250.90	270.70
其中：税收收入	160.80	168.80	183.40
政府性基金收入	366.40	279.20	244.10
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	1171.70	1226.00	1168.20
一般公共预算支出	752.10	793.80	814.80
政府性基金支出	419.60	432.20	353.40
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	1171.70	1226.00	1168.20
财政自给率	31.38	31.61	33.22
地方债务限额	983.39	1233.48	1354.88
地方债务余额	869.16	1118.19	1328.14
政府负债率	28.56	33.79	39.04
政府债务率	-	-	-

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：2021~2023 年上饶市财政预算执行情况，东方金诚整理

2023 年，上饶市一般公共预算支出规模有所增长，增速为 2.6%；政府性基金支出规模大幅下降。同期，上饶市财政自给率²为 33.22%，一般公共预算收入对支出的保障程度仍有待提升。

截至 2023 年末，上饶市地方政府债务限额为 1354.88 亿元，其中一般债务限额 455.99 亿元，专项债务限额 898.89 亿元；地方政府债务余额 1328.14 亿元，其中一般债务余额 444.67 亿元，专项债务余额 883.47 亿元。政府债务管理方面，上饶市人民政府不断完善政府债务风险防控机制，先后出台了《上饶市地方政府专项债券管理使用暂行办法》、《上饶市金融突发事件应急预案》等制度，且每年按时披露举借政府债务情况说明、政府债券还本付息预算情况、政府债务预算情况等。

据初步统计，2024 年 1~3 月，上饶市一般公共预算收入 107.24 亿元，同比增长 3.8%，其中税收收入 68.91 亿元，同比增长 0.3%；非税收入 38.33 亿元，同比增长 10.6%；一般公共预算支出 243.02 亿元，同比增长 1.4%。

2. 余干县

跟踪期内，余干县农业、旅游业发展良好，工业上逐步形成了汽车、摩托车配件产业等主导产业，整体经济实力仍较强

2023 年，余干县地区生产总值持续增长，增速为 6.4%，经济实力仍较强。2023 年，余干

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%。

粮食播面跃升全省第三，粮食总产 18.5 亿斤；余干辣椒、余干芡实入选全国名特优新产品。1 家企业成功创建国家级水产健康养殖和生态养殖示范区，2 家企业被认定为国家畜禽养殖标准化示范场。余干县作为农业大县，工业基础较为薄弱。余干县锚定华东地区规模最大汽摩配件基地的定位，积极引进相关企业，逐步形成了汽车、摩托车配件产业等主导产业。2023 年，全年规上工业营收 240 亿元，增长 21.92%，增幅全市第 1、全省第 3；规上工业增加值增长 13.9%。2023 年，汽摩配产业园四期标准厂房当年建设、当年交付，厂房利用率达 87.6%，列全市第二；新引进 38 家汽摩配企业，当年投产 21 家，入园投产汽摩配企业总数达 120 家，主营业务收入达 80 亿元，带动就业岗位 1.5 万多个。荣恩轮毂企业入园三年，连续增资扩产三期，年产值近 10 亿元。

图表 14 余干县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	238.52	8.7	259.45	5.3	-	6.4
人均 GDP（元）	-	-	-	-	-	-
规模以上工业增加值	-	12.0	-	9.2	240.00	13.9
全社会固定资产投资	-	11.3	-	8.4	-	-
社会消费品零售总额	104.66	17.7	110.28	5.4	118.40	7.4
三次产业结构	22.3: 29.7: 48.0		21.5: 31.0: 47.5		-	

资料来源：2021~2022 年余干县国民经济和社会发展公报和余干县 2023 年经济社会发展巡礼，东方金诚整理

在商贸业和旅游业的推动下，余干县第三产业发展较快。2023 年，全社会消费品零售总额 118.4 亿元，增长 7.4%，增幅全市第 2。旅游业方面，余干县拥有国家 4A 级旅游景区 2 个，国家 3A 级旅游景区 1 个，“余干县城-鄱阳湖生态家园-忠义文化园景区-大明花海”被评为国家级的休闲农业和乡村旅游精品路线。

余干县一般公共预算收入平稳增长，政府性基金收入大幅增长，持续获得上级政府较大力度的财政支持，财政实力仍较强

2023 年，余干县一般公共预算收入平稳增长，增速为 7.40%，以税收收入为主；政府性基金收入主要来自于国有土地出让收入，2023 年大幅增长，政府性基金收入受房地产市场波动、政府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。

图表 15 余干县财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政收入	29.30	21.34	29.82
一般公共预算收入	12.52	13.21	14.18
其中：税收收入	9.27	9.00	8.61
政府性基金收入	16.78	8.13	15.63
2 上级补助收入	38.93	42.68	-
列入一般公共预算的上级补助收入	38.58	41.88	-
列入政府性基金的上级补助收入	0.35	0.80	0.52
财政收入（1+2）	68.23	64.01	-

1 地方财政支出	83.92	84.80	87.95
一般公共预算支出	56.87	60.22	64.19
政府性基金支出	27.05	24.58	23.76
2 上解上级支出	4.83	3.65	2.19
财政支出 (1+2)	88.75	88.44	90.14
财政自给率	22.01	21.93	22.09
地方债务限额	69.17	87.59	93.34
地方债务余额	62.63	80.45	91.65
政府债务率	91.80	125.67	-
政府负债率	26.26	31.01	33.05

注:财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出;政府债务率=地方债务余额/(一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入)

资料来源:余干县 2021 年~2022 年财政决算报告及 2023 年财政预算执行情况报告,东方金诚整理

财政支出方面,2023 年,余干县一般公共预算支出较上年有所增长,主要系加大对乡镇、村级转移支付力度、融媒体中心人员转隶增加支出和县医院中医院退休人员进机关事业单位养老保险,抚恤提标扩围增加原因导致。2023 年,余干县政府性基金支出略有下降,其中主要为城乡社区支出、国有土地使用权出让收入安排的支出和其他地方自行试点项目收益专项债券收入安排的支出。

政府债务方面,截至 2023 年末,余干县政府债务余额 91.65 亿元,其中专项债务余额 62.35 亿元、一般债务余额 29.30 亿元。债务管控方面,余干县政府按照“明确责任、规范管理、防范风险、公开透明”的原则,构建举借有度、偿还有方、管理有序、监管有力的政府性债务监管体制,确保全县政府性债务规模合理、风险可控、使用规范,切实防范化解财政金融风险。

综上所述,东方金诚对上饶市、余干县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较强的综合实力,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

公司作为余干县最重要的基础设施建设主体,在财政补贴方面得到了股东及相关各方的大力支持

余干县的主要基础设施建设及国有资产运营主体包括公司及余干县国有资产经营有限公司(以下简称“余干国资”)。其中,公司是当地最重要的基础设施建设主体;余干国资主要负责当地国有资产经营及房产租赁。总体来看,余干县区域平台公司职能区分较为清晰,跟踪期内,公司作为余干县最重要的基础设施建设主体,在财政补贴方面得到股东及相关各方的支持。2023 年,公司收到的财政补贴为 4.56 亿元。

考虑到公司在余干县的基础设施建设领域中发挥重要作用,股东及相关各方将继续给予公司有力支持,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、余干县的地区经济及财政实力、股东及相关各方对公司的具体支持进行了综合判断,认为股东及相关各方对公司的支持作用较强。

增信措施

江西担保集团为“23 余干发展债 01/23 余发 01”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

江西担保集团成立于 2012 年，是在江西省 7 家担保公司基础上组建成立的省级担保机构，初始注册资本为 10.00 亿元。2019 年 3 月，江西省财政厅下属企业江西省财政投资集团有限公司（以下简称“江西财投集团”）以货币资金形式向江西担保集团新增注册资本 20.00 亿元，江西担保集团的实收资本达到 30.00 亿元，于 2020 年 4 月完成工商变更。2022 年 5 月，江西财投集团、江西省财惠通实业有限公司及江西省财政厅以货币资金形式分别向江西担保集团新增注册资本 12.60 亿元、1.40 亿元和 6.00 亿元，均已缴足。截至 2023 年末，江西担保集团的注册资本及实收资本均增至 50.00 亿元；江西财投集团持有其 74.05% 股权，江西省财政厅为其实际控制人。

江西担保集团资本实力在江西省内融资担保公司中保持前列，竞争优势明显。同时，作为江西省融资担保体系建设的核心成员，江西担保集团通过子公司赣财再担保承担政府性融资担保体系建设职能，并负责对接国家融资担保基金，在省内担保行业中地位突出。近年来，江西担保集团担保业务快速发展，截至 2023 年末，其直接担保业务余额为 612.41 亿元，再担保业务余额为 996.34 亿元。2023 年，江西担保集团实现营业收入 5.57 亿元。

得益于良好的银保合作关系，江西担保集团批量化贷款担保业务和债券担保业务发展较快，推动担保业务收入稳步上升；江西担保集团子公司赣财再担保系江西省内唯一对接国家融资担保基金的省级再担保机构，2023 年末纳入再担保体系的机构达 99 家，再担保业务基本实现省内全覆盖，对省内再担保体系构建发挥着重要作用；江西担保集团资金运用以银行存款为主，流动性资产和货币类资产占比较高，为其代偿提供了较强保障；作为江西省财政厅实际控制的省级融资性担保机构，江西担保集团承担建设全省政府性融资担保体系的职责，在江西省政府性融资担保体系中地位突出，在资本补充、风险补偿方面能够得到江西省财政厅的大力支持。

东方金诚也关注到，江西担保集团融资性担保业务客户所处行业以工业、批发零售业、建筑业、租赁和商务服务业为主，行业集中度较高；江西担保集团大额融资性担保业务及“银担经营快贷”等批量化担保业务风险有所暴露，新增代偿规模较高，累计代偿回收率处于同业较低水平，面临较大处置回收压力和损失风险；受担保费率偏低、准备金支出规模较大影响，江西担保集团整体盈利能力偏弱。

综上所述，东方金诚评定江西担保集团主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。江西担保集团为“23 余干发展债 01/23 余发 01”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

江西信用担保为“23 余干发展债 02/23 余发 02”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用

江西信用担保成立于 2008 年 11 月，原名为江西省信用担保股份有限公司，是由江西省人民政府授权江西省财政厅管理的省级担保机构，初始注册资本为 20.00 亿元，江西省行政事业资产集团有限公司持股 99.99%。2020 年 7 月，江西信用担保的唯一出资人变更为江西省金融控股集团有限公司（以下简称“江西金控”）。2021 年，江西信用担保陆续收到江西金控注入

的现金增资 4.85 亿元、江西省普惠融资担保有限公司的股权增资 6.30 亿元以及利润转增股本 3.20 亿元，江西信用担保的实收资本增加 14.35 亿元至 34.35 亿元。2022 年，江西信用担保启动新一轮增资扩股，与江西金控以及景德镇市国有运营投资控股集团有限公司等 12 家国有企业签订投资入股协议，募集资金 16.59 亿元，均为货币出资；同年 12 月，江西金控将江西信用担保股权划转至全资子公司江西省金控投资集团有限公司。截至 2023 年末，江西信用担保实收资本为 50 亿元，实际控制人为江西省人民政府。

江西信用担保凭借覆盖江西全省的业务网络及与当地银行良好的合作基础，资本实力、业务规模均位列江西省前列，区域竞争优势很强；江西信用担保持续在资本补充方面获得股东支持，2021 年以来累计增资 30 亿元，截至 2023 年末江西信用担保实收资本为 50 亿元，资本实力较强，为其各项业务发展提供很强支撑；江西信用担保资产流动性较好、准备金计提充足，且担保代偿率保持较低水平，整体风险抵御能力很强；江西信用担保是经江西省人民政府批准成立的省级国有担保公司，实际控股股东为江西金控，实际控制人为江西省人民政府，江西信用担保能在资本补充、业务开展、风险代偿等方面获得股东持续支持。

同时，东方金诚关注到，江西信用担保新增债券担保客户以城投企业为主，受监管政策趋严、融资环境收紧等因素影响，江西信用担保担保业务增速或将放缓；江西信用担保在保客户以租赁和商务服务业、建筑业及相关行业为主，行业和客户集中度较高，且部分存量涉房非融资担保业务和委托贷款面临一定信用风险；江西信用担保部分贷款担保反担保物处置顺序劣后于合作银行，使得应收代偿款处置周期拉长，清收难度亦加大。

综上所述，东方金诚评定江西信用担保主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。江西信用担保为“23 余干发展债 02/23 余发 02”的本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

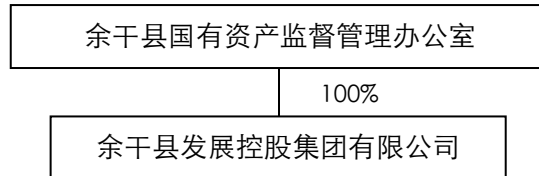
东方金诚认为，跟踪期内，公司继续负责余干县范围内的基础设施建设，业务仍具有很强的区域专营性；同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司在建及拟建项目投资尚需规模较大，仍面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性依然较弱；公司全部债务大幅增长，随着在建项目投资的推进，预计全部债务及负债率将维持较高水平；公司筹资前现金流持续为大规模净流出，资金来源对筹资活动依赖较大，现金流状况仍欠佳。

跟踪期内，上饶市经济实力很强，余干县农业、旅游业发展良好，工业上逐步形成了汽车、摩托车配件产业等主导产业，整体经济实力仍较强；公司作为余干县最重要的基础设施建设主体，在财政补贴方面继续得到股东及相关各方的支持。江西担保集团对“23 余干发展债 01/23 余发 01”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用；江西信用担保对“23 余干发展债 02/23 余发 02”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

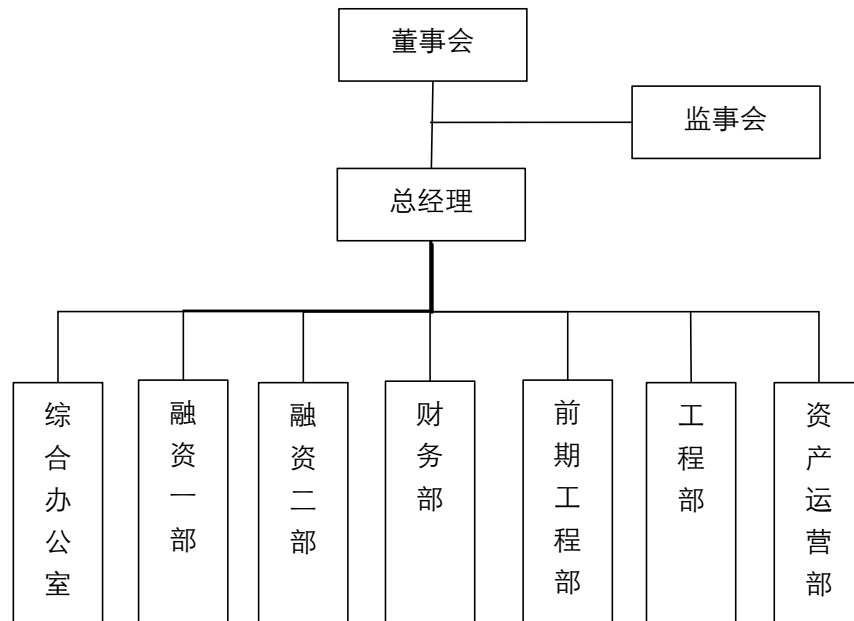
综上所述，公司自身偿债能力一般，股东及相关各方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“23 余干发展债 01/23 余发 01”和“23 余干发展债 02/23 余发 02”到期不能偿还的风险依然极低。

附件一：截至 2023 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	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	128.72	161.31	200.86
存货	51.09	61.56	80.71
其他应收款	35.64	47.60	48.90
长期股权投资	16.16	16.10	16.36
负债总额	62.09	94.54	133.10
长期借款	27.06	32.78	41.42
其他非流动负债	18.92	14.74	11.44
全部债务	39.55	64.69	82.66
其中：短期有息债务	6.44	12.77	12.88
所有者权益	66.63	66.77	67.76
营业收入	6.50	5.40	4.66
净利润	1.50	1.04	0.55
经营活动产生的现金流量净额	-13.15	-12.64	-4.96
投资活动产生的现金流量净额	-0.77	-5.57	-7.10
筹资活动产生的现金流量净额	10.70	12.14	13.23
主要财务指标			
营业利润率（%）	52.05	21.46	14.34
总资本收益率（%）	1.79	2.63	2.33
净资产收益率（%）	2.25	1.56	0.81
现金收入比率（%）	70.48	23.86	20.15
资产负债率（%）	48.24	58.61	66.26
长期债务资本化比率（%）	33.20	43.74	50.74
全部债务资本化比率（%）	37.25	49.21	54.95
流动比率（%）	666.35	297.45	239.29
速动比率（%）	325.99	146.68	107.46
现金比率（%）	78.96	16.36	11.92
货币资金短债比（倍）	1.84	0.52	0.57
经营现金流动负债比率（%）	-87.57	-30.96	-8.10
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	1.59	1.38
全部债务/EBITDA（倍）	14.23	16.79	18.77

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

附件四：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。