



上饶市国有资产经营集团有限公司

2024 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[2024]跟踪 1719 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 26 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+
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。	
评级观点	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和投融资平台，与上饶市政府关联度很高，具有重要地位。同时，中诚信国际关注到公司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。	
评级展望	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。	
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和投融资平台，仍具有重要地位，近年来在股权划转、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，2023年公司获得政府补助0.47亿元。
- **有力的担保措施。**“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

- **面临较大的资本支出压力，业务回款较为滞后。**截至2024年3月末，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2024年3月末，公司短期债务规模为56.55亿元，其占总债务的比重为34.03%，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68.90亿元，共有6笔已出现逾期尚未代偿的担保贷款，合计金额为0.78亿元，公司担保业务面临一定或有负债风险。

项目负责人：桂兰杰 ljgui@ccxi.com.cn
项目组成员：陈依婷 ytchen@ccxi.com.cn
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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	384.95	416.98	428.36	437.62
经调整的所有者权益合计（亿元）	164.17	167.54	169.50	169.75
负债合计（亿元）	220.78	249.44	258.86	267.87
总债务（亿元）	167.06	182.77	164.24	166.16
营业总收入（亿元）	15.07	23.37	25.87	3.03
经营性业务利润（亿元）	3.75	2.97	3.76	0.13
净利润（亿元）	4.39	2.85	2.89	0.07
EBITDA（亿元）	5.74	4.93	5.10	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	8.01	-5.26	9.15	7.04
总资本化比率(%)	50.44	52.17	49.21	49.47
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.64	0.55	0.57	--

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 2022 年、2023 年审计报告以及未经审计的 2024 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，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年和 2024 年一季度财务数据分别采用了 2023 年审计报告、2024 年一季度期末数；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 2024 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,809.74	3,013.22	3,031.76	3,075.36
经调整的所有者权益合计（亿元）	1,216.30	1,226.79	1,232.36	1,233.29
总负债（亿元）	1,555.44	1,757.43	1,799.40	1,842.07
总债务（亿元）	1,398.12	1,523.52	1,500.09	--
营业总收入（亿元）	158.76	160.28	134.14	24.48
经营性业务利润（亿元）	8.62	9.34	11.57	0.70
净利润（亿元）	10.15	12.19	12.34	0.66
EBITDA（亿元）	40.65	34.90	37.31	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.68	1.81	4.09	6.26
总资本化比率(%)	53.48	55.39	54.90	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.73	0.59	0.64	--

注：1、中诚信国际根据公开查询的上饶投控 2022、2023 年审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表整理；其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，其他各期数据均采用报告期末数；2、为准确核算总债务，将上饶投控 2021~2023 年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、由于未获得上饶投控 2024 年 3 月末债务明细数据以及 2024 年一季度现金流量表补充资料，相关指标不适用；4、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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

项目	上饶国资	赣州城投	株洲城建
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	上饶市	赣州市	株洲市
GDP（亿元）	3,401.60	4,606.21	3,667.90
一般公共预算收入（亿元）	270.70	319.59	192.32
所有者权益合计（亿元）	169.50	473.48	466.88
资产负债率（%）	60.43	64.45	66.93
净利润（亿元）	2.89	7.41	4.48

中诚信国际认为，上饶市与赣州市及株洲市的经济财政实力处于可比区间；公司与可比公司均为市国资委实际控制的重要的城市基础设施建设或国有资产运营主体，业务运营实力相当；公司权益规模和净利润均低于比较组平均水平，但财务杠杆处于比较组较低水平。同时，当地政府的支持能力均强，并对上述公司有强或较强的支持意愿。

注：赣州城投系“赣州城市开发投资集团有限责任公司”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。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

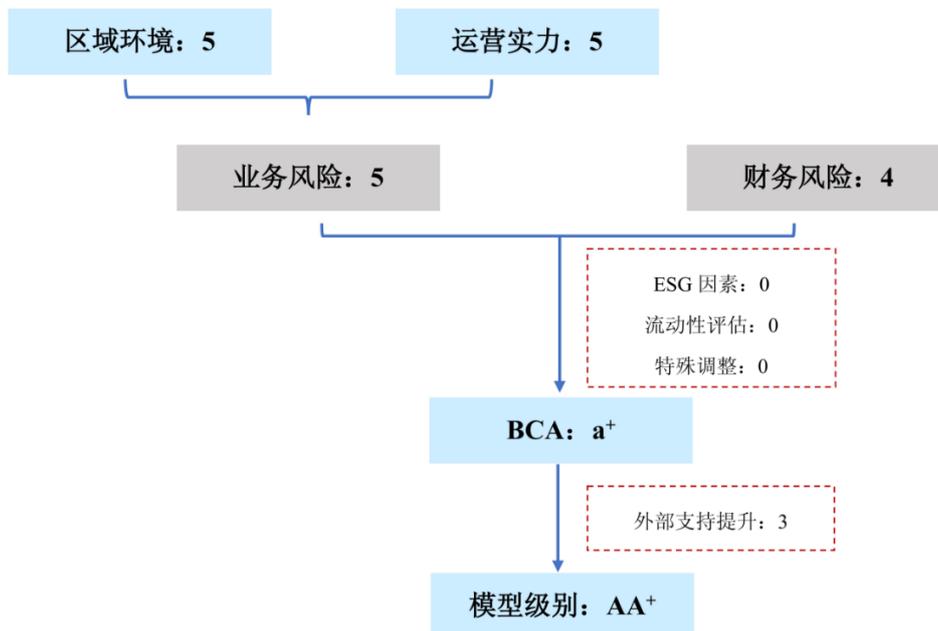
本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 上饶国资 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2023/6/16 至 本报告出具日	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 ⁺	2023/6/16 至 本报告出具日	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

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
上饶国资	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2023/9/11 至本报告出具日

● 评级模型

上饶市国有资产经营集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 上饶市政府支持能力强, 上饶市政府对公司支持意愿强, 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。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基建行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基建企业流动性压力阶段性缓解，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，上饶市经济实力在江西省 11 个地级市中处于中游水平，跟踪期内经济实力稳步提升，潜在支持能力强，但整体债务压力较大，再融资环境一般。

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，具备良好的区位、交通优势；2023 年上饶市政府印发《上饶市制造业重点产业链现代化建设“1269”行动计划（2023-2026 年）》，在聚焦“2+4+N”产业体系的基础上全面提升 12 条制造业重点产业链现代化水平，打造 6 个综合实力和竞争力强的先进制造业集群，随着上饶市产业结构不断优化升级，近年来经济实力稳步提升。2023 年，上饶市实现地区生产总值 3,401.6 亿元，同比增长 6.7%，经济体量在江西省各地级市中处于中游水平。2023 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，但公共财政平衡率仍较低；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，2023 年土地出让收入持续下滑。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 1：近年来上饶市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	3,043.49	3,309.70	3,401.60
GDP 增速（%）	9.00	5.10	6.70
人均 GDP（万元）	4.71	5.14	5.30
固定资产投资增速（%）	11.30	8.60	3.00
一般公共预算收入（亿元）	236.03	250.86	270.70
政府性基金收入（亿元）	366.40	279.20	244.10
税收收入占比（%）	68.13	67.29	67.75
公共财政平衡率（%）	31.38	31.60	33.22
地方政府债务	869.16	1,118.19	1,328.14

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，跟踪期内上饶国资仍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；另外，公司在建及拟建项目投资规模仍较大，项目量较充足，整体来看公司业务稳定性和可持续性很强；但仍需关注在建及拟建项目投资压力较大、自建自营项目后续资金平衡情况以及担保业务可能面临的代偿风险。

表 2：公司 2021~2023 年及 2024 年 1~3 月营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022			2023			2024 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率									
工程建设业务	2.25	14.90	13.04	4.96	21.24	11.29	5.01	19.36	10.43	1.40	46.30	10.43
土地开发业务	1.76	11.65	13.04	4.24	18.14	10.43	5.23	20.21	10.43	0.00	0.00	--
房地产销售业务	4.51	29.93	17.99	6.98	29.87	14.12	7.65	29.58	29.15	0.85	27.94	33.60
租赁业务	1.53	10.16	91.67	1.71	7.33	91.11	2.10	8.13	88.78	0.22	7.33	76.75
担保业务	0.10	0.64	92.67	0.47	2.00	76.01	0.55	2.13	55.77	0.11	3.69	65.79
航空业务	1.35	8.99	-36.69	1.43	6.11	-30.33	1.33	5.13	-40.33	0.00	0.00	--
其他业务	3.58	23.73	53.19	3.58	15.31	31.25	4.00	15.46	22.33	0.45	14.75	41.80
营业收入/营业毛利率	15.07	100.00	28.08	23.37	100.00	19.63	25.87	100.00	22.54	3.03	100.00	28.43

注：其他业务主要为农产品销售业务、钢材销售业务等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设业务板块，跟踪期内公司仍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，具体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”）等负责实施，业务模式仍分为委托代建、PPP 模式和自建自营。从业务开展情况来看，公司在建代建项目以续建项目为主，2023 年以来无新开工项目，截至 2024 年 3 月末代建项目尚需投资规模约 7.74 亿元，规模较小，但预计公司未来仍将根据政府规划继续承接基建项目，另外代建项目已回款金额较少，回款较为滞后；在建自营项目尚需投资约 14.54 亿元，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，但自营项目受经营情况影响较大，资金收回存在一定不确定性，需关注未来自营项目资金平衡情况；此外同期末公司还有 2 个在建 PPP 项目尚需投资约 25.24 亿元，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，PPP 项目目前均处于建设期，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。同期末公司拟建项目计划总投资 22.89 亿元，整体来看公司项目资源较为充足，业务可持续性较强，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政府类项目回款情况亦需持续关注。

表 3：截至 2024 年 3 月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		
				2024	2025	2026
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	6.79	1.41	1.27	1.27
上饶国际物流园	委托代建	25.20	23.52	1.68	--	--
华为上饶云数据中心	委托代建	5.49	5.79	--	--	--
创新创业中心项目	委托代建	3.80	3.22	0.58	--	--
中科数创园	委托代建	5.20	4.77	0.43	--	--

上饶动车组存车场	委托代建	3.00	2.87	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	2.53	0.97	0.39	--
上饶呼叫中心运营中心（新建）项目	自建自营	8.47	5.42	1.43	0.92	0.7
滴滴上饶总部大楼建设项目	自建自营	6.16	2.65	1.68	0.97	0.86
上饶呼叫中心人才小区建设项目	自建自营	7.58	1.38	1.23	1.46	3.51
物流仓储分拨中心	自建自营	4.68	4.26	0.42	--	--
上饶经济技术开发区标准厂房	PPP	33.28	13.45	8.63	6.37	4.83
上饶市大数据云中心项目	PPP	13.41	8.00	3.20	2.21	--
合计		141.40	95.33	22.25	14.26	11.37

注：公司部分在建项目总投资大于已投资，未来需投资金额默认为 0。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2024 年 3 月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	7.52	自建自营
上饶国际陆港安畅产业园及配套基础设施建设项目	9.73	自建自营
合计	22.89	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地开发业务板块，跟踪期内公司土地开发业务仍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，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。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，土地开发收入亦有所上升，截至 2024 年 3 月末已累计确认收入 13.27 亿元，累计已回款 0.80 亿元。同期末，公司在建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，已基本投资完毕，暂无拟开发土地项目。整体来看公司土地开发业务收入受政府政策规划影响波动较大，业务持续性较弱，且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。

表 5：2021~2023 年公司土地开发情况

项目名称	2021	2022	2023
土地开发面积（亩）	329.78	787.74	903.69
土地开发总收入（万元）	17,559.22	42,392.44	52,283.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产业务板块，跟踪期内公司房地产业务仍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，资金回笼较慢，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 6：截至 2024 年 3 月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	8.49	5.92	12.22	3.46	3.66
桐子坞项目	12.53	16.66	0.88	8.81	0.89	0.97
奥体项目	5.31	8.01	2.77	9.56	0.64	0.70
合计	27.70	33.16	9.57	30.59	4.99	5.33

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 2024 年 3 月末已投资 75.22 亿元，已回笼资金 77.59 亿元，同期末仍需投资 17.10 亿元，面临一定资本支出压力。项目去化方面，安厦带湖雅苑、安厦智谷雅苑项目已建成部分销售及资金回笼情况良好，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，但后续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 7：截至 2024 年 3 月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	11.96	0.47	13.35	10.68	11.84
安厦智谷雅苑	2019~2022	48.46	24.41	19.64	9.74	26.20	11.39	20.25
带湖阳光城	2021~2023	108.69	56.68	43.62	6.43	67.93	0.00	45.50
合计	--	178.00	92.32	75.22	16.64	107.48	22.07	77.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

租赁业务板块，跟踪期内公司仍为上饶市重要的国有资产管理平台，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 2024 年 3 月末，公司共持有房产 469 处，可出租面积 79.98 万平方米，出租率 96.80%。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 83.10% 和 16.90%。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。2023 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。

担保业务板块，跟踪期内公司的担保业务仍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 2024 年 3 月末，公司担保余额 68.90 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 2024 年 3 月末，公司担保业务累计产生代偿 110 笔，应收代偿款为 1.32 亿元，其中有 76 笔代偿款共计 0.02 亿元是由省融担备付金进行代偿，剩余代偿款 1.30 亿元由公司承担，涉及代偿的担保业务均设有反担保措施，后续将陆续执行程序进行资产拍卖等措施；同期末，公司担保业务共有 6 笔已出现逾期尚未代偿的担保贷款，合计金额为 0.78 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，公司面临一定的代偿风险。

表 8：2021~2023 年末及 2024 年 3 月末担保业务情况

项目	2021	2022	2023	2024.3
担保余额（亿元）	44.10	57.68	67.14	68.90
担保风险准备金（万元）	9,029.59	10,953.22	14,055.59	14,055.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

航空业务板块，跟踪期内公司的航空业务仍由子公司上饶三清山机场有限公司（以下简称“机场公司”）经营，截至 2024 年 3 月末机场公司总资产 6.76 亿元，所有者权益 1.39 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。

其他业务板块，跟踪期内公司其他业务收入主要来源于贸易业务，2023 年新增农产品贸易，由孙公司江西绿优农产品供应链有限公司运营，贸易品种主要包括小麦、水稻、玉米等粮食，以及食用油、大米、鸡蛋等农副产品，结算方式上游为货到付款，下游为有账期付款，账期一般为 60 天或 90 天。钢材贸易业务仍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。目前公司贸易业务供应商主要包括怀远县聚丰粮油有限公司、安徽南粮实业有限公司和淮安市楚城农业发展有限公司等，客户主要包括江西爱多多科技有限公司和上饶广信区惠众农产品有限公司等。2023 年公司其他业务收入同比增长 11.73% 至 4.00 亿元，为公司营业收入形成一定补充。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险仍处于中等水平，跟踪期内公司所有者权益略有增长，资本实力稳步提升，但公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力持续较弱；受债务到期偿还和对外借款规模下降影响，2023 年末公司债务规模有所收缩，但财务杠杆和短期债务占比仍处于较高水平，公司仍面临较大的短债偿付压力。

资本实力与结构

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，跟踪期内公司资产规模持续攀升，2024 年 3 月末资产增至 437.62 亿元。公司资产主要由业务开展过程中形成的存货、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，存货主要为棚改项目、土地整理及基建项目形成的合同履约成本，跟踪期内小幅增长；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 3 年以上；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跟踪期内亦有所增加；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 2024 年 3 月末规模为 100.87 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。

受债务到期偿还和对外借款规模下降影响，2023 年末公司债务规模较上年下降 10.14% 至 164.24 亿元，2024 年 3 月末小幅回升至 166.16 亿元。公司债务仍以银行借款、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，2023 年以来短期债务占比虽有所下降，但仍处于较高水平，公司债务期限结构仍有待优化。此外，公司存在较大规模的其他应付款，截至 2024 年 3 月末其他应付款为 72.42 亿元，主要为与上饶市国资企业之间的往来借款等。跟踪期内公司经调整的所有者权益¹较为稳定，2023 年末受益于有息债务规模收缩，总资本化比率有所下降，但资产负债率仍处于较高水平。

表 9：截至 2024 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	银行借款等	67.05	24.71	22.70	19.64
债券融资	企业债、中票、私募债等	91.79	26.73	36.12	28.95
非标融资	信托等	4.00	4.00	0.00	0.00
应付票据及其他	--	3.32	1.11	1.50	0.71
合计	--	166.16	56.55	60.31	49.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流受项目建设收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大，2023 年受益于收到其他单位往来款较多，当期经营活动净现金流由负转正，对利息的保障能力大幅提升，2024 年一季度经营活动净现金流仍保持小幅净流入状态，但整体来看经营活动获现能力仍一般；2023 年公司投资现金缺口小幅收窄，主要系当期自营项目投入有所减少所致；受外部融资规模下降和债务偿付规模较大影响，2023 年公司筹资活动现金流转为净流出状态，公司主要依赖经营收益和自有资金来弥补资金缺口。受益于公司主业盈利水平有所提升，2023 年 EBITDA 有所上升，但仍无法有效覆盖利息支出。

截至 2024 年 3 月末，公司可动用账面资金为 19.25 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；截止 2024 年 5 月末，公司尚未使用授信额度为 41.75 亿元，备用流动性尚可，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，截至 2024 年 3 月末在手债券批文有 36.65 亿元额度尚未使用，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 10：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、X、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	42.25	27.71	14.51	19.39
其他应收款	29.61	34.87	28.43	27.03
存货	112.76	129.37	139.98	141.12
投资性房地产	95.35	95.73	100.87	100.87
在建工程	35.23	47.22	49.18	51.48
其他权益工具投资	34.93	34.93	34.93	34.93
资产总计	384.95	416.98	428.36	437.62
其他应付款	36.84	46.46	65.37	72.42
经调整的所有者权益合计	164.17	167.54	169.50	169.75
总债务	167.06	182.77	164.24	166.16
短期债务占比	30.54	41.91	35.64	34.03
资产负债率	57.35	59.82	60.43	61.21
总资本化比率	50.44	52.17	49.21	49.47
经营活动产生的现金流量净额	8.01	-5.26	9.15	7.04
投资活动产生的现金流量净额	-5.45	-9.37	-5.85	-2.11
筹资活动产生的现金流量净额	-11.64	5.94	-16.39	0.05
净利润	4.39	2.85	2.89	0.07
收现比	1.19	0.67	0.39	0.60
EBITDA	5.74	4.93	5.10	--
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.55	0.57	--
经营活动净现金流利息保障倍数	0.89	-0.59	1.02	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产规模为 29.93 亿元，占当期末总资产的 6.84%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2024 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 68.90 亿元，公司对上饶投资控股集团有限公司担保余额为 2.00 亿元，合计占净资产的比例为 41.77%，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 2024 年 3 月末，公司无重大未决诉讼案件，但租赁合同纠纷较多，需关注公司业务合同风险管控状况。

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 2024 年 5 月，公司近三年一期均未发生违约事件，也均不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

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，跟踪期内上饶市 GDP、一般公共预算收入在江西省 11 个地级市中处于中游水平。同时，上饶市 2023 年末地方政府债务余额 1,328.14 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。公司定位为上饶市重要的国有资产管理及投融资主体，与其他平台公司的职能定位有所区分、各自分工明确，公司区域重要性显著。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。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。2023 年公司收到政府补贴 0.47 亿元。

跟踪债券信用分析

“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 2024 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 2024 年末完成主体工程及附属工程。

“22 上饶国资专项债 01/22 饶资 01” 未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，跟踪期内公司债务规模有所下降，且考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。

“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。

偿债保障分析（本节上饶投控或称“公司”）

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司的业务范围和职能定位未发生变化。公司基础设施建设业务重要性突出，跟踪期内项目投入以存量项目续建为主，项目储备充足但回款长期滞后，安置房销售进度较慢，需关注公司各类项目的资金回笼情况和资本支出压力。公司业务保持多元化发展，公用事业和国有资产经营板块整体经营情况平稳；旅游服务板块复苏明显；数字金融板块营收规模收缩，主要系供应链管理业务转为采用净值法核算收入所致，但毛利水平有所回升；闽发铝业收入保持增长，但受铝加工行业充分竞争影响，毛利率持续下滑；公司仍有一定规模的待售房地产，需关注房市整体行情和后续去化表现。

跟踪期内，公司仍为上饶市本级最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，业务仍广泛涵盖基础设施建设、公用事业、国有资产经营、数字金融服务、铝加工等多种行业，上述各主要业务的

运营主体未发生调整。公司工程建设和公用事业板块经营平稳，但公用事业板块中公交运营业务公益性较强、机场运营业务尚处于发展初期，上述两项业务收入均无法覆盖成本，因而公用事业板块毛利润均为负；旅游服务板块复苏明显，国资运营板块收入保持增长；数字金融板块因其中的供应链管理业务在 2023 年采用净值法核算收入及成本，收入大幅减少但毛利率大幅提高；铝业板块系公司收购闽发铝业所产生，近年来收入不断增长，但市场竞争加剧是的毛利率水平持续下滑；其他收入主要包括融资收入、广告费收入和维修收入等，收入规模均相对较低。总体来看，公司营业总收入受收入确认方法影响有所下降，但毛利率水平有所提升，总体毛利润有所增长。

表 11：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设板块	43.70	27.53	7.96	52.16	32.54	7.15	52.62	39.23	9.83
公用事业板块	6.97	4.39	-1.84	7.49	4.67	-9.61	7.67	5.71	-9.96
旅游服务板块	2.26	1.42	7.69	2.07	1.29	12.60	4.30	3.21	20.56
国资运营板块	11.65	7.34	21.48	15.06	9.39	38.86	17.98	13.41	36.08
数字金融板块	55.96	35.25	6.24	46.16	28.80	8.50	9.06	6.76	37.80
铝业板块	22.19	13.98	7.84	27.63	17.24	6.60	28.08	20.93	5.65
其他业务板块	16.02	10.09	33.95	9.71	6.06	40.69	14.42	10.75	26.09
合计/综合	158.76	100.00	10.52	160.28	100.00	11.74	134.14	100.00	15.32
投资收益		3.55			3.49			2.75	

注：其他业务主要钢材销售、委托贷款、航空运营等。

资料来源：公开审计报告，中诚信国际整理

工程建设板块，公司在上饶市基础设施建设领域占据区域专属地位，承担上饶市核心区域的基础设施、交通类工程、安置房、保障房建设和土地开发整理，项目投资规模大，具有区域专营性，业务竞争力很强。公司基础设施建设业务仍主要由间接控股子公司上饶市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“上饶城投”）和上饶市国有资产经营集团有限公司（以下简称“上饶国资”）及其下属子公司等负责，业务模式包括委托代建、PPP 和自建自营，为平衡项目资本支出，保障房建设项目有部分物业可市场化对外销售，公司还有少量商品房地产开发项目。跟踪期内，公司以存量项目续建投入为主，在建及拟建项目储备充足，展业区域、运营模式和交易对手方保持稳定，业务稳定性和可持续性很强，但项目回款长期滞后，安置房销售进度较慢，导致公司大量资金长期沉淀，经营成本增加，需对公司各类项目的资金回笼情况和资本支出压力保持关注。

表 12：公司工程建设板块收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	17.61	6.23	19.77	8.03	19.91	7.36
交通类工程建设	19.82	6.78	16.97	6.59	17.62	7.88
土地开发整理	1.76	13.04	4.24	10.43	5.22	10.43
房地产开发	4.51	17.99	11.17	5.20	9.86	17.98
合计	43.70	7.96	52.16	7.15	52.62	9.83

资料来源：公开审计报告，中诚信国际整理

基础设施建设方面，上饶城投主要负责上饶市城区重要的道路、管网、防洪堤景观工程等建设项目，目前仍有部分项目尚未签订委托代建协议；上饶国资及其子公司受托承担部分市政基础设施

项目，并以委托代建、PPP 模式和自建自营等多种方式推进物流园、产业园、标准厂房、大数据中心等项目建设。整体看，公司存量基础设施建设项目储备充足，但回款严重滞后，资本支出压力很大。随着上饶市城市建设进程进入后期，近年来公司已逐步减少项目承接量，控制建设规模，在建项目以续建为主，2023 年以来新开工项目较少，项目投资进度有所放缓。

表 13：截至 2023 年末上饶城投主要已完工基础设施项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	已投资	已确认收入	回款期间	已回款金额	是否签订代建协议
紫阳公园	2008~2009	1.16	1.28	2009~2011	1.29	是
丰溪大桥	2009~2011	1.52	2.00	2011~2018	2.00	是
龙潭湖综合整治	2009~2011	6.23	6.05	2011~2019	6.05	是
320 国道上饶城区段	2013~2017	16.12	18.51	2017~2025	18.51	是
综合交通枢纽	2013~2015	18.75	17.43	2015~2025	9.94	是
师范学校搬迁	2014~2017	10.73	13.35	2018~2025	10.73	是
城市供水水源引水工程	2015~2019	7.39	6.50	2023~2025	-	是
城市污水处理厂改扩建西迁工程	2014~2016	5.87	6.58	2023~2025	-	是
合计	-	67.77	71.70	-	48.52	

资料来源：上饶城投提供，中诚信国际整理

表 14：截至 2023 年末上饶城投主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	已确认收入	已回款金额	是否签订代建协议
城东滨江路及防洪堤景观工程	2015.11~2018.11	28.00	11.52	16.62	-	是
上饶市一中新校区	2018.01~2020.01	5.32	5.23	5.17	0.30	是
上饶市城东医院	2020.01~2022.12	15.00	9.29	-	-	否
吉阳学校及配套道路	2020.10~2022.11	5.30	1.52	-	-	否
丁家洲大桥	2020.02~2022.10	4.70	3.23	4.99	0.59	是
上饶市委党校新校区	2020.10~2022.12	4.65	5.79	-	-	否
上饶市信江生态走廊治理项目	2020.08~2021.06	12.64	5.12	-	-	自营
上饶码头工程	2019.08~2022.08	4.89	4.03	-	-	自营
合计	--	80.50	45.73	26.78	0.89	

注：1、总投资额系根据项目批复文件填列，部分项目已投资与未来投资总计大于总投资概算，主要是项目建设期较长，随着项目推进部分项目成本高于预期所致；2、建设期间系根据项目批复文件填列，上述在建项目实际工期较计划工期有所调整；3、上饶市信江生态走廊治理项目、上饶码头工程系公司自营项目。

资料来源：上饶城投提供，中诚信国际整理

表 15：截至 2023 年末上饶城投主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	预计建设周期	计划投资	资金来源
江西省上饶市大坳灌区工程	2024~2027	25.60	政府一般债资金
稼轩南大道（丁家洲大桥南桥头至新 320 国道）	2024~2026	7.72	融资、自筹
上饶智慧出行项目	2024~2026	5.00	政府专项债资金
楮溪学校	2024~2025	1.99	融资、自筹
无水港二期	2024~2026	2.98	政府专项债资金
古岩寺公园	2024~2025	2.00	融资、自筹
铅山县城南客运枢纽中心站	2024~2025	1.48	融资、自筹
上饶市三小扩建	2024~2025	1.00	融资、自筹
上饶市托育综合服务中心	2024~2025	0.38	财政拨付中央预算内资金
上饶市带湖学校	2024~2025	2.24	融资、自筹
上饶市城东医院建设二期	2024~2026	5.90	政府专项债资金
合计	--	56.29	--

资料来源：上饶城投提供，中诚信国际整理

表 16：截至 2024 年 3 月末上饶国资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		
				2024	2025	2026
上饶市老年人综合活动中心	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	6.79	1.41	1.27	1.27
上饶国际物流园	委托代建	25.20	23.52	1.68	--	--
华为上饶云数据中心	委托代建	5.49	5.79	--	--	--
创新创业中心项目	委托代建	3.80	3.22	0.58	--	--
中科数创园	委托代建	5.20	4.77	0.43	--	--
上饶动车组存车场	委托代建	3.00	2.87	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	2.53	0.97	0.39	--
上饶呼叫中心运营中心（新建）项目	自建自营	8.47	5.42	1.43	0.92	0.7
滴滴上饶总部大楼建设项目	自建自营	6.16	2.65	1.68	0.97	0.86
上饶呼叫中心人才小区建设项目	自建自营	7.58	1.38	1.23	1.46	3.51
物流仓储分拨中心	自建自营	4.68	4.26	0.42	--	--
上饶经济技术开发区标准厂房	PPP	33.28	13.45	8.63	6.37	4.83
上饶市大数据云中心项目	PPP	13.41	8.00	3.20	2.21	--
合计		141.40	95.33	22.25	14.26	11.37

资料来源：上饶国资提供，中诚信国际整理

表 17：截至 2024 年 3 月末上饶国资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	7.52	自建自营
上饶国际陆港安畅产业园及配套基础设施建设项目	9.73	自建自营
合计	22.89	

资料来源：上饶国资提供，中诚信国际整理

土地开发整理方面，上饶市土地整理业务仍以上饶城投为主，上饶国资土地开发业务投资规模不大，开发模式和协议对手方均未发生变化。上饶城投目前在建 4 个土地整理项目仍为 2018 年以前开工的片区开发项目，近两年受城市化建设速度放缓及土地市场环境的影响，推进进度缓慢，跟踪期内基本未新增投入，但项目回款进度整体很慢，需关注政府回款计划。上饶国资跟踪期内土地开发收入有所上升，截至 2024 年 3 月末已累计确认收入 13.27 亿元，累计已回款 0.80 亿元。同期末，上饶国资在建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，已基本投资完毕，暂无拟开发土地项目，业务持续性较弱，且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。

表 18：截至 2023 年末上饶城投土地整理业务在建项目情况（亩、亿元）

项目名称	建设周期	面积	总投资	已投资	已确认收入	已回款
上饶城东土地一级整理项目	2015.01~2024.12	3,965.12	30.35	36.50	29.28	2.06

中心城区棚户区改造	2016.01~2022.12	2,351.51	112.85	113.54	13.72	14.98
老火车站棚户区综合改造项目	2012.01~2022.12	1,704.00	72.01	80.67	10.73	3.41
水南片区棚改项目	2016.12~2023.12	1,030.00	52.00	50.20	-	-
合计	-	9,050.63	267.21	280.91	53.73	20.45

注：上饶城东土地一级整理项目、老火车站棚户区综合改造项目由于前期拆迁等原因，整理期限及投资额远超投资概算，拟回款金额将根据完工结算经审数确认。

资料来源：上饶城投提供，中诚信国际整理

表 19：2021~2023 年上饶国资土地开发情况

项目名称	2021	2022	2023
土地开发面积（亩）	329.78	787.74	903.69
土地开发总收入（万元）	17,559.22	42,392.44	52,283.41

资料来源：上饶国资提供，中诚信国际整理

安置房和保障房建设方面，上饶城投承担了上饶市大部分的安置房项目建设，运营主体包括上饶城投本部及其子公司紫阳房地产和上饶市城东投资发展有限公司，跟踪期内业务模式保持稳定。从业务开展情况来看，上饶城投在建的安置房项目中龙潭安置小区、稼轩花园等项目已基本完成建设，剩余投资额为绿化、照明等配套收尾工程，但大部分安置房尚未开始销售，去化率较低。拟建安置房项目主要为铁路既有线 B、E 地块安置房项目，项目总投资 15 亿元。整体来看，上饶城投安置房项目剩余投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力，且安置房资金回笼周期长，需持续关注其对安置户的销售进度。

上饶国资²也承担了茶圣项目、桐子坞项目、奥体项目等保障房建设项目，上述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，上述保障房项目建设已接近完工，资金回笼较慢，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。此外，上饶国资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，截至 2024 年 3 月末已投资 75.22 亿元，已回笼资金 77.59 亿元，同期末仍需投资 17.10 亿元，面临一定资本支出压力。项目去化方面，安厦带湖雅苑、安厦智谷雅苑项目已建成部分销售及资金回笼情况良好，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，但后续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 20：截至 2023 年末公司主要在建安置房项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	已确认收入	已回款	是否签订协议
龙潭安置小区	2013-2021	2.14	5.29	3.89	0.93	是
稼轩花园	2013-2021	5.36	7.43	4.02	1.10	是
御景新苑	2015-2023	34.07	27.51	17.05	8.16	是
春天新苑	2015-2022	7.65	6.93	6.67	-	是
城东佳苑	2015-2023	7.90	5.04	7.27	-	否
磨湾景苑	2021-2023	9.08	5.02	-	-	否
龙潭星城	2021-2023	13.10	3.41	-	-	否
紫阳茶圣府	2021-2023	5.74	3.41	-	-	否
城东佳苑二期	2021-2023	9.26	3.61	-	-	否
松山安置小区二期	2021-2023	1.28	0.71	1.18	-	否
旅游小镇安置小区	2021-2022	3.00	4.44	2.35	0.39	是
东晖棚户区改造安置小区	2020-2022	6.27	2.32	-	-	是

² 上饶国资下属承担保障房建设的公司包括房投公司。

稼轩花园二期	2021-2023	3.94	1.58	1.33	-	是
文通棚户区改造安置小区	2020-2022	2.15	0.93	-	-	是
紫阳御景府	2018-2021	7.17	0.47	-	-	是
合计	-	118.11	78.10	43.76	10.58	

注：1、总投资额系根据项目批复文件填列，部分项目已投资金额较总投资金额大，主要是拆迁成本高于预期所致；2、建设期间系根据项目批复文件填列，上述在建项目实际工期较计划工期有所调整；2、磨湾景苑、龙潭星城及城东佳苑二期项目业务模式为通过销售给指定拆迁户以及配建部分商业物业和多余房产对外销售来实现资金平衡。

资料来源：上饶城投提供，中诚信国际整理

表 21：截至 2024 年 3 月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	8.49	5.92	12.22	3.46	3.66
桐子坞项目	12.53	16.66	0.88	8.81	0.89	0.97
奥体项目	5.31	8.01	2.77	9.56	0.64	0.70
合计	27.70	33.16	9.57	30.59	4.99	5.33

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：上饶国资提供，中诚信国际整理

表 22：截至 2024 年 3 月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	11.96	0.47	13.35	10.68	11.84
安厦智谷雅苑	2019~2022	48.46	24.41	19.64	9.74	26.20	11.39	20.25
带湖阳光城	2021~2023	108.69	56.68	43.62	6.43	67.93	0.00	45.50
合计	--	178.00	92.32	75.22	16.64	107.48	22.07	77.59

资料来源：上饶国资提供，中诚信国际整理

交通类工程建设方面，公司通过间接控股子公司上饶市交通建设投资集团有限公司（以下简称“上饶交投”）开展交通类工程建设业务。业务模式方面，上饶交投采取“中标施工”方式，即通过参与公开招标成为中标施工单位后对项目进行建设。上饶交投与项目业主根据项目单独签订相关协议，由上饶交投通过外部融资和自有资金筹措资金进行建设，并根据协议内容与项目业主进行结算。此外，上饶交投作为社会资本方参与鄱阳县、万年县、弋阳县以及上饶县“十三五期间国省县乡道公路升级改造”等 PPP 项目的建设运营，并通过自建自营的方式对上饶市公路服务区项目和上浦高速公路项目进行建设。2023 年，上饶交投实现工程款收入 17.62 亿元，主要来自子公司所负责的国省道施工修建、公路等工程项目，毛利率分别为 7.88%。截至 2023 年末，上饶交投主要在建项目主要为上浦高速公路项目、鄱叶挺南大道延伸段建设项目、上饶南一（皂头）服务区等，计划总投资约 97 亿元，已完成投资约 57 亿元，后续待投资规模仍较大，面临一定的资本支出压力。

公用事业板块，公司城市运营业务包括城市供水、污水处理、高速公路收费、公交运营及公务用车业务，各项收入占比不大，经营总体平稳；其中公交业务受自身公益性质影响，毛利率长期为负，较依赖政府补贴。

表 23：公司公用事业板块收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
自来水供水及设备安装	1.84	34.85	1.98	27.52	2.28	26.21
污水处理	0.28	21.62	0.28	10.16	0.28	19.49
公交运营	0.25	-477.96	0.50	-328.94	0.48	-291.17

高速公路运营	0.51	62.92	0.50	55.47	0.67	38.66
机场运营	1.35	-36.69	1.43	-30.33	1.33	-40.33
光伏发电	2.73	19.86	2.80	18.07	2.63	9.45
合计	6.97	-1.84	7.49	-9.61	7.67	-9.96

资料来源：公开审计报告，中诚信国际整理

城市供水和污水处理业务均由上饶市水业集团有限责任公司（以下简称“上饶水业”）运营。城市供水业务包括自来水供水和安装，截至 2023 年末，上饶水业拥有城东水厂和空港新区水厂 2 座水厂，其中城东水厂供水规模为 $20 \times 104\text{m}^3/\text{d}$ ，水源地为信江；空港新区水厂供水规模为 $10 \times 104\text{m}^3/\text{d}$ ，水源地为大坳水库水。同期末，上饶水业供水户数达 22.64 万户，2023 年收入 2.28 亿元，保持稳定增长，毛利率为 26.21%，保持较高水平。污水处理厂目前管网长度为 11.98 公里，日处理能力达到 20.00 万吨左右，主要污水来源为市、县生活污水及少量工业废水，污水处理收入通过上饶市自来水公司代收污水处理费后全部上缴政府，政府按照协议的价格返还给公司，2022 年公司实现污水处理费收入 0.28 亿元，保持稳定增长。

公交运营业务方面，由上饶市公共交通集团有限公司（以下简称“公交集团”）负责运营。截至 2023 年末，公交集团共有 103 条公交运营线路，拥有公交车 832 辆。跟踪期内，公交集团票价及业务范围未发生变化。跟踪期内，公交运营业务客运总量较上年有所回升，运营里程相对稳定，受其公益性质影响，毛利率长期为负，主要通过政府补贴予以部分的补偿。

高速公路方面，公司的高速公路收费业务由上饶市上武高速公路经营管理有限责任公司（系上饶城投子公司，以下简称“上武高速”）负责。上武高速公司仅运营上武高速公路一条公路资产，为政府还贷性公路，收费里程 52.97 公里。2023，上武高速运营收入分别为 0.053 亿元，整体运营较为稳定。

机场运营方面，主要由上饶国资的全资子公司上饶三清山机场有限公司（以下简称“机场公司”）负责，机场公司负责运营上饶三清山机场。三清山机场目前仍处于发展初期，客流量尚未稳定，因此该业务暂时依靠政府补贴进行资金运转。目前，该业务的收入来源为财政补贴，成本为机场公司支付给航空公司的航线补贴及机场资产的折旧摊销。2023 年，公司机场运营收入分别为 1.33 亿元，毛利率分别为 -40.33%，呈现亏损主要系资产折旧、支付的航线补贴较多，以及业务尚处于发展初期运营成本增加等因素所致。

光伏发电方面，跟踪期内，公司未新增装机容量，受光照时长及强度等影响，公司光伏发电量有所下滑，供电收入小幅下降。该业务的收益对政策补贴依赖程度较高，截至 2023 年末，公司尚余光伏发电国家补贴 0.76 亿元未收回，需关注公司光伏发电补贴到账及时性。

表 24：近三年一期公司光伏电站经营情况

项目	2021	2022	2023	2024.1~3
装机容量（兆瓦）	256.55	256.55	256.55	256.55
发电量（万千瓦时）	27,198.00	28,113.00	26,277.00	4,548.00
销售电量（万千瓦时）	27,198.00	28,113.00	26,277.00	4,548.00
上网电量(亿千瓦时)	2.72	2.81	2.62	0.45
机组平均利用小时数(小时)	1,082.00	1,073.00	1,024.00	201.00
平均上网电价（元/千瓦时）	1.13	1.13	1.13	1.13

供电收入（亿元）	2.72	2.80	2.62	0.45
----------	------	------	------	------

资料来源：上饶城投提供，中诚信国际整理

旅游服务板块，公司负责国家 5A 级三清山景区的运营及豪华型酒店龙潭湖宾馆的管理，形成了包括景区运营、住宿及餐饮服务、酒店运营和会展服务等业务的综合旅游服务。景区运营业务主要由间接控股子公司三清山旅游产业发展集团有限公司负责，收入来源主要为三清山景区门票收入、景区内部分景点的项目收入等。此外，三清山景区内产生的住宿、餐饮收入、索道、轿业经营、景区游客导游费、景区内停车费等收入为公司带来一定收益。酒店运营业务主要包括上饶城投的子公司上饶市龙潭湖投资有限公司运营的龙潭湖宾馆，以及上饶市绿色产业投资集团有限公司负责的尚绿君澜酒店等的管理经营。酒店运营及会展业务在 2023 年复苏明显，收入大幅增长。

表 25：公司旅游服务板块收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
景区运营	1.47	4.35	1.07	12.75	2.37	17.99
住宿及餐饮	0.51	26.58	0.06	-9.99	0.06	-9.19
酒店运营	0.25	-7.68	0.84	14.71	1.72	25.32
会展服务	0.03	-19.74	0.10	7.79	0.13	9.62
合计	2.26	7.69	2.07	12.60	4.30	20.56

资料来源：公开审计报告，中诚信国际整理

国资运营板块，子公司上饶国资对上饶市内国有商铺、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。截至 2024 年 3 月末，上饶国资共持有房产 469 处，可出租面积 79.98 万平方米，持有的经营性物业大多位于上饶市中心城区，出租率 96.80%。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 83.10%和 16.90%。2023 年上饶国资租赁收入实现稳步增长，该业务收入来源较为稳定，具有较好的可持续性。除上饶国资外，上饶农垦集团和上饶绿投也持有一定规模的租赁物业。

跟踪期内，上饶国资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，宏观经济的影响下中小企业抗风险能力下滑，公司面临一定代偿风险。截至 2024 年 3 月末，富饶担保的担保余额 68.90 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。同期末富饶担保的担保业务累计产生代偿 110 笔，应收代偿款为 1.32 亿元，其中有 76 笔代偿款共计 0.02 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 6 笔已出现逾期尚未代偿的担保贷款，合计金额为 0.78 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。

表 26：2021~2023 年末及 2024 年 3 月末担保业务情况

项目	2021	2022	2023	2024.3
担保余额（亿元）	44.10	57.68	67.14	68.90
担保风险准备金（万元）	9,029.59	10,953.22	14,055.59	14,055.59

资料来源：上饶国资提供，中诚信国际整理

此外，公司本部、上饶城投和上饶国资利用其闲置资金，在上饶市人民政府批准下与其他上饶市国有企业签订委贷协议或资金拆借实现的利息收入。公司作为上饶市最重要的投资融资平台，综

合实力较强，可以获得多途径的资金来源。公司将其委贷给其他国有企业，贷款期限 1~3 年不等，借款利率根据借款时间和金额，并参照同期银行贷款利率而定。考虑到全部为国有企业，违约风险相对较小。随着委贷金额增加，公司利息收入逐年增长，2023 年分别实现利息收入 12.67 亿元，同比增长 23.25%。

数字金融板块，跟踪期内，数字金融板块业务仍由子公司上饶市数字和金融产业投资集团有限公司（以下简称“上饶数金投”）及其下属子公司运营，包括供应链管理、移动信息服务、保险产品服务、信贷、融资租赁和保理等多种业务，各业务运营主体保持不变，业务模式相对稳定。其中，2023 年公司实现供应链管理收入 0.82 亿元，供应链管理业务规模大幅下降主要系采用净值法核算收入所致。2023 年，公司实现信贷收入 0.23 亿元，同比下降约 80%；实现融资租赁收入 3.42 亿元，同比增长约 14%；实现保理收入 0.10 亿元，同比增长约 25%。此外，公司实现移动信息服务收入 2.13 亿元，同比增长约 40%。

铝业板块，跟踪期内闽发铝业收入保持增长，但铝加工行业竞争加剧，公司毛利率持续下滑，盈利能力有所下降。截至 2024 年 3 月末，公司持有闽发铝业 31.57% 的股份（持股数量 296,329,179 股，其中 148,164,589 股已质押），为闽发铝业第一大股东。同期末，闽发铝业总资产 25.64 亿元，净资产 15.55 亿元，资产负债率 39.36%。2023 年，闽发铝业实现营业收入 28.24 亿元，收入保持增长；同期毛利率大幅下降为 4.66%，利润出现下降，原因主要是受房地产行业影响，行业产能过剩、市场竞争加剧，公司各类型材加工费及铝模板租赁费均有不同程度下降。2024 年 1~3 月，闽发铝业实现营业收入 4.08 亿元，同比下降 27.03%；实现净利润 856.03 万元，同比下降 12.52%。

表 27：近三年闽发铝业铝型材产销情况

行业分类	2021	2022	2023	
铝型材	销售量（吨）	91,252.11	111,678.66	120,242.14
	生产量（吨）	85,059.66	93,645.82	96,823.90
	产销率（%）	107.28	119.26	124.19
	均价（元/吨）	22,804.66	23,649.86	22,669.39
铝模板	销售量（平方米）	5,330,975.38	5,855,836.14	5,330,975.38
	其中：销售	8,892.97	18,506.84	9,522.38
	租赁	6,240,357.39	5,837,329.30	5,321,453.00
	生产量（平方米）	59,416.60	30,906.29	70,101.21
	销售均价（元/平方）	742.21	699.15	551.22
	租赁均价（元/平方）	17.79	18.19	14.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 28：2023 年闽发铝业前五大供应商和前五大客户情况

供应商	采购额（亿元）	占年度采购总额比例（%）
第一名	7.44	29.5
第二名	5.87	23.28
第三名	4.68	18.55
第四名	1.76	6.98
第五名	0.57	2.25
合计	20.33	80.56
客户	销售额（亿元）	占年度销售总额比例（%）
第一名	5.50	19.46

第二名	0.97	3.42
第三名	0.74	2.61
第四名	0.65	2.3
第五名	0.63	2.24
合计	8.48	30.03

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受部分明股实债到期偿付影响，公司所有者权益规模小幅下降，资本实力仍然强劲；受债务的集中到期及严控新增债务影响，债务规模有所降低，财务杠杆水平相对稳定，资产流动性不足。同时，公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息的覆盖倍数较弱，短期偿债压力较大，对直接融资的依赖度仍较大，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。

资本实力与结构

公司目前形成了基础设施建设、国有资产运营、供排水、供应链管理、铝业等多个业务板块，资产主要由上述业务形成的存货、应收类款项及公益性资产、长期投资、固定资产投入等构成，非流动资产和流动资产基本保持约各占 50% 的比重，预计其资产结构将保持相对稳定。公司持有一定规模的租赁物业和土地³，经营城市供水、污水处理和铝材加工销售等业务，可获得较为稳定的经营性收入；公司还持有上饶银行、赣州银行、泉州银行等金融机构股权，以及对招商引资企业和产业基金的权益投资和债权投资，近年来均可贡献 3 亿元左右的投资收益。公司保有一定规模的货币资金，但近年来其期末余额持续缩减，且各期均有 20% 以上的货币资金受限，在公司业务及债务规模持续扩张的趋势下，公司非受限货币资金对经营周转及债务偿付的覆盖能力呈现逐年弱化。由于公司承接的各类基础设施建设和产业园开发等项目结算及回款长期滞后，公司大量资金沉淀于项目建设形成的存货及在建工程中，跟踪期内规模保持增长；此外，公司对上饶市政府部门及区域内国有企业⁴的应收类款项持续累积，上述各类项目投入和往来拆借余额已超过公司总资产的 52%⁵，对其资产变现能力造成较大影响。此外，截至 2024 年 3 月末，公司账上有约 550 亿元农垦资源资产，占同期末公司总资产约 18%，此类农垦资源资产经营收益较低、资产变现能力很弱。上述两类资产占公司总资产的比重超 70%，对公司资产整体的收益性和流动性形成拖累。整体来说，公司资产具有一定的收益性，但流动性不足，整体资产质量一般。

跟踪期内，受债务的集中到期及严控新增债务影响，公司债务规模有所降低，但公司对直接融资的依赖度较大，且短期债务规模较大，面临较大的短期偿债压力。跟踪期内，公司实收资本无变化；资本公积有所下降，主要系公司本部偿还原股东江西振兴发展上投二号投资中心（有限合伙）的到期借款及上饶城控下属两家子公司偿还股东基金的借款所致；未分配利润为公司历年经营活动产生的净利润累积，保持增长；少数股东权益少数股东持有的子公司股权价值，跟踪期内有所增长。整体来看，公司所有者权益小幅下降，财务杠杆水平相对稳定，整体处于较高水平。

表 29：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

³ 截至 2024 年 3 月末公司投资性房地产和无形资产的账面余额合计为 313.60 亿元，占公司总资产的比重为 10.20%。

⁴ 主要包括上饶市财政局、上饶市饶东现代产业发展有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、上饶高铁经济试验区投资建设有限公司等。

⁵ 截至 2024 年 3 月末，公司应收账款、其他应收款、存货及在建工程的占同期末总资产的比重分别为 7.00%、13.69%、23.93% 和 8.03%。

	总额	6 个月以内 (含)	6 个月 (不含) 至 1 年	1 年以上 (不含)
公司信用类债券	777.13	158.00	89.89	523.84
银行贷款	548.10	100.59	90.80	356.71
非银行金融机构贷款	110.91	5.27	34.22	71.42
其他有息债务	26.96	3.00	-	23.96
合计	1,463.10	266.86	214.91	975.93

注：上表债务统计未考虑应付票据。

资料来源：《上饶投资控股集团有限公司公司债券年度报告（2023 年）》，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流受基础设施建设、数金投、铝业等板块现金收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。跟踪期内，公司收现比维持在 1 以上，主营业务获现能力有所增强；公司经营性净现金流持续净流入且规模有所增长，但对利息的保障能力仍很弱，且对波动较大的往来款及主营业务回款存在依赖，未来存在一定的不确定性。公司资活动现金流入主要为赎回理财等收到的现金；投资活动现金流出主要为购买房屋、自建自营类项目建设、股权及债权投资等所支付的现金，总体保持净流出但资金缺口持续收窄。跟踪期内，受债务的集中到期及严控新增债务影响，筹资活动现金流转为净流出，公司债务本息偿付来源主要依靠取得借款现金流入。跟踪期内，公司营业总收入出现下滑，但毛利率有所上升，此外其他收益中政府补助规模同比增加较多，经营性业务利润有所增长，但受公允价值变动损益、投资收益下降影响，公司利润总额小幅下降。与此同时，费用化利息支出、折旧和摊销的规模均有所回升，公司 EBITDA 同比增长，利息支出规模相对稳定，EBITDA 对利息的覆盖倍数相应提升，但保障能力仍较弱。公司偿债压力较大，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。

截至 2023 年末，公司主要商业银行授信总额为 935.72 亿元，未使用授信额度 394.58 亿元，备用流动性较为充足，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 30：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	199.31	182.13	105.20	120.04
应收账款	188.34	198.76	212.45	215.23
其他应收款	367.04	415.97	425.96	420.94
存货	557.05	669.29	727.62	735.80
其他非流动金融资产	76.69	90.61	63.71	63.12
投资性房地产	262.27	258.09	251.30	251.30
固定资产	128.78	124.40	137.99	140.66
在建工程	178.48	218.64	238.44	247.10
其他非流动资产	638.65	616.26	607.58	607.59
资产总计	2,809.74	3,013.22	3,031.76	3,075.36
所有者权益合计	1,254.30	1,255.79	1,232.36	1,233.29
总债务	1,398.12	1,523.52	1,500.09	--
短期债务占比	30.05	37.12	34.61	--
资产负债率	55.36	58.32	59.35	59.90
总资本化比率	53.48	55.39	54.90	--
经营活动产生的现金流量净额	0.68	1.81	4.09	6.26

投资活动产生的现金流量净额	-66.81	-61.91	-56.16	-9.59
筹资活动产生的现金流量净额	23.65	52.12	-7.18	16.20
收现比	1.00	0.97	1.05	1.01
EBITDA	40.65	34.90	37.31	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.73	0.59	0.64	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.01	0.03	0.07	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产为 166.97 亿元，占当期末总资产的 5.51%，主要为受限的 22.32 亿元货币资金、45.91 亿元投资性房地产、6.93 亿元固定资产以及受限金额合计为 91.81 亿元的在建工程、应收账款、子公司股权等。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额合计为 222.93 亿元，占同期末净资产的比例为 18.09%，担保对象以上饶市及其下辖区县的国有企业为主；其中，公司子公司富饶担保因担保业务产生的在保余额为 67.14 亿元。整体来看，公司对外担保规模较大，且区域集中度较高，存在一定的代偿风险。

过往债务履约情况：根据公开查询，截至本报告出具日，公司及下属子公司在资本市场所发行的各类债务融资工具/债券均已按期支付本息。

外部支持

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，经济及财政实力持续增强。公司维持很强的区域重要性，是上饶市最重要的市管一级企业，实际控制人为上饶市国资委，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性，在获得项目建设资金拨付、注资、财政补贴、资产划转等方面有良好记录，对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。上饶市政府的支持能力强，对公司的支持意愿很强，可为公司带来很强的外部支持。

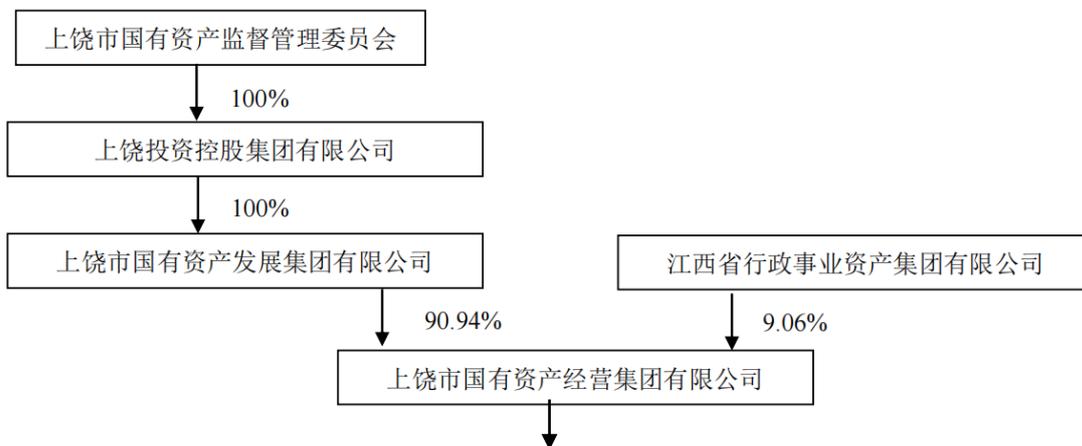
综上所述，中诚信国际维持上饶投控的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

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。

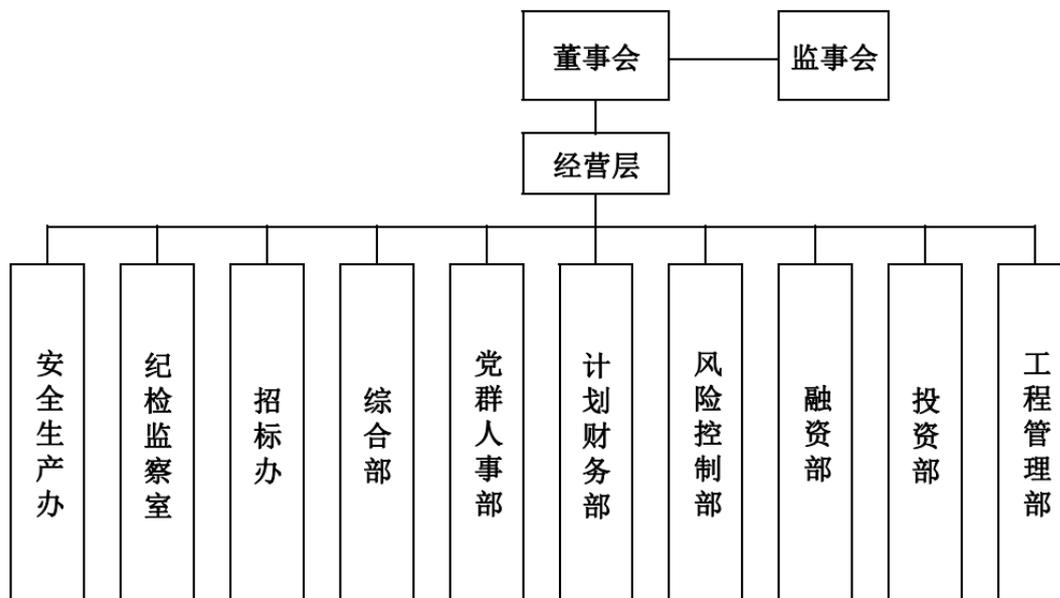
评级结论

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 2024 年 3 月末）

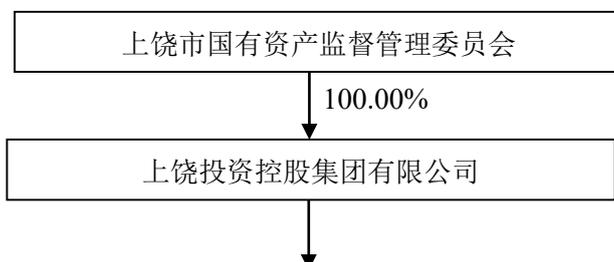


主要一级子公司名称	持股比例
上饶市保障性住房投资建设有限公司	63.33%
上饶市中心区基础设施建设开发有限公司	100.00%
上饶市安厦房地产开发有限公司	100.00%
上饶市富饶融资担保有限责任公司	100.00%
上饶三清山机场有限公司	100.00%
上饶市铁路投资有限责任公司	100.00%

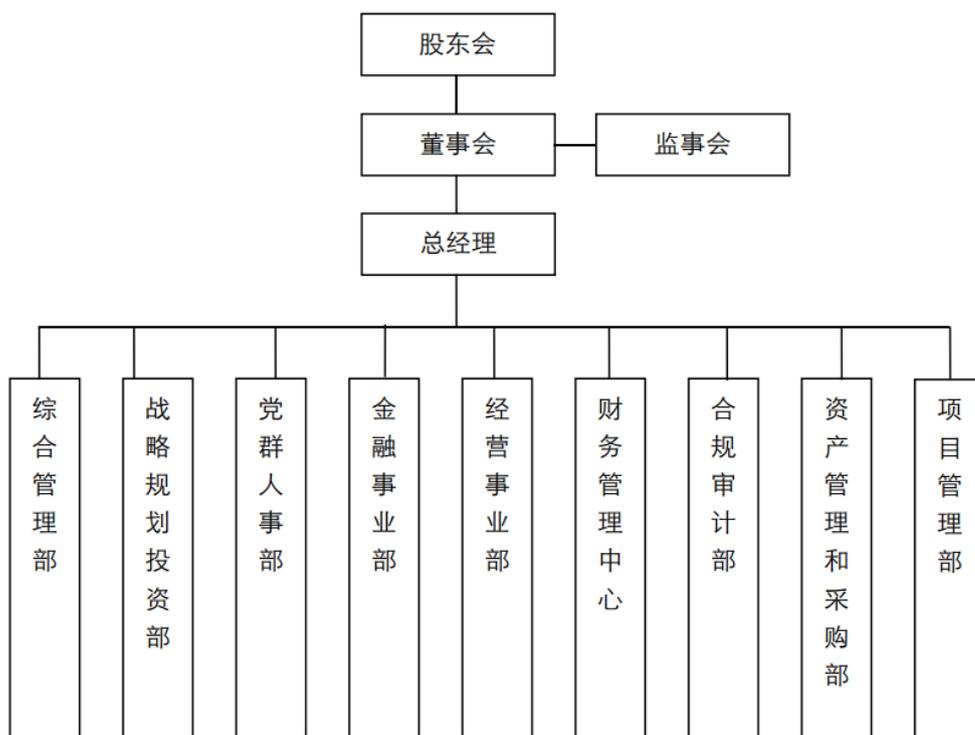


资料来源：公司提供

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 2024 年 3 月末）



主要一级子公司名称	持股比例 (%)
上饶市数字和金融产业投资集团有限公司	100.00
上饶市城市运营（控股）集团有限公司	100.00
上饶市国有资产发展集团有限公司	100.00
上饶市农文旅发展集团有限公司	100.00
上饶市上投实业发展有限公司	100.00
上饶市上投矿业有限公司	100.00
上饶市水业集团有限责任公司	100.00



资料来源：公开查询，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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	422,487.14	277,055.74	145,104.48	193,875.22
非受限货币资金	358,299.44	271,393.58	140,577.09	192,476.39
应收账款	152,347.65	247,499.87	336,248.08	347,134.36
其他应收款	296,084.63	348,689.77	284,268.12	270,314.34
存货	1,127,643.42	1,293,684.71	1,399,786.95	1,411,247.00
长期投资	362,067.08	362,031.25	361,779.16	361,779.16
在建工程	352,325.10	472,211.15	491,819.06	514,808.44
无形资产	35.45	94.60	357.79	344.24
资产总计	3,849,492.49	4,169,811.11	4,283,571.40	4,376,198.56
其他应付款	368,409.18	464,569.36	653,688.41	724,198.25
短期债务	510,195.13	765,961.98	585,334.29	565,485.74
长期债务	1,160,357.79	1,061,727.15	1,057,106.87	1,096,088.32
总债务	1,670,552.93	1,827,689.12	1,642,441.16	1,661,574.06
负债合计	2,207,818.35	2,494,388.46	2,588,613.76	2,678,686.26
利息支出	89,621.87	89,235.32	89,370.73	--
经调整的所有者权益合计	1,641,674.14	1,675,422.65	1,694,957.65	1,697,512.30
营业总收入	150,702.90	233,695.10	258,701.07	30,262.98
经营性业务利润	37,535.19	29,680.78	37,646.77	1,335.25
其他收益	24,886.20	9,830.76	4,719.29	0.07
投资收益	-89.40	-16.50	30.85	0.00
营业外收入	9.14	36.46	15.55	2.91
净利润	43,900.29	28,534.04	28,896.65	714.59
EBIT	51,295.77	43,814.73	46,131.90	--
EBITDA	57,402.82	49,315.41	50,986.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金	178,686.80	157,550.76	100,977.03	18,183.00
收到其他与经营活动有关的现金	782,483.01	952,823.26	1,340,737.88	234,385.40
购买商品、接受劳务支付的现金	243,692.03	253,942.81	263,449.07	10,669.05
支付其他与经营活动有关的现金	624,927.16	906,245.19	1,053,261.73	163,225.14
吸收投资收到的现金	7,200.00	0.00	0.00	6,000.00
资本支出	55,253.56	93,777.95	58,661.15	19,113.59
经营活动产生的现金流量净额	80,101.77	-52,644.54	91,493.19	70,350.51
投资活动产生的现金流量净额	-54,462.97	-93,708.62	-58,452.79	-21,113.59
筹资活动产生的现金流量净额	-116,383.80	59,447.29	-163,856.88	532.77
现金及现金等价物净增加额	-90,745.00	-86,905.87	-130,816.48	49,769.69
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	28.08	19.63	22.54	28.43
期间费用率（%）	17.67	9.99	7.80	19.53
应收类款项占比（%）	11.66	14.31	14.50	14.12
收现比（X）	1.19	0.67	0.39	0.60
资产负债率（%）	57.35	59.82	60.43	61.21
总资本化比率（%）	50.44	52.17	49.21	49.47
短期债务/总债务（%）	30.54	41.91	35.64	34.03
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.89	-0.59	1.02	--
总债务/EBITDA（X）	29.10	37.06	32.21	--
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.06	0.09	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.64	0.55	0.57	--

注：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 2022 年、2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。

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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	1,993,088.11	1,821,334.96	1,052,006.14	1,200,351.36
非受限货币资金	1,500,389.94	1,421,440.81	828,762.56	--
应收账款	1,883,371.57	1,987,576.88	2,124,530.21	2,152,313.36
其他应收款	3,670,356.43	4,159,660.82	4,259,609.56	4,209,414.19
存货	5,570,513.87	6,692,913.08	7,276,179.19	7,358,027.09
长期投资	1,080,318.21	1,185,363.98	940,801.41	934,869.79
在建工程	1,784,762.20	2,186,449.26	2,384,438.80	2,470,961.59
无形资产	461,471.61	622,016.99	620,418.33	623,010.14
资产总计	28,097,385.16	30,132,177.55	30,317,554.09	30,753,623.40
其他应付款	647,532.38	845,523.11	1,020,665.66	956,556.74
短期债务	4,201,466.49	5,655,673.06	5,191,478.98	--
长期债务	9,779,683.91	9,579,570.92	9,809,389.81	--
总债务	13,981,150.40	15,235,243.98	15,000,868.79	--
负债合计	15,554,421.87	17,574,280.58	17,993,987.66	18,420,709.54
利息支出	554,688.01	586,563.91	586,455.87	--
经调整的所有者权益合计	12,162,963.29	12,267,896.97	12,323,566.43	12,332,913.86
营业总收入	1,587,583.52	1,602,791.36	1,341,369.32	244,755.73
经营性业务利润	86,189.26	93,448.86	115,740.25	6,957.16
其他收益	121,190.85	69,637.93	94,393.14	1,017.63
投资收益	35,545.39	34,919.97	27,487.23	216.64
营业外收入	1,974.63	838.70	1,052.24	1,930.93
净利润	101,483.14	121,857.05	123,361.99	6,618.00
EBIT	310,538.23	281,285.16	281,165.56	--
EBITDA	406,547.55	348,990.36	373,069.35	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,589,781.54	1,557,039.53	1,408,390.42	247,271.67
收到其他与经营活动有关的现金	1,003,621.29	1,122,101.44	847,021.27	1,150,543.85
购买商品、接受劳务支付的现金	1,785,064.13	1,833,219.26	1,387,420.69	224,591.49
支付其他与经营活动有关的现金	649,940.98	714,592.13	666,279.80	1,076,195.10
吸收投资收到的现金	71,152.87	98,877.98	25,537.50	10,385.17
资本支出	308,673.05	532,453.74	862,188.58	75,507.16
经营活动产生的现金流量净额	6,754.70	18,059.50	40,905.80	62,632.45
投资活动产生的现金流量净额	-668,098.48	-619,146.44	-561,624.22	-95,881.52
筹资活动产生的现金流量净额	236,532.24	521,202.65	-71,844.60	161,988.45
现金及现金等价物净增加额	-424,811.54	-78,949.12	-592,678.26	128,730.62
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率 (%)	10.52	11.74	15.32	15.99
期间费用率 (%)	12.13	9.58	12.69	12.48
应收类款项占比 (%)	21.72	22.19	23.15	22.81
收现比 (X)	1.00	0.97	1.05	1.01
资产负债率 (%)	55.36	58.32	59.35	59.90
总资本化比率 (%)	53.48	55.39	54.90	--
短期债务/总债务 (%)	30.05	37.12	34.61	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	0.01	0.03	0.07	--
总债务/EBITDA (X)	34.39	43.66	40.21	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.10	0.06	0.07	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.73	0.59	0.64	--

注：中诚信国际根据公开查询的 2022、2023 年审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表；其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，其他各期数据均采用报告期末数。

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
	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	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
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：1、“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；2、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”；3、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，影响报表使用者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