

南昌市政公用投资控股有限责任公司

2019年公开发行公司债券(第一期)
(品种一)2019年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【768】号 01

债券简称：19 洪政 G1
债券剩余规模：10 亿元
债券到期日期：2024 年
03 月 19 日
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、调整票面利率选
择权和投资者回售选择
权

分析师

姓名：
秦风明 刘书芸

电话：
021-5103 5670

邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

南昌市政公用投资控股有限责任公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（品种一） 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 27 日	2019 年 02 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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”）及其 2019 年 03 月 19 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持 AAA，发行主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务多元化程度较高，承担的南昌市供水、公交、燃气等业务区域专营性强，营业收入保持较快增长且未来可持续性较好；获得的外部支持力度很大。同时中证鹏元也关注到公司房地产项目面临一定的销售压力，资产整体流动性较弱，面临较大的资金压力及偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。南昌市作为江西省的省会，2018 年实现地区生产总值 5,274.67 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.9%，区域经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务多元化程度较高，承担南昌市供水、公交、燃气等业务，区域专营性强。公司作为南昌市最大的国有资本运营主体，是南昌市最大的自来水供应企业和江西省最大的污水处理企业，也是南昌市唯一的公交运营主体和最大的天然气经营主体；同时还涉及城市基础设施建设、房地产开发、贸易等业务，覆盖范围广，2018 年新增长途客运业务，整体来看，公司业务多元化程度较高，区域专营性强。

- **公司营业收入保持较快增长且未来可持续性较好。**2018 年公司实现营业收入 347.72 亿元，同比增长 21.44%；截至 2018 年底在建的代建项目总投资 337.81 亿元，已投资 167.12 亿元，截至 2019 年 3 月底在建市场化商业项目和房地产项目总投资 411.93 亿元，已投资 212.95 亿元，未来收入可持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度很大。**2018 年公司收到石油价格补贴、运营补贴、新能源车政府补贴等合计 12.37 亿元，计入其他收益，有效地提升了公司的利润水平，整体来看，公司获得的外部支持力度很大。

关注：

- **公司房地产项目受调控政策影响将面临一定的销售压力。**截至 2019 年 3 月底公司在建房产总投资 314.14 亿元，规模较大，而公司在建房地产项目主要集中在南昌、宁波、北京、昆山、天津等地，所处的城市均存在限购调控政策，将面临一定的销售压力。
- **公司资产中土地资产和在建工程占比较高，整体流动性较弱。**2018 年末公司无形资产规模 221.70 亿元，占总资产比重的 19.08%，其中无形资产账面价值的 69.52% 因抵押而受限；公司无形资产以土地资产为主，土地使用权账面价值 182.09 亿元；且公司在建工程规模 217.22 亿元，占总资产比重的 18.70%，资产整体流动性较弱。
- **公司在建项目尚需投资规模较大，面临的资金压力较大。**公司在建的代建项目尚需投资 170.98 亿元（截至 2018 年底），主要在建市场化商业项目和房地产项目尚需投资 198.98 亿元（截至 2019 年 3 月底），尚需投资规模较大，公司未来面临的资金压力较大。
- **公司有息债务规模增长较快，偿债压力较大。**2018 年底公司有息债务 502.75 亿元，同比增长 19.30%，增长较快，其中短期有息负债 219.43 亿元，占有息负债总额 43.65%，短期债务偿还较为集中，且考虑到 2018 年 EBITDA 利息保障倍数有所下降，整体来看，公司偿债压力较大。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	11,616,872.31	10,101,790.96	8,114,541.15
所有者权益	3,577,063.93	3,504,523.09	2,985,882.83
有息债务	5,027,524.65	4,214,044.93	2,922,924.49
资产负债率	69.21%	65.31%	63.20%
流动比率	0.80	0.81	0.88

营业收入	3,477,172.56	2,863,269.56	2,101,026.56
其他收益	123,712.75	130,592.65	-
营业外收入	14,838.13	23,297.74	103,853.42
利润总额	183,307.76	154,718.02	124,625.49
综合毛利率	10.74%	10.28%	12.04%
EBITDA	454,621.63	375,807.28	306,618.38
EBITDA 利息保障倍数	1.81	2.13	1.84
经营活动现金流净额	114,708.42	118,368.55	518,402.57

注：2017 年数据为 2018 年调整数，2016 年数据为 2017 年调整数
资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

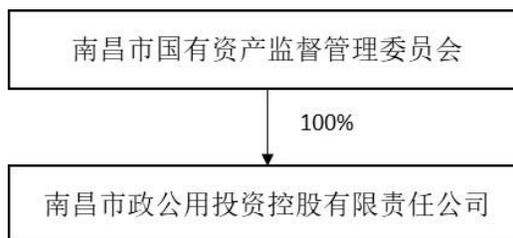
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年03月19日公开发行5年期10亿元公司债券，附第3年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，本期债券募集资金拟用于偿还到期债务，截至2019年4月4日，募集资金专户余额81,991.50元。

二、发行主体概况

2018年公司注册资本、实收资本、股东及实际控制人均无变化，截至2019年5月底，注册资本和实收资本仍为327,068.76万元，南昌市国有资产监督管理委员会仍是公司的唯一股东和实际控制人。

图1 截至2019年5月底公司股权结构图



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

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。2018年公司主要经营业务无重大变化。

2018年，公司新增纳入合并范围的一级子公司1家，截至2018年底纳入合并范围一级子公司共25家，详情见附录。

表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2018年新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江西长运集团有限公司	100.00%	12,845.20	运输服务	无偿划转

资料来源：公司2018年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体

经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号,以下简称“194号文”),明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时,鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型,进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。5月,财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号),明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”,增加了一般债券和普通专项债券的期限类型,有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月,国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债

			务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年南昌市经济保持较快增长,区域经济实力进一步增强

2018年南昌市实现地区生产总值5,274.67亿元,按可比价格计算,比上年增长8.9%。其中,第一产业增加值190.68亿元,增长3.2%,第二产业增加值2,660.92亿元,增长8.5%,第三产业增加值2,423.07亿元,增长10.1%。

工业方面,2018年规模以上工业增加值比上年增长9.5%,分轻重工业看,轻工业增加值增长4.1%,重工业增加值增长13.2%。南昌市规模以上工业36个行业大类中,计算机、通信和其他电子设备制造业,电气机械和器材制造业,电力、热力生产和供应业等15个行业增速高于全市平均水平。2018年南昌市规模以上工业完成主营业务收入6,395.38亿元,比上年增长15.2%,主营业务收入过百亿元的行业13个,其中汽车制造业,计算机、通信和其他电子设备制造业,农副食品加工业,电力、热力生产和供应业超过700亿元,分别实现主营业务收入1,175.92亿元、1,077.49亿元、792.64亿元和731.46亿元。

固定资产投资方面,南昌市500万元及以上固定资产投资比上年增长10.9%。其中,工业投资增长15.2%;房地产开发投资增长12.6%。全年投资施工项目3,151个,其中新开工项目1,824个。2018年,社会消费品零售总额2,131.63亿元,比上年增长11.1%,分行业看,批发和零售业实现零售额1,949.43亿元,增长11.2%;住宿和餐饮业实现零售额182.20亿元,增长9.2%。南昌市区域信贷环境良好,2018年末存贷款余额分别实现

10,733.08 亿元和 12,124.64 亿元，保持了较快增速。

根据南昌市 2018 年户籍人口计算，南昌市人均地区生产总值 99,170 元，是全国人均 GDP 的比值为 153.41%，城市居民生活水平高于全国平均水平。整体看，南昌市经济保持较快增长，区域经济实力进一步增强。

表3 2017-2018年南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,274.67	8.9%	5,003.19	9.0%
第一产业增加值	190.68	3.2%	192.13	4.0%
第二产业增加值	2,660.92	8.5%	2,666.10	8.4%
第三产业增加值	2,423.07	10.1%	2,144.96	10.2%
规模以上工业增加值	-	9.5%	-	9.5%
500 万以上固定资产投资	-	10.9%	-	12.7%
社会消费品零售总额	2,131.63	11.1%	2,096.96	12.3%
进出口总额	787.55	18.2%	669.20	8.3%
存款余额	10,733.08	5.9%	10,137.34	5.3%
贷款余额	12,124.64	17.0%	10,364.58	19.0%
人均 GDP（元）	99,170		95,361	
人均 GDP/全国人均 GDP	153.41%		159.84%	

注：人均GDP根据GDP总值和当年户籍人口计算

资料来源：2017-2018 年南昌市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年南昌市全市实现公共财政收入 461.7 亿元，同比增长 10.69%，其中税收收入 371.5 亿元，占公共财政收入比重为 80.46%；全市实现政府性基金收入 524.0 亿元，同比增长 5.67%；同期南昌市全市公共财政支出为 752.1 亿元，同比增长 14.95%，财政自给率 61.39%。

（三）行业环境

由于城市化进程的推进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2018年末的2.26元/吨，其中2017年底为2.19元/吨；污水处理费从2007年末的0.66元/吨增长到2018年末的0.98元/吨，其中2017年底为0.97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。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。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2018年的2,833.09亿立方米，其中2017年为2,393.94亿立方米，2018年同比增长18.34%，保持较快的增长。截至目前，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。

基础设施建设和房地产开发投资保持较快发展，但近年增速均有所放缓

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制等原因，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2017年的173,085.26亿元，年复合增长率为18.63%，但近年基础设施建设投资的增速持续放缓，其中2017年同比增长14.93%。随着城市化进程的推进，基础设施建设投资仍有一定增长的空间，但增速将有所放缓。

图 2 基础设施建设投资及增速情况

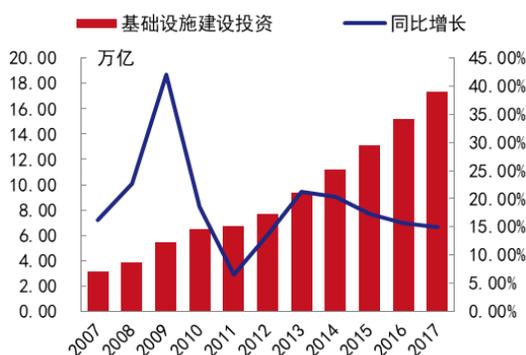


图 3 房地产开发投资及增速情况



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

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2018年的120,263.51亿元，其中2018年同比增长9.50%，自2015年增速降至最低1.00%后，房地产开发投资增速有所回升。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2018年的171,654.36万平方米，其中，2018年同比增长1.30%，增速下降幅度较大，主要是受政策调控的影响，房地产销售增速下滑，国内多城市出台房产限购政策，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，但受宏观经济的放缓和房地产政策的影响，房地产行业发展的增速将放缓。

图 4 全国商品房销售面积及增速情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

四、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，并涉及房地产、投资等业务领域，业务多元化程度较高。2018 年公司实现营业收入 347.72 亿元，贸易板块、水务板块、建筑工程板块、公交出租板块、煤气燃气板块、房地产销售板块收入分别占总营业收入比例 42.49%、13.09%、12.33%、10.34%、4.65%、4.35%，公交出租板块当期收入大幅增长主要系 2018 年并入江西长运集团有限公司所致；此外，公司其他板块主要为投资、传媒、资产管理等收入，品类较多，2018 年其他板块收入 44.36 亿元，占总营业收入 12.76%。毛利率方面，2018 年公司综合毛利率 10.74%，较 2017 年调整后的综合毛利率提升 0.46 个百分点。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易板块	147.74	0.33%	118.07	0.21%
水务板块	45.53	19.74%	35.91	19.45%
建筑工程板块	42.88	9.43%	29.78	8.14%
公交、出租板块	35.94	-14.98%	10.81	-69.89%
煤气、燃气板块	16.15	22.81%	12.98	22.30%
房地产销售板块	15.11	20.19%	26.31	39.72%
其他板块	44.36	50.66%	24.12	43.09%
合计	347.72	10.74%	257.99	10.02%

注：2017 年数据为未经调整数

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水务板块收入保持较快增长，作为南昌市最大自来水供应企业和江西省最大的污水处理企业，垄断地位明显

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，主要从事自来水供应、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主要由其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，截至 2018 年底，公司及其子公司合计持有洪城水业 46.53% 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 2018 年底，水业集团共有 12 家水厂，包括青云水厂、朝阳水厂、牛行水厂、下正街水厂、扬子洲水厂、长堽水厂等。

截至 2018 年底，水业集团供水用户为 117.15 万户，较 2017 年末的 103.26 万户增长 13.45%，占全市供水总户数的 99% 以上，服务人口近 400 万人。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 2017 年的 33,542.32 万立方米增长到 2018 年的 36,212.48 万立方米。受益于供水用户的增长，2018 年公司实现供水收入 7.62 亿元，同比增长 12.22%，毛利率为 41.59%，较上年提高 3.20 个百分点。

表5 公司主要水务数据

项目	2018 年	2017 年
供水收入（亿元）	7.62	6.79
供水毛利率	41.59%	38.39%
供水户数（户）	1,171,488	1,032,600
自来水供水量（万立方米）	43,349.66	40,880.34
自来水售水量（万立方米）	36,212.48	33,542.32
漏损率	17.56%	17.95%
污水处理收入（亿元）	8.11	6.53
污水处理毛利率	31.03%	29.24%
污水处理量（万立方米）	79,751.70	70,871.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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 万吨/日，其中最大的青山湖污水处理厂处理能力 46 万吨/日，服务人口 130 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 2018 年底 77 家已经办理完移交）。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。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，自来水价格中包括污水处理费。自 2018 年 7 月 1 日起，南昌市污水处理费执行新的收费标准，居民收费标准由 0.8 元/立方米调整至 0.95 元/立方米；非居民和特种用水收费标准由 1 元/立方米调整至 1.4 元/立方米。公司 2018 年实际污水处理量为 79,751.70 万立方米，较上年增长 12.53%；2018 年公司污水处理收入为 8.11 亿元，毛利率为 31.03%，毛利率较上年提升 1.79 个百分点。此外，公司还承接供水排水工程业务和工程安装业务，对公司自来水板块收入形成一定补充。截至 2018 年底，在建的主要供水排水工程包括南昌市牛行水厂二期扩建工程、自来水厂节能降耗及提标改造工程等。

公司是南昌市内最大的天然气经营主体，供气范围覆盖南昌市城区，2018 年煤气、燃气板块业务收入实现稳步增长

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，主要由子公司南昌市燃气集团有限公司负责运营。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”，采购价由国家发展和改革委员会制定，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。近年来公司燃气用户快速上升，天然气业务稳步增长。公司 2018 年煤气、燃气板块业务实现收入 16.15 亿元，毛利率水平 22.81%，较上年提升 0.51 个百分点。

公司天然气销售量从 2017 年的 31,700 万立方米增长到 2018 年的 37,286 万立方米，增速为 17.62%。天然气的采购价由国家发改委制定，销售价由南昌市物价局制定；2018 年天然气销售均价上升至 2.79 元/立方米，天然气的购销差价从 2017 年的 0.65 元/立方米上升到 2018 年的 0.68 元/立方米。截至 2018 年底，公司拥有管道燃气长度 3,330.41 公里，管道燃气居民 87.75 万户，分别同比增长 10.32% 和 13.99%。2018 年公司天然气工程施工收入（初装费）5.73 亿元，同比增长 38.41%。

表6 2017-2018年公司天然气业务发展情况

项目	2018 年	2017 年
工程施工收入（初装费）（亿元）	5.73	4.14
新增用户数（户）	107,704	79,790
管道燃气用户量（户）	877,504	769,800
天然气销售量（万立方米）	37,286	31,700
其中：居民用户销售量（万立方米）	10,938	9,100
商业性用户销售量（万立方米）	5,886	5,039

工业用户销售量（万立方米）	20,462	17,561
燃气管道长度（公里）	3,330.41	3,018.87
管网投资金额（亿元）	4.64	3.96
天然气采购均价（元/立方米）	2.11	2.1
天然气销售均价（元/立方米）	2.79	2.75

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是南昌市唯一的公交运营企业，在南昌市具有区域专营优势，但公交运营业务一直对财政补贴依赖程度较高；2018年并入江西长运集团有限公司，新增长途客运业务，对公交、出租板块收入形成较大补充；但随着南昌市地铁陆续开通，公交、出租板块业务将受到一定客户分流的影响

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，2018年新增长途客运业务。公司2018年公交、出租板块营业收入35.94亿元，占总营业收入比重的10.34%，受价格管控和燃油成本等因素的影响，公交、出租板块毛利率水平低，业务盈利能力不足。

截至2018年底，公司拥有公交营运车辆4,318辆，公交线路295条，线路总长度6,444公里。受南昌市地铁的开通运营影响，公司公交业务的年客运量继续下降，从2017年的40,006万人次下降到2018年的38,970万人次，同比下降2.59%。出租业务板块方面，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1.9-2.1元/公里计算。公司的出租车业务主要由子公司南昌市出租汽车有限公司负责，2018年实现收入1,970.59万元，同比下降43.70%，主要系网络平台约车及轨道交通运营的影响，毛利率提升系公司运营模式转向承包制为主。

为维持公交、出租板块业务的可持续运营，政府会给予一定的燃油补贴、购车补贴和线路补贴等，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，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；公司的公交、出租板块业务可能进一步受到地铁开通运营而分流客户的影响。

表7 公司公交、出租板块业务情况

项目	2018年	2017年
营运车辆（辆）	4,318	3,759
公交线路（条）	295	276
线路总长度（公里）	6,444	6,105
年客运量（万人次）	38,970	40,006
出租收入（万元）	1,970.59	3,500.00

出租毛利率	16.94%	15.80%
-------	--------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

长途客运方面，公司 2018 年合并范围新增子公司江西长运集团有限公司，主要从事长途运输服务，2018 年江西长运集团有限公司实现营业收入 26.36 亿元。2018 年公司共完成客运量 8,808 万人，完成客运周转量 633,518 万人公里，截至 2019 年 3 月底，公司拥有客运站 87 个，班线条数 1,939 条，其中省际班线 574 条、跨区班线 672 条、区内班线 693 条，班线覆盖上海、江苏、浙江、湖南、湖北、山东、福建、广东、广西、云南、海南、河南、河北、山西、陕西等省区，在江西省内下属公司所拥一级站、二级站场数量占江西省主要道路运输企业的市场份额分别为 65%-70%、55%-60%。

公司承担南昌市内重大市政工程建设，业务可持续性较好，但主要在建项目尚需投资规模较大，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房建工程项目，拥有较强的技术力量，且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。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，合同中明确政府单位将基础设施工程项目委托给发行人融资建设，工程竣工并验收合格后由政府单位进行回购，一般按照工程总投资额 1.0-2.5% 结算建设服务费。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（含总承包项目）和 BT 项目。一般施工项目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的款项。

近年公司的政府代建项目未确认收入，公司建筑工程收入均为市场化商业项目收入。2018 年建筑工程业务实现营业收入为 42.88 亿元，建筑工程业务中一般施工项目收入占比 88.38%，公司 BT 项目将逐步完成回款，建筑工程收入将主要来源于一般施工项目。

表8 公司建筑工程板块收入明细情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
市场化商业项目	428,838.78	297,844.25
其中：BT 项目	49,813.66	214,762.19
一般施工项目	379,025.12	83,082.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建的市场化商业项目包括南昌高新新兴产业园 EPC 总承包项目、南昌市“阳明路-八一大道（南至坛子口）”建筑立面综合改造 EPC 项目、兆和光电科技园二号厂房建设 EPC 总承包项目以及部分 BT 项目，总投资 97.79 亿元，已投

资 66.62 亿元，尚需投资 31.17 亿元。

表9 截至2019年3月底公司主要在建市场化商业项目情况（单位：亿元）

市场化商业项目		总投资	已投资	尚需投资
一般施工项目	南昌高新新兴产业园 EPC 总承包项目	42.03	37.82	4.21
	南昌市“阳明路-八一大道（南至坛子口）”建筑立面综合改造 EPC 项目	15.09	1.54	13.55
	兆和光电科技园二号厂房建设 EPC 总承包项目	0.75	0.48	0.27
	兆和光电科技园一号厂房设计施工一体化项目	0.65	0.44	0.21
	高迅大楼改扩建 EPC 总承包项目	0.27	0.13	0.14
BT 项目	南昌高新区航空城拆迁安置房项目工程	35.00	22.51	12.49
	高新区灰场周边、艾溪湖东商业地产等项目配套路网工程	4.00	3.70	0.30
合计		97.79	66.62	31.17

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年底，公司主要在建政府代建项目包括幸福渠工程、红谷隧道工程等，其中南昌市幸福渠水域综合整治工程系对幸福渠周边片区 43 平方公里范围进行水系治理、城市基础设施、绿化、亮化和安置房建设，红谷隧道系南昌市穿越赣江的第一条公路隧道。公司主要在建的代建项目总投资 337.81 亿元，已投资 167.12 亿元，尚需投资 170.98 亿元。综合考虑公司的市场化商业项目和代建项目，公司建筑工程业务持续性较好，但同时尚需投资规模大，公司面临较大的资金压力。

表10 截至2018年底代建业务中的主要在建项目（单位：亿元）

代建项目	总投资	已投资	尚需投资
南昌市幸福渠水域综合整治工程	248.00	91.06	156.94
红谷隧道工程	42.27	36.04	6.23
沿江北大道与沿江中大道连通工程	19.58	15.58	4.00
火车站东广场改造工程	11.11	9.60	1.51
昌九城际铁路南昌站改扩建工程拆迁安置房	4.36	3.60	0.76
高新南大道二期工程	2.99	2.90	0.09
青山路道路改造工程	2.72	2.31	0.41
阳明路综合改造工程	2.55	2.26	0.29
洛阳路立交（隧道）工程	2.44	2.73	-
南昌*中国雕塑艺术博览园	1.79	1.04	0.75
合计	337.81	167.12	170.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

房地产项目受调控政策影响面临一定的销售压力，且目前在建房地产尚需投入资金规模较大，存在较大资金压力

公司的房地产业务主要集中在南昌、宁波、北京、昆山、天津等地，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包括住宅及商业。2018年实现房地产销售收入为15.11亿元，占总营业收入比例4.35%。

截至2019年3月底，公司主要在建房地产项目较多，规划总建筑面积386.02万平方米，项目预计总投资314.14亿元。公司目前主要待售的房地产项目包括宁波财富中心项目、北京香河园3号地块项目、衡阳名门国际（一期）、昆山香逸铂悦，截至2019年3月底公司五个房地产项目已售面积共20.09万平方米，待售面积为14.60万平方米。考虑到公司在建房地产项目规模较大，随着房地产的陆续完工及出售，能为公司带来可观的收入，但南昌、北京、宁波、昆山及天津均存在房产限购调控政策，公司房地产项目面临一定的销售压力，同时公司主要在建房地产项目尚需投入167.81亿元，存在较大资金压力。

表11 截至2019年3月底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	规划建筑面积	总投资	已投资	持股比例	是否合并
南昌市政公用城	商业及住宅	44.00	20.00	4.79	49%	是
昆山香逸铂悦	住宅及商业	28.75	60.00	35.02	40%	是
北京香河园3号地块项目	住宅及商业金融	11.77	41.00	39.19	60%	是
滨州东海壹号	住宅及商业	37.00	20.00	4.10	35%	是
南昌威隘桥项目	商业	21.06	19.60	11.04	49%	是
衡阳名门国际（一期）	商业及住宅	11.97	12.00	3.02	100%	是
南昌九珑汇	商业	8.99	6.30	3.15	82%	是
理想海	商业及住宅	22.75	16.56	8.00	49%	是
济阳澄波府邸	商业及住宅	47.51	31.00	12.58	40%	是
齐河观澜府邸	商业及住宅	52.50	33.00	10.83	40%	是
南昌公用城二期	商业及住宅	99.72	54.68	14.61	100%	是
合计	-	386.02	314.14	146.33		-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至2019年3月底公司待售房地产项目销售情况（单位：万平方米）

项目	已售面积	待售面积
宁波财富中心项目	3.74	5.46
北京香河园3号地块项目	7.44	0.14
衡阳名门国际（一期）	4.84	7.08*
昆山香逸铂悦	2.14	1.74
理想海	1.93	0.18
合计	20.09	14.60

注：*表示衡阳名门国际（一期）待售面积是未开工面积

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年底，公司用于房地产开发的土地总面积 39.11 万平方米，分布在南昌、衡阳，土地使用权均是通过招拍挂方式取得的商业、住宅用地，土地出让金合计 8.53 亿元，公司房地产项目的土地储备较为丰富。

表13 截至2018年底公司拟用于房地产开发的土地情况（单位：万平方米、亿元）

区域	面积	土地出让金	性质	土地用途
衡阳市	9.31	0.74	住宅、商业	建设用地
南昌市	29.80	7.79	住宅、商业	住宅、商业
合计	39.11	8.53		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。公司利用合作方在大宗商品贸易的经验和客户资源，使得贸易业务迅速成长，2018 年贸易收入为 147.74 亿元，同比增长 25.12%，占营业收入 42.49%，是公司营业收入的主要来源。

表14 公司贸易板块前5大供应商情况（单位：亿元）

年份	供应商	采购金额	占贸易板块营业成本比例	主要商品
2018	江苏易鸿贸易有限公司	19.98	13.57%	铜
	江苏贸金供应链管理有限公司	19.28	13.09%	铜
	上海银轮实业有限公司	13.54	9.20%	铜
	上海胜握胜林业有限公司	10.26	6.97%	其他
	上海冀兴国际贸易有限公司	9.01	6.12%	铜
	合计	72.07	48.94%	
2017	福建阳光集团上海实业有限公司	11.95	10.14%	铜及其他*
	江苏贸金供应链管理有限公司	11.70	9.93%	铜
	上海银轮实业有限公司	10.34	8.78%	铜
	五矿金牛进出口贸易（上海）有限公司	6.53	5.54%	铜
	上海胜握胜林业有限公司	5.52	4.68%	其他
	合计	46.04	39.07%	-

注：其他是指铜以外的其他商品

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 公司贸易板块前5大客户情况（单位：亿元）

年份	客户名称	销售金额	占贸易板块营业收入比例	主要商品
2018	顺汇新合国际贸易（上海）有限公司	50.72	34.33%	铜
	中铜矿业资源有限公司	11.99	8.12%	铜

	顺鑫（北京）国际贸易有限公司	10.65	7.21%	铜
	上海金川国际贸易有限公司	7.59	5.14%	铜
	上海华圻实业有限公司	5.51	3.73%	其他
	合计	86.46	58.52%	
2017	顺汇新合国际贸易（上海）有限公司	16.33	13.83%	铜
	江西蓝海国际贸易有限公司	15.54	13.16%	铜及其他
	五矿金牛进出口贸易（上海）有限公司	10.30	8.72%	铜
	上海金川国际贸易有限公司	6.59	5.58%	铜
	顺鑫（北京）国际贸易有限公司	5.74	4.86%	铜
	合计	54.50	46.16%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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集中度有所提升，每年的主要供应商和客户存在一定变动。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，2018 年毛利率为 0.33%，贸易业务的利润对公司的贡献较小。

其他板块业务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。2018 年公司实现其他业务收入 44.36 亿元，占总营业收入的 12.76%。

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；传媒业务主要由江西华赣文化旅游传媒集团有限公司负责，包括广告传媒、旅游投资、影视、文化演艺等，资产管理业务主要由南昌市政公用资产管理有限公司负责，收入主要是对南昌市内的体育场馆、商铺等物业的租赁收入，同时承担该部分资产的维护费用。总体而言，公司其他板块业务近年来通过整合得到一定的发展，对公司的收入和利润形成一定的补充。

公司获得的外部支持很大

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。为支持公司业务运营，更好地发挥公司在南昌市市政公用事业中的重要作用，近年来南昌市政府对公司给予了很大的支持。2018 年公司收到石油价格补贴、运营补贴、新能源车政府补贴等合计 12.37 亿元，计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

五、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 2018 年审计报告，财务报表采用新会计准则编制，2017 年数据为 2018 年调整数。2018 年公司新增纳入合并范围的一级子公司 1 家，为江西长运集团有限公司，截至 2018 年末公司合并范围内的一级子公司共 25 家，详情见附录。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但资产中土地资产和在建工程占比较高，整体流动性较弱

2018 年末公司总资产为 1,161.69 亿元，较上年末增长 15.00%，其中非流动资产是公司资产的主要构成，占比 65.53%。

公司流动资产主要由货币资金、应收款项和存货构成。2018 年末货币资金 92.51 亿元，同比下降 12.44%，主要系银行存款减少所致，货币资金中 88.98 亿元是银行存款，受限货币资金 4.61 亿元，货币资金受限比例 4.99%。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等，2018 年末应收账款 38.45 亿元，较上年末增长 3.67%；应收账款余额的前 5 大客户金额 1.88 亿元，占期末账面价值 4.89%；账龄在 1 年内的占比为 75.43%。公司预付款项主要系贸易购货时的预付款，2018 年末规模 22.31 亿元，同比增长 29.08%，1 年以内的占比 89.89%。公司其他应收款 93.23 亿元，占总资产规模 8.03%，同比增加 56.29%；其中前五大其他应收款对象包括北京融创建投房地产集团有限公司、南昌市土地储备中心、江西省行政事业资产集团有限公司、南昌工业控股集团有限公司、江四省翠林山庄有限责任公司，合计 31.76 亿元，占期末其他应收款年末余额的 33.17%，对公司营运资金造成一定的占用，且回收时间具有一定不确定性。2018 年公司存货主要为在建的房地产项目，期末余额 132.83 亿元（其中昆山香逸铂悦项目 33.24 亿元、北京香河园 18.97 亿元），占总资产 11.43%，同比增长 57.14%，主要系公司房地产项目的持续投入所致。公司其他流动资产 20.75 亿元，主要为发放贷款 12.28 亿元以及待抵扣税费 6.45 亿元，同比增长 57.79%，系当期待抵扣税费增加所致。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比

货币资金	925,066.95	7.96%	1,056,540.10	10.46%
应收账款	384,541.01	3.31%	370,911.18	3.67%
预付款项	223,134.33	1.92%	172,863.22	1.71%
其他应收款	932,293.36	8.03%	596,499.47	5.90%
存货	1,328,263.86	11.43%	845,271.65	8.37%
其他流动资产	207,520.95	1.79%	131,518.21	1.30%
流动资产合计	4,004,656.22	34.47%	3,184,217.77	31.52%
可供出售金融资产	625,741.11	5.39%	646,433.31	6.40%
长期应收款	1,031,171.36	8.88%	692,172.33	6.85%
投资性房地产	287,781.46	2.48%	271,332.32	2.69%
固定资产	934,294.93	8.04%	788,344.96	7.80%
在建工程	2,172,185.96	18.70%	2,156,940.11	21.35%
无形资产	2,217,027.75	19.08%	2,121,424.77	21.00%
非流动资产合计	7,612,216.10	65.53%	6,917,573.19	68.48%
资产总计	11,616,872.31	100.00%	10,101,790.96	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。2018 年可供出售金融资产 62.57 亿元，系公司参股的股权，同比减少 3.20%，绝大部分按成本计量，主要包括南昌高新置业投资有限公司 30.29 亿元（间接持股）、共青城中政利投资管理合伙企业（有限合伙）14.26 亿元（南昌市政投资集团有限公司持股 1.17%）、南昌市滕王阁城市发展基金（有限合伙）2.29 亿元（持股 2.50%），2018 年可供出售金融资产实现投资收益 4.95 亿元，减值损失 372.85 万元。2018 年末长期应收款 103.12 亿元，同比增长 48.98%，公司长期应收款主要包括 BT 工程款以及明股实债，BT 工程款将随着工程建设推进而增长，工程完工后分期收回。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，2018 年末规模 28.78 亿元，同比增长 6.06%，主要系公允价值变动所致。公司的固定资产主要由房屋建筑及构筑物、设备和管网等构成，截至 2018 年底固定资产规模 93.43 亿元，占总资产 8.04%，同比增长 18.51%，增长主要系公司房屋建筑物、设备、管网的增加，截至 2018 年底未办妥产权证书的固定资产 0.51 亿元，固定资产中因借款抵押而受限的账面价值 1.07 亿元，占固定资产比例 1.15%。公司在建工程的规模 2018 年末达到 217.22 亿元，同比增长 0.71%，主要是当期代建工程项目建设的继续投入。2018 年末公司无形资产为 221.70 亿元，占总资产的 19.08%，主要为南昌市政府注入公司的土地使用权和供水、污水处理等特许经营权，分别为 182.36 亿元和 29.17 亿元，占比分别为 85.96% 和 13.75%；截至 2018 年末，公司无形资产中因借款抵押而受限的账面价值 154.12 亿元，占比 69.52%。

总体而言，公司资产规模增长较快，但资产中土地资产和在建工程占比较高，且截至 2018 年底，公司受限资产合计 206.51 亿元，占总资产比例 17.78%，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入保持较快增长，业务覆盖水务、建筑、燃气、贸易等，多元化程度较高；但主业盈利能力较弱，利润总额对政府补助依赖程度较大

2018 年公司营业收入为 347.72 亿元，较上年增长 21.44%，主要是贸易板块收入的快速增长。2018 年公司营业收入中贸易板块收入占比 42.49%，水务板块占比 13.09%，建筑工程占比 12.33%，公交出租板块占比 10.34%，收入多元化程度较高。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 10.74%，较 2017 年调整后的综合毛利率提升 0.46 个百分点，但毛利率水平仍然不高，占营业收入比重较高的贸易板块毛利率较低，整体盈利能力较弱。2018 年公司资产减值损失 3.89 亿元，较上年增长 352.20%，主要系计提的坏账损失 2.10 亿元、固定资产减值损失 0.99 亿元，其中其他应收款坏账损失 1.61 亿元、应收账款坏账损失 0.48 亿元，固定资产减值损失主要系子公司南昌市政公用旅游投资有限公司洗药湖山庄旅游市场滑坡计提的房屋建筑物减值损失以及孙公司江西长运股份有限公司部分车辆计提的减值准备。2018 年公司其他收益 12.37 亿元，主要系公交运输等补助，占利润总额 67.49%，利润总额对政府补助依赖程度较大。

总体而言，公司营业收入增长较快，收入多元化程度较高，但主营业务盈利能力较弱，利润总额对政府补助依赖程度较大。

表17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	3,477,172.56	2,863,269.56
其他收益	123,712.75	130,592.65
营业利润	174,421.17	208,431.19
营业外收入	14,838.13	23,297.74
利润总额	183,307.76	154,718.02
综合毛利率	10.74%	10.28%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司 2018 年经营活动现金流表现尚可，但考虑到在建项目的投资规模较大，公司面临较大的资金压力

2018 年公司收现比 1.12，较上年有所上升，经营回款情况尚可。2018 年销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金随着公司业务规模增长而上升，公司经营活动现金流入主要为公用事业、房地产和贸易等业务收到的现金以及往来形成的现金流入，公司当期经营活动现金净流入规模较上年变化不大，为 11.47 亿元。

投资活动方面，公司 2018 年在建项目不断推进并且相关工程项目支出较多，投资活动现金流呈现净流出，2018 年净流出 93.43 亿元。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，2018 年公司取得借款及发行债券收到的现金较多，筹资活动现金净流入 64.69 亿元，融资力度依然较大。

考虑到公司主要在建的代建、市场商业化以及房地产项目尚需投资规模较大，公司面临的资金压力较大。

表18 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.12	1.03
销售商品、提供劳务收到的现金	3,900,767.37	2,942,677.27
收到其他与经营活动有关的现金	605,676.02	672,585.40
经营活动现金流入小计	4,514,920.62	3,622,689.38
购买商品、接受劳务支付的现金	3,393,470.84	2,510,162.08
支付其他与经营活动有关的现金	505,079.36	576,745.59
经营活动现金流出小计	4,400,212.20	3,504,320.83
经营活动产生的现金流量净额	114,708.42	118,368.55
投资活动产生的现金流量净额	-934,273.03	-648,004.89
筹资活动产生的现金流量净额	646,879.27	806,291.80
现金及现金等价物净增加额	-172,668.70	276,655.46

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快，负债经营程度高，偿债压力较大

截至2018年底，公司所有者权益357.71亿元，同比增长2.07%，主要系公司盈余积累所致。2018年，公司加大对外融资力度，负债总额上升至803.98亿元，同比增长21.87%。截至2018年底，公司产权比率224.76%，所有者权益对负债的保障程度进一步下降。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
负债总额	8,039,808.39	6,597,267.87
所有者权益	3,577,063.93	3,504,523.09

产权比率	224.76%	188.25%
------	---------	---------

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。为满足公司业务发展的需要，2018 年公司加大对外融资力度，截至 2018 年底公司短期借款 157.69 亿元，较上年大幅增长 70.79%，主要以信用借款和保证借款为主，分别为 53.88 亿元和 95.18 亿元。应付账款主要系应付的工程款项，2018 年底余额 58.56 亿元，同比增长 9.77%；应付账款账龄在 1 年内的占比为 68.06%，1-2 年的占比为 31.94%。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，截至 2018 年底预收款项规模 38.03 亿元，同比增长 96.53%。2018 年末公司其他应付款 157.11 亿元，同比增长 30.82%，主要由工程设备款和往来款构成，超过一年的其他应付款中应付南昌市财政局 11.73 亿元，占其他应付款期末余额的 20.03%，其余较为分散。一年内到期的非流动负债 25.95 亿元，主要系长期借款和应付债券中一年内需偿还的部分。2018 年底公司其他流动负债规模 33.50 亿元，其中短期应付债券 32.80 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018 年底公司长期借款 140.93 亿元，同比增长 23.39%，包括质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，占总负债 17.53%；其中质押借款的质押资产为子公司南昌水业集团有限责任公司持有的洪城水业 0.91 亿股股份。应付债券系公司发行的债券、中票及债务定向工具等，2018 年末规模 79.55 亿元，同比增长 14.64%。2018 年公司长期应付款 73.17 亿元，同比减少 1.62%，主要包括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以及南昌市滕王阁城市发展基金二期（有限合伙）的投资。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,576,939.15	19.61%	923,327.64	14.00%
应付账款	585,626.49	7.28%	533,501.57	8.09%
预收款项	380,268.63	4.73%	193,492.66	2.93%
其他应付款	1,571,069.87	19.54%	1,200,895.06	18.20%
一年内到期的非流动负债	259,508.00	3.23%	593,732.34	9.00%
其他流动负债	334,983.45	4.17%	201,946.43	3.06%
流动负债合计	4,993,700.49	62.11%	3,913,829.98	59.33%
长期借款	1,409,263.16	17.53%	1,142,134.78	17.31%
应付债券	795,467.72	9.89%	693,867.73	10.52%
长期应付款	731,687.25	9.10%	743,729.06	11.27%
非流动负债合计	3,046,107.90	37.89%	2,683,437.89	40.67%

负债合计	8,039,808.39	100.00%	6,597,267.87	100.00%
其中：有息债务	5,027,524.65	62.53%	4,214,044.93	63.88%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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、其他流动负债有息部分、长期借款和应付债券构成。截至 2018 年底公司有息负债合计 502.75 亿元，同比增长 19.30%，其中短期有息负债 219.43 亿元，占有息负债总额 43.65%，短期债务偿还较为集中，公司偿债压力较大。

从偿债指标来看，公司 2018 年资产负债率上升到 69.21%，较上年增长 3.90 个百分点，债务压力较大。2018 年流动比率和速动比率分别为 0.80、0.54，较上年有所下降且均处于较低水平，公司存在较大短期偿债压力。2018 年 EBITDA 为 45.46 亿元，较上年有所上升，但由于公司当期利息支出增加，利息保障倍数下降至 1.81，息税折旧摊销前收益对利息支出的保障程度有所下降。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	69.21%	65.31%
流动比率	0.80	0.81
速动比率	0.54	0.60
EBITDA（万元）	454,621.63	375,807.28
EBITDA 利息保障倍数	1.81	2.13
有息债务/EBITDA	11.06	11.21

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的本部企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年6月3日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年底，公司对外担保金额合计为57,200.00万元，占期末所有者权益比重的1.60%，公司担保对象主要为政府单位和国有企业，且无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表22 截至2018年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
南昌高速公路有限公司	30,000.00	2020.09
南昌市国家高新技术产业开发区	27,200.00	2021.12
合计	57,200.00	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年公司外部环境较好，2018年南昌市实现地区生产总值5,274.67亿元，按可比价格计算，比上年增长8.9%，区域经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础；业务多元化程度较高；公司承担南昌市供水、公交、燃气等重要职能，是南昌市最大的自来水供应企业和江西省最大的污水处理企业，同时是南昌市唯一的公交运营主体和最大的天然气经营主体，区域专营性强；营业收入保持较快增长，2018年公司实现营业收入347.72亿元，同比增长21.44%，且未来可持续性较好；获得的外部支持力度很大，公司收到石油价格补贴、运营补贴、新能源车政府补贴等合计12.37亿元，计入其他收益，有效地提升了公司的利润水平。

同时中证鹏元也关注到公司房地产项目受调控政策影响将面临一定的销售压力，公司资产负债中土地资产和在建工程占比较高，整体流动性较弱，在建项目尚需投资规模较大，面临的较大资金压力和偿债压力等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AAA，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	925,066.95	1,056,540.10	664,281.57
应收账款	384,541.01	370,911.18	272,075.68
预付款项	223,134.33	172,863.22	106,586.38
其他应收款	932,293.36	596,499.47	321,707.93
存货	1,328,263.86	845,271.65	959,685.30
其他流动资产	207,520.95	131,518.21	152,018.63
可供出售金融资产	625,741.11	646,433.31	626,755.41
长期应收款	1,031,171.36	692,172.33	239,452.37
投资性房地产	287,781.46	271,332.32	239,913.08
固定资产	934,294.93	788,344.96	494,328.12
在建工程	2,172,185.96	2,156,940.11	1,732,900.39
无形资产	2,217,027.75	2,121,424.77	2,057,244.06
总资产	11,616,872.31	10,101,790.96	8,114,541.15
短期借款	1,576,939.15	923,327.64	409,874.98
应付账款	585,626.49	533,501.57	507,072.57
预收款项	380,268.63	193,492.66	212,214.97
其他应付款	1,571,069.87	1,200,895.06	1,171,663.94
一年内到期的非流动负债	259,508.00	593,732.34	293,678.79
其他流动负债	334,983.45	201,946.43	51,111.83
长期借款	1,409,263.16	1,142,134.78	1,095,778.18
应付债券	795,467.72	693,867.73	699,245.06
长期应付款	731,687.25	743,729.06	430,723.15
总负债	8,039,808.39	6,597,267.87	5,128,658.31
有息债务	5,027,524.65	4,214,044.93	2,922,924.49
所有者权益	3,577,063.93	3,504,523.09	2,985,882.83
营业收入	3,477,172.56	2,863,269.56	2,101,026.56
其他收益	123,712.75	130,592.65	-
营业利润	174,421.17	208,431.19	26,413.07
营业外收入	14,838.13	23,297.74	103,853.42
净利润	115,958.77	94,370.58	83,219.32
经营活动产生的现金流量净额	114,708.42	118,368.55	518,402.57
投资活动产生的现金流量净额	-934,273.03	-648,004.89	-1,059,276.09
筹资活动产生的现金流量净额	646,879.27	806,291.80	221,054.51
财务指标	2018年	2017年	2016年

综合毛利率	10.74%	10.28%	12.04%
收现比	1.12	1.03	1.05
产权比率	224.76%	188.25%	171.76%
资产负债率	69.21%	65.31%	63.20%
流动比率	0.80	0.81	0.88
速动比率	0.54	0.60	0.54
EBITDA（万元）	454,621.63	375,807.28	306,618.38
EBITDA 利息保障倍数	1.81	2.13	1.84
有息债务/EBITDA	11.06	11.21	9.53

注：2017 年数据为 2018 年调整数，2016 年数据为 2017 年调整数
资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2018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	131,200.00	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	100.00%	投资者投入
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
安义县市政公用小额贷款有限公司	办理各项小额贷款	10,000.00	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	2,200.00	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	30,000.00	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
南昌市政公用海外投资管理有限公司	实业投资、投资管理及投资咨询、市政工程、环保工程、国内贸易等	20,000.00	100.00%	投资设立
南昌市政公用主题公园有限公司	主题公园管理服务、会展服务、票务代理服务、物业管理、大型活动组织策划服务等	1,000.00	100.00%	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

南昌市市政建设有限公司	实业投资、市政工程	13,000.00	50.77%	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
江西长运集团有限公司	运输服务	12,845.20	100.00%	无偿划转

资料来源：公司2018年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录三 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
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他流动资产有息部分+长期借款+应付债券

附录四 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。