

南昌市政公用投资控股有限责任公司
2020 年公开发行公司债券
(第一期)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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【735】号 02

分析师

姓名：
秦风明 张旻烁

电话：
021-5103 5670

邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 8 月 4 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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 2020 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券品种一信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AAA
本期债券品种二信用等级：AAA	评级展望：稳定
发行规模：不超过 10 亿元（含）	
债券期限：品种一为 3 年期，品种二为 5 年期	
债券偿还方式：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	

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”）拟公开发行不超过 10 亿元（含）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，承担南昌市供水、公交、燃气等业务，区域专营性强，营业收入保持增长且可持续性较好，获得的外部支持力度较大。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，整体资产流动性较弱，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，2017-2019 年地区生产总值分别为 5,003.19 亿元、5,274.67 亿元、5,596.18 亿元，增速分别为 9.0%、8.9%、8.0%，第三产业占比不断提升，固定资产投资、社会消费对经济的拉动作用较强，区域经济实力不断增强，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，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可持续性较好。**2017-2019 年公司分别实现营业收入 257.99 亿元、347.72 亿元、426.78 亿元，年复合增长率 28.62%，保持较快增长，截至 2019 年底在建的代建项目、市场化商业项目、房地产项目总投资 606.19 亿元，已投资 401.11 亿元，且近三年水务、燃气板块稳步增长，收入可持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**在资金、资产注入、债转股、补助等方面，公司获得较大的外部支持，2015 年公司获得政府增资及资产划拨合计 10.75 亿元，2017 年公司与市财政局的往来款 29.05 亿元转增为资本金，2018 年南昌市政府将江西长运集团有限公司的股权划拨至公司，取得净资产 2.16 亿元，2019 年南昌市人民政府办公厅同意将南昌国际体育中心地上建筑物划拨注入公司，增加公司资本公积 15.41 亿元，提升了公司的资本实力，此外，2017-2019 年公司收到计入其他收益的政府补助分别为 10.27 亿元、12.37 亿元、13.33 亿元，有效提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司房地产项目受调控政策影响面临一定的销售压力。**截至 2019 年底公司在建房产总投资 321.96 亿元，规模较大，公司在建房地产项目主要集中在南昌、北京、上海等地，部分城市存在限购调控政策，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仍较高，整体流动性较弱。**2019 年末公司无形资产规模 233.38 亿元，占总资产比重的 17.46%，土地使用权账面价值 193.56 亿元，包括政府曾注入公司的 2,000 亩储备土地账面价值 129.22 亿元，且无形资产账面价值的 35.13% 因抵押而受限；公司在建工程规模 216.03 亿元，占总资产比重的 16.16%，整体资产流动性较弱。
- **公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2019 年底公司在建的代建项目、市场化商业项目、房地产项目尚需投资 218.49 亿元，随着项目的推进，公司未来面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大且增长较快，偿债压力较大。**截至 2019 年底公司有息债务 662.63 亿元，较 2017 年末增长 72.64%，其中短期有息负债 248.90 亿元，占有息负债总额的 37.56%，短期债务偿还较为集中，且公司 EBITDA 利息保障倍数不断下降，整体来看，公司偿债压力较大。

公司主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	1,444.20	1,336.89	1,161.69	932.12
所有者权益	405.40	406.39	357.71	333.58
有息债务	753.31	662.63	504.93	383.82
资产负债率	71.93%	69.60%	69.21%	64.21%
现金短期债务比	0.74	0.66	0.42	0.61
营业收入	78.13	426.78	347.72	257.99
其他收益	1.24	13.33	12.37	10.27
利润总额	-1.59	21.54	18.33	14.12
综合毛利率	7.48%	11.19%	10.74%	10.02%
EBITDA	-	51.76	45.46	29.23
EBITDA 利息保障倍数	-	1.70	1.81	1.86
经营活动现金流净额	6.74	15.07	11.47	7.60
收现比	1.22	1.02	1.12	1.03

资料来源：公司2017-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

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政公用事业管理局所属国有企业资产及股权。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为32.71亿元，南昌市国资委是公司的唯一股东和实际控制人。

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，并涉足贸易、房地产、投资等业务领域。截至2019年底，公司拥有一级子公司27家，详情见附录二。

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2020年公开发行公司债券（第一期）；

发行总额：本次债券发行规模不超过90亿元（含），采用分期发行，本期债券为第一期发行，本期债券发行规模为不超过10亿元（含），分为两个品种，其中品种一和品种二发行规模可互拨，无比例限制；

债券期限和利率：本期债券品种一为3年期，品种二为5年期，固定利率；

还本付息方式：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

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还到期或回售的公司债券。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革

为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，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。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017年至2018年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；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，城投公司融资环境有所改善

2017年至2018年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年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，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，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。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。

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。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融

资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

南昌市经济保持较快增长，区域经济实力不断增强

南昌市是江西省的省会，是全省的政治、经济、文化、科技中心。南昌市辖三区六区，同时设有三个国家级开发区（南昌国家经济技术开发区、南昌国家高新技术产业开发区、南昌小蓝经济技术开发区）以及临空经济区，面积7,195平方公里，截至2019年10月末，南昌市总户籍人口560.06万人。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，区位优势明显，交通便利。旅游方面，南昌市有文化遗址600余处，人文景观18处，自然景观26处，国家4A级景区9家，国家3A级景区22家。

南昌市经济实力强，近年来经济发展较快，2017-2019年南昌市地区生产总值分别为5,003.19亿元、5,274.67亿元、5,596.18亿元，增速分别为9.0%、8.9%、8.0%。其中，2019年南昌市第一产业增加值212.89亿元，同比增长2.9%，第二产业增加值2,653.82亿元，同比增长8.0%，第三产业增加值2,729.47亿元，同比增长8.4%，三次产业结构由3.8:53.3:42.9调整至3.8:47.4:48.8，第三产业占比继续提升。

工业方面，2017-2019年规模以上工业增加值分别同比增长9.5%、9.5%、8.5%；其中，2019年规模以上工业增加值比上年增长8.5%，南昌市营业收入过百亿行业17个，计算机、通讯和其他电子设备制造业，汽车制造业营业收入超过千亿，江西省工业开发区工业主营业务收入前三名分别为南昌高新技术产业开发区、南昌经济技术开发区、小蓝经济技术开发区。

固定资产投资及社会消费对经济的拉动作用较强，2017-2019年南昌市500万元及以上固定资产投资分别同比增长12.7%、10.9%、10.2%，其中2019年工业投资增长15.7%，但2019年房地产开发投资增速有所放缓；近年南昌市社会消费品零售总额增速维持在

11%-12%左右，2019年社会消费品零售总额2,369.33亿元，汽车类商品消费是南昌市最大的商品类别。南昌市区域信贷环境良好，2017-2019年南昌市存贷款保持增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融支持。人均GDP方面，近年来南昌市人均GDP持续增长，2019年南昌市人均地区生产总值100,415元，是全国人均GDP比值的141.65%，城市居民生活水平高于全国平均水平。

表1 2017-2019年南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,596.18	8.0%	5,274.67	8.9%	5,003.19	9.0%
第一产业增加值	212.89	2.9%	190.68	3.2%	192.13	4.0%
第二产业增加值	2,653.82	8.0%	2,660.92	8.5%	2,666.10	8.4%
第三产业增加值	2,729.47	8.4%	2,423.07	10.1%	2,144.96	10.2%
规模以上工业增加值	-	8.5%	-	9.5%	-	9.5%
500万以上固定资产投资	-	10.2%	-	10.9%	-	12.7%
社会消费品零售总额	2,369.33	11.2%	2,131.63	11.1%	2,096.96	12.3%
进出口总额	1,061.77	34.8%	787.55	18.2%	669.20	8.3%
存款余额	12,096.80	12.7%	10,733.08	5.9%	10,137.34	5.3%
贷款余额	14,047.32	15.9%	12,124.64	17.0%	10,364.58	19.0%
人均GDP（元）	100,415		99,170		95,361	
人均GDP/全国人均GDP	141.65%		153.41%		159.84%	

注：2017-2018年人均GDP根据GDP总值和当年户籍人口计算

资料来源：2017-2019年南昌市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年南昌市全市实现公共财政收入477.0亿元，同比增长3.3%，其中税收收入378.4亿元，占公共财政收入比重为79.3%；2019年南昌市实现政府性基金收入429.9亿元，同比下降18.0%；同期南昌市全市公共财政支出为834.1亿元，同比增长10.9%，财政自给率57.19%。

（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。

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 2019 年末的 2.29 元/吨，其中 2017 年底、2018 年底分别为 2.19 元/吨、2.26 元/吨；污水处理费从 2007 年末的 0.66 元/吨增长到 2019 年末的 0.98 元/吨，其中 2017 年底、2018 年底分别为 0.97 元/吨、0.98 元/吨。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。随着人民生活用水量的增长，废水的排放量也快速增长，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。天然气的表观消费量从 2008 年的 774.50 亿立方米增长到 2019 年的 3,042.51 亿立方米，其中 2017、2018 年分别为 2,393.94 亿立方米、2,833.09 亿立方米。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增长。

中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，在因城施策的机制下存在一定的结构化宽松空间

2018 年 3 月政府工作报告重申坚持“房住不炒”的定位，7 月中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨 8 月住建部提出对楼市调控不力的城市坚决问责，10 月国务院常务会议明确要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策。2019 年中央层面延续了房地产调控政策的连续性，4 月中央政治局重提“房住不炒”，5 月住建部预警过热城市，银保监会要求商业银行、信托、等金融机构不得违规进行房地产融资，7 月中央政治局提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，12 月中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”，落实因城施策和三稳目标。

2019 年以来，我国经济下行压力持续凸显，GDP 增长率逐季回落，全年 GDP 增速为 6.1%，同比下降 0.5 个百分点。在经济下行压力加大的背景下，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，上半年区域市场需求依旧旺盛、过热城市的调控政策持续升级加码，丹东、苏州和西安等城市陆续出台了限购及限售政策。2019 年第三季度我国 GDP 同比增长 6%，增速创有历史记录以来的新低，在内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力下，经济下行压力不断加大。进入三季度以来，粤港澳大湾区、天津、南京、徐州和海南等地区纷纷对当地房地产调控政策进行了微调。

2020 年 2 月，央行重提不将房地产作为短期刺激手段，明确表示保持房地产金融政

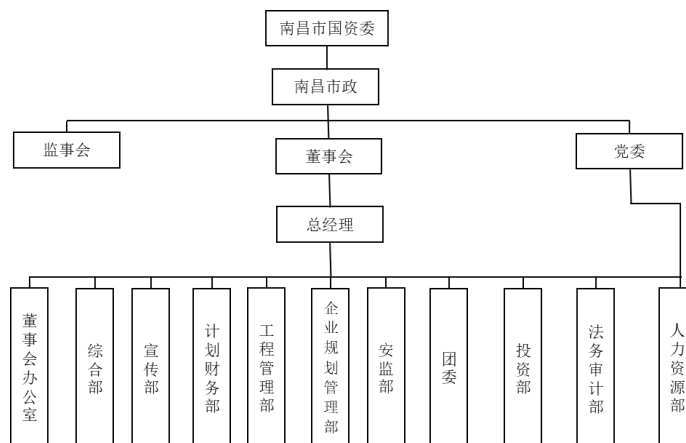
策连续性、一致性及稳定性，落实好房地产长效管理机制。地方层面上，受 COVID-19 疫情影响，地方政府在疫情蔓延压力下存在适度放松房地产调控的动力，各地政府陆续出台延缓土地出让金缴纳、调整预售条件等供给端措施，因城施策将继续深化，预计部分土地财政依赖度较高、受疫情影响较大的城市存在调控政策进一步边际放松的空间。

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》及其他有关法律法规要求，建立了包括董事会和监事会在内的现代公司治理框架。公司不设股东会，由南昌市国资委行使股东会职权，公司董事会根据国有资产监督管理机构的授权行使股东会部分职权，决定公司的重大事项；董事会行使职权包括执行南昌市国资委的决定，决定公司发展战略，决定公司的经营计划和投资方案，制定公司的年度财务预算、决算方案等。公司董事会由5名董事组成，设董事长1人，董事长为法定代表人，董事每届任期三年，任期届满，可连任。根据公司章程，监事会由5名监事组成，设监事会主席1人，监事会主席由南昌市国资委指定，监事会成员由南昌市国资委委派，但截至2020年3月底公司监事会仅有监事会主席1人，其他成员2人。

公司下设董事会办公室、综合部、宣传部、计划财务部、工程管理部、企业规划管理部、安监部、投资部、法务审计部、人力资源部、团委等职能部门。此外，公司建立了相应的内部控制制度，包括预算管理办法、融资管理办法、资金拆借管理办法、工程项目管理办法、合同管理办法等。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，并涉及贸易、房地产、投资等业务领域，业务多元化程度较高。近三年公司主要业务板块均有不同程度增长，2017-2019 年公司分别实现营业收入 257.99 亿元、347.72 亿元、426.78 亿元，年复合增长率 28.62%，增长较快；其他板块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。2020 年一季度受疫情影响，公交、出租、燃气等收入下降幅度较大，公司营业收入同比下降 9.12%。毛利率方面，由于收入规模占比最大的贸易板块毛利率较低，拉低了公司综合毛利率，2017-2019 年及 2020 年 1-3 月公司综合毛利率分别为 10.28%、10.74%、11.19%、7.48%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017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	32.86	0.52%	169.08	0.42%	147.74	0.33%	118.07	0.21%
水务板块	14.19	18.28%	56.52	20.91%	45.53	19.74%	35.91	19.45%
建筑工程板块	12.71	9.15%	53.02	11.05%	42.88	9.43%	29.78	8.14%
房地产销售板块	0.04	-4.32%	47.51	26.10%	15.11	20.19%	26.31	39.72%
公交、出租板块	6.18	-50.75%	38.40	-13.44%	35.94	-14.98%	10.81	-69.89%
煤气、燃气板块	3.87	20.93%	18.38	21.23%	16.15	22.81%	12.98	22.30%
其他板块	8.28	51.28%	43.86	41.50%	44.36	50.66%	24.12	43.09%
合计	78.13	7.48%	426.78	11.19%	347.72	10.74%	257.99	10.02%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水务板块收入近三年保持较快增长，公司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，垄断地位明显。其中，水业集团的自来水供应、污水处理以及给排水管道工程主要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.SH）负责运营，截至 2019 年底，公司及其子公司合计持有洪城水业 42.08% 的股权。截至 2020 年 3 月底，水业集团共有 11 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。

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。2018 年南昌市发改委发布了《关于下达<南昌市城市供水价格调整方案>的通知》，将现行一级居民用水价格每吨上调 0.45 元，二级居民用水价格每吨上调 0.68 元，三级居民用水价格每吨上调 1.35 元，合表用户居民用水价格每吨上调 0.45 元，非居民生活用水每吨上调 0.68 元，

特种行业用水每吨上调 2.25 元，2018 年 11 月 1 日起执行。通过水价的上调，有利于提升公司供水业务的盈利水平。

表3 南昌市自来水供应价格表（单位：元/吨）

用水类别		调整前水价	调整后水价
居民用水	一类用水	1.58	2.03
	二类用水	2.37	3.05
	三类用水	4.74	6.09
	合表用户	1.60	2.05
非居民用水		2.37	3.05
特种行业用水		7.90	10.15

资料来源：南昌市发展与改革委员会官网，中证鹏元整理

截至 2019 年底，水业集团供水用户 127.62 万户，较 2017 年末 103.26 万户增长 23.59%，占全市供水总户数的 99% 以上。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 2019 年的 37,385.18 万立方米。受益于供水用户的增长及水价的上调，2017-2019 年公司分别实现供水收入 6.79 亿元、7.62 亿元、9.59 亿元，2017-2019 年复合增长率 18.84%，近三年毛利率持续提升。

表4 公司主要水务数据

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年	2017 年
供水收入（亿元）	1.95	9.59	7.62	6.79
供水毛利率	47.30%	50.82%	41.59%	38.39%
供水户数（户）	1,298,834	1,276,239	1,171,488	1,032,600
自来水供水量（万立方米）	9,354.14	45,009.00	43,349.66	40,880.34
自来水售水量（万立方米）	6,139.96	37,385.18	36,212.48	33,542.32
漏损率	34.36%	16.94%	17.56%	17.95%
污水处理收入（亿元）	2.42	9.46	8.11	6.53
污水处理毛利率	38.64%	32.74%	31.03%	29.24%
污水处理量（万立方米）	20,782.85	85,110.72	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。截至 2020 年 3 月，南昌市内污水处理厂已经运营 8 家，2010 年公司以 29.78 亿元通过投标完成对江西省内 77 个县市的 78 家污水处理厂特许经营权（30 年）的整体收购（截至 2020 年 3 月底 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 2017-2019 年实际污水处理量年复合增长率 9.59%，2017-2019 年公司污水处理收入分别 6.53 亿元、8.11 亿元、9.46 亿元，毛利率分别 29.24%、31.03%、32.74%，收入和毛利率水平均不断提升。除供水和污水处理业务收入外，公司水务板块还包括部分水务贸易收入，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，2019 年公司分别实现供水排水工程、工程安装收入 2.85 亿元、11.74 亿元。截至 2019 年底，在建的主要供水排水工程包括城市自来水管网改造工程、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，2019 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不断上升，天然气业务稳步增长。公司 2017-2019 年煤气、燃气板块业务分别实现收入 12.98 亿元、16.15 亿元、18.38 亿元，毛利率水平存在一定波动；2020 年 1-3 月受疫情影响，公司煤气、燃气板块营业收入下降至 3.87 亿元，较上年同期下降 28.86%。

公司天然气销售量从 2017 年的 31,700 万立方米增长到 2019 年的 42,737 万立方米，年复合增长率 16.11%。截至 2019 年底，公司管道燃气用户 96.53 万户，2017-2019 年及 2020 年 1-3 月公司天然气工程施工收入（初装费）4.14 亿元、5.73 亿元、5.72 亿元、0.74 亿元。

表5 公司天然气业务发展情况

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
工程施工收入（初装费）（亿元）	0.74	5.72	5.73	4.14
新增用户数（万户）	1.20	8.78	10.77	7.98
管道燃气用户量（万户）	97.73	96.53	87.75	76.98
天然气销售量（万立方米）	10,719	42,737	37,286	31,700
其中：居民用户销售量（万立方米）	4,185	13,053	10,938	9,100
商业性用户销售量（万立方米）	2,851	6,206	5,886	5,039

工业用户销售量（万立方米）	3,683	23,478	20,462	17,561
管网投资金额（亿元）	0.21	4.80	4.64	3.96
天然气采购均价（元/立方米）	2.14	2.27	2.11	2.10
天然气销售均价（元/立方米）	2.91	2.96	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，但公交运营业务对财政补贴依赖程度仍较高；2018年江西长运集团有限公司（以下简称“长运集团”）并入公司，新增长途客运业务，对公交、出租板块收入形成较大补充；随着南昌市地铁陆续开通，公交、出租板块业务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，同时兼营出租车、汽车维修、广告、加油站和汽车租赁等相关业务。公司2017-2019年公交、出租板块营业收入分别10.81亿元、35.94亿元，38.40亿元，呈现增长；但公交、出租受疫情等因素影响较大，一季度营业收入下降幅度较大，2020年1-3月公司公交、出租板块营业收入为6.19亿元。受价格管控和燃油成本等因素的影响，公交、出租板块处于持续亏损状态。

截至2019年底，公司拥有公交营运车辆4,123辆，公交线路322条，线路总长度7,340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持续下降。能源板块主要为加油、加气业务，2017-2019年收入规模持续增长。出租车业务板块方面，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及其他子公司负责，受网络平台约车及轨道交通运营等因素影响，近年出租收入存在一定波动。

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6 公司公交、出租业务情况

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营运车辆（辆）	4,113	4,123	4,318	3,759
公交线路（条）	335	322	295	276
线路总长度（公里）	7,973	7,340	6,444	6,105
年客运量（万人次）	3,332	38,941	38,970	40,006
公交收入（万元）	6,677.07	64,210.79	71,306.24	66,532.86
能源收入（万元）	26,176.96	95,074.73	67,784.58	53,698.42

出租收入（万元）	682.25	7,515.65	7,001.67	7,630.72
出租毛利率	-78.20%	30.49%	24.92%	26.05%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

长途客运方面，公司 2018 年并入长运集团，主要从事长途运输服务，截至 2020 年 7 月 1 日，公司直接及间接持有上市公司江西长运股份有限公司（股票简称：江西长运，股票代码：600561.SH）39.76%的股权，江西长运股份有限公司 2018-2019 年及 2020 年 1-3 月分别实现营业收入 26.31 亿元、24.13 亿元、3.29 亿元，2019 年及 2020 年一季度分别同比下降 8.29%、46.03%。2019 年公司长途客运业务共完成客运量 10,182 万人，但客运周转量同比下降 12.54%，为 554,100 万人公里，截至 2019 年底，公司拥有客运站 87 个，班线条数 1,782 条，其中省际班线 497 条、跨区班线 632 条、区内班线 653 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 85.71%、62.35%，公司长途客运业务可能受到高铁运营等因素带来的冲击。

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。2017-2019 年及 2020 年 1-3 月建筑工程业务实现营业收入为 29.78 亿元、42.88 亿元、53.02 亿元、12.71 亿元，其中 2017-2019 年复合增长率 33.43%，建筑工程业务中一般施工项目收入占比 27.89%、88.38%、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7 公司建筑工程板块收入明细情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
市场化商业项目	127,115.95	530,206.66	428,838.78	297,844.25
其中：BT项目	10,264.86	61,634.30	49,813.66	214,762.19
一般施工项目	116,851.09	468,572.36	379,025.12	83,082.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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 总承包项目等以及部分 BT 项目，截至 2019 年底，总投资 97.79 亿元，尚需投资 18.84 亿元；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、火车站东广场改造工程等，计划总投资 186.44 亿元，截至 2019 年底，已投资 138.25 亿元，尚需投资 53.11 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8 截至2019年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	50.36	-
	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	1.72	13.37
	兆和光电科技园二号厂房建设 EPC 总承包项目	0.75	0.71	0.04
	兆和光电科技园一号厂房设计施工一体化项目	0.65	0.58	0.07
	高迅大楼改扩建 EPC 总承包项目	0.27	0.26	0.01
BT 项目	南昌高新区航空城拆迁安置房项目工程	35.00	29.79	5.21
	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	3.86	0.14
合计		97.79	87.28	18.84

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至2019年底代建业务中的主要在建项目情况（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	98.19	57.70	40.49
红谷隧道工程	42.27	36.40	5.87
火车站东广场改造工程	11.11	6.62	4.49
高新南大道二期工程	2.99	2.15	0.84
青山路道路改造工程	2.72	2.00	0.72
阳明路综合改造工程	2.55	1.85	0.70
沿江北大道与沿江中大道连通工程	19.58	23.49	-
昌九城际铁路南昌站改扩建工程拆迁安置房	4.36	4.48	-
洛阳路立交（隧道）工程	2.44	3.15	-
南昌*中国雕塑艺术博览园	0.23	0.41	-

合计	186.44	138.25	53.11
----	--------	--------	-------

注：部分项目总投资额有所调整，表格中已投资超过总投资的项目仍在建设中

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、北京、上海等地，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。2017-2019 年分别实现房地产销售收入为 26.31 亿元、15.11 亿元、47.51 亿元，其中 2019 年增长幅度较大，主要系齐河、济宁、济阳等项目收入较多所致。

截至 2019 年底，公司主要在建房地产项目较多，规划总建筑面积 359.54 万平方米，项目预计总投资 321.96 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）等，截至 2019 年底公司六个房地产项目已售面积共 54.66 万平方米，待售面积为 15.13 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、上海等城市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 146.54 亿元（全口径统计），存在较大资金压力。

表10 截至2019年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	28.00	9.16	49.00%	是
北京香河园 3 号地块项目	住宅及商业金融	11.77	41.00	41.16	60.00%	是
滨州东海壹号	住宅及商业	10.38	20.00	6.06	35.00%	是
威隘桥项目	商业	21.06	19.60	13.46	49.00%	是
衡阳名门国际（一期）	商业及住宅	11.97	12.00	3.70	100.00%	是
南昌九珑汇	商业	8.99	6.30	3.36	82.00%	是
济阳澄波府邸	商业及住宅	47.18	31.00	16.60	40.00%	是
齐河观澜府邸	商业及住宅	52.07	33.00	18.66	40.00%	是
南昌公用城二期	商业及住宅	99.72	54.68	16.11	100.00%	是
上海静安映	住宅	10.24	52.58	36.04	35.75%	是
济宁融创滨江壹号	商业及住宅	42.16	23.80	11.27	40.00%	是
合计	-	359.54	321.96	175.58	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至2019年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	6.66	3.52
北京香河园3号地块项目	7.52	0.06
衡阳名门国际（一期）	4.86	0.90
南昌市政公用城	8.33	7.07
滨州东海壹号	8.29	0.06
济宁融创滨江壹号	19.00	3.52
合计	54.66	15.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年底，公司拟用于房地产开发的土地总面积117.69万平方米，分布在南昌、衡阳、上海、北京等地，土地使用权均是通过招拍挂方式取得的商业、住宅等用地，土地出让金合计79.73亿元，公司房地产项目的土地储备较为丰富。

表12 截至2019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	已支付土地出让金	性质
衡阳市	9.31	0.74	0.44	住宅、商业
南昌市	98.32	26.39	26.39	住宅、商业
上海市	2.61	30.51	30.51	住宅
滨州市	1.57	1.31	1.31	住宅
北京市	5.88	20.78	20.30	住宅、基础教育
合计	117.69	79.73	78.95	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司贸易板块收入持续增长且收入规模较大，但贸易板块盈利水平很低

公司于2013年开始从事以铜及其他大宗商品贸易业务，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，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。2017-2019年及2020年1-3月贸易收入分别为118.07亿元、147.74亿元、169.08亿元、32.86亿元，占营业收入比重分别为45.77%、42.49%、39.62%、42.06%，是公司营业收入的主要来源。

表13 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
2019	上海冀兴国际贸易有限公司	30.80	18.29%	铜

	上海胜握胜林业有限公司	14.62	8.69%	其他
	四川中航路桥国际贸易有限公司	8.68	5.16%	铜
	如东金岭金属材料有限公司	6.41	3.81%	铜
	珠海华发商贸控股有限公司	6.12	3.63%	铜
	合计	66.62	39.57%	铜
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14 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
2019	上海中泰多经国际贸易有限责任公司	21.86	12.93%	铜
	上海金克金属贸易有限公司	16.29	9.63%	铜
	河北物产金属材料有限公司	15.17	8.97%	铜
	冀中能源集团有限行公司销售分公司	11.76	6.96%	铜
	上海铵砆贸易有限公司	10.05	5.94%	其他
	合计	75.13	44.44%	
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

从前 5 大供应商和客户的明细来看，公司贸易业务每年的主要供应商和客户存在一定变动，集中度存在波动。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，2017-2019 年及 2020 年 1-3 月毛利率分别为 0.21%、0.33%、0.42%、0.52%，贸易业务盈利水平很低，对公司利润贡献较小。

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。2017-2019 年及 2020 年 1-3 月公司实现其他业务收入 24.12 亿元、44.36 亿元、43.86 亿元、8.28 亿元。

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，2018 年投资业务大幅增长主要系河道采砂收入增长以及计入部分贸易收入所致，2019 年受政府政策限制开采影响，河道采砂收入下降；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。

表15 公司其他板块业务中前三大业务收入和毛利率情况（单位：万元）

年份	项目	收入	毛利率
2019 年	投资	118,350.23	73.89%
	传媒	23,350.54	9.49%
	资产管理	19,084.34	19.86%
2018 年	投资	253,768.44	50.36%
	传媒	28,605.59	5.30%
	资产管理	16,270.93	7.94%
2017 年	投资	74,330.00	42.26%
	传媒	19,280.00	6.87%
	资产管理	11,250.00	13.62%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得的外部支持较大

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，在资金、资产注入、债转股、补助等方面，获得的外部支持力度较大。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。2017 年，根据南昌市人民政府办公厅抄告单“洪府厅抄字[2017]714 号”，公司与市财政局的往来款 29.05 亿元转增为资本金，计入资本公积；2018 年，南昌市政府将江西长运集团有限公司的股权划拨至公司，取得净资产 2.16 亿元；2019 年，根据南昌市人民政府办公厅洪府厅抄字【2019】324 号文，同意将南昌国际体育中心地上建筑物划拨注入公司，增加公司资本公积 15.41 亿元。政府补助方面，2017-2019 年公司收到计入其他收益的政府补助分别为 10.27 亿元、12.37 亿元、13.33 亿元，有效提升了公司的利润水平。

表16 2015年以来公司主要资本公积变动情况

年份	方式	具体内容
2015	资本投入	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
2015	划入资产	麦园两宗土地、一宗房产共三项资产账面价值 2.71 亿元划拨给公司
2017	转增资本	公司与市财政局的往来款 29.05 亿元转增为资本金
2018	划入股权	江西长运集团有限公司的股权划拨至公司
2019	划入资产	南昌国际体育中心地上建筑物划拨注入公司

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2017-2018年审计报告、经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，审计报告采用新会计准则编制。近年公司合并报表范围一级子公司变动情况如下表所示，截至2019年底纳入合并范围一级子公司共27家，详情见附录二。2020年1-3月，公司合并范围一级子公司无变化。

表17 近年公司合并报表范围一级子公司变动情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年
新增一级子公司	2	1	2
减少一级子公司	0	0	2

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但整体流动性较弱

近年来公司资产规模增长较快，2017-2019 年总资产年复合增长率 19.76%，截至 2019 年底公司总资产 1,336.89 亿元，非流动资产是资产的主要构成，占比 61.60%；2020 年 3 月底总资产规模增至 1,444.20 亿元。

截至 2019 年底公司货币资金规模 162.27 亿元，货币资金中 150.26 亿元是银行存款，受限货币资金 15.72 亿元，主要为银行承兑汇票保证金及用于担保的存款，货币资金受限比例 9.69%。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，近年来随着业务的增长，应收账款不断上升，2019 年底应收账款 43.73 亿元；应收账款余额的前 5 大客户金额 4.74 亿元，占期末账面价值 9.98%。公司预付款项主要系贸易购货时的预付款，近年规模不断增长，2019 年底公司预付款项 34.80 亿元，1 年以内的占比 87.65%。公司其他应收款 107.45 亿元，包括往来款、土储款等，占总资产规模 8.04%；其中前五大其他应收款对象包括南昌市国金工业投资有限公司、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、长沙市政力锦鸿置业有限公司，合计 17.49 亿元，占期末其他应收款年底余额的 15.84%，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；此外，2019 年底应收长沙市政力锦鸿置业有限公司 2.38 亿元，该企业为民营企业，主营房地产开发经营、物业管理等，需关注相关款项的回收风险。公司存货主要为在建的房地产项目等，截至 2019 年底余额 126.46 亿元，占总资产 9.46%，近年存在一定波动主要系 2019 年部分房地产项目不再纳入合并范围所致；截至 2020 年 3 月底存货规模增至 165.92 亿元，主要系新增无锡房地产项目所致。公司其他流动资产主要为发放贷款、待抵扣进项税及预缴税费，2019 年底发放贷款规模增至 28.06 亿元，主要包括南昌融政房地产有限公司 12.70 亿元、江西金投实业开发有限公司 5.50 亿元、南昌金投金融服务有限公司 4.00 亿元等。

表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	201.44	13.95%	162.27	12.14%	92.51	7.96%	92.65	9.94%
应收账款	32.99	2.28%	43.73	3.27%	38.45	3.31%	33.88	3.64%
预付款项	43.89	3.04%	34.80	2.60%	22.31	1.92%	15.28	1.64%
其他应收款	132.81	9.20%	107.45	8.04%	93.23	8.03%	53.79	5.77%
存货	165.92	11.49%	126.46	9.46%	132.83	11.43%	83.62	8.97%
其他流动资产	33.57	2.32%	37.59	2.81%	20.75	1.79%	12.85	1.38%
流动资产合计	611.70	42.36%	513.32	38.40%	400.47	34.47%	292.25	31.35%
可供出售金融	64.96	4.50%	68.09	5.09%	62.57	5.39%	99.45	10.67%

资产								
长期应收款	105.54	7.31%	122.79	9.18%	103.12	8.88%	34.14	3.66%
投资性房地产	36.11	2.50%	35.59	2.66%	28.78	2.48%	26.45	2.84%
固定资产	110.09	7.62%	111.66	8.35%	93.43	8.04%	52.67	5.65%
在建工程	245.75	17.02%	216.03	16.16%	217.22	18.70%	213.11	22.86%
无形资产	232.63	16.11%	233.38	17.46%	221.70	19.08%	196.91	21.12%
非流动资产合计	832.51	57.64%	823.57	61.60%	761.22	65.53%	639.87	68.65%
资产总计	1,444.20	100.00%	1,336.89	100.00%	1,161.69	100.00%	932.12	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

非流动资产方面，2019 年底可供出售金融资产 68.09 亿元，系公司参股的股权，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）11.21 亿元等，2019 年可供出售金融资产实现投资收益 4.60 亿元；2018 年可供出售金融资产减少主要系公司将 35.00 亿元可供出售金融资产调整至长期应收款科目核算所致。2019 年底长期应收款 122.79 亿元，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主要系政府向公司注入的公用事业建筑物、附属地块以及公司新购置的资产，近年规模持续增长，截至 2019 年底投资性房地产规模 35.59 亿元。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，增长主要系房屋建筑物、运输工具、管网等的增加，截至 2019 年底固定资产规模 111.66 亿元，占总资产 8.35%，未办妥产权证书的固定资产 0.75 亿元，固定资产中因借款抵押而受限的账面价值 1.29 亿元，占固定资产比重 1.15%。公司在建工程规模较大，2019 年底在建工程账面价值 216.03 亿元，2020 年一季度公司工程项目持续投入，在建工程增至 245.75 亿元。2019 年底公司无形资产 233.38 亿元，占总资产比重 17.46%，主要为南昌市政府注入公司的土地使用权和供水、污水处理等特许权，2018 年水务板块特许权增加，2019 年新增南昌国际体育中心的土地使用权；公司无形资产中政府曾注入公司的 2,000 亩土地属于储备土地，合计 129.22 亿元；截至 2019 年底公司无形资产中因借款抵押而受限的账面价值 81.99 亿元，占比 35.13%。

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 2019 年底，公司受限资产合计 99.00 亿元，占总资产比例 7.41%，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入增长较快，业务覆盖水务、建筑、燃气、贸易等，多元化程度较高；业务盈利能力仍较弱，利润总额对政府补助依赖程度较大

近年来，公司的营业收入增长较快，2017-2019 年公司营业收入年复合增长率 28.62%，其中贸易收入占比较高，2019 年贸易板块收入占比 39.62%，其余主要来源于水务、房地产销售、建筑工程、燃气、公交等，2019 年水务板块收入占比 13.24%，建筑工程板块占比 12.42%，房地产销售板块占比 11.13%，多元化程度较高。

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的占比较高所致，2017-2019 年及 2020 年 1-3 月公司综合毛利率分别为 10.02%、10.74%、11.19%、7.48%，公司整体盈利能力较弱。2017-2019 年计入其他收益的政府补助分别为 10.27 亿元、12.37 亿元、13.33 亿元，占利润总额比重分别 72.73%、67.49%、61.88%，利润总额对政府补助依赖程度较大。此外，2017-2019 年公司资产减值损失分别 0.47 亿元、3.89 亿元、3.26 亿元，主要系坏账、在建工程、固定资产、商誉减值等损失，一定程度侵蚀公司盈利。

表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	78.13	426.78	347.72	257.99
其他收益	1.24	13.33	12.37	10.27
营业利润	-1.61	21.30	17.44	19.98
营业外收入	0.05	0.64	1.48	1.79
利润总额	-1.59	21.54	18.33	14.12
综合毛利率	7.48%	11.19%	10.74%	10.02%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司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

公司 2017-2019 年收现比分别为 1.03、1.12、1.02，经营回款情况尚可。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，近年来销售商品、提供劳务收到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呈现持续净流入。

投资活动方面，公司近年相关工程项目支出以及股权投资支出的现金较多，投资活动现金流呈现净流出，2017-2019 年分别净流出 61.67 亿元、93.43 亿元、81.42 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，2017-2019 年筹资活动产生的现金分别净流入 80.14 亿元、64.69 亿元、121.84 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，使得公司整体现金流水平尚可，但同时也增加了公司的债务压力，但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20 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	1.02	1.12	1.03
销售商品、提供劳务收到的现金	433.26	390.08	265.30
收到其他与经营活动有关的现金	85.79	60.57	62.98
经营活动现金流入小计	520.01	451.49	328.91
购买商品、接受劳务支付的现金	389.84	339.35	232.77
支付其他与经营活动有关的现金	57.01	50.51	56.36
经营活动现金流出小计	504.95	440.02	321.31
经营活动产生的现金流量净额	15.07	11.47	7.60
投资活动产生的现金流量净额	-81.42	-93.43	-61.67
筹资活动产生的现金流量净额	121.84	64.69	80.14
现金及现金等价物净增加额	55.50	-17.27	26.07

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且增长较快，负债经营程度高，偿债压力较大

近年来，公司所有者权益呈现持续增长，2017-2019年所有者权益年复合增长率10.38%，主要系政府划拨资产、公司发行永续债、盈利积累所致，2019年12月公司发行20亿元永续债，计入其他权益工具，截至2019年底，公司所有者权益406.39亿元。负债方面，近年公司对外融资力度不断加强，负债总额持续上升，2019年底公司负债规模930.50亿元；2020年3月底，负债总额增至1,038.80亿元。截至2020年3月底，公司产权比率256.24%，所有者权益对负债的保障程度持续下降。

表21 公司资本结构情况（单位：亿元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	1,038.80	930.50	803.98	598.54
所有者权益	405.40	406.39	357.71	333.58
产权比率	256.24%	228.96%	224.76%	179.43%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司短期借款持续增长，截至 2019 年底公司短期借款 167.31 亿元，主要以信用借款和保证借款为主，分别为 90.61 亿元和 70.71 亿元；2020 年 3 月底短期借款规模增至 183.93 亿元。应付账款主要系应付的大宗贸易往来款及工程款项，2019 年底余额 65.10 亿元；应付账款账龄在 1 年内的占比为 50.90%，1-2 年的占比为 29.70%。预收款项主要系预收工程款、房地产板块的购房款等，近年规模持续增长，截至 2019 年底预收款项规模 43.51

亿元；公司预收账款包含公司承建的部分国外项目款项，项目后续的回款仍存在一定不确定性。其他应付款近年存在一定波动，主要系 2019 年公司应付工程、设备款减少所致。截至 2019 年底公司一年内到期的非流动负债 32.97 亿元，主要系长期借款和应付债券中一年内需偿还的部分。其他流动负债系短期应付债券和待转销项税额，截至 2019 年底公司其他流动负债 36.35 亿元，其中短期应付债券 35.45 亿元，2020 年 3 月底其他流动负债规模增至 46.37 亿元，占总负债比重 4.46%。

非流动负债方面，近年公司长期借款持续增长，2019 年底长期借款 240.74 亿元，包括质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，2020 年 3 月底增至 297.71 亿元，占总负债 28.66%。应付债券系公司发行的债券、中票等，2019 年底规模 108.64 亿元。长期应付款主要系明股实债、专项应付款等，2019 年底公司长期应付款 68.66 亿元，有所下降主要系专项应付款减少所致。

表22 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	183.93	17.71%	167.31	17.98%	157.69	19.61%	80.63	13.47%
应付账款	59.56	5.73%	65.10	7.00%	58.56	7.28%	51.31	8.57%
预收款项	60.03	5.78%	43.51	4.68%	38.03	4.73%	17.08	2.85%
其他应付款	142.16	13.68%	124.95	13.43%	157.11	19.54%	109.51	18.30%
一年内到期的非流动负债	19.59	1.89%	32.97	3.54%	25.95	3.23%	50.60	8.45%
其他流动负债	46.37	4.46%	36.35	3.91%	33.50	4.17%	20.19	3.37%
流动负债合计	546.22	52.58%	500.82	53.82%	499.37	62.11%	351.40	58.71%
长期借款	297.71	28.66%	240.74	25.87%	140.93	17.53%	106.17	17.74%
应付债券	114.33	11.01%	108.64	11.68%	79.55	9.89%	62.53	10.45%
长期应付款	68.59	6.60%	68.66	7.38%	73.17	9.10%	69.36	11.59%
非流动负债合计	492.59	47.42%	429.67	46.18%	304.61	37.89%	247.13	41.29%
负债合计	1,038.80	100.00%	930.50	100.00%	803.98	100.00%	598.54	100.00%
其中：有息债务	753.31	72.52%	662.63	71.21%	504.93	62.80%	383.82	64.13%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率从 2017 年底 64.21% 上升到 2020 年 3 月底 71.93%，负债经营程度逐年增大，债务压力较大。现金短期债务比方面，近年公司短期有息负债持续增长，2018 年下降至 0.42，2019 年货币资金增长幅度较大，现金短期债务比有所上升。近年来 EBITDA 持续增长，但由于利息支出增加，利息保障倍数持续下降，息税折旧摊销前收益对利息支出的保障程度下降。2017-2019 年公司有息负债年复合增长率 31.39%，增长较快，截至 2019 年底，公司有息负债合计 662.63 亿元，其中短期有息负债 248.90 亿元，占有息负债总额

的 37.56%，短期债务偿还较为集中，偿债压力较大。

表23 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	71.93%	69.60%	69.21%	64.21%
现金短期债务比	0.74	0.66	0.42	0.61
EBITDA 利息保障倍数	-	1.70	1.81	1.86
有息债务/EBITDA	-	12.80	11.11	13.13

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

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，处于垄断地位，区域专营性强。2017-2019 年公司分别实现营业收入 257.99 亿元、347.72 亿元、426.78 亿元，经营活动现金净流入分别为 7.60 亿元、11.47 亿元、15.07 亿元，收现比分别为 1.03、1.12、1.02，经营业务稳步增长且回款情况尚可。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，但公司在建项目市场化商业项目、代建项目和房地产项目投资规模较大，仍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。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保金额合计 217,200.00 万元，占 2020 年 3 月底公司

所有者权益比重的 5.36%，公司担保对象均为国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表24 截至2020年3月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
南昌市国金工业有限公司	100,000.00	2026.03
南昌高速公路有限公司	30,000.00	2020.09
南昌高新投资集团有限公司	27,200.00	2021.12
南昌综保置业有限公司	60,000.00	2034.06
合计	217,200.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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：亿元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	201.44	162.27	92.51	92.65
应收账款	32.99	43.73	38.45	33.88
预付款项	43.89	34.80	22.31	15.28
其他应收款	132.81	107.45	93.23	53.79
存货	165.92	126.46	132.83	83.62
其他流动资产	33.57	37.59	20.75	12.85
可供出售金融资产	64.96	68.09	62.57	99.45
长期应收款	105.54	122.79	103.12	34.14
投资性房地产	36.11	35.59	28.78	26.45
固定资产	110.09	111.66	93.43	52.67
在建工程	245.75	216.03	217.22	213.11
无形资产	232.63	233.38	221.70	196.91
总资产	1,444.20	1,336.89	1,161.69	932.12
短期借款	183.93	167.31	157.69	80.63
应付账款	59.56	65.10	58.56	51.31
预收款项	60.03	43.51	38.03	17.08
其他应付款	142.16	124.95	157.11	109.51
一年内到期的非流动负债	19.59	32.97	25.95	50.60
其他流动负债	46.37	36.35	33.50	20.19
长期借款	297.71	240.74	140.93	106.17
应付债券	114.33	108.64	79.55	62.53
长期应付款	68.59	68.66	73.17	69.36
总负债	1,038.80	930.50	803.98	598.54
有息债务	753.31	662.63	504.93	383.82
所有者权益	405.40	406.39	357.71	333.58
营业收入	78.13	426.78	347.72	257.99
其他收益	1.24	13.33	12.37	10.27
营业利润	-1.61	21.30	17.44	19.98
净利润	-2.38	13.95	11.60	8.77
经营活动产生的现金流量净额	6.74	15.07	11.47	7.60
投资活动产生的现金流量净额	-29.55	-81.42	-93.43	-61.67
筹资活动产生的现金流量净额	60.06	121.84	64.69	80.14
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	7.48%	11.19%	10.74%	10.02%

收现比	1.22	1.02	1.12	1.03
产权比率	256.24%	228.96%	224.76%	179.43%
资产负债率	71.93%	69.60%	69.21%	64.21%
现金短期债务比	0.74	0.66	0.42	0.61
EBITDA (亿元)	-	51.76	45.46	29.23
EBITDA 利息保障倍数	-	1.70	1.81	1.86
有息债务/EBITDA	-	12.80	11.11	13.13

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2019年底纳入合并范围一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	实收资本	持股比例	业务性质
南昌水业集团有限责任公司	12,936.32	100.00%	集中供水、污水运营
南昌市公共交通总公司	18,960.00	100.00%	公共交通运输
南昌市政公用房地产集团有限公司	50,000.00	100.00%	房地产开发
南昌蓝海商业经营管理有限公司	2,000.00	100.00%	自有房租赁、物业管理
南昌市煤气公司	4,218.00	100.00%	煤气经销
南昌市政工程开发集团有限公司	30,000.00	100.00%	市政工程开发
南昌市政公用建设有限公司	20,000.00	100.00%	城市基础设施项目建设和经营
南昌市怡景旅游投资有限公司	500.00	100.00%	旅游开发、投资及管理
南昌市政公用旅游投资有限公司	20,000.00	100.00%	旅游开发、投资及管理
安义县市政公用小额贷款有限公司	10,000.00	40.00%	办理各项小额贷款
南昌市幸福渠水域治理有限公司	2,200.00	90.91%	水污染治理、市政工程
南昌市金振国有资产运营有限责任公司	500.00	100.00%	资产管理、房屋租赁、实业投资、房地产开发
南昌市政投资集团有限公司	100,000.00	100.00%	投资与资产管理
江西华赣文化旅游传媒集团有限公司	15,000.00	76.33%	设计、制作、发布、代理国内各类广告
南昌市政公用资产管理有限公司	30,000.00	100.00%	实业投资及相关投资和资产管理
江西南昌公共交通运输集团有限责任公司	143,200.00	100.00%	公共交通运输
江西省洪城一卡通投资有限公司	10,000.00	50.50%	IC卡制作以及相关服务
南昌市红谷隧道有限公司	20,000.00	75.00%	隧道工程设计、施工及维护
南昌市政鼎创资本管理有限公司	50,000.00	100.00%	实业投资、投资管理、投资咨询
南昌市市政建设集团有限公司	13,000.00	50.77%	实业投资、国内贸易、市政工程
南昌万寿宫文化街区运营管理有限公司	15,000.00	100.00%	旅游项目开发
南昌市政公用工程项目管理有限公司	88,893.00	100.00%	工程管理服务
南昌市政公用海外投资管理有限公司	20,000.00	100.00%	投资
南昌市政公用主题公园管理有限公司	1,000.00	100.00%	主题公园管理服务
江西长运集团有限责任公司	12,845.20	100.00%	交通运输
南昌对外工程有限责任公司	10,000.00	100.00%	承包国内外工程
北京昌政大道实业有限公司	50,000.00	100.00%	企业管理、房地产开发

资料来源：公司 2019 年审计报告，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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{其他流动负债有息部分} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款有息部分}$

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。

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，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。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。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.cspengyuan.com）、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。