



南昌市政公用投资控股有限责任公司
2021年公开发行公司债券
(面向专业投资者)(第二期)信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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

南昌市政公用投资控股有限责任公司

2021年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第二期）

信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2021-4-22



评级观点

- 中证鹏元评定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”）本次拟发行不超过 10 亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述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，收入可持续性较好，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力及偿债压力，房地产项目面临一定的销售压力等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 10 亿元（含）

发行期限：5 年

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

发行目的：募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务

未来展望

- 公司作为南昌市最大的国有资本运营主体，预计公司业务持续性较好，且专营性较强，公司将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020.9	2019	2018	2017
总资产	1,581.86	1,336.89	1,161.69	932.12
所有者权益	425.81	406.39	357.71	333.58
总债务	752.51	662.63	504.93	383.82
资产负债率	73.08%	69.60%	69.21%	64.21%
现金短期债务比	0.90	0.66	0.42	0.61
营业收入	307.53	426.78	347.72	257.99
其他收益	7.06	13.33	12.37	10.27
利润总额	7.19	21.54	18.33	14.12
销售毛利率	9.56%	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	108.63	15.07	11.47	7.60
收现比	1.43	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 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：秦风明
 qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：蒋舟宇
 jiangzhy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **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，2018-2020年地区生产总值分别为5,274.67亿元、5,596.18亿元、5,745.51亿元，增速分别为8.9%、8.0%、3.6%，第三产业占比不断提升，固定资产投资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。
- **公司营业收入可持续性较好。**2017-2019年公司营业收入年复合增长率28.62%，2020年前三季度实现营业收入307.53亿元，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，且公司水务、燃气板块业务稳步发展，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，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（以下简称“长运集团”）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合计35.97亿元，有效提升了公司的利润水平。

关注

- **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。**2019年末公司无形资产规模占总资产比重的17.46%，其中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2020年9月底公司有息债务752.51亿元，近年增长较快，其中短期有息负债占有息负债总额的36.88%，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。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

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。截至2020年9月底，公司注册资本和实收资本均为32.71亿元，南昌市国资委持有公司100.00%股权。2021年3月，南昌市国资委向江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西省行政资产公司”）无偿转让其持有公司股权的10%，截至2021年3月底，南昌市国资委持有公司90%股权，江西省行政资产公司持有公司10%股权。

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2020年9月底，公司纳入合并范围的一级子公司共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2021年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第二期）；

发行规模：公司获准发行不超过90亿元公司债券，已发行20亿元，本期债券发行规模不超过10亿元（含）；

债券期限和利率：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，拟全部用于偿还公司债务。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。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，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019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，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018年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，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。10月，国办发[2018]101号文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。

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。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，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。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

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，2018-2020年南昌市地区生产总值分别为5,274.67亿元、

5,596.18亿元、5,745.51亿元，占全省GDP的比重均在22%以上，增速分别为8.9%、8.0%、3.6%。三次产业结构由2018年的3.6:50.4:45.9调整至4.1:46.6:49.3，第三产业占比持续提升。

南昌市2018-2020年规模以上工业增加值分别同比增长9.5%、8.5%和4.7%。其中2020年全年增速较前三季度提高2.2个百分点，高于全省0.1个百分点。2020年1-11月，全市规模以上工业企业实现利润总额394.10亿元，增长29.4%，增速高于全省22.0个百分点；支柱产业汽车制造业、食品加工业、电子设备制造业利润分别增长78.7%、198.6%、33.6%，汽车制造业方面形成为以上市公司江铃汽车为龙头，以凯马白路佳客车、格特拉克等为支撑的产业体系，截至2021年3月27日，南昌拥有江铃汽车、煌上煌、联创光电等A股上市公司23家，较为优质的产业主体将有助于促进当地经济发展和就业。

固定资产投资对经济的拉动作用较强，2018-2019年南昌市500万元及以上固定资产投资分别同比增长10.9%、10.2%，2020年固定资产投资同比增长8.8%，2020年全年增速较前三季度较快1.7个百分点，高于全省0.6个百分点；其中房地产投资增长6.4%，基础设施投资增长12%。2018-2020年南昌市存贷款保持增长，其中2020年全市金融机构本外币存款余额为13,676.82亿元，同比增长13.1%，贷款余额16,005.62亿元，同比增长13.9%，区域内拥有江西银行等金融机构，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，2020年南昌市人均地区生产总值103,094元，是全国人均GDP比值的142.30%，城市居民生活水平高于全国平均水平。

表1 南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,745.51	3.6%	5,596.18	8.0%	5,274.67	8.9%
第一产业增加值	235.28	2.2%	212.89	2.9%	190.68	3.2%
第二产业增加值	2,676.89	3.8%	2,653.82	8.0%	2,660.92	8.5%
第三产业增加值	2,833.35	3.4%	2,729.47	8.4%	2,423.07	10.1%
规模以上工业增加值	-	4.7%	-	8.5%	-	9.5%
固定资产投资	-	8.8%	-	10.2%	-	10.9%
社会消费品零售总额	2,452.74	3.0%	2,369.33	11.2%	2,131.63	11.1%
进出口总额	1,151.46	8.4%	1,061.77	34.8%	787.55	18.2%
存款余额	13,676.82	13.1%	12,096.80	12.7%	10,733.08	5.9%
贷款余额	16,005.62	13.9%	14,047.32	15.9%	12,124.64	17.0%
人均GDP（元）		103,094		100,415		99,170
人均GDP/全国人均GDP		142.30%		141.65%		153.41%

注：2018年人均GDP根据GDP总值和当年户籍人口计算，2020年人均GDP计算公式为“2020年GDP/(2019年GDP/2019年人均GDP)”，2018-2019年固定资产投资增长率口径为500万元及以上固定资产投资。

资料来源：2018-2019年南昌市国民经济和社会发展统计公报、2020年南昌市经济运行简析，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%。2020年南昌市全市公共财政收入483.86亿元，同比增长1.4%，一般公共预算支出838.07亿元，同比增长0.5%，财政自给率57.74%。

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2020年末的2.31元/吨，其中2018年底、2019年底分别为2.26元/吨、2.29元/吨；污水处理费从2007年末的0.66元/吨增长到2020年末的0.99元/吨，其中2018、2019年底均为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2020年的3,250.37亿立方米，其中2018、2019年分别为2,833.09亿立方米、3,042.51亿立方米。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“房住不炒”总基调延续，“三道红线”为代表的监管政策表明房企融资管控趋严地方层面，在热点城市调控政策持续加码的背景下，预计2021年各地方调控节奏将趋于平稳持续收紧空间不大

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。

2020年中央延续了房地产调控政策的连续性，考虑到多次会议重申“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，中证鹏元认为中央“稳房价、稳地价、稳预期”的决心坚定，对房地产政策仍会保持很强的定力，2021年中央层面房地产政策总基调不变，仍将从严执行。在国内经济持续复苏、

货币政策趋于平稳的背景下，8月银保监会明确提出“三道红线的重点房地产企业资金监测和融资管理机制，表明房企融资管控将持续趋严。

2020年地方层面房地产调控政策呈现出先松后紧的特征。年初在新冠肺炎疫情的冲击下，经济下行压力加大，多地出台了降低预售条件、减缓土地出让金缴纳等供给端调控政策以支持房地产行业发展，需求端则通过公积金和户籍政策、放开落户限制等方面承托房地产市场。而进入2020年下半年以来，随着疫情的逐步缓解，深圳、东莞、杭州、常州和苏州等房价涨幅过大的城市密集出台了严厉的调控政策，调控重点在于打击投机炒作需求，调控后政策更多优先于无房家庭，以保障居民的刚性需求。

在热点城市调控升级加码的背景下，中证鹏元预计2021年地方层面调控节奏将趋于平稳，持续收紧的空间不大。如行业基本面超预期下行，尤其是销售端量价承压、土拍市场低位运行和地方政府债务问题突出的城市，在政策方面可能存在一定的结构化宽松空间。此外，供需结构失衡导致房价、地价过热的城市仍有可能出台调控政策以维持“三稳”目标。

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，建立了包括股东会、董事会、监事会在内的现代公司治理框架。公司设立股东会，股东会是公司最高权力机构，江西省行政资产公司对应的表决权归南昌市国资委行使，即南昌市国资委可以行使100%表决权，股东会可以依照有关规定授权董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项；董事会行使职权包括制定公司战略和发展规划，制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。公司董事会由7名董事组成，设董事长1人，董事每届任期不得超过3年，任期届满，经考核合格并经委派或选举可连任。公司监事会设监事5人，非职工监事由南昌市国资委委派，职工监事由职工代表大会选举产生。截至2021年3月底，公司现任董事会成员7人，监事会成员5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。

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年公司营业收入年复合增长率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年前三季度公交、出租、燃气板块收入存在一定程度下降，主要系受疫情影响所致。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。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
贸易板块	151.65	0.43%	169.08	0.42%	147.74	0.33%	118.07	0.21%
水务板块	49.68	20.72%	56.52	20.91%	45.53	19.74%	35.91	19.45%
建筑工程板块	44.60	10.24%	53.02	11.05%	42.88	9.43%	29.78	8.14%
房地产销售板块	9.39	46.89%	47.51	26.10%	15.11	20.19%	26.31	39.72%
公交、出租板块	17.73	-46.02%	38.40	-13.44%	35.94	-14.98%	10.81	-69.89%
煤气、燃气板块	11.27	27.61%	18.38	21.23%	16.15	22.81%	12.98	22.30%
其他板块	23.22	62.54%	43.86	41.50%	44.36	50.66%	24.12	43.09%
合计	307.53	9.56%	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.SH）负责运营，截至2020年9月底，公司及其子公司合计持有洪城水业41.96%的股权。截至2020年9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

水业集团供水用户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。

受益于供水用户的增长及水价的上调，2017-2019年公司供水收入年复合增长率18.84%，近三年毛利率持续提升；2020年1-9月实现供水收入6.86亿元。

表4 公司主要水务数据

指标名称	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
供水收入（亿元）	6.86	9.59	7.62	6.79
供水毛利率	48.94%	50.82%	41.59%	38.39%
供水户数（户）	1,361,349	1,276,239	1,171,488	1,032,600
自来水供水量（万立方米）	32,528.87	45,009.00	43,349.66	40,880.34
自来水售水量（万立方米）	26,627.45	37,385.18	36,212.48	33,542.32
漏损率	18.14%	16.94%	17.56%	17.95%
污水处理收入（亿元）	8.35	9.46	8.11	6.53
污水处理毛利率	42.13%	32.74%	31.03%	29.24%
污水处理量（万立方米）	66,112.24	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9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9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%，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，业务稳步发展

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，天然气业务稳步发展。公司2017-2019年煤气、燃气板块业务，毛利率水平存在一定波动，2020年1-9月受疫情

影响，公司煤气、燃气板块营业收入同比下降14.78%。

表5 公司天然气业务发展情况

指标名称	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
工程施工收入（初装费）（亿元）	2.50	5.72	5.73	4.14
新增用户数（万户）	5.80	8.78	10.77	7.98
管道燃气用户量（万户）	102.34	96.53	87.75	76.98
天然气销售量（万立方米）	31,245	42,737	37,286	31,700
其中：居民用户销售量（万立方米）	11,347	13,053	10,938	9,100
商业性用户销售量（万立方米）	7,445	6,206	5,886	5,039
工业用户销售量（万立方米）	12,454	23,478	20,462	17,561
管网投资金额（亿元）	2.33	4.80	4.64	3.96
天然气采购均价（元/立方米）	1.97	2.27	2.11	2.10
天然气销售均价（元/立方米）	2.80	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较高；2018年江西长运集团有限公司并入公司，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、出租板块营业收入呈现增长；但公交、出租受疫情等因素影响较大，2020年前三季度营业收入17.73亿元，同比下降35.86%。且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。

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

指标名称	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营运车辆（辆）	4,278	4,123	4,318	3,759
公交线路（条）	505	322	295	276
线路总长度（公里）	11,104	7,340	6,444	6,105

年客运量（万人次）	14,711	38,941	38,970	40,006
公交收入（万元）	24,539.13	64,210.79	71,306.24	66,532.86
能源收入（万元）	49,882.19	95,074.73	67,784.58	53,698.42
出租收入（万元）	3,909.12	7,515.65	7,001.67	7,630.72
出租毛利率	10.80%	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9月底，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1-9月分别实现营业收入26.31亿元、24.13亿元、12.70亿元，2019年及2020年前三季度分别同比下降8.29%、28.84%。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年建筑工程业务营业收入的复合增长率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）

指标名称	2019年	2018年	2017年
市场化商业项目	530,206.66	428,838.78	297,844.25
其中：BT项目	61,634.30	49,813.66	214,762.19
一般施工项目	468,572.36	379,025.12	83,082.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年底公司主要在建的商业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，总投资97.79亿元，尚需投资18.84亿元；截至2019年底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，已投资138.25亿元，尚需投资53.11亿元，综合考虑公司的商业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）

	项目名称	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）

项目名称	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

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

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。2019年地产销售收入增长幅度较大，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，项目预计总投资321.96亿元。公司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。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，能为公司带来相应的收入，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
戚隘桥项目	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	尚需投资
宁波财富中心项目	6.66	3.52	40.49
北京香河园3号地块项目	7.52	0.06	5.87
衡阳名门国际（一期）	4.86	0.90	4.49
南昌市政公用城	8.33	7.07	0.84
滨州东海壹号	8.29	0.06	0.72
济宁融创滨江壹号	19.00	3.52	0.70
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，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）

项目	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1-9月贸易收入分别占营业收入比重分别为45.77%、42.49%、39.62%、49.31%，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%	
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
	上海铍砒贸易有限公司	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。

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	投资	118,350.23	73.89%
	传媒	23,350.54	9.49%
	资产管理	19,084.34	19.86%
2018	投资	253,768.44	50.36%
	传媒	28,605.59	5.30%
	资产管理	16,270.93	7.94%
2017	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的通知》，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1-9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，2020年1-9月，公司合并范围一级子公司无变化，截至2020年9月底纳入合并范围一级子公司共27家，详情见附录二。

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%，非流动资产是资产的主要构成；2020年9月底公司货币资金、存货等增长幅度较大，总资产规模增长较快。

截至2019年底公司货币资金中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；应收账款余额的前5大客户金额占期末账面价值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，1年以内的占比87.65%。公司2019年底其他应收款包括往来款、土储款等，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，占其他应收款期末余额的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，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9月底存货规模增长主要系新增房地产项目所致。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9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	247.35	15.64%	162.27	12.14%	92.51	7.96%	92.65	9.94%

应收账款	44.11	2.79%	43.73	3.27%	38.45	3.31%	33.88	3.64%
预付款项	43.26	2.73%	34.80	2.60%	22.31	1.92%	15.28	1.64%
其他应收款	134.35	8.49%	107.45	8.04%	93.23	8.03%	53.79	5.77%
存货	217.22	13.73%	126.46	9.46%	132.83	11.43%	83.62	8.97%
其他流动资产	24.53	1.55%	37.59	2.81%	20.75	1.79%	12.85	1.38%
流动资产合计	712.41	45.04%	513.32	38.40%	400.47	34.47%	292.25	31.35%
可供出售金融资产	67.41	4.26%	68.09	5.09%	62.57	5.39%	99.45	10.67%
长期应收款	123.38	7.80%	122.79	9.18%	103.12	8.88%	34.14	3.66%
投资性房地产	35.56	2.25%	35.59	2.66%	28.78	2.48%	26.45	2.84%
固定资产	110.12	6.96%	111.66	8.35%	93.43	8.04%	52.67	5.65%
在建工程	238.59	15.08%	216.03	16.16%	217.22	18.70%	213.11	22.86%
无形资产	248.47	15.71%	233.38	17.46%	221.70	19.08%	196.91	21.12%
非流动资产合计	869.45	54.96%	823.57	61.60%	761.22	65.53%	639.87	68.65%
资产总计	1,581.86	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 1-9 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）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。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。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。公司在建工程规模较大，2020年9月底在建工程规模增至238.59亿元。公司无形资产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。

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。

收入质量与盈利能力

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，且近年公司经营回款情况尚可。

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，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，公司资产减值损失主要系坏账、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）

指标名称	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	307.53	426.78	347.72	257.99
收现比	1.43	1.02	1.12	1.03
营业利润	6.64	21.30	17.44	19.98
其他收益	7.06	13.33	12.37	10.27
利润总额	7.19	21.54	18.33	14.12
销售毛利率	9.56%	11.19%	10.74%	10.02%

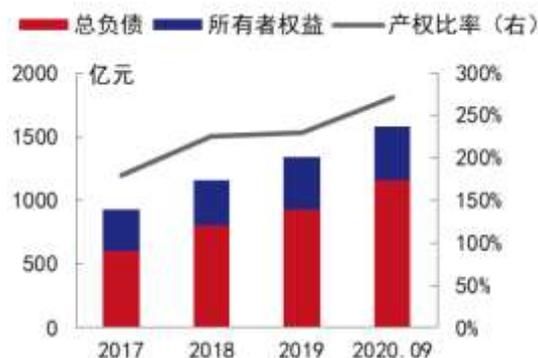
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

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

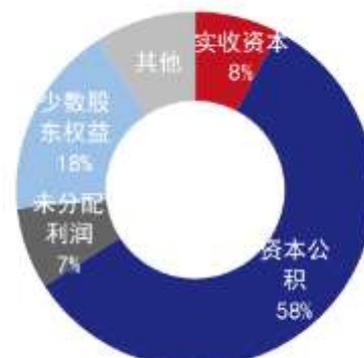
近年来，公司所有者权益呈现持续增长，2017-2019年所有者权益年复合增长率10.38%，主要系政府划拨资产、公司发行永续债、盈利积累所致，2019年12月公司发行20亿元永续债，计入其他权益工具。近年公司对外融资力度不断加强，负债总额持续上升，所有者权益对负债的保障程度持续下降。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2020 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2020 年 1-9 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。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；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；2020年9月底预收款项增长主要系预收房款增加所致。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。其他流动负债系短期应付债券和待转销项税额，2019年底公司其他流动负债中短期应付债券35.45亿元。

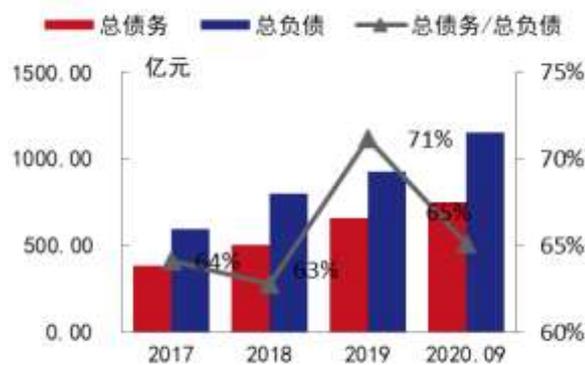
非流动负债方面，近年公司长期借款持续增长，包括质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款。应付债券系公司发行的债券、中票等。长期应付款主要系明股实债等。

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年9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	203.47	17.60%	167.31	17.98%	157.69	19.61%	80.63	13.47%
应付账款	76.32	6.60%	65.10	7.00%	58.56	7.28%	51.31	8.57%
预收款项	163.49	14.14%	43.51	4.68%	38.03	4.73%	17.08	2.85%
其他应付款	135.42	11.71%	124.95	13.43%	157.11	19.54%	109.51	18.30%
一年内到期的非流动负债	10.95	0.95%	32.97	3.54%	25.95	3.23%	50.60	8.45%
其他流动负债	42.71	3.69%	36.35	3.91%	33.50	4.17%	20.19	3.37%
流动负债合计	665.96	57.61%	500.82	53.82%	499.37	62.11%	351.40	58.71%
长期借款	303.03	26.21%	240.74	25.87%	140.93	17.53%	106.17	17.74%
应付债券	103.76	8.98%	108.64	11.68%	79.55	9.89%	62.53	10.45%
长期应付款	68.17	5.90%	68.66	7.38%	73.17	9.10%	69.36	11.59%
非流动负债合计	490.09	42.39%	429.67	46.18%	304.61	37.89%	247.13	41.29%
负债合计	1,156.05	100.00%	930.50	100.00%	803.98	100.00%	598.54	100.00%

资料来源：公司2017-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-9月财务报表，中证鹏元整理

公司2017-2019年总债务年复合增长率31.39%，增长较快，截至2020年9月底，公司总债务合计752.51亿元，其中短期债务277.55亿元，占总债务的36.88%，短期债务偿还较为集中，公司偿债压力较大。

图3 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率不断上升，负债经营程度不断增大，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年有所下降，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。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	73.08%	69.60%	69.21%	64.21%
现金短期债务比	0.90	0.66	0.42	0.61
EBITDA 利息保障倍数	-	1.70	1.81	1.86

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

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（2021 年 4 月 15 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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年9月底，公司对外担保金额合计187,200.00万元，占2020年9月底公司所有者权益比重的4.40%，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22 截至 2020 年 9 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
------	------	-------

南昌市国金工业投资有限公司	100,000.00	2026.03
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	187,200.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、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年及2020年1-9月公司经营活动现金净流入分别为7.60亿元、11.47亿元、15.07亿元、108.63亿元，收现比分别为1.03、1.12、1.02、1.43，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。

十、结论

综上，中证鹏元评定南昌市政公用投资控股有限责任公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

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本评级机构网站（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。

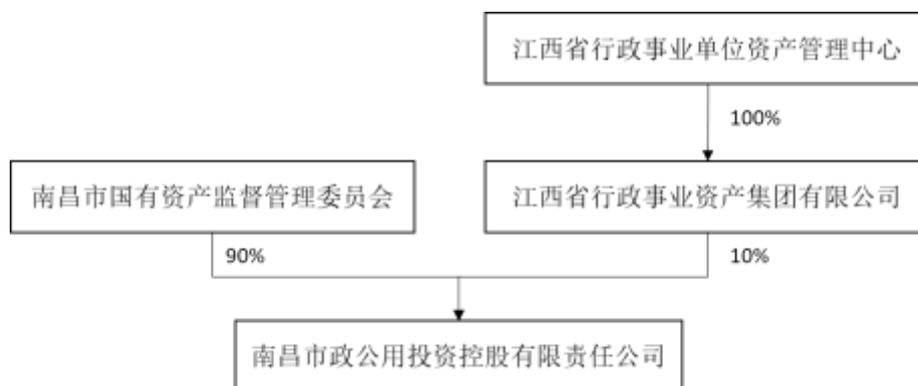
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	247.35	162.27	92.51	92.65
应收账款	44.11	43.73	38.45	33.88
预付款项	43.26	34.80	22.31	15.28
其他应收款	134.35	107.45	93.23	53.79
存货	217.22	126.46	132.83	83.62
其他流动资产	24.53	37.59	20.75	12.85
可供出售金融资产	67.41	68.09	62.57	99.45
长期应收款	123.38	122.79	103.12	34.14
投资性房地产	35.56	35.59	28.78	26.45
固定资产	110.12	111.66	93.43	52.67
在建工程	238.59	216.03	217.22	213.11
无形资产	248.47	233.38	221.70	196.91
总资产	1,581.86	1,336.89	1,161.69	932.12
短期借款	203.47	167.31	157.69	80.63
应付账款	76.32	65.10	58.56	51.31
预收款项	163.49	43.51	38.03	17.08
其他应付款	135.42	124.95	157.11	109.51
一年内到期的非流动负债	10.95	32.97	25.95	50.60
其他流动负债	42.71	36.35	33.50	20.19
长期借款	303.03	240.74	140.93	106.17
应付债券	103.76	108.64	79.55	62.53
长期应付款	68.17	68.66	73.17	69.36
总负债	1,156.05	930.50	803.98	598.54
总债务	752.51	662.63	504.93	383.82
所有者权益	425.81	406.39	357.71	333.58
营业收入	307.53	426.78	347.72	257.99
营业利润	6.64	21.30	17.44	19.98
其他收益	7.06	13.33	12.37	10.27
利润总额	7.19	21.54	18.33	14.12
经营活动产生的现金流量净额	108.63	15.07	11.47	7.60
投资活动产生的现金流量净额	-88.22	-81.42	-93.43	-61.67
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
销售毛利率	9.56%	11.19%	10.74%	10.02%
收现比	1.43	1.02	1.12	1.03
资产负债率	73.08%	69.60%	69.21%	64.21%
现金短期债务比	0.90	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

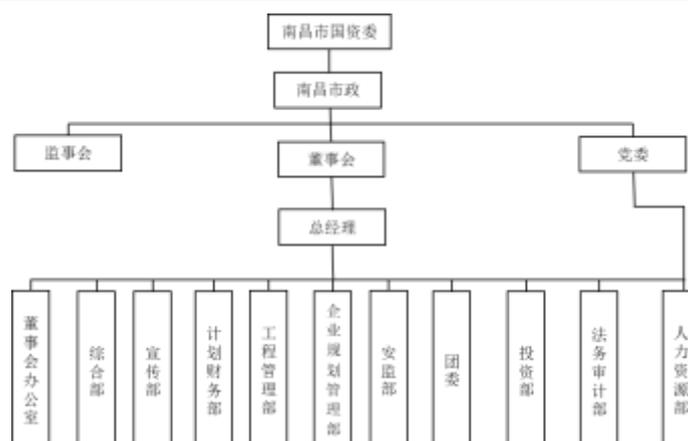
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月底）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 9 月底）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020年9月末纳入合并报表范围的一级子公司情况（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%	自有房屋租赁、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	84.33%	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：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。