

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0073 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

信评委主任

二〇二五年六月十一日

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 2025 年 6 月 11 日至 2026 年 6 月 10 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
2025 年 6 月 11 日

德兴市投资控股集团有限公司 主体及相关债项 2025 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		2025/6/11	AA/稳定	马霁竹	赵怡畅 吕碧和

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”

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、土地转让和房屋租售等业务。截至本报告出具日，德兴市铜都国资运营控股发展有限公司为公司控股股东，德兴市国有资产监督管理办公室为公司实际控制人。

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%	54.3
	业务运营	100.0%	68.0
财务风险	盈利与获现能力	45.0%	27.0
	债务负担	20.0%	9.0
	债务保障程度	35.0%	9.0

调整因素	无
个体信用状况（BCA）	a
评级模型结果	AA
外部支持调整子级	3

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，上饶市及德兴市经济实力均很强；公司主营业务仍具有很强的区域专营性，继续得到实际控制人和相关各方的有力支持；上饶投资控股集团有限公司对“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。

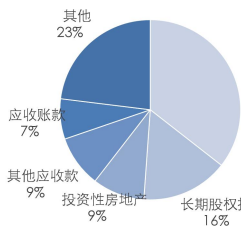
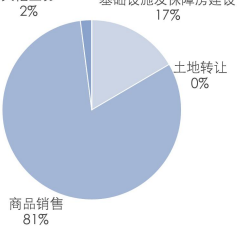
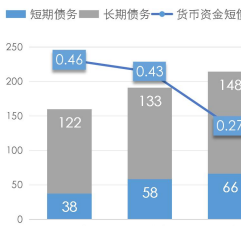
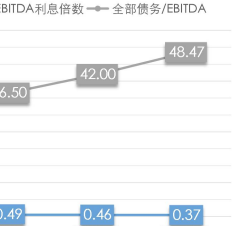
同业比较

项目	德兴市投资控股集团有限公司	汤阴县城乡发展投资集团有限公司	徐州工业园区投资发展有限公司	郑州牟中发展投资有限公司
地区	上饶市德兴市	安阳市汤阴县	徐州市贾汪区	郑州市中牟县
GDP 总量（亿元）	233.30	198.11	470.54	502.01
人均 GDP（元）	81176*	-	-	-
一般公共预算收入（亿元）	29.52	25.12	27.97	55.20
政府性基金收入（亿元）	18.05	5.30	30.73	-
地方政府债务余额（亿元）	87.09	64.81	94.21	202.61
资产总额（亿元）	434.81	96.52	114.08	591.08
所有者权益（亿元）	195.32	55.03	57.60	226.07
营业收入（亿元）	63.14	11.60	8.07	22.24
净利润（亿元）	2.89	0.73	1.23	1.38
资产负债率（%）	55.08	42.98	49.51	61.75

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 2024 年，标“*”为估算，“-”为未获取（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（2024 年末）		公司营业收入构成（2024 年）		公司财务指标（单位：亿元、%）																																			
				<table><tr><th></th><th>2022 年</th><th>2023 年</th><th>2024 年</th></tr><tr><td>资产总额</td><td>382.01</td><td>406.10</td><td>434.81</td></tr><tr><td>所有者权益</td><td>196.29</td><td>191.52</td><td>195.32</td></tr><tr><td>营业收入</td><td>62.13</td><td>61.55</td><td>63.14</td></tr><tr><td>净利润</td><td>2.85</td><td>2.97</td><td>2.89</td></tr><tr><td>全部债务</td><td>159.87</td><td>191.21</td><td>214.30</td></tr><tr><td>资产负债率</td><td>48.62</td><td>52.84</td><td>55.08</td></tr><tr><td>全部债务资本化比率</td><td>44.89</td><td>49.96</td><td>52.32</td></tr></table>					2022 年	2023 年	2024 年	资产总额	382.01	406.10	434.81	所有者权益	196.29	191.52	195.32	营业收入	62.13	61.55	63.14	净利润	2.85	2.97	2.89	全部债务	159.87	191.21	214.30	资产负债率	48.62	52.84	55.08	全部债务资本化比率	44.89	49.96	52.32
	2022 年	2023 年	2024 年																																				
资产总额	382.01	406.10	434.81																																				
所有者权益	196.29	191.52	195.32																																				
营业收入	62.13	61.55	63.14																																				
净利润	2.85	2.97	2.89																																				
全部债务	159.87	191.21	214.30																																				
资产负债率	48.62	52.84	55.08																																				
全部债务资本化比率	44.89	49.96	52.32																																				
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、%）																																			
				<table><tr><th></th><th>2022 年</th><th>2023 年</th><th>2024 年</th></tr><tr><td>地区</td><td colspan="3">上饶市德兴市</td></tr><tr><td>GDP 总量</td><td>202.06</td><td>206.40</td><td>233.30</td></tr><tr><td>人均 GDP（元）</td><td>69284</td><td>71325</td><td>81176*</td></tr><tr><td>一般公共预算收入</td><td>25.60</td><td>27.85</td><td>29.52</td></tr><tr><td>政府性基金收入</td><td>23.18</td><td>16.90</td><td>18.05</td></tr><tr><td>财政自给率</td><td>47.67</td><td>50.85</td><td>54.34</td></tr></table>					2022 年	2023 年	2024 年	地区	上饶市德兴市			GDP 总量	202.06	206.40	233.30	人均 GDP（元）	69284	71325	81176*	一般公共预算收入	25.60	27.85	29.52	政府性基金收入	23.18	16.90	18.05	财政自给率	47.67	50.85	54.34				
	2022 年	2023 年	2024 年																																				
地区	上饶市德兴市																																						
GDP 总量	202.06	206.40	233.30																																				
人均 GDP（元）	69284	71325	81176*																																				
一般公共预算收入	25.60	27.85	29.52																																				
政府性基金收入	23.18	16.90	18.05																																				
财政自给率	47.67	50.85	54.34																																				

- 优势
- 跟踪期内，上饶市经济实力仍很强；其下辖的德兴市有色金属、先进机械制造和医药化工等主导产业带动工业经济快速发展，第三产业的发展对经济增长形成有效支撑，经济实力很强；
 - 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；
 - 作为德兴市重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴等方面继续获得实际控制人及相关各方的有力支持；
 - 上饶投资控股集团有限公司为“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；
 - 公司全部债务及债务率水平持续增长，短期债务规模仍较大，依然面临较大的短期偿债压力；
 - 公司筹资活动前现金流仍为净流出，资金来源对筹资活动依赖依然较大。

评级展望

预计上饶市、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，得到实际控制人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（RTFU002202504）》

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（20 德兴债/20 德兴债）	2024/6/22	赵怡畅 戴修远	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202404）》	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	2024/6/22	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	2024/6/22	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，公司将计入长期应付款科目的中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）的投资款转入实收资本科目核算，使得公司实收资本从 9.60 亿元增加至 10.00 亿元。截至 2024 年末，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元。2024 年 6 月 20 日，根据《德兴市投资控股集团有限公司股东会决议》，德兴市国资办向德兴市铜都国资运营控股发展有限公司（以下简称“铜都国资”）转让公司 96.00% 的股权。截至本报告出具日，铜都国资持有公司 96.00% 的股权，为公司控股股东，农发基金持有公司 4.00% 的股权，德兴市国资办为公司实际控制人。

公司作为德兴市重要的基础设施建设主体，主要负责上饶市德兴市范围内的基础设施及保障房建设及商品销售等业务，此外，公司还从事土地转让和房屋租售业务。

截至 2024 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共计 22 家，详见下图表。

图表 1 截至 2024 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
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

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 2024 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
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
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
江西大茅山旅游发展股份有限公司	大茅山旅发	29500.00	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
德兴市银鹿酒店集团有限公司	银鹿酒店	10000.00	100.00	投资设立
德兴市农投农业开发有限公司	农投农业	10000.00	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 2024 年末，公司发行的“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”已按期支付到期本金及利息；截至 2025 年 5 月末，“20 德兴债/20 德兴债”剩余本金为 3.00 亿元，“21 德兴债/21 德兴债”剩余本金为 2.64 亿元，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

以“控增化存”为核心的化债政策全面落地，地方化债压力有所减轻，监管“防风险”与“促发展”双轨并行

2024 年以来，我国持续深化地方政府债务风险防控体系建设，以“控增化存”为核心的化债政策全面落地。随着各项化债补充政策落地以及置换隐性债务的地方政府债大规模供给，地方化债压力有所减轻。预计未来城投行业监管政策将延续“严控新增债务”的主基调，并更加注重“防风险”与“促发展”双平衡，加快推动城投公司改革转型，从“化债中发展”转向“发展中化债”。

城投公司信用风险总体可控，市场化转型加快推进，但所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势，需警惕转型过程中衍生的经营风险

随着“一揽子化债”政策全面落地，尾部城投公司短期流动性风险持续缓解，债务风险总体可控，预计城投公司公募债券违约的概率依然很低。然而在地方财政运行延续“紧平衡”的背景下，行业深层矛盾犹存，部分区域负面舆情仍时有发生，流动性紧张的局面尚未得到根本性缓解。长期来看仍需进一步理顺财政机制体制、转变地方经济发展模式、加快城投公司实质性转型。

当前市场及政策环境下，城投公司退平台和转型进程料将加速。但由于区域经济发展水平、资源禀赋、产业基础等差异，不同地区城投公司所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势。未来，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，避免非理性转型带来的经营风险。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，商品销售收入规模占比仍较高，综合毛利率水平有所下降

公司是德兴市重要的基础设施建设主体，主要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~2024 年，公司营业收入规模较为稳定。具体来看，公司基础设施及保障房建设持续增加，主要系确认收入的项目量有所增多；公司 2024 年未确认土地转让收入，主要受德兴市自然资源局土地收储需求变动影响；商品销售收入规模和占比较高，近年来随着业务量及品种的增加而不断增长；其他业务收入主要来源于房屋租赁等业务。

2022 年~2024 年，公司毛利润持续减少，毛利率波动下降；其中基础设施及保障房建设业务毛利率因确认收入的项目毛利率不同而有所波动；商品销售业务毛利润及毛利率均持续上升，盈利能力有所好转但仍处于较低利润水平；公司其他业务中房屋租售等业务对利润形成一定补充。

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比
基础设施及保障房建设	8.59	13.82	9.63	15.64	10.47	16.58
土地转让	8.25	13.28	4.87	7.91	-	-
商品销售	43.77	70.45	45.52	73.96	51.38	81.38
其他	1.52	2.45	1.54	2.50	1.28	2.04
营业收入	62.13	100.00	61.55	100.00	63.14	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施及保障房建设	0.63	7.34	0.60	6.28	0.67	6.37
土地转让	0.90	10.90	0.45	9.19	-	-
商品销售	0.02	0.05	0.64	1.41	0.93	1.81
其他	0.40	26.30	0.25	16.09	0.23	18.04
合计	1.95	3.14	1.94	3.15	1.83	2.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

基础设施建设及保障房建设

跟踪期内，公司作为德兴市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

公司作为德兴市重要的基础设施建设主体，主要从事德兴市范围内的基础设施和保障房建设等，业务具有很强的区域专营性。

公司基础设施建设业务主要由公司本部和子公司兴德置业负责，业务模式采用委托代建及自建自营两种。代建模式下，根据德兴市政府与公司签订的《委托建设合同》及相应的补充协议，公司负责实施道路桥梁等市内的基础设施和保障房建设工程，资金来源于自筹资金和财政补贴；每年末，德兴市审计局对公司本年度受托建设项目进行审计，确定公司投入的项目成本；

德兴市政府按公司承建工程的实际成本加成一定比例的管理费与公司结算工程款，公司据此确认收入并结转成本。自建模式下，公司项目建设资金来源为银行贷款、自有资金以及财政拨款，后期通过获取销售收入、服务收入等进行成本回收和盈利。

近年来，公司承接了城东棚改项目、德兴中医药产业园实验基地项目、乡村振兴暨农村基础设施提升改造工程、中草药产业园（一期）、美丽集镇项目等工程。2022年~2024年，公司分别实现基础设施及保障房建设收入8.59亿元、9.63亿元及10.47亿元。同期，公司毛利润分别为0.63亿元、0.60亿元和0.67亿元，毛利率分别为7.34%、6.28%及6.37%。

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2024年末，公司重点在建项目包括城东棚改项目、德兴中医药产业园实验基地项目及德兴市服务业集聚区项目等，上述项目计划总投资60.91亿元，已完成投资61.17亿元，尚需投资5.98亿元。

图表3 截至2024年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已完成投资	尚需投资
城东棚改项目	23.51	29.75	-
德兴市服务业集聚区项目	2.40	1.74	0.66
德兴中医药产业园实验基地项目*	14.73	13.14	1.59
乡村振兴暨农村基础设施提升改造工程	6.31	4.34	1.97
美丽集镇项目	8.47	7.75	0.72
德兴市返乡创业示范基地二期建设项目—电动车产业园设计施工（EPC）总承包工程	1.41	1.35	0.06
德兴市主城区及园区综合停车场建设项目 EPC 工程	1.53	1.06	0.47
德兴香屯园区危化物流产业园基础设施及配套建设项目—标准厂房及道路建设等配套建设项目（EPC）工程	1.38	1.03	0.35
德兴香屯园区危化物流产业园基础设施及配套建设项目-综合楼及仓储等配套建设 EPC 项目	1.17	1.01	0.16
合计	60.91	61.17	5.98

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2024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及三清快道炉口“山路人家”风情特色街项目，上述项目计划总投资合计1.50亿元。综合来看，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。

图表4 截至2024年末公司拟建的基础设施项目情况（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	2025年~2026年
三清快道炉口“山路人家”风情特色街项目	0.50	2025年~2026年
合计	1.50	-

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业务，对公司营业收入形成一定贡献；但该业务受政府规划及土地市场波动影响较大，收入及利润具有一定的不确定性

公司土地转让业务由本部负责。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。2023年，公司转让14宗土地，面积67.40万平方米，土地性质均为出让，用途包括商住、商服和工业。2022年~2023年，公司分别确认土地转让业务收入8.25亿元和4.87亿元，2024年公司未确认土地转让收入主要受德兴市自然资源局土地收储需求变动影响；同期，公司土地转让业务毛利率分别为10.90%和9.19%，由于转让地块价格不高，毛利率小幅下降。

截至2024年末，公司存货中待开发土地账面价值为38.21亿元，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，公司商品销售收入规模仍较大，占主营业务收入比例最高，但客户集中度很高且盈利能力仍较弱

跟踪期内，公司继续从事商品销售业务，以大宗商品销售业务为主。

大宗商品销售业务主要由子公司德兴黄金负责，销售商品主要为黄金、电解铜、锌锭、铝锭、乙二醇、精对苯二甲酸等。业务模式主要为对锁业务（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。近两年，公司商品销售业务中黄金销售的占比达到99%以上；2024年公司前五大供应商及客户情况如下图表所示。

图表5 2024年公司商品销售业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	占比	客户名称	销售金额	占比
曹安亿	15.66	31.03	厦门海投鑫锋智能制造有限公司	34.73	67.59
东吴黄金集团有限公司	11.25	22.30	紫金矿业集团黄金冶炼有限公司	7.20	14.02
周战淼	6.61	13.11	河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	5.73	11.15
深圳国金国银控股有限公司	5.06	10.02	湖南辰州黄金精炼有限公司	2.81	5.48
李敏杰	4.40	8.72	厦门海峡黄金珠宝产业园有限公司	0.71	1.38
合计	42.98	85.18	合计	51.19	99.62

资料来源：公司提供，东方金诚整理

再生资源销售业务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。因再生资源销售业务受政府政策支持，2023年~2024年，公司收到德兴市政府再生资源产业发展补贴2117.28万元、216.47万元。2023年，公司再生资源销售业务收入为2.65亿元；2024年未产生收入，公司预计后续将逐步退出该业务。

2022年~2024年，公司分别确认商品销售收入43.77亿元、45.52亿元及51.38亿元，毛利率分别为0.05%、1.41%和1.81%，毛利率有所提升但仍处于较低水平。

企业管理

产权结构

截至 2024 年末，公司注册资本及实收资本均为 10.00 亿元；截至本报告出具日，铜都国资持有公司 96.00%的股权，农发基金持有公司 4.00%的股权，德兴市国资办为公司实际控制人。

治理结构

公司董事会由 5 人组成，董事由铜都国资委派和更换，董事长由铜都国资在董事中指定。董事每届任期三年。

公司监事会由 5 人组成，设监事 3 名、职工代表监事 2 名。监事由铜都国资委派和更换；监事会主席由铜都国资在监事中指定；职工代表监事由公司职工通过职工代表大会选举产生和更换。监事每届任期三年。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，经铜都国资同意，董事可以兼任总经理；公司设副总经理若干名，由董事会聘任或者解聘。

管理水平

公司设置了党政办公室、纪检监察室、审计法务部、计划财务部、人力资源部、资产管理部、投资发展部、风险控制部、融资部、招标采购办和项目管理部 11 个职能部门，部门设置合理，职责清晰。

公司依据法律法规及相关规章制度，制定了《德兴市投资控股集团有限公司关联交易管理制度》、《德兴市投资控股集团有限公司对外担保管理制度》、《德兴市投资控股集团有限公司财务管理制度》等重大规章制度，明确了履行出资人职责的机构、董事会、监事会及高级管理人员的权责范围和工作程序。

综合来看，公司建立了必要的治理架构、内部组织结构和管理制度，能够满足日常经营管理需要。

财务分析

财务质量

公司提供了 2022 年~2024 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~2024 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。

截至 2024 年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共 22 家。2022 年，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司新增 2 家，为德兴市池口农业科技有限公司和馨德医疗。2023 年纳入公司合并范围的直接控股子公司新增 3 家，系无偿划拨取得的大茅山旅发及投资设立取得的银鹿酒店和农投农业；减少 1 家池口农业科技有限公司。2024 年，公司纳入合并范围的直接控股子公司减少 1 家，系无偿划转至江西铜都控股集团有限公司的江西万舟能源有限公司²。

资产构成与资产质量

² 原名为江西万舟再生资源有限公司，2025 年 5 月更为现名。

跟踪期内，公司资产规模继续增长，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

公司资产规模近年来持续增长，以流动资产为主。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~2024年末，公司存货规模有所波动，2023年减少主要系部分资产重分类转入投资性房地产、部分土地被德兴市自然资源局无偿收回、划出或注销；2024年增加主要系随着基础设施及保障房项目建设推进合同履约成本大幅增加；2024年末公司存货中主要包含开发成本21.83亿元、合同履约成本82.90亿元、开发用土地38.21亿元及开发产品10.66亿元。公司其他应收款规模有所波动，主要为往来款，2024年末主要应收对象为德兴市财政局（17.41亿元）、上饶市城市建设投资开发集团有限公司（3.02亿元）、德兴市交通运输局（3.84亿元）、江西铜都园区管理有限责任公司（2.15亿元）及江西省德兴市大茅山林场（1.00亿元），合计占比67.36%。

公司应收账款持续增长，2024年末主要应收对象为德兴市财政局（项目结算款20.68亿元）和德兴市自然资源局（土地转让款9.83亿元），合计占比96.30%。公司货币资金2024年末构成主要为银行存款（7.48亿元）、保证金和定期存单（10.46亿元），其中保证金和定期存单已质押。

图表6 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022年末	2023年末	2024年末
资产总额	382.01	406.10	434.81
流动资产	246.82	240.07	259.60
存货	140.24	130.84	154.68
其他应收款	42.68	39.11	40.29
应收账款	29.15	29.56	31.42
货币资金	17.44	25.03	17.95
非流动资产	135.19	166.03	175.21
长期股权投资	69.18	68.94	67.69
投资性房地产	9.67	38.16	40.54
其他非流动资产	20.63	20.63	20.63
无形资产	10.94	10.91	14.40

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动资产持续增长，主要由长期股权投资、投资性房地产、其他非流动资产和无形资产构成。近年来，公司长期股权投资基本保持稳定，主要为持有德兴市农垦集团有限责任公司的股权。公司投资性房地产系用于租赁的房屋资产，2023年末大幅增长主要系存货中的22.34亿元土地使用权重分类转入投资性房地产。其他非流动资产保持稳定，主要为德兴市域的林权资产。公司无形资产波动增长，2024年显著增长主要系存货中价值1.12亿元土地经营权重分类转入及购置停车场经营权³2.70亿元；2024年末主要构成为停车场经营权及砂石资产等经营权资产12.59亿元及土地使用权1.81亿元。

³ 德兴交投承担了德兴市停车位存量资产盘活及提升改造项目，并收购了德兴市范围内8530个停车位，项目总投资为3.53亿元，其中项目资产收益权转让款为2.41亿元。

2024 年末，公司受限资产合计 91.85 亿元，占资产总额的 21.13%，主要包括存货 40.50 亿元、投资性房地产 36.09 亿元、货币资金 10.46 亿元、固定资产 2.84 亿元、在建工程 0.99 亿元和无形资产 0.97 亿元。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，仍以资本公积为主

2022 年~2024 年末，公司实收资本维持 10.00 亿元。资本公积规模有所波动，2023 年末显著减少主要系子公司德兴市保障性住房投资建设有限公司被无偿划转至江西铜都控股集团有限公司⁴，以及公司土地、公寓楼及附属楼等资产被德兴市自然资源局无偿收回、划出或注销。公司未分配利润持续增长，主要为公司净利润的累积。

图表 7 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
所有者权益	196.29	191.52	195.32
实收资本	10.00	10.00	10.00
资本公积	161.70	147.33	148.81
未分配利润	21.29	23.78	25.86

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额快速增长，结构仍以非流动负债为主

公司负债总额近年来保持增长，流动负债和非流动负债均有所增加。公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、短期借款及其他应付款构成。

公司一年内到期的非流动负债规模较大；2024 年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 22.33 亿元、应付债券 14.45 亿元和长期应付款 4.14 亿元。公司短期借款持续大幅增长；2024 年末主要包括保证借款 9.79 亿元、信用借款 0.92 亿元、抵押借款 0.65 亿元、质押借款 8.13 亿元和保证+抵押借款 3.45 亿元。公司其他应付款主要为往来款及借款，2024 年末主要应付对象为江西赣江新区信担金服管理有限公司（借款 2.00 亿元）、德兴市森茂林业发展有限公司（1.90 亿元）、德兴市新岗山林业有限责任公司（0.80 亿元）、德兴市大茅山风景名胜区管理委员会（0.52 亿元）及德兴市中医药（0.44 亿元），合计占比为 67.91%。

图表 8 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
负债总额	185.72	214.58	239.49
流动负债	55.82	75.83	87.17
一年内到期的非流动负债	26.49	42.53	40.92
短期借款	11.18	15.89	22.95
其他应付款	4.58	4.81	8.34

⁴ 系根据《关于同意将德兴市保障性住房投资建设有限公司划转至江西铜都控股集团有限公司的批复》（德国资字【2023】55号）。

图表 8 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
非流动负债	129.90	138.75	152.32
长期借款	75.61	85.77	102.52
长期应付款	23.92	27.23	27.13
应付债券	30.32	23.45	20.35

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动负债持续增长，主要系项目投资资金需求量大，主要构成包括长期借款、长期应付款及应付债券。公司长期借款主要为银行项目贷款，资金用于项目建设；2024 年末主要包括信用借款 4.41 亿元、保证借款 21.28 亿元、质押借款 15.10 亿元、抵押借款 36.45 亿元、保证+质押借款 14.39 亿元和保证+抵押借款 14.53 亿元⁵。

公司长期应付款规模有所波动；2024 年末主要构成为融资租赁款（8.22 亿元）、基金投资款（5.47 亿元）、专项借款（15.96 亿元）及政府债券置换资金（0.85 亿元）⁶，资金主要用于项目建设及补充公司营运资金。2024 年末公司应付债券包括 9 只债券（含一年内到期），其中 2025 年到期债券 4 只，拟通过发行新债进行偿还，2026 年到期债券 1 只，剩余 4 只为 2027 年及之后到期。

跟踪期内，公司全部债务及负债率水平持续增长，短期债务规模仍较大，依然面临较大的短期偿债压力；随着项目建设的推进及业务不断发展，预计公司全部债务及负债率或将继续上升

近三年末，公司全部债务规模持续增长，其中短期债务占比分别为 23.56%、30.56%和 30.95%，短期债务规模增长较快且规模较大，公司面临较大的短期偿债压力。同期末，公司资产负债率不断上升。预计随着公司在建和拟建项目的不断推进、下属子公司业务不断发展，公司全部债务及负债率或将继续增长。

图表 9 公司全部债务及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
全部债务 ⁷	159.87	191.21	214.30
其中：短期债务	37.67	58.43	66.34
长期债务	122.20	132.78	147.96
资产负债率	48.62	52.84	55.08

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 2024 年末，公司对外担保余额为 13.55 亿元，担保比率为 6.94%，担保对象主要为江西铜都再生资源有限公司（12.83 亿元、国企）；目前被担保对象处于正常运营状态，暂无重大负面舆情事项。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，利润对财政补贴依赖度仍很大，主要盈利指标仍处于

⁵ 含一年内到期部分。

⁶ 含一年内到期部分。

⁷ 含利息，不含应付票据。

较低水平，盈利能力依然较弱

近三年，公司营业收入波动增长，营业利润率有所下降；公司期间费用规模持续增长，主要为财务费用和管理费用，对公司利润形成一定侵蚀；利润总额和净利润较为稳定，补贴收入占利润总额的比重有所提高，公司利润对财政补贴依赖程度不断上升。同期，公司总资本收益率持续下降，净资产收益波动增长。总体来看，公司主要盈利指标处于较低水平，盈利能力较弱。

图表 10 公司主要盈利数据及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	62.13	61.55	63.14
营业利润率	2.45	2.45	1.32
期间费用	1.41	1.71	1.87
期间费用/营业收入	2.27	2.77	2.96
利润总额	3.01	3.08	3.01
其中：财政补贴	3.20	3.88	4.95
净利润	2.85	2.97	2.89
总资本收益率	0.97	0.95	0.88
净资产收益率	1.45	1.55	1.48

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司筹资活动前现金流仍为净流出，资金来源对筹资活动依赖依然较大

公司经营活动现金流入主要为收到的主营业务回款、往来款、财政补贴形成，经营活动现金流出主要系支付主营业务成本支出和往来款形成；主营业务回款情况良好；公司经营活动净现金流持续净流入。

公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出有所增长，主要系购建无形资产和其他长期资产等形成的对外投资增加所致；公司投资活动现金流持续为净流出。

公司筹资活动现金流入主要是借款、资金拆借等形成，筹资活动现金流入规模持续增长；筹资活动现金流出主要为公司偿还借款本息所形成；公司筹资活动现金流持续净流入。总体来看，公司筹资活动前现金流持续为净流出，资金来源对筹资活动依赖较大。

图表 11 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元）

科目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入	89.54	69.21	69.32
现金收入比率（%）	100.17	99.33	96.64
经营活动现金流出	87.41	68.65	68.42
经营活动产生的现金流量净额	2.14	0.55	0.90
投资活动现金流入	0.23	0.19	0.27
投资活动现金流出	11.16	15.70	18.53
投资活动产生的现金流量净额	-10.93	-15.51	-18.26
筹资活动现金流入	63.29	80.49	85.48
筹资活动现金流出	58.20	62.10	75.46

图表 11 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元）

科目	2022 年	2023 年	2024 年
筹资活动产生的现金流量净额	5.09	18.39	10.02
现金及现金等价物净增加额	-3.71	3.43	-7.33

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

考虑到公司承担了上饶市德兴市范围内的基础设施建设，业务区域专营性、业务稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标来看，公司流动比率及速动比率均持续下降，但仍处于较高水平；但公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比很高，资产流动性较弱，对流动负债的实际保障能力较弱。公司货币资金对短期债务的覆盖程度有所下降，经营性现金流易受项目回款及往来款波动影响而存在不确定性，对流动负债的保障程度较弱。从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率及全部债务资本化比率均有所上升；EBITDA 对利息的覆盖能力持续下降，对全部债务的覆盖程度亦较弱。

图表 12 公司偿债能力主要指标情况（单位：%）

科目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
流动比率	442.15	316.57	297.80
速动比率	190.93	144.03	120.36
货币资金短债比（倍）	0.46	0.43	0.27
经营现金流动负债比率	3.83	0.73	1.03
长期债务资本化比率	38.37	40.94	43.10
全部债务资本化比率	44.89	49.96	52.32
EBITDA 利息倍数（倍）	0.49	0.46	0.37
全部债务/EBITDA（倍）	36.50	42.00	48.47

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

以 2024 年末公司全部债务为基础，若无其他新增债务，则公司 2025 年到期债务规模为 66.34 亿元。偿债资金方面，公司主要通过自有资金、外部融资等方式偿还到期债务。再融资方面，公司与多家银行保持合作关系，可为到期债务偿还提供一定保障。截至 2025 年 3 月末，公司获得银行等多家金融机构综合授信 212.40 亿元，尚未使用额度 42.90 亿元。公司直接融资渠道较为通畅，截至本报告出具日，公司持有上海证券交易所批准的债券批文，发行额度为不超过 12.00 亿元（含）。整体来看，公司融资渠道较为畅通，具备一定的流动性储备。

总体来看，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建设，业务区域专营性、稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

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 2025 年 5 月 16 日，公司本部未结清贷款中无不良或关注类款项；已结清贷款中存在 6 个关注类账户，无不良类款项。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券均已按时还本付息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

一揽子增量政策效果持续显现，2025年一季度GDP延续较快增长；二季度外部经贸环境变数骤然加大，可能给宏观经济运行带来较大冲击

2025年一季度GDP同比增长5.4%，增速与去年四季度持平，超出市场普遍预期。一季度内需全面发力，是推动经济实现“开门红”的主要动力。其中，受耐用消费品以旧换新政策扩围加力提振，一季度商品消费增速持续加快；财政稳增长靠前发力，一季度基建投资提速，大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高增长水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也略有收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场止跌回稳基础尚不牢固，房地产投资仍有接近两位数的较大降幅，居民消费和民间投资信心总体偏弱，以及物价水平偏低等。

往后看，4月初美国在全球范围内推出“对等关税”，外部经贸环境变数骤然加大。当前中美双边加征关税幅度超过100%。这意味着从4月中下旬开始，绝大部分中美双边贸易基本失去市场接受的可能性。考虑到对美出口占我国出口总额的14%左右，加之美国发起全球贸易战还会拖累外需全面放缓，二季度我国出口将出现较大幅度下滑，宏观经济运行面临较为明显的下行波动。

宏观政策将实施超常规逆周期调节，财政、货币和房地产支持政策有望全面加码

美国“对等关税”落地，将加快国内宏观政策对冲步伐。综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机趋于成熟，落地时间可能提前到4月。这能有效激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，是当前对冲外部波动最有力的手段。财政政策方面，接下来促消费政策力度会进一步加大，政策节奏也将显著加快，以消化可能出现的“出口转内销”。除了3000亿元超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新外，不排除各地将加大促消费支持范围，将更多普通消费品和服务消费纳入支持范围的可能。外部经贸环境急剧变化的背景下，稳楼市的迫切性显著上升。考虑到计入物价因素后，当前实际居民房贷利率仍处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。总体上看，二季度宏观政策有望启动超常规逆周期调节。

区域经济和财政状况

1. 上饶市

跟踪期内，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，经济实力仍很强

上饶市是江西省的东大门，处于长江三角洲经济区及海西经济区两大经济区的辐射交叉点，

属于江西省距长三角城市群中心区、粤闽浙沿海城市群中心区最近的地级市之一，为江西融入长三角对接海西经济区的桥头堡，总面积 22737 平方公里。截至 2024 年末上饶市常住人口为 635.09 万人。上饶市交通便利，高速铁路、高速公路、三清山机场、上饶无水港、福州港上饶码头为基础构架的海陆空综合立体交通网络基本成型。

依托良好的区位交通条件及工业基础，上饶市近年来地区经济总值保持较快增长，经济总量在江西省各地级市中位居中上游，人均 GDP 在全国范围内居中游水平。上饶市逐步构建“2+4+N”的产业体系，即有色金属和光伏新能源两大主导产业，并着力发展电子信息、非金属材料、汽车、机械制造四个重点产业，同时推进生物医药、纺织服装、绿色食品等 N 个特色产业，已培育出有色金属产业和光伏新能源产业两个千亿级产业，2024 年首次入选先进制造业百强市。区域内集聚了晶科能源、洪善生物、蜂巢能源、赣锋锂业等重点企业。2024 年，上饶市规模以上工业增加值同比增长 11.0%。近年来，依托丰富的旅游资源优势，上饶市旅游业发展势头强劲，2024 年篁岭成功创建国家 5A 级旅游景区，新增德兴凤凰湖景区、弋阳叠山文化园为 4A 级景区，目前拥有世界遗产地 3 个、5A 级旅游景区 3 个、4A 级旅游景区 32 个，5A 级景区数量并列全国第三。

跟踪期内，上饶市一般公共预算收入保持增长，税收收入占比较为稳定，财政实力依然很强

近年来，上饶市一般公共预算收入逐年增长，其中税收收入占比有所波动，一般公共预算收入结构有待优化。同期，上饶市政府性基金收入规模较大，但易受房地产市场和土地出让计划等因素影响，未来收入存在不确定性。债务管控方面，上饶市人民政府落实“1+9”化债实施方案，稳步推进化债工作，积极向上争取用于置换存量隐性债务的地方政府债务限额 143.23 亿元。

图表 13 上饶市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP	3309.70	3401.60	3720.90
GDP 增速	5.1	6.7	5.7
人均 GDP（元）	51425	53020	58381
规上工业增加值增速	9.1	14.0	11.0
固定资产投资增速	8.6	3.0	4.3
一般公共预算收入	250.90	270.70	282.00
政府性基金收入	279.20	244.10	226.90
上级补助收入	-	-	-
税收收入占比	67.28	67.75	67.02
财政自给率	31.61	33.22	33.79
地方政府债务余额	1118.19	1328.14	1570.99
政府负债率	33.79	39.04	42.22

注：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；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
资料来源：上饶市 2022 年~2024 年国民经济和社会发展统计公报，2022 年~2024 年财政预算执行情况，标“-”为未获取，东方金诚整理

2.德兴市

跟踪期内，德兴市有色金属、先进机械制造和医药化工三大主导产业带动工业经济快速发展，第三产业的发展对经济增长形成有效支撑，经济实力很强

德兴市原为德兴县，位于江西省东北部，赣、浙、皖三省交界处，距省会南昌市 262 公里，距上饶市 110 公里。德兴市资源密集，矿业发达，素有“金山、银城、铜都”之美誉。德兴市铜矿资源丰富，是全国重要的有色金属工业基地，已探明储量并开发的矿产达 30 余种，其中铜年产量居全国之首，黄金年产量居江西省之首。德兴市交通条件较为便利，拥有德昌高速、景婺黄（常）高速、上德高速等高速公路及京福高铁、景婺常铁路、乐德铁路等铁路线路。此外，德兴市旅游资源丰富，拥有国家 5A 级景区三清山及 4A 级旅游景区大茅山风景名胜区以及多家国家 3A 级旅游景区。

德兴市近年来地区经济总值保持较快增长，经济总量在上饶市各区县中处中下游水平。工业方面，德兴市工业经济保持快速发展；2024 年规上工业增加值同比增长 14.5%，位列上饶市第四；实现规上工业主营业务收入 442 亿元，增长 18.3%。德兴市已形成以有色金属、机械电子和大健康板块为主导产业的集群，三条主导产业链 2024 年主营业务收入超 400 亿元。德兴市第三产业保持快速发展，对德兴市经济增长形成有效支撑。凭借丰富的旅游资源优势，德兴市推动文化、康养和旅游产业融合发展，2024 年旅游总人次、综合收入同比分别增长 12% 和 10%。

跟踪期内，德兴市一般公共预算收入保持增长，税收收入占比不断增加，并持续获得上级补助支持，财政实力很强

近年来，德兴市一般公共预算收入逐年递增，税收收入占比不断增加，一般公共预算收入质量持续提升。同期，德兴市政府性基金收入规模有所波动，未来易受房地产市场和土地出让计划等因素影响而存在不确定性。德兴市持续获得一定的上级财政支持，上级补助收入是财政收入的重要补充。债务管控方面，德兴市持续深化政府债务全生命周期管理，加强债务化解和风险预警研究，积极化解存量债务。

图表 14 德兴市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP	202.06	206.40	233.30
GDP 增速	4.8	6.6	6.8
人均 GDP（元）	69284	71325	81176*
工业增加值增速	9.2	14.5	14.5
固定资产投资增速	8.4	8.3	12.4
一般公共预算收入	25.60	27.85	29.52
政府性基金收入	23.18	16.90	18.05
上级补助收入	16.88	18.63	18.32
税收收入占比	67.54	73.90	75.96

图表 14 德兴市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
财政自给率	47.67	50.85	54.34
地方政府债务余额	61.39	74.80	87.09
政府负债率	30.38	36.24	37.33

注：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；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
 资料来源：德兴市 2022 年~2023 年国民经济和社会发展统计公报及 2024 年德兴市经济运行情况，2022 年~2023 年财政决算情况及 2024 年财政预算执行情况，标“*”为 GDP/常住人口估算，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很强的支持能力。

支持意愿

跟踪期内，作为德兴市重要的基础设施及保障房建设主体，公司在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

公司控股股东铜都国资是德兴市重要的基础设施建设主体。公司作为铜都国资的重要子公司，主要从事德兴市范围内的基础设施及保障房建设业务，在增资、资产注入和财政补贴等方面持续得到实际控制人及相关方的有力支持。

增资方面，截至 2024 年末，公司注册资本 10.00 亿元已经全部实缴到位。资产注入方面，公司历年获得德兴市国资办无偿划拨的子公司股权、房产、土地、货币资金及经营权等，2024 年末形成资本公积合计 148.81 亿元。财政补贴方面，2022 年~2024 年，公司收到财政补贴 3.20 亿元、3.67 亿元及 4.95 亿元。

考虑到公司将继续在德兴市的基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人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、德兴市的地区经济及财政实力、股东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很强。

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、数字金融服务以及铝型材的研发、生产和销售等。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。2021 年~2023 年以及 2024 年 1~3 月，上饶投控营业收入分别为 158.76、160.28 亿元、134.14 亿元和 24.48 亿元，毛利率分别为 10.52%、11.74%、15.32%

和 15.99%。

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 年末，公司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，助力公司打造工程建设、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，2021 年~2023 年，公司分别获得财政补贴 12.12 亿元、6.96 亿元和 9.44 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。2024 年 3 月末，上饶投控资产总额由 2021 年末的 2809.74 亿元快速增至 3075.36 亿元，其中流动资产占比较高。得益于股东及相关各方多次划拨资产，上饶投控形成了较大规模的所有者权益，2024 年 3 月末所有者权益为 1233.29 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。2024 年 3 月末，负债总额为 1842.07 亿元，结构以非流动负债为主。2023 年末，上饶投控全部债务为 1488.34 亿元，其中短期债务占比约为 33.05%；资产负债率及全部债务资本化比率分别为 59.35%和 54.19%。

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，上饶投控全部债务逐年增长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，预计债务指标将维持高位；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；公司全部债务及债务率水平持续增长，短期债务规模仍较大，依然面临较大的短期偿债压力；公司筹资活动前现金流仍为净流出，资金来源对筹资活动依赖依然较大。

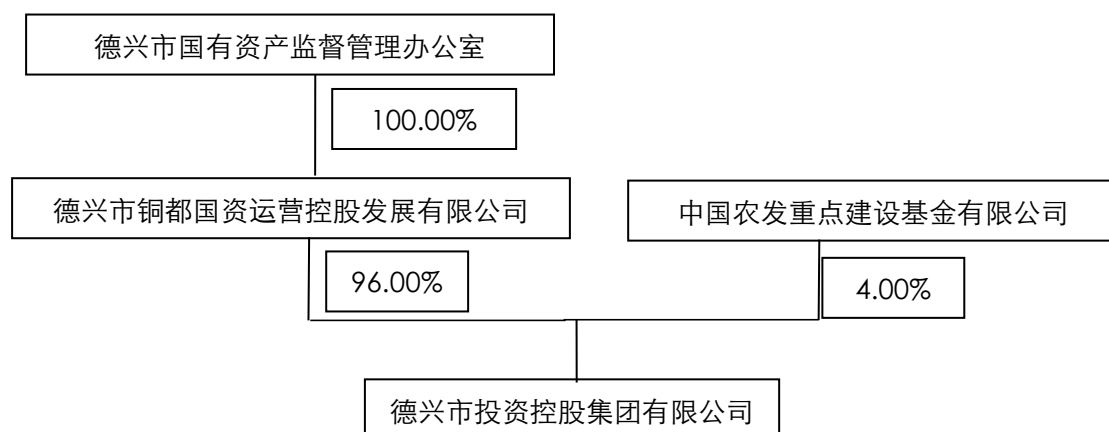
跟踪期内，上饶市经济实力仍很强；其下辖的德兴市有色金属、先进机械制造和医药化工等主导产业带动工业经济快速发展，第三产业的发展对经济增长形成有效支撑，经济实力亦很强；作为德兴市重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴等方面继续获得实际控制人及相关

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。

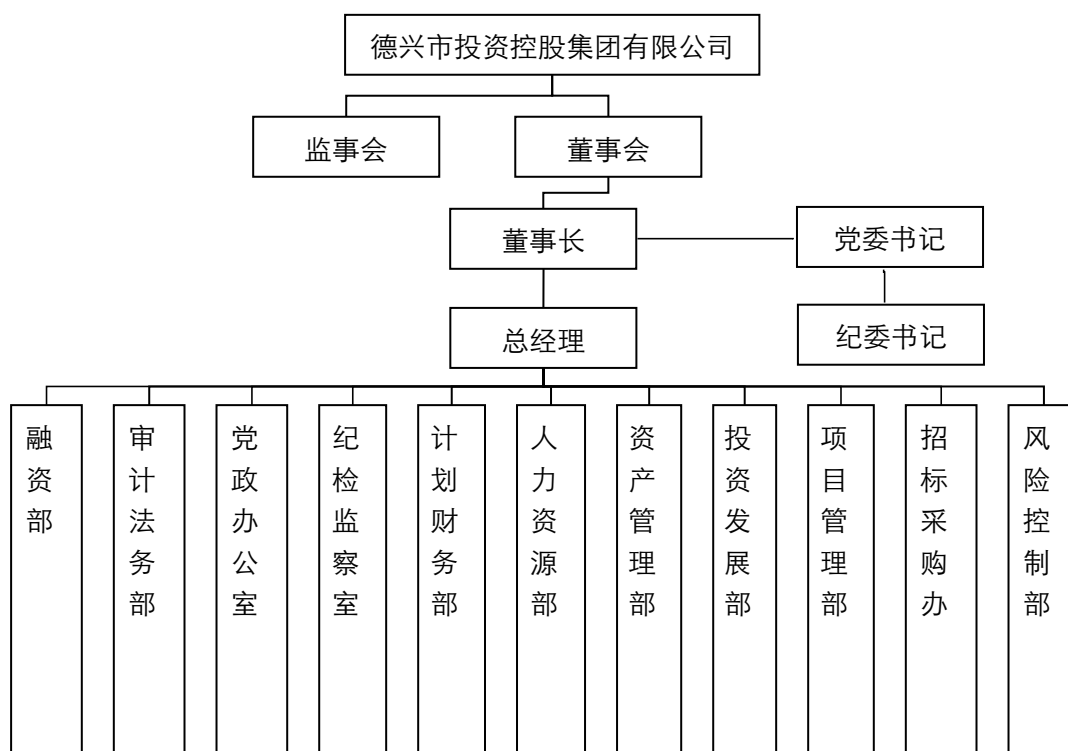
综上所述，公司自身偿债能力较强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力仍很强；“20 德兴债/20 德兴债”和“21 德兴债/21 德兴债”到期不能偿还的风险仍极低。

附件一：截至本报告出具日公司股权结构图和组织结构图

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	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	382.01	406.10	434.81
存货	140.24	130.84	154.68
长期股权投资	69.18	68.94	67.69
投资性房地产	9.67	38.16	40.54
其他应收款	42.68	39.11	40.29
负债总额	185.72	214.58	239.49
长期借款	75.61	85.77	102.52
一年内到期的非流动负债	26.49	42.53	40.92
长期应付款	23.92	27.23	27.13
全部债务	159.87	191.21	214.30
短期债务	37.67	58.43	66.34
所有者权益	196.29	191.52	195.32
营业收入	62.13	61.55	63.14
净利润	2.85	2.97	2.89
经营活动产生的现金流量净额	2.14	0.55	0.90
投资活动产生的现金流量净额	-10.93	-15.51	-18.26
筹资活动产生的现金流量净额	5.09	18.39	10.02
主要财务指标			
营业利润率（%）	2.45	2.45	1.32
总资本收益率（%）	0.97	0.95	0.88
净资产收益率（%）	1.45	1.55	1.48
现金收入比率（%）	100.17	99.33	96.64
资产负债率（%）	48.62	52.84	55.08
长期债务资本化比率（%）	38.37	40.94	43.10
全部债务资本化比率（%）	44.89	49.96	52.32
流动比率（%）	442.15	316.57	297.80
速动比率（%）	190.93	144.03	120.36
货币资金短债比（倍）	0.46	0.43	0.27
经营现金流动负债比率（%）	3.83	0.73	1.03
EBITDA 利息倍数（倍）	0.49	0.46	0.37
全部债务/EBITDA（倍）	36.50	42.00	48.47

附件三：担保方主要财务数据及指标

项目名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	2809.74	3013.22	3031.76	3075.36
存货	557.05	669.29	727.62	735.80
其他非流动资产	638.65	616.26	607.58	607.59
其他应收款	364.39	410.25	421.29	420.94
投资性房地产	262.27	258.09	251.30	251.30
在建工程	178.48	218.64	238.44	247.10
负债总额	1555.44	1757.43	1799.40	1842.07
应付债券	562.23	537.99	547.80	498.00
一年内到期的非流动负债	251.26	389.85	310.29	324.32
长期借款	316.23	307.03	356.71	409.60
长期应付款	70.46	127.35	141.78	145.33
全部债务	1326.35	1446.11	1457.70	1488.34
短期有息债务	386.39	517.15	481.78	510.62
所有者权益	1254.30	1255.79	1232.36	1233.29
营业收入	158.76	160.28	134.14	24.48
净利润	10.15	12.19	12.34	0.66
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
主要财务指标				
营业利润率（%）	9.93	11.07	14.28	14.91
总资本收益率（%）	1.01	0.89	0.92	-
净资产收益率（%）	0.81	0.97	1.00	-
现金收入比率（%）	100.14	97.15	105.00	101.03
资产负债率（%）	55.36	58.32	59.35	59.90
长期债务资本化比率（%）	42.84	42.52	44.19	44.22
全部债务资本化比率（%）	51.40	53.52	54.19	54.69
流动比率（%）	239.90	205.64	218.52	212.14
速动比率（%）	142.80	116.57	116.61	114.03
货币资金短债比（倍）	0.52	0.35	0.22	0.24
经营现金流动负债比率（%）	0.12	0.24	0.57	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.76	0.63	0.64	-
全部债务/EBITDA（倍）	32.80	41.56	39.11	-

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（%）	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
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+使用权资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

短期债务=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+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

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。