

南昌市政公用投资控股有限责任公司

公开发行 2017 年公司债券(第二期)
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2017】第 Z【528】
号 01

分析师

姓名:
桑竹 董斌

电话:
0755-8287 1625

邮箱:
sangzh@pyrating.cn

评级日期:

2017 年 9 月 20 日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

南昌市政公用投资控股有限责任公司 公开发行 2017 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级: AAA

发行主体长期信用等级: AAA

发行规模: 不超过 10 亿 (含 10 亿元)

评级展望: 稳定

债券期限: 5 年

债券偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 附第 3 年末公司赎回选择权、上调票面利率选择权及投资者回售选择权

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对南昌市政公用投资控股有限责任公司 (以下简称“南昌市政”或“公司”) 本次拟公开发行不超过 10 亿元 (含 10 亿元) 公司债券 (以下简称“本期债券”) 的评级结果为 AAA, 该级别反映了本期债券安全性极高, 违约风险极低。该等级的评定是考虑到南昌市为江西省省会, 经济和财政实力强, 且近年来均保持较快增长; 公司是南昌市最大的国有资本运营主体, 承担南昌市供水、燃气、公交等重要职能, 业务多元化程度较高, 且具有区域垄断权; 公司收入增长较快且带来稳定的经营现金流入; 公司得到了地方政府的大力支持。同时鹏元也关注到受政策调控和房地产市场景气度的影响, 未来南昌市政府性基金收入可能面临一定的波动; 受区域限购政策的影响, 公司房地产业务面临一定的销售压力; 公司资产以土地使用权和在建项目为主, 整体流动性较弱; 公司主要在建项目投资规模较大, 资金支出压力较大; 公司有息债务规模增长较快, 偿债压力较大, 以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 南昌市为江西省的省会, 经济和财政实力强, 且近年来保持较快增长。南昌市为江西省的省会, 经济和财政总量在江西省内优势显著。2014-2016 年南昌市地区生产总值分别为 3,667.96 亿元、4,000.01 亿元和 4,354.99 亿元, 增速分别为 9.8%、9.6%和 9.0%。2014-2016 年南昌市全市公共财政收入分别为 342.2 亿元、389.2 亿元和 402.2 亿元, 年复合增长率为 8.41%。
- 公司业务多元化程度较高。公司经营南昌市供水、污水处理、燃气、公交等公用

事业，还涉及城市基础设施建设、房地产开发、贸易等业务，业务多元化程度较高，有利于分散经营风险。

- **公司承担南昌市供水、公交、燃气等重要职能，公用事业具有区域垄断权。**公司是南昌市市区唯一的自来水供应和公交运营主体，处于垄断地位，同时是南昌市内最大的天然气经营主体，近年水务、天然气业务收入持续稳定增长。
- **公司收入增长较快且带来稳定的经营现金流入。**2014-2016 年公司营业收入分别为 129.54 亿元、180.84 亿元和 210.11 亿元，年复合增长率为 27.36%；经营现金流分别为 32.14 亿元、11.68 亿元和 51.84 亿元，表现较好。
- **公司是南昌市最大的国有资本运营主体，得到地方政府的大力支持。**2015 年公司获得政府增资及资产划拨合计 10.75 亿元，提升了资本实力。2014-2016 年公司收到政府补助分别为 5.91 亿元、6.46 亿元和 10.14 亿元，提升了盈利水平。

关注：

- **受政策调控和房地市场景气度的影响，未来南昌市政府性基金收入可能面临一定的波动。**近年来南昌市政府性基金收入有所波动，其中 2014-2016 年全市政府性基金收入分别为 298.8 亿元、194.1 亿元和 285.3 亿元，未来政府性基金收入仍可能面临一定的波动。
- **受区域限购政策的影响，公司房地产业务面临一定的销售压力。**2016 年末公司在建房产（合并范围内）总投资 312.89 亿元，规模较大，受南昌、北京、宁波及昆山均存在房产限购政策的影响，未来公司房产可能存在一定的销售压力。
- **公司资产以土地使用权和在建项目为主，整体流动性较弱。**2016 年末公司存货、固定资产、在建工程 and 无形资产合计为 524.62 亿元，占总资产的 64.62%，主要由在建的房地产项目、在建的工程项目和土地使用权构成，整体资产流动性较弱。
- **公司主要在建项目投资规模较大，资金支出压力较大。**截至 2016 年末，公司主要在建工程项目和房地产项目尚需投入资金合计为 656.60 亿元，资金支出压力较大。
- **公司有息债务规模增长较快，偿债压力较大。**截至 2017 年 3 月末，公司有息债务规模达 284.22 亿元，较 2014 年末增长 64.93%；资产负债率上升到 64.56%，偿债压力明显增加。
- **公司存在一定的或有负债风险。**2016 年末公司本部对外担保金额合计为 177,400.00 万元，占期末股东权益合计的 5.92%，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标:

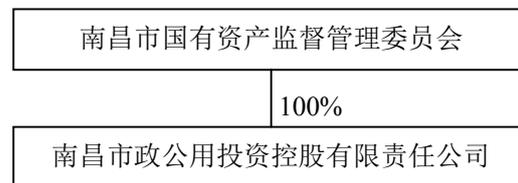
项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	8,456,673.39	8,118,526.18	6,920,314.00	5,627,583.45
股东权益合计(万元)	2,996,806.26	2,991,513.59	2,892,244.50	2,562,372.51
有息债务(万元)	2,842,235.31	2,557,924.49	2,302,120.74	1,723,275.25
资产负债率	64.56%	63.15%	58.21%	54.47%
流动比率	0.90	0.88	1.34	1.29
营业收入(万元)	404,454.66	2,101,138.55	1,808,434.96	1,295,420.58
政府补助(万元)	9,960.09	101,360.63	64,562.85	59,107.71
利润总额(万元)	446.20	128,575.41	128,195.30	97,264.61
综合毛利率	7.35%	12.05%	8.83%	11.16%
EBITDA(万元)	-	309,042.01	265,993.34	241,535.84
EBITDA 利息保障倍数	-	2.61	2.08	1.96
经营活动现金流净额(万元)	143,739.30	518,402.57	116,831.98	321,363.48

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报, 鹏元整理

一、发行主体概况

2002年7月26日，经江西省人民政府赣府字[2002]60号文件、南昌市人民政府办公厅洪府厅字[2002]203号文件批准，由南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）作为国有出资人独资控股，成立公司；经南昌市人民政府授权，公司管理运营原南昌市市政公用事业管理局所属国有企业资产及股权。经过多次增资，截至2017年6月30日，公司注册资本和实收资本均增加到32.71亿元，其产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2017年6月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，鹏元整理

公司是南昌市最大的国有资本运营主体，经营管理南昌市供水、污水处理、燃气、公交等公用事业，承担市政工程建设投资，并涉足出租车、房地产、环保、投资等业务领域。截至2016年末，公司拥有一级子公司24家，详情见附录五。

2016年度，公司实现营业收入2,101,138.55万元，利润总额128,575.41万元，经营活动现金净流入518,402.57万元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为8,456,673.39万元，所有者权益合计为2,996,806.26万元，资产负债率为64.56%；2017年1-3月，公司实现营业收入404,454.66万元，利润总额446.20万元，经营活动现金净流入143,739.30万元。

二、本期债券概况

债券名称：南昌市政公用投资控股有限责任公司公开发行2017年公司债券（第二期）；

发行总额：不超过10亿元（含10亿元）；

债券期限和利率：本期债券为5年期，附第3年末公司赎回选择权、上调票面利率选择权及投资者回售选择权；

还本付息方式：本期债券按年计息，不计复利，每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟全部用于偿还到期债务。

四、区域经济

南昌市近年来经济保持较快发展，工业经济发展较好，经济实力强；受限购政策的影响，将抑制市区内房地产市场的快速发展

南昌市是江西省的省会，是全省的政治、经济、文化、科技中心。南昌市辖三县六区、三个国家级开发区（南昌高新技术产业开发区、南昌经济技术开发区和南昌小蓝经济技术开发区）以及江西桑海经济技术开发区、红谷滩新区和临空经济区，总面积 7,402 平方公里。2016 年末，南昌市常住人口为 537.14 万人。南昌市位于地处长江中下游、鄱阳湖西南部，和长江三角洲、珠江三角洲和闽东南三角区相毗邻，京九、浙赣、皖赣等铁路纵贯城区，4D 级昌北国际机场开通了直通北京、上海、香港、首尔等国内外各大城市 40 多条航线，区位优势明显，交通便利。南昌市有文化遗址 600 余处，人文景观 18 处，自然景观 26 处，重点文物保护单位 50 多处，2016 年接待游客总人次 8,310.10 万人，实现旅游综合收入 816.80 亿元。

南昌市经济实力强，近年来，经济发展较快，但增速有所放缓。2014-2016 年南昌市地区生产总值分别为 3,667.96 亿元、4,000.01 亿元和 4,354.99 亿元，增速分别为 9.8%、9.6% 和 9.0%，规模在江西省内排名第一。2016 年南昌市三次产业结构为 4.2:53.0:42.8，第二产业是南昌市经济发展的主要推动力。南昌市是江西省最大的工业城市，2014-2016 年规模以上工业增加值分别为 1,380.64 亿元、1,451.84 亿元和 1,611.50 亿元，增速分别为 11.9%、9.4% 和 9.2%。2016 年南昌市主营业务收入过百亿的行业达 17 个，工业经济发展较好，其中排名靠前的 8 大行业分别为：汽车制造业（873.94 亿元）；农副食品加工业（836.82 亿元）；计算机、通信和其他电子设备制造业（648.27 亿元）；电力、热力生产和供应业（596.16 亿元）；电气机械和器材制造业（336.14 亿元）；纺织服装、服饰业（330.42 亿元）；医药制造业（320.04 亿元）；非金属矿物制品业（230.37 亿元）。

表1 2014-2016年南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	4,354.99	9.0%	4,000.01	9.6%	3,667.96	9.8%
规模以上工业增加值	1,611.50	9.2%	1,451.84	9.4%	1,380.64	11.9%
固定资产投资	4,540.26	13.5%	4,000.07	17.0%	3,434.25	18.6%
社会消费品零售总额	1,868.00	11.8%	1,662.87	12.5%	1,429.21	12.5%
进出口总额（亿美元）	94.05	-17.3%	114.64	-6.2%	122.26	25.9%
存款余额	9,627.56	12.8%	8,534.34	12.1%	7,296.23	10.1%
贷款余额	8,707.23	15.2%	7,556.91	16.3%	6,329.26	15.8%
地区人均GDP（元）	81,598.00	7.6%	75,879.00	8.3%	70,373.00	8.7%
地区人均GDP/全国人均GDP	151.16%		153.75%		150.92%	

资料来源：2014-2016年南昌市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

从支出法来看，固定资产投资是南昌市经济的主要构成，2016年达4,540.26亿元，近三年增速分别为18.6%、17.0%和13.5%，增速有所放缓。2016年南昌市固定资产投资中工业投资1,625.86亿元，增长4.7%，是固定资产投资的主要构成。房地产开发投资674.60亿元，增长39.0%，其中住宅投资471.84亿元，增长30.9%；商品房销售面积1,244.65万平方米，增长38.1%。2016年南昌市基础设施建设投资620.95亿元，增长4.4%，其中棚户区改造投入110亿元，完成棚户区改造2.6万户；城市道路总长度2,148.01公里，增长2.2%；城市道路总面积达4,163.55万平方米，增长5.1%。

近年来南昌市的消费增速均在12%左右，2016年社会消费品零售总额达1,868.00亿元。近年来南昌市对外贸易有所下降，2014-2016年进出口总额分别为122.26亿美元、114.64亿美元和94.05亿美元，2015年和2016年的增速分别为-6.2%和-17.3%。2014-2016年南昌市存贷款保持较快增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融支持。近年来南昌市人均GDP保持增长，2014-2016年人均GDP/全国人均GDP的比值均高于150%，当地经济发展高于全国平均水平。

2016年10月8日南昌市出台《关于促进我市房地产市场持续平稳健康发展的若干意见》（洪府厅发〔2016〕108号）；2017年3月8日南昌市出台《关于进一步做好房地产住宅市场调控工作的通知》（南政办字〔2017〕17号），政策主要是限制了南昌市市区范围内房地产的购置，同时增加住宅用地供应，控制地价异常，加大住宅有效供应。限购政策的执行将抑制南昌市市区内房地产市场的快速发展，使得房地产行业面临一定的销售压力。

随着城市化进程以及人民生活水平的提高，市政公用行业的发展潜力较大

市政公用设施是由城市政府组织实施和运营，建设行政主管部门进行行业管理的公用

设施，包括城市供水、供气、供热、公共交通等城市公用事业；城市道路、排水、污水处理、防洪、照明等市政工程；城市市容、公共场所和公共厕所保洁、垃圾和粪便清运处理等市容环境卫生事业；城市园林、绿化等园林绿化业。城市市政公用设施是城市赖以生存和发展的重要基础条件，是城市社会经济生活和城市稳定的基础，同时还体现着城市的综合实力。随着城市规模不断扩大，城市各项功能不断演变和不断强化以及城市居民对生活质量 and 环境质量要求不断提高，对市政公用设施的要求不断提升，建设并管理好城市市政公用设施，对促进城市经济稳定健康发展，对城市功能、质量提高和城市现代化建设具有特别重要的意义。《市政公用事业特许经营管理办法》规定，城市供水、供气、供热、公共交通、污水处理、垃圾处理等行业，可依法实施特许经营，经营者必须获得政府主管部门的同意并被授予特许经营权方可经营此类业务。

水务行业包括供水、排水、污水处理、中水回收利用和水污染防治等多个领域。随着城市化进程的加快，人口的增加和人均拥有水资源的下降，未来水价将存在上升的空间。根据发改委数据显示，居民生活用水价格从2007年末的1.69元/吨增长到2016年末的2.14元/吨；污水处理费从2007年末的0.66元/吨增长到2016年末的0.89元/吨，水价持续上升。水价的涨幅仍低于人均可支配收入的增长，且我国的水价也处于较低的水平，使得水资源的浪费现象较严重。近年来，随着国家对资源及环保问题重视程度的提高，政府相继出台了鼓励水务发展的城市供水价格改革措施及污水处理等政策。我国加快供水行业的市场化改革，增加供水行业的投入，同时加快水价体系的改革，促进供水行业的健康发展。

随着人民生活用水量的增长，废水的排放量也快速增长，从2006年的536.80亿吨增长到2015年的735.30亿吨。废水的排放污染了环境，为保护生态环境，实现可持续发展，须加强对废水的管制，通过污水处理使污染物排放总量得到有效控制，最终实现可循环利用。根据国家环境保护部数据显示，截至2015年末全国城镇污水处理厂6,910家，城镇污水日处理能力1.87亿吨/日，2015年全年城镇污水处理量达到532.30亿吨。国家和各级政府重视城市污水处理及其产业化发展，污水处理和再生水等行业也将面临广阔的发展空间，行业发展潜力较大。

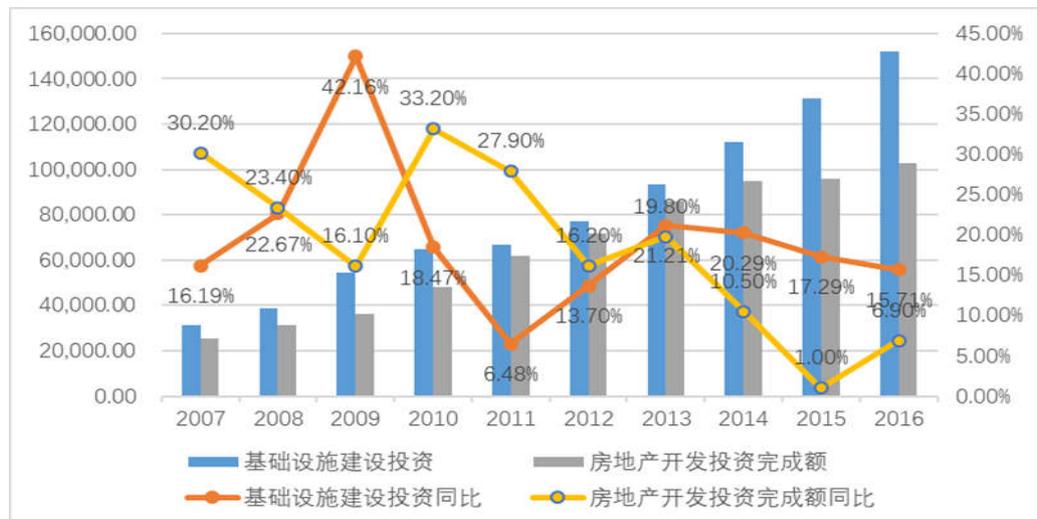
燃气行业主要包括利用煤炭、油等能源生产燃气，或外购液化石油气、天然气等进行输配、销售及相关的维修和管理活动。天然气是存在于地下岩石储集层中以烃为主体的混合气体的统称，比空气轻，不易积聚形成爆炸性气体，安全性较高。不含一氧化碳、硫化物等有毒、有害的杂质，无刺鼻气味，是一种无色、无味、无毒，较为安全的清洁燃气，且天然气经济实惠和便于储藏运输的特性，成为国家推广使用的能源。天然气的表观消费量从2008年的774.50亿立方米增长到2016年的2,086.88亿立方米，年均复合增长率为

13.19%，近年来保持较快的增长。2016年末，我国大部分大中城市已经实现管道天然气的基本覆盖，随着城市化的进一步推进，居民生活质量的提高，以及对其他能源的替代作用，城市天然气的需求将继续保持较快增长。

随着城市化进程的推进，基础设施建设和房地产开发投资保持较快发展，但近年来增速有所放缓

城市已成为我国经济发展的重要载体，城市经济对GDP的贡献率已超过70%，而城市基础设施建设在城市化进程中起到了不可或缺的作用。城市基础设施建设具有典型的经济外部性特征，公益性和基础性强，部分项目不产生投资回报，即使有收益的项目，也由于投资规模大、投资回收期长、产品服务价格受国家政策控等原因，投资回报率很低。但是，城市基础设施的逐步配套和完善，对于改善城市投资环境、提高全社会经济效率、发挥城市经济核心区辐射功能等有着积极作用，对城市土地增值、房地产发展、商业服务业的繁荣以及地方经济的快速增长都有明显的支持和拉动作用，因而基础设施建设一般具有政府投资性质。基础设施建设投资从2007年的31,362.00亿元增长到2016年的152,011.68亿元，年复合增长率为19.17%，增速较快；然而2009-2011年间的基建投资增速波动较大，主要受政府投资计划的影响，未来基础设施建设仍受政府投资规划的主导。基础设施建设投资的增速从2013年的21.21%持续下降到2016年15.71%，增速持续放缓。随着城市化进程的推进，基础设施建设投资保持较快发展，较好地带动了社会经济的发展，未来仍有继续增长的空间，但增速有所放缓。

图2 2007-2016年基础设施建设和房地产开发投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

随着经济的持续发展及城市化的推进，我国房地产开发投资规模持续快速增长，但近

年来宏观经济增速的放缓和房地产市场相对低迷的影响，房地产开发投资增速有所放缓。房地产开发投资规模从2007年的25,288.80亿元增长到2016年的102,580.61亿元，年均复合增长率为19.69%。从2012年起，房地产开发投资增速开始放缓，2015年增速降为1.00%。从销售来看，商品销售面积从2007年的77,354.72万平方米增长到2016年的157,348.53万平方米，年复合增长率为8.21%；近年来，受政策调控的影响，房地产销售增速波动较大，2016年下半年国内多个城市相继出台了房产限购政策，这将抑制未来房地产行业的快速增长。随着城市化进程的推进和人民生活水平的改善，房地产行业仍有增长的空间，但宏观经济的放缓和限购政策的影响，房地产行业发展的增速将放缓。

图3 全国商品房销售面积情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

五、财政实力

南昌市公共财政收入保持增长，财政实力较强，财政自给率尚可，但受政策调控和房地产景气度影响，政府性基金收入可能面临一定的波动

近年来南昌市公共财政收入保持增长，财政实力较强。全市公共财政收入从2014年的342.2亿元增长到2016年的402.2亿元，年复合增长率为8.41%；市本级公共财政收入从2014年的134.5亿元增长到2016年的157.7亿元，年复合增长率为8.28%。其中，税收收入是公共财政收入的主要来源，2014-2016年全市税收收入占全市公共财政收入的比重分别为84.02%、81.14%和79.24%；市本级税收收入占市本级公共财政收入的比重分别为85.35%、81.79%和77.17%，南昌市公共财政收入的质量尚可。近年来南昌市政府性基金收入有所波动，其中2014-2016年全市政府性基金收入分别为298.8亿元、194.1亿元和

285.3 亿元；市本级政府性基金收入分别为 221.8 亿元、132.7 亿元和 206.3 亿元。受政策调控和房地产景气度的影响，未来政府性基金收入仍可能面临一定的波动。

表2 2014-2016年南昌市主要财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	全市	本级	全市	本级	全市	本级
公共财政收入	402.2	157.7	389.2	149.9	342.2	134.5
其中：税收收入	318.7	121.7	315.8	122.6	287.5	114.8
政府性基金收入	285.3	206.3	194.1	132.7	298.8	221.8
公共财政支出	587.7	198.4	547.5	187.4	473.4	171.7
财政自给率	68.44%	79.49%	71.09%	79.99%	72.29%	78.33%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

资料来源：南昌市财政局网站，2014-2016年市级总预算执行情况，鹏元整理

2016 年南昌市全市和市本级公共财政支出分别为 587.7 亿元和 198.4 亿元，主要为城乡社区事务支出。2014-2016 年全市和市本级公共财政支出年复合增长率分别为 11.42%和 7.49%，南昌市全市公共财政支出增长较快。2014-2016 年全市财政自给率分别为 72.29%、71.09%和 68.44%；市本级财政自给率分别为 78.33%、79.99%和 79.49%，近年来南昌市财政自给能力尚可。

六、经营与竞争

公司是南昌市最大的国有资本运营主体，经营管理南昌市供水、污水处理、燃气、公交等公用事业，承担市政工程建设投资，并涉及出租车、房地产、环保、投资等业务领域，业务多元化程度较高，有利于分散经营风险。2014-2016 年公司营业收入分别为 129.54 亿元、180.84 亿元和 210.11 亿元，年复合增长率为 27.36%，主要来自于贸易板块和房地产销售板块的增长。公司综合毛利率较低且有所波动，2014-2016 年分别为 11.16%、8.83%和 12.05%，主要是贸易板块的毛利率很低及其在收入中占比变化的影响。其他板块主要包括投资业务、传媒业务、资产管理等，业务品类较多但收入规模相对较小。

表3 公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易板块	21.45	0.47%	86.91	0.23%	87.56	0.28%	60.93	0.54%
房地产销售板块	0.41	63.91%	30.46	39.28%	10.17	27.38%	5.63	51.85%
水务板块	4.89	28.75%	25.96	23.42%	24.59	26.75%	19.78	29.56%
建筑工程板块	5.38	8.61%	24.82	9.53%	18.53	13.85%	10.58	16.35%
煤气、燃气板块	3.38	23.56%	11.42	25.58%	10.63	20.50%	7.01	19.03%

公交、出租板块	2.72	-36.56%	10.48	-55.89%	9.68	-57.22%	10.09	-31.52%
其他板块	2.23	42.03%	20.06	38.13%	19.67	36.32%	15.53	35.26%
合计	40.45	7.35%	210.11	12.05%	180.84	8.83%	129.54	11.16%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司是南昌市市区唯一的自来水供应企业和全省最大的污水处理企业，经营业务稳步上升，但受折旧及设备维护因素的影响，毛利率有所下降

公司的水务业务由子公司南昌水业集团有限责任公司（以下简称“水业集团”）运营，主要是自来水供应、污水处理以及水务工程，兼营水设备的销售、二次供水、污泥处置等业务。其中水业集团中的自来水供应、污水处理以及给排水管道工程由子公司江西洪城水业股份有限公司（股票简称：洪城水业，股票代码：600461）负责运营¹，截至2017年3月末，公司及其子公司合计持有洪城水业44.53%的股权。水业集团是南昌市市区唯一的自来水供应企业，处于完全垄断地位。截至2017年3月末，水业集团共有12家水厂，供水加压站7座，日供水总设计能力达149.5万立方米，供水管网总长度近4,127公里，供水范围300平方公里，供水户数为99.23万户，占全市供水总户数的99%以上，服务人口近400万人。供水客户以居民用户为主，居民用户用水量接近60%；工业用水客户主要为洪都钢铁厂、英能水电和欧菲光等企业。

南昌市供水价格受政府严格管制，由南昌市发展与改革委员会直接制定。2014年4月1日起执行南昌市人民政府通过的《南昌市城市供水价格改革的方案》，该方案将之前执行的每吨水价上调，具体调整方案如表4所示。通过水价的上调，有利于提升公司供水业务的盈利水平。

表4 水价调整情况（单位：元/立方米）

2014年4月1日调价前南昌市自来水供应价格				
用水性质		自来水价格	污水处理费	到户水价
居民生活用水(含教学用水和学生生活用水)		1.18	0.80	1.98
非居民生活用水	行政事业	1.45	0.80	2.25
	工业	1.45	0.80	2.25
非居民经营用水		1.65	1.00	2.65
特种行业用水		6.00	1.00	7.00
2014年4月1日调价后南昌市自来水供应价格				
用水性质		自来水价格	污水处理费	到户水价
居民生活用水	一级用水	1.58	0.80	2.38
	二级用水	2.37	0.80	3.17

¹ 2016年4月，洪城水业向公司及其子公司增发合计不超过5,482.41万股，以收购公司持有的南昌市燃气集团有限公司51%的股权、南昌公用新能源有限责任公司100%的股权和南昌水业集团二次供水有限责任公司100%的股权。收购完成后洪城水业完善了供水产业链以及增加了燃气业务。

	三级用水	4.74	0.80	5.54
	合表用户	1.60	0.80	2.40
非居民生活用水	行政事业	2.37	0.80	3.17
	工业	2.37	0.80	3.17
	经营基建用水（商业）	2.37	1.00	3.37
特种行业用水		7.90	1.00	8.90

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2017 年 3 月末，水业集团供水用户为 99.23 万户，较 2014 年末的 80.91 万户增长 22.64%。随着供水用户的提升，自来水售水量稳步增长，实际售水量从 2014 年的 31,970.66 万立方米增长到 2016 年的 32,843.03 万立方米。公司供水收入从 2014 年的 5.45 亿元增长到 2016 年的 6.09 亿元，年复合增长率为 5.71%。近年来供水毛利率呈下降态势，2014-2016 年分别 43.67%、40.82%和 37.44%，主要是新增管网和设备带来的折旧增加，以及设备维护支出增加。

表5 公司主要水务数据

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
供水收入（亿元）	1.36	6.09	5.88	5.45
供水毛利率	38.97%	37.44%	40.82%	43.67%
供水户数（户）	992,336	989,359	914,962	809,122
自来水供水量（万立方米）	9,956.46	41,413.36	40,481.70	40,921.32
自来水售水量（万立方米）	7,469.37	32,843.03	32,153.70	31,970.66
漏损率	23.61%	20.31%	20.33%	20.98%
污水处理收入（亿元）	1.55	6.00	6.09	6.01
污水处理毛利率	32.26%	25.50%	31.20%	36.77%
污水处理量（万立方米）	16,683.38	64,660.86	59,665.53	54,198.97

资料来源：公司提供，鹏元整理

污水处理方面，公司是江西省最大的污水处理企业，占据整个县级污水市场 80%以上份额。公司在南昌市内共有 5 家集中式污水处理厂，总处理能力 98 万立方米/日，服务人口 280 万人。2009 年公司以 29.78 亿元通过投标完成对江西省内 77 个县市的 79 家污水处理厂特许经营权（30 年）的整体收购（截至 2016 年末，77 家已经办理完移交），总污水处理能力为 168.35 万立方米/日。公司还积极开拓省外污水处理市场，先后收购温州洪城水业环保有限公司、温州清波污水处理厂、温州清旭污水处理厂等企业的特许经营权，合计污水处理能力为 12 万立方米/日。污水处理的业务模式为公司对污水管道汇集的污水进行净化处理后再直接排入河流。江西省内的污水处理费收费方式趋于一致，主要采取与自来水费合并征收的方式，南昌市自来水价格中包括了 0.8 元/吨的污水处理费，江西省设区市的污水处理费征收平均标准为每吨自来水 0.4-0.6 元，县（市）为每吨自来水 0.5-0.8 元。

公司实际污水处理量从 2014 年的 54,198.97 万立方米提升至 2016 年 64,660.86 万立方米，年复合增长率为 9.23%；2016 年的产能利用率为 63.64%，未来公司污水处理量仍有较大的提升空间。近年来公司污水处理收入有所波动，2014-2016 年分别为 6.01 亿元、6.09 亿元和 6.00 亿元，毛利率从 2014 年的 36.77% 下降到 2016 年的 25.50%，主要是受结算收入下降以及新增设备带来的折旧增加、维护费用支出增加的影响。

水务业务的其他业务主要系供水排水工程和工程安装等。供水排水工程属于水务的衍生业务，主要是为维护公司自来水供水排水的管道、天然气管道等，同时对外公开招投标承接南昌市及其周边区域的管道类工程，按工程进度确认收入。2016 年供水排水工程的收入为 4.75 亿元，毛利率为 17.49%。截至 2016 年末公司主要在建的管道类工程预计总投资为 6.94 亿元，未来尚需投资 1.91 亿元。工程安装主要系供水和供气业务的初装费，业务收入主要来源于新增客户，2016 年工程安装收入为 3.97 亿元，毛利率为 51.00%。

表6 2016年末公司主要在建的管道类工程（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资	尚需投资
自来水城市管网改造工程	19,956.15	19,680.61	275.54
天然气城市管网建设及改造工程	25,299.00	20,029.61	5,269.39
滨海园区第三污水处理厂一期工程	6,800.00	2,791.74	4,008.26
78 家县市污水处理厂扩建工程	10,626.66	5,168.01	5,458.65
赣县城北污水处理厂工程	3,500.00	1,747.41	1,752.59
天然气场站建设工程	3,210.00	881.52	2,328.48
合计	69,391.81	50,298.90	19,092.91

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司是南昌市内最大的天然气经营主体，近年来随着用户量的增长，煤气、燃气板块业务收入稳步增长

公司主要经营南昌市城区内的燃气供应销售(含罐装液化气、管道天然气、管道煤气)、燃气工程设计、施工、安装等业务。公司是南昌市内最大的天然气经营主体，南昌市天然气主要来源于“西二气”和“川气”，采购价由国家发改委制定，销售价由南昌市物价局制定，每年根据国际市场价格变动情况做相应调整。南昌市引入天然气后，逐步替代了人工煤气，使得人工煤气在 2014 年之后的业务量都很小。近年来公司天然气业务增长较快，随着燃气用户的快速上升，天然气销售量从 2014 年的 17,253.00 万立方米增长到 2016 年的 26,608.00 万立方米，年复合增长率为 24.19%；公司煤气、燃气板块业务收入从 2014 年的 7.01 亿元增长到 2016 年的 11.42 亿元，年复合增长率为 27.64%。公司天然气的购销差价从 2014 年的 0.72 元/立方米增长到 2016 年的 0.76 元/立方米，且受益于业务规模的增长，使得公司煤气、燃气板块业务的毛利率从 2014 年的 19.03% 上升到 2016 年的 25.58%。

截至 2017 年 3 月末，公司拥有管道燃气长度 2,788.73 公里，管道燃气用户 70.81 万户。随着南昌城市发展带来供气范围的扩大，同时南昌天然气管网工程完工后将达到 8 亿立方米的天然气年供气能力，预计未来公司天然气收入将持续上升。

表7 近年公司天然气业务发展情况

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
工程施工收入（初装费）（亿元）	0.82	1.94	3.58	1.31
新增用户数（户）	26,135	81,012	67,641	64,616
管道燃气用户量（户）	708,053	690,010	608,771	535,338
天然气销售量（万立方米）	8,941.00	26,608.00	21,833.00	17,253.00
其中：居民用户销售量（万立方米）	2,814.65	8,121.26	6,998.52	5,492.21
商业性用户销售量（万立方米）	1,621.48	2,967.86	2,739.37	2,250.58
工业用户销售量（万立方米）	3,292.18	10,339.70	8,368.66	6,581.01
燃气管道长度（公里）	2,788.73	2,742.00	2,486.82	2,284.46
管网投资金额（亿元）	0.73	3.60	2.80	1.50
天然气采购均价（元/立方米）	2.38	2.32	2.43	2.91
天然气销售均价（元/立方米）	3.18	3.08	3.16	3.63

注：天然气销售中还含有转售给市内其他供气公司的非直接对用户供应量。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司是南昌市唯一的公交运营企业，公交运营业务一直处于亏损状态，对政府补助依赖程度较高；随着地铁开通运营后分流客户的影响，将减少公交、出租板块业务的收入

公司作为南昌市唯一的公交运营企业，公交业务运营较为稳定，同时公司还兼营出租车、汽车维修、广告、加油站和汽车租赁等相关业务。截至 2017 年 3 月末，公司拥有公交营运车辆 3,373 辆，公交线路 292 条，线路总长度 4,626 公里。受南昌市地铁 1 号线于 2015 年 12 月起开通运营而分流了部分乘客，公司在线路和营运车辆增加的情况下仍无法抑制客运量的下降，年客运量从 2014 年的 61,773 万人次下降到 2016 年的 41,232 万人次。根据南昌市政府常务会审议通过的《调整南昌市公共汽车票价方案》，2016 年 4 月 1 日起，市区内的公交价格每人每次由 1 元上调为 2 元，远郊 2 元、郊县 10 元、定制专线和城际线路等维持原价不变。

表8 公司公交、出租板块业务情况

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
营运车辆（辆）	3,373	3,343	3,305	3,219
公交线路（条）	292	272	231	207
线路总长度（公里）	4,626	4,528	4,413	3,924
年客运量（万人次）	8,762	41,232	58,783	61,773
公交收入（万元）	-	99,440.56	90,434.05	94,956.65

公交毛利率	-	-59.09%	-62.75%	-34.85%
出租收入（万元）	-	5,362.71	6,413.52	5,966.85
出租毛利率	-	3.37%	20.78%	21.49%

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2017 年 3 月末，公司自有兼托管的出租车合计 2,697 辆，占全市出租车市场的 50%以上。南昌市出租车目前定价方式为起步价 6-8 元（2 公里），超出按 1.9 元/公里计算，另加收 1 元燃油附加费；个人以承包的方式从公司获得承运权，根据车型、经营年限、运营性质等方面的不同，在未扣除经营权取得成本的情况下，公司出租收入平均大致为每车 5-5.5 万元/年。

近年来公司公交、出租板块业务收入有所波动，2014-2016 年业务收入分别为 10.09 亿元、9.68 亿元和 10.48 亿元，其中公交收入的比重分别为 94.15%、93.39%和 94.85%，2015 年公交收入下降主要是客运量减少，2016 年公交收入上升主要是公交价格上调。2016 出租收入较上年下降 16.38%，主要受网约车的影响，进而影响出租毛利率下降到 3.37%。受价格管控和燃油成本等因素的影响，2014-2016 年公交、出租板块业务毛利率分别为 -31.52%、-57.22%和-55.89%；其中 2015-2016 年毛利率下降较大主要系人力成本的增加。整体而言，公交、出租板块业务自主盈利能力不足。为了维持公交、出租板块业务的可持续运营，政府给予一定的燃油补贴、购车补贴和线路补贴等，2014-2016 年公司收到南昌市财政局拨付的公交类补助分别为 4.59 亿元、4.35 亿元和 6.80 亿元，政府补助收入成为公司公交、出租板块业务利润的主要来源。整体来看，公司公交、出租板块业务较为稳定，能给公司带来稳定的现金流，但受价格管控和燃油成本上涨致使公交、出租板块业务的自主盈利能力不足，利润来源主要依靠政府补助；未来受地铁线路（预计 2 号线 2017 年 8 月开通运营，3 号线 2019 年 12 月开通运营，4 号线 2020 年 6 月开通运营）陆续开通运营后分流客户的影响，将减少公交、出租板块业务的收入。

公司建筑工程业务拥有市政公用工程施工总承包一级资质，承担南昌市内重大市政工程建设，业务可持续性较好，但主要在建项目投资规模较大，存在较大的资金压力

公司主要承担南昌市重大市政工程及统建房建设项目，拥有较强的技术力量，截至 2016 年末，公司拥有市政公用工程施工总承包一级资质和公路工程施工总承包二级资质，拥有建造师超过 40 名。公司承建的工程项目主要集中在江西省（尤其是南昌市）内，项目类别以政府代建项目和市场化商业项目为主。政府代建系由政府单位与公司签订委托代建合同，由财政根据工程情况支付 20-50%的启动资金，剩余主要靠公司自筹资金建设。工程完工并验收后由财政与公司进行工程结算，在支付完全部工程款项及融资费用之后，再按照工程总投资额 1.0%-2.5%支付建设服务费。市场化商业项目系由公司通过招投标承

接的施工项目，分为一般施工项目和 BT 项目。一般施工项目预收部分工程款用于项目启动，按施工进度确认收入并收取部分工程款，工程完工验收决算后支付剩余工程款。BT 项目系由公司垫资进行建设，建设验收完毕再移交给项目业主，项目业主向公司分期支付项目总投资加上合理回报。

表9 公司建筑工程板块收入明细情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
市场化商业项目	248,171.03	185,336.42	105,831.68
其中：BT 项目	178,945.05	145,772.74	87,942.64
一般施工项目	69,225.98	39,563.68	17,889.04

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014-2016 年建筑工程业务实现营业收入分别为 10.58 亿元、18.53 亿元和 24.82 亿元，收入持续上升，主要来自于 BT 项目的建设投入，而近年来政府代建项目均未实现收入。2014-2016 年建筑工程业务毛利率分别为 16.35%、13.85%和 9.53%，下降因素主要是材料价格的增长。截至 2016 年末，公司主要在建的政府代建项目包括幸福渠工程、红谷隧道工程等，预计总投资额为 573.67 亿元，投资规模较大。幸福渠工程、红谷隧道工程和火车站东广场改造工程的立项文件明确了公司作为项目业主。幸福渠工程主要系对幸福渠流域 50 平方公里范围进行整体改造开发，初步规划包括 12 条路网、5 处安置房、23.4 公里水系整治、一个主题湿地公园及商住、教育、医疗、养老、文化产业等城市配套功能设施建设，预计总投资 479 亿元，规模较大。公司市场化商业 BT 项目主要是高新区航空城拆迁安置房项目，预计总投资 35.00 亿元。公司主要自建的工程项目主要是水业环保工程，预计总投资 22.05 亿元。2016 年末公司主要在建项目尚需投资 508.12 亿元，对公司形成较大资金压力。总体来看，公司主要在建项目投资规模较大，随着工程建设并结算，将为公司带来可观的收入，未来业务可持续性较好；但同时也使得公司存在较大的资金压力。

表10 截至2016年末主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	已投资	
政府代建	幸福渠工程	479.00	23.99
	红谷隧道工程	42.27	27.74
	沿江北大道与沿江中大道连通工程	19.58	16.58
	火车站东广场改造工程	11.11	7.33
	昌九城际铁路南昌站改扩建工程拆迁安置房	4.36	3.60
	云湾大道改造工程	3.00	3.00
	高新南大道二期工程	2.99	2.99
	洛阳路立交（隧道）工程	2.44	2.76
	青山路道路改造工程	2.72	2.42

	阳明路综合改造工程	2.55	2.55
	南昌*中国雕塑艺术博览园	1.79	1.29
	朝阳南路道路改造工程	1.86	1.86
	合计	573.67	96.11
BT 项目	高新区航空城拆迁安置房项目	35.00	16.01
公司自建	水业环保工程	22.05	10.80

资料来源：公司提供，鹏元整理

房地产业务在建项目较多，尚需投入资金规模较大，存在较大资金压力；受限购政策的影响，未来公司房地产项目面临一定的销售压力

公司的房地产业务主要集中在南昌、宁波和北京，在南昌本地项目以自主开发为主，异地项目以合作开发为主，合作模式采取与当地房地产商共同合作开发房地产项目。公司房地产开发品种主要以住宅为主，附带商业以及配套的车位，少量商业写字楼项目。近年来，公司房地产销售收入有所波动，2014-2016 年实现房地产销售收入分别为 5.63 亿元、10.17 亿元和 30.46 亿元，其中北京香河园 3 号地块项目为公司贡献了 25.27 亿元的收入；另外公司 2014 年出售子公司南昌金融大街建设开发有限公司 49%的股权（持有的房产项目为中央香榭），获得约 7.89 亿元的投资收益。

截至 2016 年末，公司主要在建房地产项目较多，预计总投资（合并范围内）312.89 亿元，其中宁波财富中心项目、北京香河园 3 号地块项目和名门国际（一期）已开始预售。截至 2017 年 3 月末，房地产项目已售面积为 142,486.57 平方米，待售面积为 85,320.24 平方米，已收款尚未确认收入的金额为 148,531.48 万元，其中北京香河园 3 号地块项目的销售单价约为 9 万元/平方米，尚未出售的面积为 26,984.79 平方米，预计收入约为 242,863.11 万元，是公司现阶段房地产收入的主要来源。随着房地产的陆续出售并交付，能为公司带来可观的收入，但南昌、北京、宁波及昆山均存在房产限购政策，未来公司房地产项目面临一定的销售压力。截至 2016 年末，公司主要在建房地产项目（合并范围内）尚需投入约 148.48 亿元，此外公司持股的房地产项目也需要公司一定的资金支持，使得公司存在较大资金压力。

表11 截至2016年末公司主要在建房地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目	项目类型	开工计划	规划建筑面积	总投资	已投资	持股比例	是否合并
昆山香逸铂悦	住宅及商业	2017-2020	287,523	540,000	318,600	40%	是
南昌九珑汇	商业	2015-2017	89,917	63,000	29,337	82%	是
宁波财富中心项目	写字楼、商铺（商业地产）	2010-2015	139,123	150,000	144,000	50%	是
南昌威隘桥项目	写字楼、商铺（商业地产）	2011-2017	210,580	196,000	95,339	49%	是

北京香河园 3 号地块项目	住宅及商业金融	2013-2018	117,654	426,621	348,888	60%	是
衡阳名门国际（一期）	商业及住宅	2012-2018	114,150	120,000	22,326	100%	是
南昌市政公用城	商业及住宅	2014-2022	1,800,000	800,000	30,972	49%	是
滨州东海壹号	住宅及商业	2016-2017	370,000	200,000	21,338	35%	是
合并合计	-	-	3,128,945	2,495,621	1,010,801	-	-
宁波江山九九	住宅		321,353	195,000	180,000	30%	否
南昌御湖半山项目	住宅、商业开发	2007-2022	472,269	430,000	87,840	33%	否
非合并合计	-	-	793,622	625,000	267,840	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

表12 截至2017年3月末公司房地产项目销售情况（单位：平方米、万元）

项目	已售面积	待售面积	已收款	已确认收入
宁波财富中心项目	59,417.00	41,583.00	93,168.00	92,020.00
北京香河园 3 号地块项目	48,299.35	26,984.79	455,882.94	309,137.30
名门国际（一期）	34,770.22	16,752.45	8,441.87	7,804.03
合计	142,486.57	85,320.24	557,492.81	408,961.33

注：表中数据按取得预售许可证进行统计。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至 2017 年 3 月末，公司用于房地产开发的土地总面积为 82.57 万平方米，购地价为 36.28 亿元，均已按合同规定支付购地款 35.98 亿元，土地使用权全部是通过招拍挂方式取得的商住用地。

表13 截至2017年3月末公司房地产项目的土地情况（单位：万平方米、亿元）

区域	面积	土地出让金	已支付土地出让金	性质	土地用途	开发持股比例
南昌	48.64	3.11	3.11	住宅，商业、商务用地	御湖半山项目、九珑汇项目	御湖半山项目 33%、九珑汇项目 82%
滨州	11.38	0.99	0.99	商业、住宅用地	东海壹号	35%
衡阳	13.87	1.28	0.98	商业、住宅用地	名门国际项目	100%
昆山	8.68	30.90	30.90	商业、住宅用地	香逸铂悦	40%
合计	82.57	36.28	35.98	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司从事以铜和钢为主的大宗商品贸易业务，收入规模较大且迅速增长，但盈利水平很低

公司于 2013 年开始从事以铜和钢为主的大宗商品贸易业务，并逐步涉入农产品等大宗商品的贸易。公司主要利用合作方在大宗商品贸易的经验和客户资源，采取薄利多销的

方式,使得贸易业务迅速成长,2014-2016年贸易收入分别为60.93亿元、87.56亿元和86.91亿元,成为公司营业收入的主要来源。

表14 公司贸易板块前5大供应商和客户情况 (单位: 万元)

年份	供应商	采购金额	采购占比	商品	客户名称	销售金额	销售占比	商品
2016	岳阳欣港物流有限公司	87,781.42	10.18%	钢	上海宝宣企业发展有限公司	87,167.68	10.07%	钢
	江铜国际贸易有限公司	68,923.00	8.00%	铜	融屿贸易(上海)有限公司	64,768.75	7.48%	铜
	上海胜握胜林业有限公司	52,954.09	6.14%	钢	上海豪佳贸易有限公司	59,106.82	6.83%	钢
	福建阳光集团上海实业有限公司	45,952.43	5.33%	钢	中浪(集团)有限公司	56,010.85	6.47%	钢
	上海杰法实业发展有限公司	40,103.55	4.65%	钢	江苏贸金供应链管理集团有限公司	47,844.07	5.53%	铜
	合计	295,714.49	34.30%	-	合计	314,898.17	36.39%	-
2015	上海金川国际贸易有限公司	37,358.47	4.28%	铜	中浪(集团)有限公司	34,271.00	3.91%	钢
	厦门宝拓资源有限公司	35,185.00	4.03%	钢	上海申航进出口有限公司	33,588.39	3.84%	铜
	上海有色金属电子商务有限公司	31,826.00	3.64%	钢	大同煤业国际贸易有限责任公司	27,628.00	3.16%	钢
	广州盈义贸易有限公司	28,050.00	3.21%	钢	宁波山煤华泰贸易有限公司	26,981.00	3.08%	钢
	上海顶鸿国际贸易有限公司	25,175.25	2.88%	铜	上海有色金属电子商务有限公司	22,058.00	2.52%	钢
	合计	157,594.72	18.05%	-	合计	144,526.39	16.51%	-
2014	广州市卓益贸易有限公司	27,852.06	4.60%	铜	广州市卓益贸易有限公司	48,005.57	7.88%	铜
	浙江国贸集团金信资产经营有限公司	27,019.97	4.46%	钢	上海腾博实业有限公司	40,698.65	6.68%	铜
	全威(上海)有色金属有限公司	26,311.72	4.34%	铜	上海腾博实业有限公司	30,240.08	4.96%	钢
	上海迈科金属资源有限公司	25,286.47	4.17%	钢	上海亚炬资源有限公司	29,116.88	4.78%	铜
	福建阳光集团上海实业有限公司	20,210.86	3.34%	钢	中浪(集团)有限公司	27,032.84	4.44%	钢
	合计	126,681.08	20.91%	-	合计	175,094.02	28.74%	-

资料来源: 公司提供, 鹏元整理

贸易业务的上游主要是生产商和贸易商,下游客户主要是贸易商和加工企业,公司主要是赚取货物的差价,一般先确定客户需求,再向供应商询价,按供应商的报价加上一定的佣金作为销售价格与下游客户签订销售协议。公司主要采用仓单交易的方式,交易过程方便快捷高效,一般采用款到发货,对于长期合作的大客户给予一定的账期,一般为30天内。从前5大供应商和客户的明细来看,公司贸易业务的供应商和客户较为分散,且每

年的主要供应商和客户变化较大。公司主要采用扩大交易量来赚取更多的利润，贸易业务的毛利率很低，2014-2016年的毛利率分别为0.54%、0.28%和0.23%，贸易业务的利润对公司的贡献很小。公司采用期货套保的方式来避免大宗商品价格的大幅波动造成的损失，但公司也面临一定的套保风险。

近年来公司的其他板块业务发展较快，对公司收入和利润形成一定的补充

其他业务收入主要包括投资业务、传媒业务、资产管理等，业务品类较多但收入规模相对较小，近年来公司对该类业务进行了一定的整合。公司投资业务主要由河道采砂、委托贷款和购买理财产品等构成。2013年南昌市政府对市区内的河道采砂进行了规范管理，有效地防止了乱采乱堆的现象，公司河道采砂收入也得到较快增长，2015年起河道采砂业务并入投资业务。2015-2016年投资业务收入分别为8.59亿元和8.20亿元，其中2016年河道采砂的收入为6.47亿元。传媒业务主要包括广告传媒、旅游投资、影视、文化演艺等，2014-2015年的旅游业务在2016年合并到传媒业务中。2016年传媒业务收入为3.71亿元，其中2.65亿元来自于广告收入。公司资产管理业务主要系南昌市内的体育场馆、商铺等物业的租赁收入，同时公司承担维护费用。近年来资产管理收入存在一定的波动，且维护费用较高，出租率偏低，使得资产管理收入的毛利率偏低。公司物业收入主要是非公司自有资产的物业管理收入，2015年起公司将自有物业的管理收入并入资产管理后，物业收入规模下降较大。总体而言，公司其他板块业务近年来通过整合得到较快发展，从2014年的15.53亿元增长到2016年的20.06亿元，对公司的收入和利润形成一定的补充。

表15 公司其他板块业务前4大业务收入和毛利率情况（单位：万元）

2016年			2015年			2014年		
业务	收入	毛利率	业务	收入	毛利率	业务	收入	毛利率
投资	81,964.16	39.26%	投资	85,869.39	50.52%	河道采砂	35,796.57	42.59%
传媒	37,064.62	7.27%	旅游	24,860.95	20.48%	物业	12,848.11	-1.43%
资产管理	13,302.56	14.23%	资产管理	18,457.16	-4.89%	旅游	19,820.19	18.18%
物业	2,958.09	-20.80%	物业	2,209.65	31.82%	资产管理	6,674.69	11.81%

资料来源：公司提供，鹏元整理

近年来，南昌市政府通过资本注入和政府补助等方式给予公司大力的支持

为了支持公司业务运营，更好的发挥公司在南昌市供水、燃气、公交等市政公用设施建设中的重要作用，近年来，南昌市政府对公司给予了大力的支持。2015年，根据南昌市国资委“洪国资产权字【2015】37号”《关于同意增加注册资本金的批复》，同意将南昌市财政局拨付的8.04亿元以增加注册资本金的方式注入公司；根据南昌市财政局和南昌市国

资委“洪财资产【2015】4号”《关于同意将麦园垃圾处理场资产划拨至南昌水业集团有限责任公司通知》，将麦园两宗土地、一宗房产共三项资产（土地面积648,500平方米、房产面积1,364.95平方米）账面价值合计2.71亿元划拨给公司，增强了公司的资本实力。

2014-2016年公司收到南昌市财政局拨付的燃油价格补贴、贷款利息补贴等政府补助分别为5.91亿元、6.46亿元和10.14亿元，2017年1-3月公司获得政府补助1.00亿元，有效地提升了公司的盈利水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2016年审计报告以及未经审计的2017年1-3月财报，财务报表均采用新会计准则编制。近年来，公司合并报表范围内的子公司变化较大，主要是为了增强有效管理以及适应业务发展的需求。截至2016年末，公司合并范围内的一级子公司共24家，详情见附录五。

表16 2014-2016年公司合并报表范围一级子公司变动情况

项目	2016年	2015年	2014年
新增一级子公司	2	6	6
减少一级子公司	3	4	8

注：公司一级子公司的增加主要系投资新设，一级子公司的减少主要系被其他子公司合并。
资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

近年来公司资产规模增长较快，资产以土地使用权和在建项目为主，整体流动性较弱

近年来公司资产规模增长较快，从2014年末的562.76亿元增长到2016年末的811.85亿元，年复合增长率为20.11%；2017年3月末公司资产达到845.67亿元，近年来主要系在建工程、可供出售金额资产和货币资金的大幅增加。

公司流动资产主要由货币资金和存货构成。近年来公司货币资金余额波动较大，主要受投资支出和债务融资的影响。2016年末货币资金主要由银行存款构成，其中65.80亿元是银行存款，受限货币资金系0.18亿元的保证金存款。公司应收账款主要是应收客户的水费、燃气费和工程结算款，近年来随着业务的增长，应收账款呈上升态势。2016年末应收账款的前5大客户合计占期末余额的22.82%；账龄在1年内的占比为79.32%，1-2

年内的占比为 12.27%。公司预付款项主要为拨付工程建设的款项，随着工程量的增加和工程的推进，2017 年 3 月末达到 14.22 亿元，较 2014 年增长 83.48%。公司其他应收款主要为非经营性的往来款，近年来余额有所下降。截至 2016 年末，公司其他应收款规模为 37.04 亿元，其中账龄在 1 年内的占比为 88.22%，1-2 年内的占比为 6.51%；前 5 名应收对象的合计占当期其他应收款的 55.57%，其中前三大应收对象为南昌市财政局（7.16 亿元）、北京融创建投房地产有限公司（4.00 亿元）和江西政力房地产开发有限公司（3.35 亿元）。2017 年 3 月末公司其他应收款为 37.04 亿元，占当期总资产的 4.38%，仍对公司资金形成一定的占用。公司的存货主要为在建的房产项目，2017 年 3 月末达到 95.89 亿元，占当期总资产的 11.34%。公司其他流动资产主要是购买的理财信托产品。

表17 2014-2016年及2017年3月末公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2017年3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	78.91	9.33%	66.43	8.18%	98.46	14.23%	33.47	5.95%
应收账款	27.07	3.20%	27.36	3.37%	23.37	3.38%	15.72	2.79%
预付款项	14.22	1.68%	10.66	1.31%	16.58	2.40%	7.75	1.38%
其他应收款	37.04	4.38%	32.09	3.95%	36.68	5.30%	53.61	9.53%
存货	95.89	11.34%	95.97	11.82%	75.35	10.89%	76.66	13.62%
其他流动资产	11.67	1.38%	15.21	1.87%	2.12	0.31%	7.25	1.29%
流动资产合计	265.00	31.34%	247.92	30.54%	253.99	36.70%	195.57	34.75%
可供出售金融资产	63.52	7.51%	62.68	7.72%	6.53	0.94%	6.06	1.08%
持有至到期投资	6.43	0.76%	12.49	1.54%	15.74	2.27%	15.99	2.84%
长期应收款	27.24	3.22%	23.93	2.95%	20.81	3.01%	23.07	4.10%
投资性房地产	23.95	2.83%	23.99	2.96%	17.34	2.51%	19.85	3.53%
固定资产	49.21	5.82%	49.64	6.11%	45.43	6.56%	33.31	5.92%
在建工程	192.67	22.78%	173.29	21.35%	117.07	16.92%	64.48	11.46%
无形资产	205.41	24.29%	205.72	25.34%	206.68	29.87%	196.03	34.83%
非流动资产合计	580.67	68.66%	563.94	69.46%	438.04	63.30%	367.19	65.25%
资产总计	845.67	100.00%	811.85	100.00%	692.03	100.00%	562.76	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报，鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。可供出售金融资产系公司参股公司的股权，2016 年末大幅增长到 62.68 亿元，主要系公司投资了南昌产业发展投资有限公司（35.00 亿元）、共青城中政利投资管理合伙企业（有限合伙）（7.84 亿元）和力高地产集团有限公司（6.64 亿元），股权分别为 16.67%、26.13% 和 9.90%。2016 年可供出售金融资产获得投资收益 2.58 亿元，主要来自于南昌产业发展

投资有限公司 2.49 亿元的现金分红。公司持有至到期投资主要为委托贷款，2016 年末为 12.49 亿元，2014-2016 年获得的投资收益分别为 1,984.65 万元、1,953.26 万元和 18,037.60 万元，其中 2016 年投资收益大幅增长系年内有大额的短期委托贷款。委托贷款为公司贡献了部分利润，但也须关注可能存在的坏账风险。长期应收款主要系 BT 工程款，随着工程建设推进而增长，工程完工后分期收回，2016 年末主要为应收南昌市高新区创业投资有限公司的 BT 工程款。公司的投资性房地产系政府向公司注入的公用事业建筑物及附属地块。公司的固定资产主要由房屋建筑及构筑物、运输工具和管网构成，近年来的增长主要系房屋建筑物和管网的增加。近年来，公司在建工程的规模增长较快，2017 年 3 月末达到 192.67 亿元，较 2014 年增长 198.81%，主要是政府代建工程项目建设投入规模较大；未来仍需投入较多的资金建设，对公司资金形成较大的压力。2016 年末公司无形资产为 205.72 亿元，占总资产的 25.34%，主要为南昌市政府注入公司的土地使用权和公司以 TOT 方式收购的污水处理厂经营权，分别为 167.14 亿元和 35.28 亿元，占比分别为 81.25%和 17.15%。截至 2016 年末，公司无形资产中已抵押土地的原值为 71.79 亿元，占土地使用权的 42.74%，存在一定的资产受限。

总体而言，近年来公司资产规模增长较快，资产以土地使用权和在建项目为主，整体流动性较弱。

盈利能力

近年来公司营业收入快速增长，收入多元化程度较高，但主营业务盈利能力较弱，政府补助是利润的主要来源

近年来公司营业收入快速增长，2014-2016 年的年复合增长率为 27.36%，主要是公司贸易板块迅速增长的拉动。2016 年公司营业收入为 210.11 亿元，其中 41.36%来源于贸易板块收入，其余主要来源于水务、房地产销售、建筑工程等，收入多元化程度较高。

近年来公司综合毛利率较低，主要是毛利率很低的贸易板块收入在营业收入中的占比较高，2014-2016 年分别为 11.16%、8.83%和 12.05%，毛利率波动主要是各板块收入占比变动的的影响。2014-2016 年公司管理费用年复合增长率为 22.15%，主要是员工薪酬和折旧摊销的增加；财务费用年复合增长率为 21.94%，主要是利息支出的增加。2014-2016 年公司营业利润分别为 3.62 亿元、2.90 亿元和 3.00 亿元，2014 年营业利润主要来自于公司出售房地产板块的子公司南昌金融大街建设开发有限公司 49%的股权，获得约 7.89 亿元的投资收益，但该投资收益不具有可持续性。因客户出现资金周转问题，2014 年公司对一笔 4 亿多元的往来款全额计提了坏账准备，但该款项于 2015 年成功收回，使得公司 2015

年营业利润达到 2.90 亿元。2016 年公司投资收益主要来自于南昌产业发展投资有限公司 2.49 亿元的现金分红，以及委托贷款获得的收益 1.80 亿元，未来可持续性有待观察。综合来看，2014 年和 2015 年均非持续性因素导致盈利增加，近年来公司主营业务盈利能力较弱。

2014-2016 年公司获得政府补助分别为 5.91 亿元、6.46 亿元和 10.14 亿元，分别占当年利润总额的 60.77%、50.36%和 78.85%，政府补助是公司利润的主要来源。

总体而言，近年来公司营业收入快速增长，收入多元化程度较高，但主营业务盈利能力较弱，政府补助是公司利润的主要来源。

表18 2014-2016年及2017年1-3月公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
营业收入	40.45	210.11	180.84	129.54
投资收益	0.44	4.91	2.87	8.48
营业利润	-0.90	3.00	2.90	3.62
政府补助	1.00	10.14	6.46	5.91
利润总额	0.04	12.86	12.82	9.73
综合毛利率	7.35%	12.05%	8.83%	11.16%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报，鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较好，但主要在建项目投资规模较大，未来仍面临较大的资金压力

近年来公司营业收入的回款情况较好，主要是水务、燃气和公交等公用事业的收入回款较好，同时贸易业务和房地产业务的预收款项较多。销售商品、提供劳务收到的现金随着营业收入的增长而快速上升，2014-2016 年及 2017 年 1-3 月的收现比分别为 0.98、1.08、1.05 和 1.41，且政府补助的现金流入较多，使得公司经营现金流表现较好。

投资活动方面，近年来公司大量在建工程的推进以及公司于 2016 年进行股权投资，使得 2014-2016 年公司投资活动现金分别净流出 35.00 亿元、57.00 亿元和 105.93 亿元。截至 2016 年末，公司主要在建项目尚需投资 508.12 亿元，主要在建房地产项目（合并范围内）尚需投入约 148.48 亿元，投资规模较大，公司的资金压力较大。

筹资活动方面，近年来公司主要通过银行借款、发行债务工具以及吸收投资来筹得资金，2014-2016 年及 2017 年 1-3 月公司筹资活动现金净流入分别为 7.30 亿元、110.24 亿元、22.11 亿元和 16.88 亿元。筹资活动流入的资金弥补了公司投资活动的资金流出，但同时也增加了公司的债务压力。

表19 2014-2016年及2017年1-3月公司现金流情况表（单位：亿元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
收现比	1.41	1.05	1.08	0.98
销售商品、提供劳务收到的现金	57.03	220.56	195.73	127.58
收到其他与经营活动有关的现金	31.82	115.74	109.37	110.02
经营活动现金流入小计	88.98	336.89	305.67	237.68
购买商品、接受劳务支付的现金	46.93	198.48	158.20	115.93
支付其他与经营活动有关的现金	19.39	56.89	113.39	74.07
经营活动现金流出小计	74.61	285.05	293.98	205.54
经营活动产生的现金流量净额	14.37	51.84	11.68	32.14
投资活动产生的现金流量净额	-18.41	-105.93	-57.00	-35.00
筹资活动产生的现金流量净额	16.88	22.11	110.24	7.30
现金及现金等价物净增加额	12.85	-31.98	64.93	4.44

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年来公司有息债务规模增长较快，负债水平较高，偿债压力较大

近年来，主要是南昌市政府对公司资本投入的增加、公司盈利的积累以及2015年子公司重组时资产评估增值14.58亿元，使得公司所有者权益增长，2014-2016年的年复合增长率为8.05%，公司的资本实力得到增强；但公司有息债务的快速增加使得负债总额增长更快，2014-2016年的年复合增长率为29.33%，使得公司产权比率从2014年末的119.62%上升到2016年末的171.39%。2017年3月末，公司产权比率进一步上升至182.19%，公司权益对负债的保障程度较弱。

表20 2014-2016年及2017年3月末公司资本结构情况（单位：亿元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
负债总额	545.99	512.70	402.81	306.52
其中：流动负债	293.17	280.31	189.63	151.41
非流动负债	252.82	232.39	213.18	155.11
所有者权益	299.68	299.15	289.22	256.24
产权比率	182.19%	171.39%	139.27%	119.62%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。近年来公司短期借款持续较快增长，2014-2016 年年复合增长率为 18.99%。2016 年末公司短期借款以信用借款和保证借款为主，分别为 22.39 亿元和 19.80 亿元。应付账款主要系应付的工程款项，年末余额随着工程量的增长而快速增长，2014-2016 年年复合增长率为 48.24%。2016 年末应付

账款账龄在 1 年内的占比为 70.39%，1-2 年的占比为 19.59%。预收款项主要系贸易板块的商品采购款以及房地产板块的购房款。近年来公司其他应付款增长较快，2014-2016 年年复合增长率为 27.05%。其他应付款主要是项目配套资金和往来款，2016 年末主要为应付南昌市财政局的配套资金 38.54 亿元，占当期其他应付款总额的 33.16%；其余的应付对象较为分散。2016 年末公司其他应付款账龄在 1 年内的占比为 52.05%，1-2 年内的占比为 34.24%。一年内到期的非流动负债主要系长期借款和应付债券中一年内需偿还的部分。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。近年来公司长期借款保持增长，2017 年 3 月末达到 134.80 亿元，是有息债务的主要构成。2016 年末公司长期借款中保证借款 45.19 亿元，抵押借款 24.43 亿元，质押借款 26.41 亿元，信用借款 13.55 亿元。应付债券系公司发行的债券、中票及债务定向工具。2016 年公司长期应付增长到 37.38 亿元，主要系南昌浦发市政公用投资管理中心（有限合伙）对子公司南昌大道投资有限责任公司增资 35.00 亿元，但并不参与生产经营；且子公司南昌大道投资有限责任公司在投资起始日满 7 年之日（含）内，向南昌浦发市政公用投资管理中心（有限合伙）赎回投资并支付投资回报，从而形成了明股实债（合并报表为长期应付款）。递延收益主要为政府补助。

表21 2014-2016年及2017年3月末公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2017年3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	59.22	10.85%	45.99	8.97%	30.62	7.60%	32.48	10.60%
应付账款	44.36	8.13%	50.69	9.89%	33.19	8.24%	23.07	7.53%
预收款项	31.53	5.78%	21.50	4.19%	15.49	3.84%	8.14	2.66%
其他应付款	118.58	21.72%	116.24	22.67%	96.68	24.00%	72.01	23.49%
一年内到期的非流动负债	26.28	4.81%	29.37	5.73%	1.87	0.46%	1.35	0.44%
流动负债合计	293.17	53.69%	280.31	54.67%	189.63	47.08%	151.41	49.40%
长期借款	134.80	24.69%	109.58	21.37%	116.78	28.99%	90.83	29.63%
应付债券	63.08	11.55%	69.92	13.64%	79.63	19.77%	45.75	14.93%
长期应付款	37.38	6.85%	37.38	7.29%	0.57	0.14%	0.57	0.19%
递延收益	11.10	2.03%	9.14	1.78%	8.11	2.01%	12.90	4.21%
非流动负债合计	252.82	46.31%	232.39	45.33%	213.18	52.92%	155.11	50.60%
负债合计	545.99	100.00%	512.70	100.00%	402.81	100.00%	306.52	100.00%
有息债务	284.22	52.06%	255.79	49.89%	230.21	57.15%	172.33	56.22%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报，鹏元整理

公司的有息债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。近年来公司长期借款的增加和债务工具的发行使得有息债务规模增长较快，2014-2016 年年复合增长率为 21.83%。2017 年 3 月末有息债务达到 284.22 亿元，公

公司的债务压力增大。从有息债务偿还计划来看，2017 年的债务偿还压力偏大。

表22 2016年末公司有限债务偿还计划分布（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
有息债务偿还计划	76.29	40.57	15.47	123.45

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债指标来看，近年来随着有息债务的快速增长，公司资产负债率从 2014 年末的 54.47% 上升到 2017 年 3 月末的 64.56%，债务压力较大。债务的增长，使得公司近年来流动比率和速动比率下降，公司存在一定的短期偿债压力。近年来随着公司盈利的提升，EBITDA 快速增长，使得近年来公司 EBITDA 利息保障倍数有所改善，但 2014-2016 年公司非经常性收益较多，可持续性不强，公司未来仍面临较大的偿债压力。

表23 2014-2016年及2017年3月末公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	64.56%	63.15%	58.21%	54.47%
流动比率	0.90	0.88	1.34	1.29
速动比率	0.58	0.54	0.94	0.79
EBITDA（万元）	-	309,042.01	265,993.34	241,535.84
EBITDA 利息保障倍数	-	2.61	2.08	1.96
有息债务/EBITDA	-	8.28	8.65	7.13

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

1、公司自身经营所产生的现金流是本期债券按期偿付的主要来源

公司是南昌市区唯一的自来水供应企业和全省最大的污水处理企业，是南昌市内最大的天然气经营主体，经营业务稳步增长，经营收入较为稳健，公司水业、天然气、公交等公用事业回款情况较好。2014-2016 年公司实现营业收入分别为 129.54 亿元、180.84 亿元和 210.11 亿元；经营活动现金净流入分别为 32.14 亿元、11.68 亿元和 51.84 亿元。公司自身的经营性现金流入是本期债券本息偿还的主要来源，但公司在建项目投资规模较大，主要在建工程项目尚需投入资金 508.12 亿元，主要在建房地产项目（合并范围内）尚需投入约 148.48 亿元，存在较大的资金压力；另外，公司有息债务规模较大且增长较快，存在较大的偿债压力。

2、地方政府的支持是本期债券还本付息资金的重要补充

近年来，南昌市政府对公司给予了大力支持。2015 年公司获得政府增资及资产划拨合计 10.75 亿元，增强了公司的资本实力。2014-2016 年公司收到南昌市财政局拨付的石油改

革价格补贴、贷款利息补贴等政府补助分别为5.91亿元、6.46亿元和10.14亿元，有效地提升了公司的盈利水平。预计未来政府给予公司的支持力度仍然较大，可为本期债券还本付息提供重要补充，但受财政收支情况以及政府资金规划的影响，公司每年可获得的政府补助规模面临一定的不确定性。

3、公司资产抵押融资或变现是本期债券偿还资金来源的补充

截至2016年末，公司无形资产中的土地使用权价值为167.14亿元，其中尚未抵押的土地使用权为95.70亿元；此外，公司还持有办公楼等资产，通过资产的抵押融资或变现可为公司本期债券的偿还提供进一步补充，但受房地产市场景气度的影响，公司土地资产价值可能面临一定的波动，且短期快速和集中处置面临一定的不确定性。

九、或有事项分析

截至2016年末，公司本部对外单位贷款提供担保合计为177,400.00万元，占期末股东权益合计的5.92%，担保对象主要为政府单位和国有企业，存在一定的或有负债风险。

表24 截至2016年末公司本部对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限
南昌国资产业经营集团有限公司	20,000.00	2016.01-2018.01
江西南昌旅游集团有限公司	30,000.00	2014.05-2017.05
南昌高速公路有限公司	30,000.00	2015.08-2017.08
南昌市国家高新技术开发区	17,100.00	2015.11-2018.11
南昌高新区艾溪湖管理处	10,300.00	2015.11-2018.11
江西晟和建设发展有限公司	30,000.00	2013.12-2018.12
南昌市经济技术开发区	40,000.00	2014.01-2017.01
合计	177,400.00	-

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

2015年12月31日，浙江省岩土基础公司因建设工程合同纠纷诉南昌市政公用房地产集团有限公司子公司宁波迪赛置业有限公司，要求宁波迪赛置业有限公司向浙江省岩土基础公司支付工程款、履约保证金及逾期利息合计1,704.16万元。此案判决结果：宁波迪赛置业有限公司需支付浙江省岩土基础公司工程款、履约保证金等款项合计1,676.95万元。宁波迪赛置业有限公司对判决结果不服，已提起上诉。

另外，截至2016年末，公司作为原告的两宗未决诉讼事项，涉案标的合计为6,878.29万元，其中公司已计提坏账准备4,000.00万元，对公司经营影响有限。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
流动资产：				
货币资金	789,062.67	664,281.57	984,578.86	334,668.67
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	231.47	31.00	12,448.57	4,498.99
应收票据	928.75	904.04	837.86	1,330.47
应收账款	270,701.25	273,580.60	233,667.35	157,200.21
预付款项	142,158.05	106,586.38	165,761.71	77,480.38
应收利息	929.96	1,024.18	1,160.20	718.04
其他应收款	370,374.35	320,933.75	366,758.44	536,057.70
存货	958,897.57	959,685.30	753,530.05	766,581.35
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	4,680.00
其他流动资产	116,715.39	152,144.39	21,186.29	72,491.98
流动资产合计	2,649,999.45	2,479,171.21	2,539,929.30	1,955,707.78
非流动资产：				
可供出售金融资产	635,174.11	626,755.41	65,292.91	60,578.52
持有至到期投资	64,291.12	124,902.91	157,420.84	159,855.75
长期应收款	272,441.49	239,317.83	208,107.29	230,721.39
长期股权投资	43,352.82	41,242.60	43,953.34	40,036.04
投资性房地产	239,478.13	239,913.08	173,421.70	198,527.09
固定资产	492,147.69	496,403.02	454,260.18	333,102.66
在建工程	1,926,719.49	1,732,900.39	1,170,661.19	644,828.44
固定资产清理	224.08	124.92	121.31	0.00
无形资产	2,054,075.57	2,057,244.06	2,066,794.20	1,960,341.94
商誉	13,252.73	13,421.07	17,939.03	17,731.20
长期待摊费用	16,776.81	13,268.65	14,418.39	11,612.08
递延所得税资产	8,700.70	9,119.65	7,585.57	14,059.86
其他非流动资产	40,039.19	44,741.37	408.74	480.70
非流动资产合计	5,806,673.94	5,639,354.97	4,380,384.69	3,671,875.67
资产总计	8,456,673.39	8,118,526.18	6,920,314.00	5,627,583.45
流动负债：				
短期借款	592,244.00	459,874.98	306,195.00	324,795.00
应付票据	8,468.82	9,347.48	13,141.14	19,183.01
应付账款	443,636.12	506,865.64	331,937.22	230,666.51
预收款项	315,331.38	215,006.71	154,859.48	81,407.98
应付职工薪酬	46,417.39	59,206.10	46,412.13	33,390.47

应交税费	68,194.97	87,037.60	51,833.87	54,466.40
应付利息	7,488.53	8,292.74	6,032.31	22,259.95
应付股利	733.60	300.32	344.09	4,349.27
其他应付款	1,185,784.18	1,162,411.97	966,836.97	720,147.82
一年内到期的非流动负债	262,792.00	293,678.79	18,695.00	13,500.00
其他流动负债	575.63	1,111.83	0.72	9,911.35
流动负债合计	2,931,666.61	2,803,134.17	1,896,287.93	1,514,077.75
非流动负债：				
长期借款	1,347,952.18	1,095,778.18	1,167,833.70	908,254.45
应付债券	630,778.32	699,245.06	796,255.90	457,542.79
长期应付款	373,847.10	373,847.10	5,737.47	5,726.74
长期应付职工薪酬	1,371.28	1,383.43	1,432.35	1,088.04
专项应付款	57,636.54	56,876.05	72,870.14	48,682.60
预计负债	3.69	0.80	1.71	0.91
递延收益	111,045.46	91,443.83	81,085.40	128,955.71
递延所得税负债	5,565.97	5,303.96	6,564.89	881.95
非流动负债合计	2,528,200.52	2,323,878.42	2,131,781.57	1,551,133.20
负债合计	5,459,867.13	5,127,012.59	4,028,069.49	3,065,210.94
股东权益：				
股本	327,068.76	327,068.76	327,068.76	246,655.65
资本公积	2,030,687.52	2,030,687.52	2,032,876.34	1,880,364.95
其他综合收益	2,253.43	2,436.10	6,498.83	0.00
专项储备	1,524.26	1,199.66	976.18	869.53
盈余公积	1,905.19	58.75	58.75	243.16
一般风险准备	51.76	51.76	51.76	51.76
未分配利润	199,318.98	209,079.20	171,243.79	130,832.05
归属于母公司股东权益合计	2,562,809.90	2,570,581.75	2,538,774.42	2,259,017.10
少数股东权益	433,996.36	420,931.84	353,470.08	303,355.41
股东权益合计	2,996,806.26	2,991,513.59	2,892,244.50	2,562,372.51
负债和股东权益总计	8,456,673.39	8,118,526.18	6,920,314.00	5,627,583.45

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	404,454.66	2,101,138.55	1,808,434.96	1,295,420.58
其中：营业收入	404,454.66	2,101,138.55	1,808,434.96	1,295,420.58
二、营业总成本	417,835.23	2,121,368.61	1,809,164.70	1,345,916.32
其中：营业成本	374,727.84	1,847,896.85	1,648,824.24	1,150,903.51
营业税金及附加	2,465.07	73,848.33	32,264.12	20,259.14
销售费用	6,875.26	29,732.98	26,892.33	20,452.50
管理费用	23,261.56	93,047.70	82,378.94	62,360.11
财务费用	10,306.42	74,356.17	51,445.41	50,004.40
资产减值损失	199.09	2,486.58	-32,640.34	41,936.67
加：公允价值变动收益	0.00	1,124.74	1,046.60	1,943.58
投资收益	4,408.13	49,125.55	28,656.04	84,776.18
三、营业利润	-8,972.44	30,020.24	28,972.89	36,224.02
加：营业外收入	9,960.09	104,196.18	101,635.62	63,557.91
减：营业外支出	541.44	5,641.01	2,413.22	2,517.33
四、利润总额	446.20	128,575.41	128,195.30	97,264.61
减：所得税费用	4,718.15	41,495.08	38,086.57	32,277.78
五、净利润	-4,271.94	87,080.33	90,108.73	64,986.83

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	570,344.61	2,205,613.29	1,957,302.50	1,275,800.51
收到的税费返还	1,288.65	5,866.71	5,701.85	793.33
收到其他与经营活动有关的现金	318,179.96	1,157,409.66	1,093,656.01	1,100,172.77
经营活动现金流入小计	889,813.22	3,368,889.65	3,056,660.35	2,376,766.61
购买商品、接受劳务支付的现金	469,282.80	1,984,844.11	1,581,982.30	1,159,273.81
支付给职工以及为职工支付的现金	50,162.53	164,057.21	132,115.94	110,133.08
支付的各项税费	32,776.60	132,664.10	91,827.94	45,321.31
支付其他与经营活动有关的现金	193,851.98	568,921.66	1,133,902.19	740,674.93
经营活动现金流出小计	746,073.92	2,850,487.08	2,939,828.37	2,055,403.13
经营活动产生的现金流量净额	143,739.30	518,402.57	116,831.98	321,363.48
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	213,729.52	800,506.10	312,689.16	321,420.52
取得投资收益收到的现金	2,555.44	53,769.04	74,882.15	49,364.40
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,028.06	867.74	1,388.50	2,797.46
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	145.16	0.00	61.39	8,175.37
收到其他与投资活动有关的现金	59,812.87	35,081.13	103,404.57	36,026.90
投资活动现金流入小计	277,271.04	890,224.01	492,425.76	417,784.65
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	176,815.74	451,956.90	608,969.66	215,161.81
投资支付的现金	112,431.26	1,496,387.98	371,481.99	475,207.91
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	1,777.87	6,505.24
支付其他与投资活动有关的现金	172,110.52	1,155.22	80,155.46	70,871.05
投资活动现金流出小计	461,357.51	1,949,500.10	1,062,384.99	767,746.01
投资活动产生的现金流量净额	-184,086.47	-1,059,276.09	-569,959.23	-349,961.35
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	7,185.00	76,271.15	579,389.87	36,535.98
取得借款收到的现金	517,862.43	1,626,824.98	1,500,957.21	761,450.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	100,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	517.53	836.95	63,789.25	67,299.05
筹资活动现金流入小计	525,564.95	1,703,933.08	2,144,136.33	965,285.03
偿还债务支付的现金	320,101.62	1,364,168.52	963,396.43	730,990.82
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	36,091.80	115,378.45	58,008.12	151,637.30

支付其他与筹资活动有关的现金	542.52	3,331.59	20,306.50	9,614.82
筹资活动现金流出小计	356,735.94	1,482,878.57	1,041,711.05	892,242.93
筹资活动产生的现金流量净额	168,829.02	221,054.51	1,102,425.29	73,042.10
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	128,481.84	-319,819.00	649,298.04	44,444.23
加：期初现金及现金等价物余额	659,150.66	982,670.40	333,372.36	287,412.40
六、期末现金及现金等价物余额	787,632.50	662,851.40	982,670.40	331,856.62

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	87,080.33	90,108.73	64,986.83
加：资产减值准备	2,486.58	-32,640.34	41,936.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	50,500.00	40,004.29	42,131.03
无形资产摊销	34,510.71	31,203.65	23,398.30
长期待摊费用摊销	2,289.48	3,704.03	6,136.31
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	1,709.12	-23,448.98	-3,040.84
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	115.47	0.00	1,043.35
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-1,124.74	-1,046.60	-1,943.58
财务费用（收益以“-”号填列）	93,166.41	62,886.06	72,605.60
投资损失（收益以“-”号填列）	-49,125.55	-28,656.04	-84,776.18
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	707.66	6,474.29	-10,983.61
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-1,260.92	5,682.94	480.36
存货的减少（增加以“-”号填列）	-204,682.68	13,051.31	-45,018.54
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-761,836.91	2,315.88	-214,752.59
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	1,263,867.62	-52,807.25	429,160.39
经营活动产生的现金流量净额	518,402.57	116,831.98	321,363.48
现金的期末余额	662,851.40	982,670.40	331,856.62
减：现金的期初余额	982,670.40	333,372.36	287,412.40
现金及现金等价物净增加额	-319,819.00	649,298.04	44,444.23

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	64.56%	63.15%	58.21%	54.47%
流动比率	0.90	0.88	1.34	1.29
速动比率	0.58	0.54	0.94	0.79
综合毛利率	7.35%	12.05%	8.83%	11.16%
EBITDA (万元)	-	309,042.01	265,993.34	241,535.84
EBITDA 利息保障倍数	-	2.61	2.08	1.96
产权比率	182.19%	171.39%	139.27%	119.62%
收现比	1.41	1.05	1.08	0.98
有息债务/ EBITDA	-	8.28	8.65	7.13

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财报，鹏元整理

附录五 2016年末公司合并范围内一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
南昌水业集团有限责任公司	集中供水、污水运营	12,936.30	100.00%	投资者投入
南昌市公共交通总公司	公共交通运输	18,960.00	100.00%	投资者投入
江西南昌公共交通运输集团有限责任公司	公共交通运输	122,000.00	100.00%	南昌市公共交通总公司分立
南昌市政公用房地产集团有限公司	房地产开发	50,000.00	100.00%	设立+收购
南昌市煤气公司	煤气经销	4,218.00	100.00%	投资者投入
南昌市生米大桥经营管理有限公司	生米大桥及附属设施的经营管理	5,000.00	100.00%	投资设立
南昌蓝海商业经营管理有限公司	自有房租赁、物业管理	2,000.00	100.00%	投资设立
南昌市政工程开发集团有限公司	市政工程开发	30,000.00	100.00%	投资者投入
南昌市政公用建设有限公司	城市基础设施项目建设和经营	20,000.00	100.00%	投资设立
南昌市政公用旅游投资有限公司	旅游开发；投资及管理	20,000.00	100.00%	投资设立
南昌市怡景旅游投资有限公司	旅游开发；投资及管理；酒店投资；房地产开发	500.00	100.00%	投资设立
安义市政公用小额贷款有限公司	办理各项小额贷款	2,200.00	100.00%	投资设立
南昌市幸福渠水域治理有限公司	水污染治理；市政工程	500.00	100.00%	投资设立
南昌市金振国有资产运营有限责任公司	资产管理；房屋租赁；实业投资；房地产开发	500.00	100.00%	投资者投入
江西华赣文化旅游传媒集团有限公司	设计、制作、发布、代理国内各类广告；组织文化艺术交流活动	15,000.00	76.33%	同一控制下企业合并
南昌市政投资集团有限公司	投资与资产管理；投资咨询服务；贸易；进出口业务	100,000.00	100.00%	投资设立
南昌市政公用资产管理有限责任公司	实业投资及相关投资和资产管理	20,000.00	100.00%	投资设立
南昌市红谷隧道有限公司	隧道工程设计、施工及维护；隧道项目投资及投资管理	20,000.00	75.00%	投资设立
南昌市政鼎创资本管理有限公司	实业投资、投资管理、投资咨询	50,000.00	100.00%	投资设立
江西省微喔商贸发展有限公司	商品零售	5,000.00	50.00%	投资设立
南昌市市政建设有限公司	实业投资、市政工程	10,000.00	66.00%	改制
江西省洪城一卡通投资有限公司	IC卡制作以及相关服务	10,000.00	50.50%	投资设立

南昌万寿宫文化街区运营管理有限公司	旅游项目开发；实业投资；投资管理；物业管理	20,000.00	100.00%	投资设立
南昌市政公用工程项目管理有限公司	工程管理服务；建筑工程施工	100,000.00	100.00%	投资设立

注：截至2017年6月30日，经国家企业信用信息公示系统查询，南昌市煤气公司和南昌市生米大桥经营管理有限公司的状态为“吊销，未注销”。

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
长期有息债务	长期借款+应付债券
短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
有息债务	长期有息债务+短期有息债务
产权比率	负债总额/所有者权益合计 $\times 100\%$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，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，违约风险较高。
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，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在公司年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。