

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0364 号

上饶市国有资产经营集团有限公司：

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“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 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“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二五年六月二十日

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 20 日至 2026 年 6 月 19 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 20 日

上饶市国有资产经营集团有限公司主体
及“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02” 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		2025/6/20	AA+/稳定	张嫣然	白元宁	
债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02	AAA	AAA	经营风险	区域环境	100.0%	87.5
				业务运营	100.0%	72.0
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”			财务风险	盈利与获现能力	50.0%	28.0
				债务负担	20.0%	12.0
				债务保障程度	30.0%	10.5
主体概况			调整因素			无
上饶市国有资产经营集团有限公司主要从事上饶市的基础设施建设和土地开发整理，以及房地产开发、机场运营、钢材销售、租赁、担保等业务。			个体信用状况（BCA）			aa+
			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

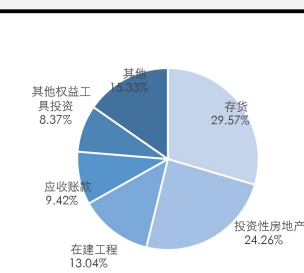
东方金诚认为，跟踪期内，上饶市经济实力依然很强；公司主营业务仍具有较强的区域专营性，继续得到实际控制人及相关各方的有力支持；上饶投控为“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02”提供的担保增信作用仍很强。同时，东方金诚关注到，公司仍面临较大的短期偿债压力和资本支出压力，资产流动性仍较弱，经营性现金流稳定性仍欠佳。综合考虑，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02”到期不能偿还的风险依然极低。

同业比较					
项目	上饶市国有资产经营集团有限公司	景德镇市国资运营投资控股集团有限公司	三门峡市投资集团有限公司	哈尔滨投资集团有限责任公司	锦州市国有资本投资运营（集团）有限公司
地区	上饶市	江西省景德镇市	三门峡市	黑龙江省哈尔滨市	辽宁省锦州市
GDP 总量（亿元）	3720.90	1179.30	1618.69	5888.60	1320.10
人均 GDP（元）	58381	72916	80133*	59940*	47577
一般公共预算收入（亿元）	282.00	90.53	143.54	313.07	114.29
政府性基金收入（亿元）	226.90	53.51	35.02	51.36	13.76
地方政府债务余额（亿元）	1570.99	710.12	468.57	3253.28	577.40
资产总额（亿元）	417.24	1379.56	1000.32	985.63	810.42
所有者权益（亿元）	171.66	438.28	412.35	363.93	440.53
营业收入（亿元）	44.31	201.26	142.58	60.20	35.34
净利润（亿元）	2.52	1.19	3.96	-10.64	1.55
资产负债率（%）	58.86	68.23	58.78	63.08	45.64

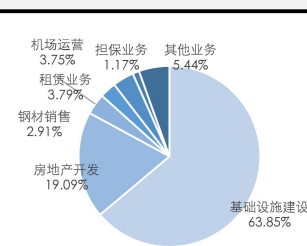
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA+ 的同行业企业，表中数据均为 2024 年，标“*”数据为估算所得
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成（2024年末）



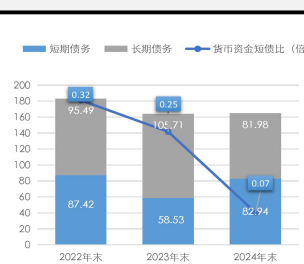
公司营业收入构成（2024年）



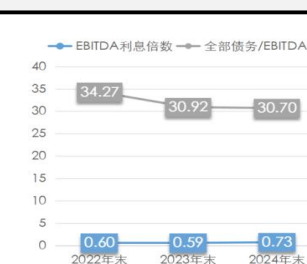
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2022 年末	2023 年末	2024 年末
资产总额	416.98	428.36	417.24
所有者权益	167.54	169.50	171.66
营业收入	23.37	25.87	44.31
净利润	2.85	2.89	2.52
全部债务	182.91	164.24	164.92
资产负债率	59.82	60.43	58.86
全部债务资本化比率	52.19	49.21	49.00

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、%）

	2022 年	2023 年	2024 年
地区	上饶市		
GDP 总量	3309.70	3401.60	3720.90
人均 GDP (元)	51425	53020	58381
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
财政自给率	31.61	33.22	33.79

优势

- 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；
- 公司继续从事上饶市的基础设施建设和土地开发整理等，主营业务具有较强的区域专营性；
- 作为上饶市重要的国有资产运营主体，公司在财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持；
- 上饶投控为“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02”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

- 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；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性仍较弱；
- 由于部分债券集中到期，公司短期债务规模及占比明显上升，仍面临较大的短期偿债压力；
- 公司经营性现金流易受波动较大的往来款和项目款影响而缺乏稳定性，现金流状况仍欠佳，资金来源对筹资活动仍有所依赖。

评级展望

预计上饶市经济将保持增长，公司主营业务将保持较强的区域专营地位，能够持续获得实际控制人及相关各方的有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型（RTFU007202504）》

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+	AAA (22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02)	2024/6/21	纪 炜 赵怡畅	《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型（RTFU007202404）》	阅读原文
AA+	AAA (22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02)	2022/7/8	高 路 尚子书	《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
22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02	2024/6/21	11.00 亿元	2022/7/27~2029/7/27	连带责任保证担保	上饶投资控股集团有限公司/AAA/稳定

注：附债券提前偿还条款，交叉违约条款。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及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”）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

上饶国资前身为上饶市国有资产经营有限责任公司，系 2008 年 1 月上饶市国有资产监督管理委员会（以下简称“上饶市国资委”）出资设立，初始注册资本为人民币 1000.00 万元。2022 年，原股东上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上饶投控”）将其持有的公司 90.94% 的股权无偿划转至上饶市国有资产发展集团有限公司¹（以下简称“上饶国发”）、将其持有的公司 9.06% 的股权无偿划转至江西省行政事业资产集团有限公司²（以下简称“江西行政集团”）。2025 年 2 月，公司原股东上饶国发将其持有的公司 90.9401% 股权无偿划转给上饶市交通建设投资集团有限公司（以下简称“上饶交投”）。截至本报告出具日，公司注册资本及实收资本均为 22.87 亿元，上饶交投和江西行政集团分别持有公司 90.94% 和 9.06% 的股权，上饶交投系公司的控股股东，上饶市国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。

上饶交投成立于 2016 年 4 月，是上饶市重要的交通类基础设施建设主体，主要从事上饶市内的市政道路、桥梁、国省道公路及高速公路等工程项目的建设、运营及养护，以及工程施工业务。截至 2024 年末，上饶交投注册资本为 16.20 亿元，实收资本为 9.20 亿元，资产总额为 208.32 亿元，负债总额为 131.16 亿元，净资产为 77.15 亿元；2024 年，上饶交投营业收入为 21.27 亿元，净利润为 0.87 亿元。

2023 年，根据《上饶市人民政府关于印发市属国有企业优化升级实施方案的通知》（饶府字〔2022〕42 号），上饶市对市属国有企业进行整合重组，打造“1+3”市属国有企业集团。受此影响，上饶投控体系将逐步压减为“1+3”，其中上饶投控本部定位为国有资本投资公司，上饶城控定位于城市综合运营服务商，上饶国发定位于产业平台建设和运营服务商，上饶农文旅定位于特定行业领域投资运营商。上饶国资目前作为上饶国发的重要孙公司，主要从事上饶市的基础设施建设和土地开发整理，以及房地产开发、机场运营、钢材销售、租赁、担保等业务。

截至 2024 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 17 家（见附件二）。

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	注册资本	持股比例	取得方式
上饶市兴饶置业有限公司	500.00	100.00	投资设立
上饶市富饶融资担保有限责任公司	54000.00	100.00	投资设立
江西省兴饶建设有限公司	5000.00	100.00	投资设立
上饶市广信投资发展有限公司	5600.00	100.00	投资设立

¹ 上饶国发成立于 2017 年 9 月 4 日，截至 2024 年末注册资本为 5.00 亿元，上饶投控持有其 100% 股权，上饶市人民政府为其实际控制人。

² 江西行政集团成立于 2008 年 5 月 7 日，截至 2024 年末注册资本为 25.32 亿元，江西省财政投资集团有限公司持有其 100% 股权，为其唯一股东，江西省财政厅为其实际控制人。

上饶市高铁农都投资有限公司	22000.00	100.00	投资设立
上饶市中心区基础设施建设开发有限公司	5000.00	100.00	无偿划拨
上饶市大数据产业投资发展有限公司	50000.00	100.00	投资设立
上饶市铁路投资有限责任公司	50000.00	100.00	投资设立
上饶市安畅物流有限公司	5000.00	100.00	投资设立
上饶市安厦房地产开发有限公司	50000.00	100.00	投资设立
上饶市三江新城投资有限公司	95000.00	51.00	投资设立
上饶市安信发展有限公司	65000.00	100.00	投资设立
上饶三清山机场有限公司	5000.00	100.00	无偿划拨
上饶市国发产投集团有限公司	10000.00	100.00	投资设立
上饶市富饶金融服务有限公司	500.00	100.00	投资设立
江西宏润房地产开发有限公司	800.00	100.00	无偿划拨
杭州兴饶科技有限公司	100.00	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

截至本报告出具日，上饶国资发行的“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02”暂未到本金偿还日，到期利息已按时支付，募集资金已使用完毕。“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02”由上饶投控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

作为“国企改革三年行动”的重要实践者，城市国有资产运营企业的高质量发展是做强做大国有经济、实现国有资产保值增值的题中之义，是服务社会民生、促进城市产业提档升级的重要抓手

“国企改革三年行动”是落实国有企业改革顶层设计的具体施工图。城市国有资产运营企业肩负改革重任，是“国企改革三年行动”的重要参与者和实践者，通过运营城市范围内的国有资产，旨在实现国有资产的合理流动、保值增值，对于做强做优做大国有经济、实现经济高质量发展具有重要意义。同时，城市国有资产运营企业借力区域资源禀赋，依托城市国有资产的划入，致力于城市民生服务，促进城市产业转型升级。

当前，“新三年”国企改革深化提升行动按下加速键，同时国企改革“碰撞”新质生产力，城市国有资产运营企业继续探寻合适的赛道，打造与地方特色相结合、具有清晰战略的主要业务，实现科技创新、产业引领等发展目标，助力经济高质量稳步增长。

在“控增化存”背景下，城市国有资产运营企业的转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大

以“一揽子化债”为代表的化债政策开启了化债和转型的新阶段。在强监管及“控增化存”背景下，融资审批政策总体趋紧，城市国有资产运营企业需通过专业化、市场化运营做实做深转型，以自我造血缓解债务压力。

城市国有资产运营企业着力点为持有资产的保值增值，结合城市资源禀赋和发展阶段性特

征，重塑业务战略，因地制宜、立足长远、稳健经营。伴随着国有企业现代公司治理与市场化经营机制的长效化，城市国有资产运营企业市场化主体地位已经确立，其转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会给城市国有资产运营企业带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大。

业务运营

经营概况

跟踪期内，受带湖阳光城项目交付影响，公司营业收入大幅增长，收入结构转为以基础设施建设收入为主，综合毛利润有所增长，综合毛利率有所下降

公司作为上饶市重要的国有资产运营主体，主要从事上饶市的基础设施建设和土地开发整理，以及房地产开发、机场运营、钢材销售、租赁、担保等业务。

近年来，随着基础设施建设收入显著增长，公司营业收入随着大幅增长，业务构成较为多元。具体来看，公司基础设施建设收入于 2024 年大幅增长主要系带湖阳光城商品房定向团购项目进入交付期所致。土地开发整理收入为营业收入的重要构成，2024 年公司未实现土地开发收入主要系当年无新开工的土地开发项目。土地出让易受房地产市场波动及相关政策等因素影响，公司后续业务的开展及收入的实现具有一定的不确定性。房地产开发收入总体较为稳定；机场运营、钢材销售、租赁和担保业务均对公司营业收入形成了一定的补充。此外，公司其他收入主要包括信息服务收入、物业服务收入、太阳能发电收入及利息收入等，规模均相对较低。2023 年公司其他收入大幅增长，主要系新增农产品销售业务收入，主要为农产品包括小麦、水稻、玉米等粮食，食用油、大米、鸡蛋等农副产品。

2022 年~2024 年，公司毛利润持续增长，其中机场运营业务毛利润持续为负，主要系公司经营的三清山机场运营成本较高所致。同期，公司综合毛利率波动下降，其中基础设施建设、钢材销售、租赁等业务的毛利率均不同程度下降。

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施建设	4.96	21.24	5.01	19.36	28.29	63.83
土地开发整理	4.24	18.14	5.23	20.21	-	-
房地产开发	8.36	35.78	7.99	30.87	8.49	19.17
机场运营	1.43	6.11	1.33	5.13	1.66	3.75
钢材销售	0.37	1.60	0.04	0.16	1.29	2.92
租赁业务	1.71	7.33	2.10	8.13	1.68	3.79
担保业务	0.47	2.00	0.55	2.13	0.52	1.17
其他业务	1.82	7.79	3.62	14.01	2.38	5.37
合计	23.37	100.00	25.87	100.00	44.31	100.00

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	0.56	11.29	0.52	10.43	1.91	6.76
土地开发整理	0.44	10.43	0.55	10.43	-	-
房地产开发	0.88	10.53	1.72	21.56	2.96	34.87
机场运营	-0.43	-30.33	-0.54	-40.33	-0.28	-16.63
钢材销售	0.04	9.56	0.03	80.89	0.03	2.53
租赁业务	1.56	91.11	1.87	88.78	1.37	81.75
担保业务	0.35	76.01	0.31	55.77	0.37	70.49
其他业务	1.19	65.20	1.37	37.76	1.40	58.73
合计	4.59	19.63	5.83	22.54	7.77	17.53

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司继续承担上饶市中心城区、上饶国际物流园以及上饶高铁经济试验区范围内的基础设施建设，业务仍具有较强的区域专营性

受上饶市人民政府及相关政府部门和单位的委托，公司承担了上饶市的基础设施建设，业务具有较强的区域专营性。公司基础设施建设业务主要由本部，以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“铁路投资公司”）和上饶市高铁农都投资有限公司（以下简称“高铁农都公司”）负责，上述三家子公司分别负责上饶市中心城区、上饶国际物流园以及上饶高铁经济试验区范围内的基础设施建设。

公司主要采用委托代建的业务模式对相关项目实施建设。根据中心区基建公司与上饶市财政局签订的《委托代建协议》，上饶市财政局作为项目业主方，将项目委托给中心区基建公司，中心区基建公司作为项目代建方，负责项目的整体建设，在项目建设完毕、验收合格并经过竣工财务决算审核批准后，移交给上饶市财政局，由上饶市财政局向公司支付代建款。上饶市财政局支付的代建回购款总额包括代建投资额、项目管理费、项目资金回报和项目专项贷款在工程完工交接后发生的贷款利息，其中项目管理费和项目资金回报金额按照代建成本的一定比例（一般为 20%）确认，公司据此确认收入并结转成本。根据铁路投资公司和高铁农都公司分别与上饶陆港物流园投资发展有限公司（以下简称“陆港物流公司”）和上饶市饶东现代产业发展有限公司（以下简称“上饶饶东”）签订的《委托代建协议书》，上述委托方根据公司在项目建设中支付的费用并加计委托建设管理费（一般为 10%~15%），于每个会计年度末按实际工程投资支付进度与公司进行结算，公司据此确认收入并结转成本。此外，公司采用自建模式对企业债募投项目等经营性项目进行建设，由公司负责筹集建设资金，待项目建成后通过运营收益平衡资金支出。

2022 年~2024 年，公司分别实现基础设施建设收入 4.96 亿元、5.01 亿元和 28.29 亿元，2024 年收入大幅增长主要系带湖阳光城商品房定向团购项目计入交付期所致。随着结算项目的增加逐年增长；毛利率分别为 11.29%、10.43%和 6.76%，毛利率持续下降主要系当年结算的项目利润率较低所致。

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

截至 2024 年末，公司重点在建的基础设施项目主要包括上饶西货站一期、上饶国际物流园等项目，计划总投资 151.39 亿元，尚需投资 20.10 亿元。其中，带湖阳光城项目系上饶市本级机关工作人员商品房团购项目，由子公司上饶市安厦房地产开发有限公司作为项目业主参照《上饶市本级安置房全过程代建开发实施办法（试行）》（饶府办发〔2020〕18 号），通过公开招标形式，确定全过程代建开发单位委托其对项目进行开发建设，负责项目前期、设计、施工、验收、大证办理及交付等项目全过程各项工作。该项目成立市本级机关工作人员团购商品房业主委员会筹备组，具体工作由市机关事务管理局负责。该项目团购商品房对象为市本级机关工作人员，且约定取得团购商品房不动产登记证之日起，五年内不得交易、更名。

图表 3 截至 2024 年末公司重点在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	已投资	尚需投资
上饶市老年人综合体活动中心	委托代建	2.99	4.17	-
中心区中轴线绿化景观项目	委托代建	0.18	0.23	-
上饶西货站一期	委托代建	10.74	6.94	3.80
上饶国际物流园	委托代建	25.2	24.21	0.99
华为上饶云数据中心	委托代建	5.49	6.08	-
创新创业中心项目	委托代建	3.80	3.44	0.36
中科数创园	委托代建	5.20	5.08	0.12
上饶动车组存车场	委托代建	3.0	2.96	0.04
农都花博园	委托代建	4.19	3.95	0.24
高铁农都一期	委托代建	2.7	2.29	0.41
马尾湖酒店	委托代建	0.08	0.02	0.06
国药集团电子物流项目	委托代建	0.36	0.16	0.2
行政中心区块立体综合利用项目	自建自营	3.89	2.71	1.18
上饶呼叫城运营中心（新建）项目	自建自营	8.47	5.59	2.88
滴滴上饶总部大楼建设项目	自建自营	6.16	2.66	3.50
上饶呼叫城人才小区建设项目	自建自营	7.58	1.45	6.13
物流仓储分拨中心	自建自营	4.68	4.49	0.19
带湖阳光城项目	自建自营	56.68	53.35	5.91
合计	-	151.39	129.78	20.10

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司重点拟建的基础设施项目主要包括大宗商品物流集散中心及配套基础设施建设项目和上饶国际陆港安畅产业园及配套基础设施建设项目，业务模式均为自建自营，计划总投资分别为 7.52 亿元和 9.73 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。

土地开发整理

跟踪期内，公司继续从事上饶市的土地开发整理业务，业务仍具有较强的区域专营性，但土地出让易受房地产市场波动及相关政策等因素影响，后续业务的开展及收入的实现具有一定的不确定性

公司从事上饶市的土地开发整理，业务具有较强的区域专营性。该业务主要由公司子公司

上饶市保障性住房投资建设有限公司（以下简称“保投公司”）、铁路投资公司和中心区基建公司负责。

在上饶市人民政府的指导下，上饶市土地储备中心与保投公司签订《土地一级开发委托框架协议》，由公司结合上饶市各片区功能定位、发展目标，对辖区范围内的土地进行开发整理。在土地达到可供出让条件后，交由上饶市土地储备中心进行出让。上饶市财政局和公司每年末根据公司所开发土地的开发程度确认委托开发收益，并由上饶市财政局支付给公司包含直接成本（征迁补偿费用、土地整理交付费用等）、间接成本（财务费用、管理费用等）和委托开发收益在内的整理费用，公司据此确认收入并结转成本。

2020年，陆港物流公司分别与中心区基建公司和铁路投资公司签订了《土地整理项目合作协议书》，委托公司对上饶国际物流园区内的土地进行整理，每年末双方就完成的土地进行确认，并由陆港物流公司支付给公司包含土地整理成本、间接成本和土地开发收益（一般为15%）在内的整理费用，公司据此确认收入并结转成本。

2022年~2023年，公司分别实现土地开发收入4.24亿元和5.23亿元；毛利率均为10.43%。2024年，公司未实现土地开发收入主要系当年无新开工的土地开发项目。

截至2024年末，公司无在开发整理及拟开发整理的土地项目。东方金诚关注到，公司土地出让易受房地产市场波动及相关政策等因素影响，后续业务的开展及收入的实现具有一定的不确定性。

房地产开发

跟踪期内，公司房地产开发业务收入规模较大，安置房及商品房销售情况良好；但受房地产市场低迷影响，该业务未来发展前景尚不明朗

公司房地产开发业务包含安置房和商品房两大类，主要由公司子公司保投公司和上饶市安厦房地产开发有限公司负责。

安置房方面，公司自行筹资对项目进行建设，并向特定对象按照约定条件销售，政府不承担回购责任。安置房项目（棚户区改造）由上饶市政府总体规划并牵头立项，土地由政府以划拨形式提供或由公司以招拍挂形式取得，由公司负责开发并通过招投标形式委托其他有资质的施工单位建设。待项目建成后，公司对选择回迁的拆迁户按政府指导价格进行销售。由于安置房的销售价格远低于市场价，通常难以弥补公司的开发成本，产生的亏损通常由安置小区内的小部分商业物业和多余房产向市场销售的形式做补偿，如还有亏损缺口则由政府以补贴或财政资金的形式给予弥补。商品房方面，公司按照市场化运作模式对商品房楼盘进行开发销售。

截至2024年末，公司在建的安置房项目主要为茶圣中路棚改项目、奥体项目和桐子坞项目，已完成投资34.69亿元。同期末，公司无拟建的安置房项目。

图表4 截至2024年末公司在建安置房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已完成投资	剩余可销售面积	已销售面积
茶圣中路棚改项目	9.86	8.94	5.91	12.23
奥体项目	5.31	8.06	2.77	9.56
桐子坞项目	12.53	17.69	0.88	8.81

图表 4 截至 2024 年末公司在建安置房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已完成投资	剩余可销售面积	已销售面积
合计	27.70	34.69	9.56	30.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司在建的商品房项目主要为安厦智谷雅苑、安厦带湖雅苑和带湖阳光城项目，计划总投资 35.64 亿元，已投资 29.52 亿元；同期末，公司暂无拟建的商品房项目。

图表 5 截至 2024 年末公司在建商品房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已完成投资	剩余可销售面积	已销售面积
安厦智谷雅苑	24.41	19.40	9.59	26.22
安厦带湖雅苑	11.23	10.12	0.47	13.29
合计	35.64	29.52	10.06	39.51

资料来源：公司提供，东方金诚整理

随着商品房项目的陆续对外销售，近年来公司房地产开发收入增幅较大。考虑到公司房地产项目储备较为充足，该业务收入有望增长；但公司房地产项目尚需投资规模较大，后续面临较大的资本支出压力。

机场运营

2018 年，上饶市国资委将上饶三清山机场有限公司（以下简称“机场公司”）股权划拨至公司，公司增加机场运营业务。机场公司负责运营的上饶三清山机场于 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 条联络道、6 个机位的站坪和 1 万平方米航站楼。三清山机场目前受宏观环境影响客流量尚未稳定，因此该业务暂时依靠政府补贴进行资金运转。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。2022 年~2024 年，公司机场运营收入分别为 1.43 亿元、1.33 亿元和 1.66 亿元，毛利率分别为-30.33%、-40.33%和-16.33%，持续亏损主要系业务尚处于发展初期，运营成本较高所致。预计未来随着机场客流量及航空路线的稳定，以及机场周边配套逐渐对外出租，该业务收入有望增长。

钢材销售

钢材销售业务由子公司上饶市奥德建设工程有限责任公司（以下简称“奥德建设”）负责。子公司奥德建设根据客户的需求，以市场价向供应商采购钢材，与供应商和客户分别签署合同，按照合同约定完成货款交割。2022 年~2024 年，公司分别实现钢材销售收入 0.37 亿元、0.04 亿元和 1.29 亿元，2023 年大幅下降大部分项目钢材储备充足、需求量下降所致；毛利率分别为 9.56%、80.89%和 2.53%，盈利水平较低。

租赁业务

公司通过将自有的写字楼、商铺等物业对外出租而收取租金收入。截至 2024 年末，公司共持有房产 929 处，可出租面积 197.12 万平方米，出租 82.42%。公司各类经营性资产的租金定价标准主要系根据租约签订时市场同类资产出租均价制定，租赁合同租期 5 至 10 年不等，到期

后公司根据经营情况决定是否和承租单位续约。结算方面，公司租金基本上采取季度结算的模式，于每季度末付清下一季度的租金。2022年~2024年，公司租金收入分别为1.71亿元、2.10亿元和1.68亿元；毛利率分别为91.11%、88.78%和81.75%，盈利水平较高。

担保业务

公司担保业务由子公司上饶市富饶融资担保有限责任公司（以下简称“富饶担保”）负责。富饶担保成立于2008年12月，截至2024年末注册资本为54000万元，是目前上饶市实力最雄厚、以国有资本为主体的担保公司。

富饶担保与浦发银行上饶分行、中国银行上饶市分行、上饶银行、北京银行等金融机构均签订了合作协议，为上饶市中小企业在上述金融机构融资提供担保，单笔担保金额不超过其注册资金的10%，即5000万元，总担保倍数不超过其注册资金的10倍，即500000万元，并按照担保金额的2%向被担保企业收取担保费，形成其担保费收入。富饶担保按照不超过当年年末担保责任余额1%的比例计提担保赔偿准备金，按照当年担保费收入50%的比例计提未到期责任准备金。2022年~2024年，富饶担保担保费收入分别为4667.39万元、5501.29万元和5181.70万元。

截至2024年末，富饶担保在保余额为68.26亿元。同期末，富饶担保共有7笔担保业务已出现逾期，合计逾期余额为0.77亿元；同期末，富饶担保共发生149笔代偿业务，合计代偿金额为1.69亿元，其中有112笔代偿款共计0.55亿元是由江西省融资担保集团有限责任公司备付金进行代偿。对于未追回的代偿业务，对于未追回的代偿业务，公司全部向法院提起诉讼，无法协商归还的均采取强制执行手段追偿，处置相关抵押物及个人财产，由于司法处置存在诸多不确定性具体回收时间难以预测。

企业管理

产权结构

截至本报告出具日，公司注册资本和实收资本均为22.87亿元；上饶交投为公司的控股股东，上饶市国资委为公司的实际控制人。

治理结构

公司设立了股东会、董事会和监事会在内的法人治理结构。股东会由全体股东组成，江西行政集团的表决权归上饶国发行使。董事会由4人组成，设董事长1人；董事会每届任期为3年，任期届满，可连选连任。监事会由5人组成，其中职工代表的比例不低于三分之一，设监事会主席1人；监事任期每届为3年，任期届满，可连选连任。公司设总经理1名，副经理若干名，由董事会聘任或解聘，经理对公司董事会负责。

管理水平

公司设置安全生产办、监察专员办公室、招标办、综合部、党群人事部、计划财务部、风险控制部、融资部、投资部和工程管理部10个职能部门，并在财务管理、预算管理、担保管理等方面制订了相关制度。综合来看，公司内部组织架构较为合理，管理制度较为健全，能够满足公司日常经营管理需要。

综合看来，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度较为健全，内部管理相对规范，可满足公司日常经营需要。

财务分析

财务质量

公司提供了 2022 年~2024 年合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年~2024 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2024 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 17 家（详见图表 1）。2022 年~2023 年，公司合并报表范围的直接控股子公司均未发生变化。2024 年，新增 1 家直接控股子公司，系投资设立的杭州兴饶科技有限公司。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所下降，且流动资产中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

跟踪期内，公司资产总额有所下降。从资产结构来看，2024 年末资产中流动资产及非流动资产占比相当。公司流动资产主要由存货、应收账款和其他应收款构成，其中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。

存货是公司流动资产中最主要的组成部分，主要为土地使用权和工程建设成本。近年来，公司存货有所波动。2024 年末，公司存货中合同履约成本 121.93 亿元，库存商品 1.46 亿元；其中合同履约成本主要系基础设施建设项目、土地开发整理以及房地产开发项目的建设成本。2022 年以来，公司应收账款逐年增加，主要为应收上饶市饶东现代产业发展有限公司、上饶市财政局和上饶陆港物流园投资发展有限公司的基础设施及土地开发整理项目结算款。整体来看，公司应收类款项规模较大，对公司资金形成了一定的占用。同期，公司其他应收款有所波动，2024 年末公司其他应收款前五名应收对象分别为上饶市滨江投资有限公司（往来款、10.00 亿元）、上饶高铁经济试验区投资建设有限公司（往来款、6.32 亿元）、上饶高铁经济试验区资产运营管理有限公司（往来款、3.69 亿元）、上饶市城市运营（控股）集团有限公司（往来款、2.00 亿元）和江西省公共资源交易集团有限公司（往来款、1.00 亿元），合计占其他应收款比重为 69.23%，账龄多集中在 3 年以上。

图表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
资产总额	416.98	428.36	417.24
流动资产	226.58	231.00	214.41
存货	129.37	139.98	123.39
应收账款	24.75	33.62	39.32
其他应收款	34.87	28.43	33.09
非流动资产	190.40	197.36	202.83
投资性房地产	95.73	100.87	101.23
在建工程	47.22	49.18	54.41
其他权益工具投资	34.93	34.93	34.93
固定资产	7.95	7.53	7.28

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款含应收利息及应收股利，东方金诚整理

公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程、其他权益工具投资和固定资产构成。

公司投资性房地产规模较大，总体规模较为稳定，主要为上饶市政府划拨和公司购买的房屋资产，主要为用于出租的房屋建筑物，能够带来较为稳定的租金收入但规模有限，资产收益性一般，且部分资产存在相关权证尚未办理的情况；在建工程主要为华为上饶云数据中心、中科数创园、滴滴上饶总部大楼建设项目等，随着项目建设的持续推进近年来持续增加；其他权益工具投资系公司于 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，但考虑到上饶农垦产投公司权益主要为农垦土地、林地等不易变现资产，上述股权对公司投资收益的贡献以及股权变现能力均较弱；固定资产主要为公司自有的办公楼等房屋建筑物，近年来规模较为稳定。

截至 2024 年末，公司受限资产账面价值合计 36.43 亿元，主要为受限的 20.51 亿元投资性房地产、0.57 亿元货币资金、6.13 亿元在建工程和 6.38 亿元存货，受限资产占资产总额的比重为 8.73%。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益总体小幅增加，仍以资本公积为主

近年来，公司所有者权益总体有所增加，以资本公积为主。截至 2024 年末，公司实收资本为 22.87 亿元，主要系股东以货币资金方式对公司增资。资本公积主要为股东及相关各方向公司及下属子公司无偿划拨股权、房屋使用权和项目建设资金等所形成。未分配利润为公司历年经营活动产生的净利润累积，2022 年以来逐年增长；少数股东权益为少数股东持有的上饶市奥龙实业有限责任公司等子公司股权。

图表 7 公司所有者权益情况（单位：亿元）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
所有者权益	167.54	169.50	171.66
实收资本	22.87	22.87	22.87
资本公积	83.69	83.69	83.26
未分配利润	39.45	41.60	43.71

少数股东权益	15.09	14.76	15.06
--------	-------	-------	-------

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额有所下降，结构仍以流动负债为主

近年来公司负债总额波动下降，结构以流动负债为主。公司流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、短期借款和其他流动负债构成。

近年来，公司其他应付款有所波动，主要为与区内其他国有企业、政府部门的往来款、资金拆借款、保证金及押金等。受借款及债券等的到期时间不同影响，公司一年内到期的非流动负债波动增长，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、应付债券及长期应付款分别为8.43亿元、36.46亿元和3.14亿元。同期，公司短期借款逐年增长，主要用于补充公司流动资金。公司其他流动负债主要为公司发行的短期融资券，近年来有所波动。

图表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2022年末	2023年末	2024年末
负债总额	249.44	258.86	245.58
流动负债	145.10	144.29	157.71
其他应付款	46.46	65.37	56.52
一年内到期的非流动负债	48.93	16.99	50.94
短期借款	17.67	19.55	20.00
其他流动负债	12.48	24.17	14.12
非流动负债	104.34	114.57	87.87
应付债券	52.76	64.20	43.38
长期借款	41.24	39.50	30.96
递延所得税负债	8.76	8.86	8.95
长期应付款	1.58	2.01	4.58

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款不含应付利息及应付股利，东方金诚整理

公司非流动负债主要由应付债券、长期借款、递延所得税负债和长期应付款构成。公司应付债券系公司发行的“16上饶国资债”、“18上饶国资MTN001”等债项一年以上到期的余额；2024年末，因部分债券转为一年内到期的非流动负债，公司应付债券有所下降。公司长期借款持续下降，主要为本部及下属子公司因项目建设及其他各业务板块规模扩张而向金融机构取得的长期银行借款，借款银行包括工商银行等国有银行，民生银行、光大银行等多家股份制商业银行，以及国家开发银行等政策性银行。公司递延所得税负债总体较为稳定，2024年末主要为公司应缴纳的所得税。近年来，公司长期应付款持续增长；2024年末，包含专项应付款0.09亿元和应付国开发展基金有限公司、渝农商金融租赁有限责任公司等金融机构的借款4.49亿元。

跟踪期内，公司全部债务总体变化不大，但随着部分债券集中到期，短期有息债务规模及占比明显上升，公司面临较大的短期偿债压力

近年来，公司全部债务总体有所下降，所筹集资金主要用于项目建设和补充营运资金。2024年末，短期有息债务占比50.29%，面临较大的短期偿付压力。2024年末，公司全部债务包含银行借款（39.39亿元）、债券融资（91.84亿元）以及非银金融机构融资（7.73亿元）等，债务构成较为合理。近年来，公司资产负债率有所波动，随着基础设施建设项目的推进，预计公

司未来债务水平或将进一步上升。

图表 9 公司全部债务及债务率情况（单位：亿元、%）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
全部债务	182.91	164.24	164.92
其中：短期债务	87.42	58.53	82.94
长期债务	95.49	105.71	81.98
资产负债率	59.82	60.43	58.86

资料来源：公司提供及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司对外担保余额合计为 68.26 亿元，担保比率为 39.77%。担保余额全部为子公司富饶担保因担保业务产生的在保余额。整体来看，公司对外担保比率较高，但考虑到公司担保业务产生实质性风险可能较小，公司整体担保代偿风险可控。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，利润总额略有增长，净利润有所下降，且盈利指标处于较低水平，公司总体盈利能力仍较弱

2022 年以来，公司营业收入持续增长，主要来自于基础设施建设、土地开发整理和房地产开发业务；营业利润率波动下降；期间费用以财务费用和管理费用为主，对营业收入形成一定侵蚀。同期，公司利润总额逐年增长，净利润波动下降。从盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率均处于较低水平，总体盈利能力较弱。

图表 10 公司主要盈利指标情况（单位：亿元、%）

科目	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	23.37	25.87	44.31
营业利润率	18.49	20.53	12.63
期间费用	2.34	2.02	1.92
期间费用/营业收入	9.99	7.80	4.33
利润总额	3.34	3.78	3.83
其中：财政补贴	0.98	0.47	0.09
净利润	2.85	2.89	2.52
总资本收益率	1.23	1.18	1.04
净资产收益率	1.70	1.70	1.47

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，公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款影响而缺乏稳定性，现金流状况仍欠佳，资金来源对筹资活动有所依赖

公司经营活动现金流入主要为收到往来款、项目工程款、经营性业务回款、财政补贴等形成，主营业务现金获取能力持续下降，获现能力较弱；经营活动现金流出主要是公司支付往来款、项目工程款、经营性业务成本支出等形成。2023 年，公司经营性净现金流转为净流入，且公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性。

图表 11 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入	112.28	144.19	73.09
现金收入比率（%）	67.42	39.03	23.40
经营活动现金流出	117.54	135.04	70.21
经营性净现金流	-5.26	9.15	2.88
投资活动现金流入	0.07	0.02	0.01
投资活动现金流出	9.44	5.87	2.99
投资性净现金流	-9.37	-5.85	-2.98
筹资活动现金流入	63.31	84.39	67.61
筹资活动现金流出	57.37	100.77	75.90
筹资性净现金流	5.94	-16.39	-8.28
现金及现金等价物净增加额	-8.69	-13.08	-8.38

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主要为赎回理财等收到的现金，规模较小；投资活动现金流出主要为购买房屋、经营性项目建设、股权及债权投资等所支付的现金；投资性净现金流持续表现为净流出。

公司筹资活动现金流入主要为银行借款、股东注资和发行债券所收到的现金，流入规模相对较大；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息所支付的现金。2023 年，公司筹资性净现金流转为净流出。整体来看，公司资金来源对外部筹资有所依赖。2022 年以来，公司现金及现金等价物净增加额持续为负，现金流状况欠佳。

偿债能力

考虑到公司主要从事上饶市的基础设施建设和土地开发整理，业务区域专营性较强，业务较为多元化，具备一定的备用流动性，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标看，近年来，公司流动比率波动下降、速动比率和现金比率均持续下降，且公司流动资产中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，对流动负债的实际保障程度有待提升。公司货币资金对短期有息债务的保障程度很弱。公司经营性现金流具有一定的不确定性，对流动负债的保障程度缺乏稳定性。

从长期偿债能力指标来看，近年来，公司长期债务资本化比率波动下降，全部债务资本化比率逐年下降；EBITDA 对利息及全部债务的保障程度较弱。

图表 12 公司主要偿债能力情况（单位：亿元、%）

科目	2022 年末	2023 年末	2024 年末
流动比率	156.16	160.09	135.95
速动比率	67.00	63.08	57.71
货币资金短债比（倍）	0.32	0.25	0.07
经营现金流动负债比率	-3.63	6.34	1.83
长期债务资本化比率	36.30	38.41	32.32
全部债务资本化比率	52.19	49.21	49.00
EBITDA 利息倍数（倍）	0.60	0.59	0.73
全部债务/EBITDA（倍）	34.27	30.92	30.70

资料来源：公司提供及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司 2025 年到期债务规模为 82.94 亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款及发行债券）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2024 年公司经营性净现金流为 2.88 亿元，规模较小，且公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性。间接融资方面，公司具备一定的备用流动性，截至 2024 年末，公司获得多家银行的综合授信额度为 105.75 亿元，尚未使用额度为 19.68 亿元。直接融资方面，公司持有 PPN 批文 8.60 亿元、超短融债券批文 20.00 亿元。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司从事上饶市的基础设施建设和土地开发整理，业务区域专营性较强，业务较为多元化，具备一定的备用流动性，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信息报告（自主查询版），截至 2025 年 4 月 27 日，公司本部已结清和未结清贷款中均无不良/违约类或关注类贷款信息。截至本报告出具日，公司在资本场所发行的债券均已按期支付本息。

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

上饶市于2000年10月设立，是江西省“东大门”，也是江西融入长三角、对接海西经济区的重要节点。截至2024年末，下辖3区（信州区、广丰区、广信区）、8县（玉山县、铅山县等）和1个代管县级市（德兴市），设有国家级上饶经济技术开发区，总面积22791平方公里，为江西省面积第三大市；常住人口635.09万人，是江西省人口第三大市。

区位上，上饶毗邻浙江、福建两省，处于长三角经济区及海西经济区辐射交叉点，是中西部通往闽浙沪的前沿，也是江浙沪闽向中西部辐射的腹地，区位优势显著。

交通方面，京福、沪昆、昌景黄高铁通车，三清山机场通航，上饶无水港推进，海陆空综合立体交通网络基本成型，成为长江中下游经济发达地区交通交汇点。

资源禀赋上，已探明矿产资源70余种，铜储量占全国16.8%，拥有亚洲最大的德兴铜矿，为工业发展和承接产业转移提供条件。旅游资源丰富，是我国第七批优秀旅游城市，有3个国家5A级景区、36个国家4A级景区，为江西省4A级以上景区最多的地级市，率先实现“县县拥有4A景区”。

近年来，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

上饶市经济总量在江西省各地级市中位居中上游，2024年地区生产总值达3720.90亿元，下辖各区、县（市）发展较均衡。信州区、广丰区依托优越区位，经济实力突出；鄱阳、余干及万年等县受南昌、景德镇经济辐射，发展态势良好。

上饶市工业虽起步较晚，但在我国工业化快速推进、新经济加快崛起的背景下，上饶市作

为不沿边不靠海的内陆欠发达城市，依托其区位优势、原材料成本等优势，已发展成为国家加工贸易梯度转移及台资企业转移重点承接基地。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。光伏新能源方面，上饶市龙头企业晶科能源已经拥有4张上市牌照，光电转换效率、组件出货量均居全球之首，带动上饶市光伏产业升级为千亿产业；彩虹光伏玻璃、安驰新能源三期等优强项目建成投产，耐普矿机二期、康佳智能显示等优强项目快速推进。晶科能源获评全省唯一、全国首批质量强国建设领军企业。有色金属方面，上饶市依托德兴铜矿延伸发展铜产业链，近年来更有江铜集团铜箔生产项目等重大项目入驻以及江铜（上饶）工业园区铜杆铸造项目等重点项目顺利投产，有效加快全市有色金属产业的转型升级和绿色发展的步伐。预计未来，随着“2+4+N”产业体系的逐步落地，上饶市将凭借其四省通衢的区位优势及承接沿海产业转移的便利条件，在区域经济发展中赢得优势，工业经济发展潜力较大。

旅游业方面，上饶依托丰富资源，三清山、望仙谷、篁岭等网红景区持续火爆，2022年～2024年，上饶市旅游总收入分别为2301.6亿元、2350.9亿元、2418.0亿元，同比增长2.2%、2.2%、2.9%，带动餐饮、住宿等服务业较高增长。金融领域，上饶市金融市场运行平稳，上饶经开区金融产业园聚集百余家金融机构，形成以传统金融为主、新型金融业态为辅的现代金融体系，保障区域投融资与消费需求；但受全国房地产市场低迷影响，上饶房地产开发投资和商品房销售面积下降，行业回暖仍需时间，存在一定压力。

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
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～2023 年上饶市政府财政决算情况、2024 年上饶市财政预算执行情况，东方金诚整理

近年来，上饶市一般公共预算收入逐年增长，税收收入占比维持稳定，政府性基金收入规模较大，财政实力很强

近年来，上饶市一般公共预算收入逐年增长，其中税收收入占比维持在 67%以上。从税收构成来看，上饶市税收收入以增值税、契税、城市维护建设税、企业所得税为主。上饶市人民政府性基金收入逐年下降，主要系受宏观经济影响，土地市场不景气，土地出让收入下降所致。

上饶市人民政府性基金收入总体规模较大，但易受土地出让计划和房地产市场波动等因素影响，未来存在一定的不确定性。同期，上饶市近三年均未披露上级补助收入。截至 2024 年末，上饶市地方政府债务限额为 1695.37 亿元，地方政府债务余额 1590.77 亿元，未超过核定限额。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。

综上所述，东方金诚对上饶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

作为上饶市重要的国有资产运营主体，公司在增资、资产划拨、财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持

上饶市由上饶市国资委及相关政府部门直接持股的国企公司主要为上饶投控和上饶创新发展产业投资集团有限公司（以下简称“上饶创投”）。其中，上饶投控作为上饶市重要的国有资产运营主体，主要从事上饶市的工程建设、公用事业服务、旅游服务、国资运营和数字金融服务等业务；上饶创投主要从事上饶经济技术开发区范围内的基础设施建设、供水及污水处理等业务，以及产业基金投资业务。整体来看，上饶市基础设施建设主体的职能区分较为清晰，业务分工较为明确。

公司作为上饶投控的子公司之一，主要从事上饶市的基础设施建设和土地开发整理等业务，并在增资、资产划拨和财政补贴方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持。增资方面，截至 2024 年末，公司实收资本由成立之初的 0.10 亿元增加至 22.87 亿元，资本实力不断增强。资产划拨方面，自成立以来，公司累计获得股东及相关各方无偿注入的房屋、股权等资产 83.26 亿元。财政补贴方面，2022 年~2024 年，公司分别获得财政补贴 0.98 亿元、0.47 亿元和 0.09 亿元。

图表 14 公司获得的主要资产划拨情况

年份	划入资产
2008 年	合计 7089.39 万元的酒店、宾馆和土地使用权
2010 年	合计 4.52 亿元的商铺与办公楼
2011 年	合计 1219.74 万元的店面；账面价值 5000.00 万元的中心区建投股权；合计 1.16 亿元的保投公司与富饶担保股权
2012 年	合计 2.04 亿元的办公楼、店面与部分固定资产
2013 年	合计 2483.83 万元的城镇住宅用地；免除了 828 万元的借款
2014 年	合计 1.96 亿元的房产
2015 年	合计 3424.63 万元房产
2016 年	合计 6.05 亿元办公楼
2017 年	合计 554.60 万元房产；价值 200.00 万元的德兴天然气有限公司部分股权
2020 年	合计 2.37 亿元房产；价值 4.72 亿元的江西宏润房地产开发有限公司股权
2021 年	公司获得上饶市农垦产业投资发展有限责任公司 15%股权
2022 年	公司获得上饶市同心景苑公共租赁住房有限公司 82.52%的股权

资料来源：公司提供，东方金诚整理

考虑到公司将继续在上饶市的国有资产运营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，东方金诚对上饶市的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用很强。

增信措施

上饶投控对“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02”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 2024 年末，上饶投控注册资本及实收资本均为 104.59 亿元；上饶市国资委为上饶投控唯一股东，上饶市人民政府为上饶投控的实际控制人。

上饶投控是上饶市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，主要从事上饶市的工程建设、公用事业服务、旅游服务、国资运营和数字金融服务等业务。随着业务的多元化开展，上饶投控营业收入快速增长且主要来自工程建设和数字金融板块，毛利润和综合毛利率均保持增长。2022 年~2024 年，上饶投控营业收入分别为 160.28 亿元、134.14 亿元和 150.92 亿元，毛利率分别为 11.74%、15.32%和 15.46%。

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 2024 年末，上饶投控实收资本由成立之初的 13.80 亿元增加至 104.59 亿元，资本实力不断增强。资产划拨方面，自成立以来，上饶投控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、水业集团等四家企业 100%的股权等资产。上述资产的划拨，助力上饶投控打造工程建设、公用事业服务、旅游服务、农业投资等运营板块。财政补贴方面，2022 年~2024 年，上饶投控分别获得财政补贴 6.96 亿元、9.44 亿元和 8.72 亿元。

近年来，上饶投控资产总额持续增长，资本实力不断增强。2024 年末，上饶投控资产总额为 3093.82 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 年末所有者权益为 1239.52 亿元。近年来上饶投控负债总额快速增长，短期债务偿债压力较大。2024 年末，上饶投控负债总额为 1854.30 亿元；全部债务为 1486.24 亿元，其中短期债务 614.72 亿元，占全部债务比重为 41.36%；资产负债率为 59.94%。

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持续增长，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，面临的短期偿债压力较大，考虑到项目建设的尚需投资规模较大及债务滚续带来的资金需求，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，评级展望稳定。上饶投控为“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 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

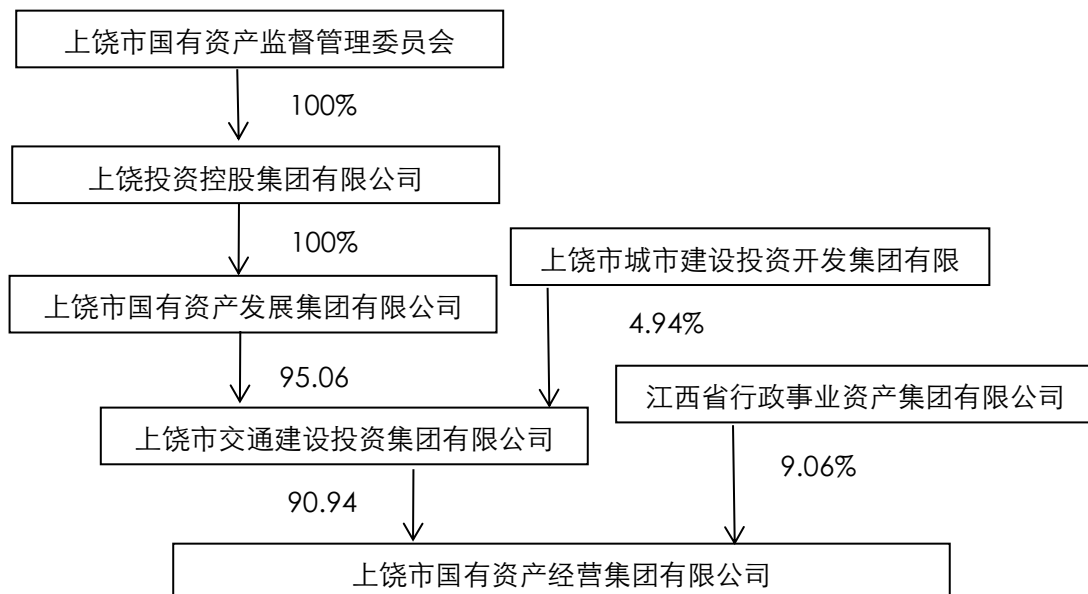
东方金诚认为，跟踪期内，公司继续从事上饶市的基础设施建设和土地开发整理等，主营业务具有较强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性仍较弱；由于部分债券集中到期，公司短期债务规模及占比明显上升，仍面临较大的短期偿债压力；公司经营性现金流易受波动较大的往来款和项目款影响而缺乏稳定性，现金流状况仍欠佳，资金来源对筹资活动仍有所依赖。

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；作为上饶市重要的国有资产运营主体，公司在财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持。上饶投控为“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 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。

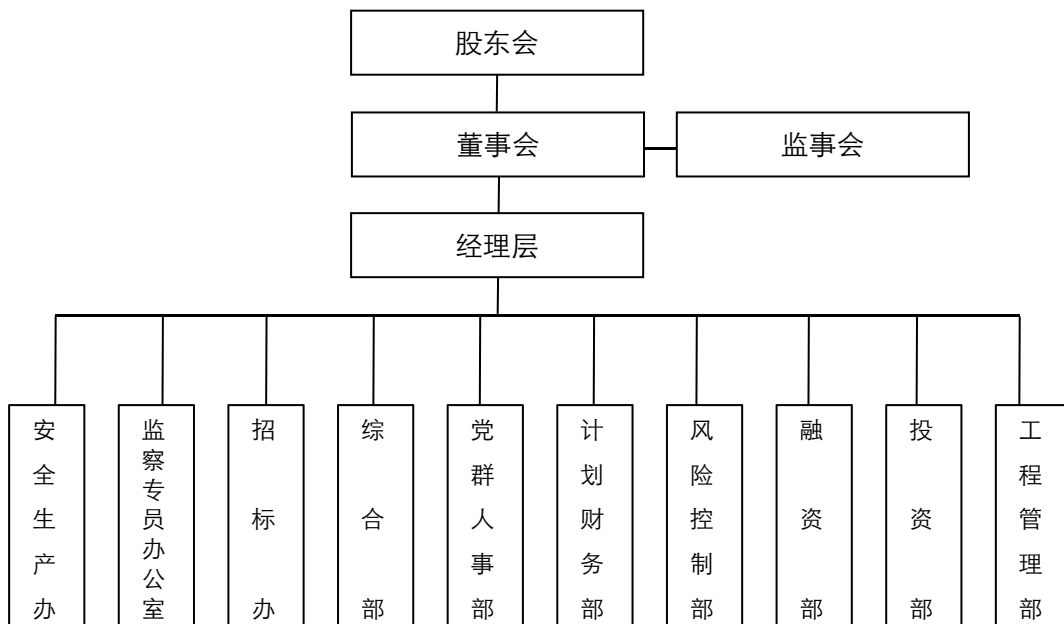
综上所述，公司自身偿债能力较强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力仍很强，“22 上饶国资专项债 02/22 上饶 02”到期不能偿还的风险仍极低。

附件一：截至本报告出具日公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2024 年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
上饶市兴饶置业有限责任公司	500.00	100.00	投资设立
上饶市富饶融资担保有限责任公司	54000.00	100.00	投资设立
江西省兴饶建设有限公司	5000.00	100.00	投资设立
上饶市广信投资发展有限公司	5600.00	100.00	投资设立
上饶市高铁农都投资有限公司	22000.00	100.00	投资设立
上饶市中心区基础设施建设开发有限公司	5000.00	100.00	无偿划拨
上饶市大数据产业投资发展有限公司	50000.00	100.00	投资设立
上饶市铁路投资有限责任公司	50000.00	100.00	投资设立
上饶市安畅物流有限公司	5000.00	100.00	投资设立
上饶市安厦房地产开发有限公司	50000.00	100.00	投资设立
上饶市三江新城投资有限公司	95000.00	51.00	投资设立
上饶市安信发展有限公司	65000.00	100.00	投资设立
上饶三清山机场有限公司	5000.00	100.00	无偿划拨
上饶市国发产投集团有限公司	10000.00	100.00	投资设立
上饶市富饶金融服务有限责任公司	500.00	100.00	投资设立
江西宏润房地产开发有限公司	800.00	100.00	无偿划拨
杭州兴饶科技有限公司	100.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

附件三：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	416.98	428.36	417.24
存货	129.37	139.98	123.39
投资性房地产	95.73	100.87	101.23
在建工程	47.22	49.18	54.41
其他权益工具投资	24.75	33.62	39.32
负债总额	249.44	258.86	245.58
其他应付款	46.46	65.37	56.52
应付债券	48.93	16.99	50.94
长期借款	52.76	64.20	43.38
其他流动负债	41.24	39.50	30.96
全部债务	182.91	164.24	164.92
短期债务	87.42	58.53	82.94
所有者权益	167.54	169.50	171.66
营业收入	23.37	25.87	44.31
净利润	2.85	2.89	2.52
经营活动产生的现金流量净额	-5.26	9.15	2.88
投资活动产生的现金流量净额	-9.37	-5.85	-2.98
筹资活动产生的现金流量净额	5.94	-16.39	-8.28
主要财务指标			
营业利润率（%）	18.49	20.53	12.63
综合毛利率（%）	19.63	22.54	17.53
总资本收益率（%）	1.23	1.18	1.04
净资产收益率（%）	1.70	1.70	1.47
现金收入比率（%）	67.42	39.03	23.40
资产负债率（%）	59.82	60.43	58.86
长期债务资本化比率（%）	36.30	38.41	32.32
全部债务资本化比率（%）	52.19	49.21	49.00
短期债务占比（%）	47.79	35.64	50.29
流动比率（%）	156.16	160.09	135.95
速动比率（%）	67.00	63.08	57.71
货币资金短债比（倍）	0.32	0.25	0.07
经营现金流动负债比率（%）	-3.63	6.34	1.83
EBITDA 利息倍数（倍）	0.60	0.59	0.73
全部债务/EBITDA（倍）	34.27	30.92	30.70

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。