

**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)(品种  
二)、2021年公开发行公司债券(面向专业  
投资者)(第一期)(品种一、品种二)、(第二  
期) 2021年跟踪评级报告**

---

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：



# 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)(品种二)、2021年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)(品种一、品种二)、(第二期) 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级		
20 洪政 02	AAA	AAA
21 洪政 01	AAA	AAA
21 洪政 02	AAA	AAA
21 洪政 03	AAA	AAA
评级日期		
20 洪政 02	2021-06-30	2020-08-04
21 洪政 01	2021-06-30	2021-01-22
21 洪政 02	2021-06-30	2021-01-22
21 洪政 03	2021-06-30	2021-04-22

## 债券概况

**债券简称:** 20 洪政 02

**剩余规模:** 10 亿元

**到期日期:** 2025-12-01

**债券简称:** 21 洪政 01

**剩余规模:** 8 亿元

**到期日期:** 2024-01-29

**债券简称:** 21 洪政 02

**剩余规模:** 2 亿元

**到期日期:** 2026-01-29

**债券简称:** 21 洪政 03

**剩余规模:** 10 亿元

**到期日期:** 2026-04-29

**偿还方式:** 均为每年付息一次、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 2020 年 12 月发行的公司债券(第一期)(品种二)(以下简称“20 洪政 02”)、2021 年 1 月发行的公司债券(面向专业投资者)(第一期)(品种一)(以下简称“21 洪政 01”)、2021 年 1 月发行的公司债券(面向专业投资者)(第一期)(品种二)(以下简称“21 洪政 02”)、2021 年 4 月发行的公司债券(面向专业投资者)(第二期)(以下简称“21 洪政 03”)的 2021 年跟踪评级结果为: 20 洪政 02、21 洪政 01、21 洪政 02、21 洪政 03(以下合称“本次债券”)信用等级均维持为 AAA, 发行主体信用等级维持为 AAA, 评级展望维持为稳定。
- 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仍较大; 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。

## 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。

## 联系方式

**项目负责人:** 谢海琳  
 xiehl@cspengyuan.com

**项目组成员:** 何佳欢  
 hejh@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872123

## 公司主要财务数据及指标 (单位: 亿元)

项目	2021.03	2020	2019	2018
总资产	1,549.49	1,465.46	1,336.89	1,161.69
所有者权益	442.70	442.29	406.39	357.71
总债务	766.20	713.33	682.63	504.93
资产负债率	71.43%	69.82%	69.60%	69.21%
现金短期债务比	0.84	0.88	0.66	0.42
营业收入	90.06	542.90	426.78	347.72
其他收益	2.76	13.43	13.33	12.37
利润总额	1.93	25.91	21.54	18.33
销售毛利率	9.09%	11.45%	11.19%	10.74%
EBITDA	--	61.75	51.76	45.46
EBITDA 利息保障倍数	--	1.67	1.70	1.81
经营活动现金流净额	-6.21	156.93	15.07	11.47
收现比	1.33	1.02	1.02	1.12

资料来源: 公司 2018-2020 年连审审计报告及未经审计的 2021 年一季报, 中证鹏元整理

## 优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**作为省会城市，南昌市在全省范围内仍具有领先的经济实力，重点产业保持高速增长，区域经济稳步发展，继续为公司发展提供了良好基础。
- **公司业务多元化程度较高，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。**2020年公司营业收入保持较快增速，截至2021年3月末公司在建的代建项目、市场化商业项目、房地产项目较多，总投资规模较大，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仍较大。**2020年，政府继续在专项债资金、公交运营、客运等方面给予公司较大的支持，有效提升了公司的利润水平。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产中土地资产和在建工程占比较高，土地资产抵押占比较高，且其中包含大量政府注入的储备地。
- **公司面临较大的资金压力。**截至2021年3月末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规模较大，随着项目的推进，公司面临较大的资金压力。
- **公司偿债压力仍较大。**2020年以来公司总债务持续增长，总债务规模较大，资产负债率较高。
- **公司房地产项目面临一定的销售压力。**截至2021年末公司在建房产总投资规模较大，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、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本次债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本次债券募集资金使用情况

公司于2020年12月发行20洪政02、2021年1月发行21洪政01及21洪政02、2021年4月发行21洪政03，募集资金扣除发行费用后计划全部用于偿还公司债务。截至2021年6月27日，20洪政01、21洪政01、21洪政02募集资金专户余额合计为246.94万元，21洪政03募集资金专户余额为0.00万元。

## 三、发行主体概况

2020年-2021年5月，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均无变化。2021年3月，南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“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5月末，公司注册资本和实收资本仍为32.71亿元，南昌市国资委持有公司90%股权，仍是公司的控股股东和实际控制人。江西省行政资产公司持有公司10%股权。

根据公司公告，2021年1月，经南昌市国资委委派，新增章勇、蔡翘为公司董事，新增易飞、吴瑕为公司监事。

2020年，公司合并范围一级子公司无变化，截至期末仍为27家，详情见附录四。

## 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%，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。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（以下简称“‘两新一重’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。

**2020年以来受疫情影响，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**

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，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务委员会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

**南昌市经济增速回落，高技术产业、战略新兴产业、装备制造业等重点产业保持高速增长，经济总量稳中有进，展现出较强经济韧性**

2020年，南昌市实现地区生产总值5,745.51亿元，比上年增长3.6%。其中，第二、第三产业的增速同比大幅下降。2020年南昌市人均GDP为102,587元，为全国人均GDP的141.6%，同2019年持平。

工业生产方面，南昌市2020年全年规模以上工业增加值比上年增长4.7%。全市规模以上工业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18个行业增速高于全市平均水平。高技术产业增加值增长10.0%，高于全市规上工业5.3个百分点；战略性新兴产业增加值下降0.2%；装备制造业增加值增长3.8%。工业经济效益方面，全年规模以上工业产品销售率为98.4%；实现利润总额444.94亿元，比上年增长26.3%。

固定资产投资方面，全市500万元及以上固定资产投资比上年增长8.8%。其中，工业投资增长3.7%，房地产开发投资增长6.4%。房地产开发投资中，住宅投资增长4.1%，办公楼和商业营业用房投资增长16.2%；商品房销售面积1,770.83万平方米，下降7.1%。全市500万元及以上固定资产投资中，第一产业投资比上年增长46.0%，第二产业投资增长3.8%，第三产业投资增长10.8%。三次产业在固定资产投资中所占比重为1.3:31.3:67.4。

**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	
	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%
第一产业增加值	235.28	2.2%	212.89	2.9%
第二产业增加值	2,676.89	3.8%	2,653.82	8.0%
第三产业增加值	2,833.35	3.4%	2,729.47	8.4%



规模以上工业增加值	-	4.7%	-	8.5%
500万元以上固定资产投资	-	8.8%	-	10.2%
社会消费品零售总额	2,452.74	3.0%	2,369.33	11.2%
进出口总额	1,151.46	8.4%	1,061.77	34.8%
存款余额	13,676.82	13.1%	12,096.80	12.7%
贷款余额	16,005.62	13.9%	14,047.32	15.9%
人均 GDP (元)	102,587	-	100,415	-
人均 GDP/全国人均 GDP	141.6%	-	141.6%	-

注：人均 GDP 按“地区生产总值/2019 年末常住人口”计算，“-”表示数据未公开披露。

资料来源：南昌市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报

2020年南昌市实现一般公共预算收入483.86亿元，同比增长1.4%，同期南昌市一般公共预算支出为838.07亿元，同比增长0.5%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为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年末、2020年末分别为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、2020年末均为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、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。2020年公司营业收入同比增长27.21%，保持较高增速。收入增长主要来源于房地产销售板块，贸易、水务、建筑工程等板块亦有所增长。销售毛利率较为稳定。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
贸易板块	40.20	1.02%	178.69	0.42%	169.08	0.42%
房地产销售板块	0.50	31.72%	156.17	15.75%	47.51	26.10%

水务板块	21.13	21.37%	67.97	21.40%	56.52	20.91%
建筑工程板块	5.14	9.33%	63.15	11.11%	53.02	11.05%
公交、出租板块	5.44	-49.41%	24.36	-47.72%	38.40	-13.44%
煤气、燃气板块	5.18	20.88%	17.42	26.69%	18.38	21.23%
其他板块	12.46	33.88%	35.13	63.27%	43.86	41.50%
<b>合计</b>	<b>90.06</b>	<b>9.09%</b>	<b>542.90</b>	<b>11.45%</b>	<b>426.78</b>	<b>11.19%</b>

注：其他板块收入主要包括投资业务、传媒业务、资产管理等。

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，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。截至2021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。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环境股份有限公司（股票简称：洪城环境，股票代码：600461.SH）负责运营，截至2021年3底，公司及其子公司合计持有洪城环境42.08%的股权，持有股权的43.84%已质押。

水业集团在南昌市供水市场上居垄断地位，供应范围覆盖南昌90%以上的区县，供水客户以居民用户为主，居民用户用水量接近60%，主要工业用水客户为洪都钢铁厂、英能水电和欧菲光等企业。2020年，公司售水量受疫情影响，工业售水量下降，而供水价格无变化。2020年公司实现供水收入9.10亿元，同比小幅下降5.11%。毛利率小幅下降。

**表3 公司主要水务数据**

指标名称	2020年	2019年
供水收入（亿元）	9.10	9.59
供水毛利率	48.24%	50.82%
供水户数（万户）	139	128
自来水供水量（万立方米）	45,121.79	45,009.00
自来水售水量（万立方米）	36,596.76	37,385.18
漏损率	18.89%	16.94%
污水处理收入（亿元）	11.88	9.46
污水处理毛利率	40.05%	32.74%
污水处理量（万立方米）	88,097.65	85,110.72

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2021年3月末，公司实际运营的污水处理厂共99家，总处理能力达249.28万吨/日。污水处理的业务模式为公司

对污水管道汇集的污水进行净化处理后再直接排入河流。江西省内的污水处理费收费方式趋于一致，主要采取与自来水费合并征收的方式，自来水价格中包括污水处理费。2020年以来污水价格无变化。

公司污水处理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，2020年公司实现供水排水工程及工程安装收入16.88亿元。

#### 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。2020年公司销气量小幅提升，由于上游采购价格下降，公司调整售价，导致当期燃气销售收入小幅下降，但实现毛利润3.08亿元，同比增长16.18%。

**表4 公司天然气业务发展情况**

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
购气量（亿立方米）	1.50	4.53	4.40
销气量（亿立方米）	1.42	4.40	4.27
其中：非居民（亿立方米）	0.95	2.91	2.96
居民（亿立方米）	0.47	1.49	1.31
燃气管道长度（公里）	6,337.30	6,303.17	5,912.00
供应非居民（户）	8,033.00	7,725.00	6,711.00
供应居民（万户）	106.26	104.12	95.86
采购均价（元/立方米）	2.34	2.03	2.27
平均出厂售价（不含税）（元/立方米）	3.11	2.79	2.96

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；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。2020年公交、出租受疫情等因素影响较大，实现营业收入24.36亿元，同比下降36.55%。且受价格管控等因素的影响，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。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，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，但受价格管控等影响使公交、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5 公司公交、出租业务情况**

指标名称	2020年	2019年
营运车辆（辆）	4,264	4,123
公交线路（条）	490	322
线路总长度（公里）	11,852	7,340
年客运量（亿人次）	2.40	3.89
公交收入（万元）	54,008.22	64,210.79
出租收入（万元）	6,158.34	7,515.65
出租毛利率	25.61%	30.49%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

长途客运方面，公司2018年并入江西长运集团有限责任公司（以下简称“长运集团”），主要从事长途运输服务，截至2021年3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，无质押情况。江西长运2020实现营业收入18.37亿元，同比下降24.03%，毛利率为-8.88%，同比下降12.74个百分点。2020年长运集团毛利润与毛利率下降的主要原因是新冠疫情致使长运业务绝大部分班线停止运营，收入急剧下降，而许多刚性成本如房屋建筑物折旧费、土地摊销费及员工工资等无法因收入而降低。

截至2021年3月末，公司拥有客运站81个，班线条数1,306条，其中省际班线327条、跨区班线346条、区内班线623条，整体较2019年末有所下降。公司在江西省内下属公司所拥有客车3,776辆、班线条数2,110条。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%。江西长运在省内客运市场占有率较高，但中证鹏元将持续关注公司长途客运业务未来受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公司融资建设，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。2020年建筑工程业务营业收入63.15亿元，同比增长19.10%；毛利率为11.11%，同比基本持平。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。

截至2021年3月末公司主要在建的政府代建项目计划总投资308.41亿元，已投资155.98亿元，尚需投资152.43亿元，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6 截至2021年3月末主要代建业务在建项目情况（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	131.97	64.56	67.41
二七隧道（一期）工程	32.97	0.09	32.88
前湖大道快速路(西外环-朝阳大桥)工程	29.70	18.96	10.74
昌九大道快速路改造二期（延伸段）工程	26.43	17.69	8.74
海昏（旅游景观）大道工程	19.69	13.30	6.39
南昌汉代海昏侯国遗址博物馆（考古研究中心、展示服务中心及配套设施）	19.02	13.06	5.96
南昌市市民中心工程	13.00	7.62	5.38
昌西大道工程	12.53	5.77	6.76
火车站东广场改造工程	11.11	7.09	4.02
南昌市军事装备展示中心	6.30	3.53	2.77
南昌市前湖大道快速路前湖立交工程	5.54	4.30	1.24
南昌市“三纵三横”公交专用道工程	0.15	0.01	0.14
<b>合计</b>	<b>308.41</b>	<b>155.98</b>	<b>152.43</b>

注：部分项目总投资额有所调整。

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。2020年销售收入较2019年大幅上升主要系无锡政融置业有限公司、南京政融置业有限公司、杭州融阳政房地产开发有限公司等公司纳入合并报表范围，且上海静安映然都项目当期确认收入较多所致。

截至2021年3月末公司主要在建房地产项目较多，项目总投资406.20亿元。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121.31亿元，存在较大资金压力。

**表7 截至2021年3月末公司主要在建房地产项目（单位：万平方米、亿元）**

项目	项目类型	规划建筑面积	总投资	已投资	持股比例	是否合并
市政公用一期	住宅、商业	99.72	54.68	19.85	100%	是
齐河观澜	住宅、商业	52.07	35.47	25.32	40%	是
济阳澄波	住宅、酒店	47.18	35.08	24.11	40%	是
市政公用	住宅、商业	44.00	28.00	15.30	49%	是
杭州森与海之城项目（杭州）	住宅	43.43	33.03	22.84	39%	是
名门国际	商业及住宅	43.00	16.00	4.35	100%	是
济宁融创	住宅、商业	42.16	24.80	20.64	40%	是
威海桥项目	商业	21.06	19.60	17.72	49%	是
无锡融创	住宅、商业	18.00	41.83	36.56	49%	是
南京玄武	住宅、商业	16.17	49.82	41.79	49%	是
东海壹号	住宅及商业	10.38	8.99	8.39	35%	是
上海映然	住宅	10.24	52.59	44.46	36%	是
九珑汇	商业、商务用地	8.99	6.30	3.57	82%	是
<b>合计</b>	-	<b>456.40</b>	<b>406.20</b>	<b>284.89</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地储备较为丰富，截至2021年3月末，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。

**表8 截至2021年3月末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	5.21	0.45	0.15	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	20.78	住宅、基础教育
<b>合计</b>	<b>113.59</b>	<b>79.44</b>	<b>79.14</b>	-

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。

2020年，公司实现贸易业务收入178.69亿元，同比增长5.68%，占公司总收入的32.91%，仍是公司营业收入的主要来源。从前5大供应商和客户的明细来看，2020年公司贸易业务主要供应商和客户存在一定变动，集中度不高。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。

**表9 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
2020	江西省鑫荣实业有限公司	12.78	7.38%	铜
	河北物流集团金属材料有限公司	11.86	6.85%	铜
	中铜矿业（天津）有限公司	11.76	6.80%	铜
	上海豪佳贸易有限公司	11.48	6.63%	铜
	江西省平凡物产贸易有限公司	11.27	6.51%	铜
	<b>合计</b>	<b>59.15</b>	<b>34.18%</b>	-
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
	<b>合计</b>	<b>66.62</b>	<b>39.57%</b>	-

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10 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
2020	上海中泰多经国际贸易有限责任公司	28.88	16.62%	铜
	河北物产金属材料有限公司	24.73	14.24%	铜
	江铜国际贸易有限公司	19.11	11.00%	铜
	君聚（上海）供应链管理有限公司	5.88	3.39%	其他
	南昌市鼎淞贸易有限公司	4.72	2.72%	铜



	<b>合计</b>	<b>83.32</b>	<b>47.97%</b>	
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
	冀中能源集团有限公司销售分公司	11.76	6.96%	铜
	上海铵砒贸易有限公司	10.05	5.94%	其他
	<b>合计</b>	<b>75.13</b>	<b>44.44%</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司获得的外部支持仍较大

2020年，公司资本公积新增2亿元，为政府注入的江西省政府专项债资金。2020年，公司收到政府补贴135,513.36万元，其中主要包括公交运输集团运营补贴74,687.78万元，长运集团线路及营运补助19,564.01万元、燃油补贴及新能源补助9,281.52万元，各项税收退税返还及个税手续费5,229.35万元等，占利润总额的52.30%。2021年1-3月，公司收到计入其他收益科目的政府补贴27,553.95万元，其中主要包括公交运输集团成本规制补贴15,000.00万元、节能减排补助资金7,797.85万、南昌县公交运营补贴2,011.70万元等，占当期利润总额的142.98%。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2018-2020年连审审计报告及未经审计的2021年一季报，审计报告采用新会计准则编制。2020年公司合并范围内一级子公司无变化，仍为27家。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模保持增长，但整体流动性较弱

2020年公司资产保持增长，期末同比增速为9.62%，仍以非流动资产为主。

2020年末公司货币资金绝大部分为银行存款，受限资金8.96亿元，主要为定期存款。2020年末公司其他应收款占总资产的8.96%，规模较大对资金形成占用。公司其他应收款欠款对象较为分散，期末应收前五大单位主要为关联或往来的民营房地产开发企业的借款27.10亿元，需关注回收风险。公司存货主要为在建的房地产项目等，随房地产项目的建设及结转存在一定的波动。

非流动资产方面，公司长期应收款主要包括BT工程款以及明股实债，随着BT工程分期收回以及投资的收回，2020年末长期应收款规模有所下降。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，规模相对稳定。截至2020年末未办妥产权证书的固定资产1.42亿元，固定资产中因借款抵押而受限的账面价值1.60亿元。公司在建工程规模主要为政府工程，规模较大且持续增长，2021年3月末较2019年末增长33.11%。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，2020年大幅增长主要系水务板块特许权增加所致。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2020年末公司无形资产中因借款抵押而受限的账面价值82.13亿元。

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2020年末，公司受限资产合计93.02亿元，占总资产比例6.35%，整体资产流动性较弱。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	220.21	14.21%	211.53	14.43%	162.27	12.14%
其他应收款	152.01	9.81%	131.31	8.96%	107.45	8.04%
存货	128.73	8.31%	119.61	8.16%	126.46	9.46%
<b>流动资产合计</b>	<b>641.15</b>	<b>41.38%</b>	<b>593.34</b>	<b>40.49%</b>	<b>513.32</b>	<b>38.40%</b>
长期应收款	109.86	7.09%	112.99	7.71%	122.79	9.18%
固定资产	114.72	7.40%	117.77	8.04%	111.66	8.35%
在建工程	287.56	18.56%	247.47	16.89%	216.03	16.16%
无形资产	255.11	16.46%	255.37	17.43%	233.38	17.46%
<b>非流动资产合计</b>	<b>908.34</b>	<b>58.62%</b>	<b>872.12</b>	<b>59.51%</b>	<b>823.57</b>	<b>61.60%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,549.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,465.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,336.89</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

## 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，政府补助有效提高了公司盈利水平

2020年公司营业收入同比增长27.21%，保持较高增速。其中贸易收入及房地产销售收入占比较高，2020年贸易板块收入占比32.91%，房地产板块收入占比28.77%。公司业务覆盖水务、建筑、燃气、贸易等，多元化程度较高，收现情况尚可。

公司销售毛利率仍较低，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。2020年及2021年1-3月，公司计入其他收益的政府补助分别占利润总额比重分别52.30%、142.98%，政府补助有效提高了公司盈利水平。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。投资收益为可供出售金融资产获得的收益，对公司利润有较大贡献。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

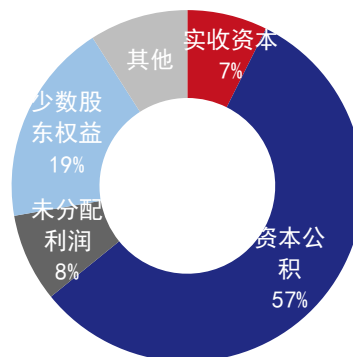
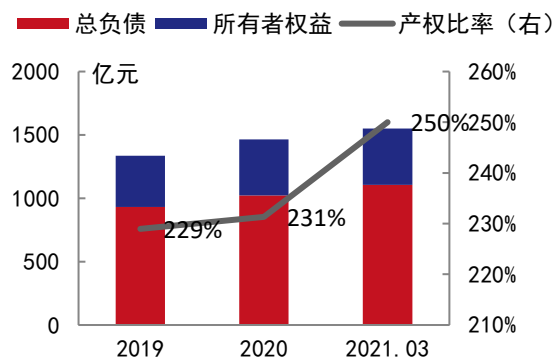
项目	2021年1-3月	2020年	2019年
营业收入	90.06	542.90	426.78
收现比	1.33	1.02	1.02
营业利润	1.84	25.47	21.30
其他收益	2.76	13.43	13.33
投资收益	0.62	5.27	4.54
资产减值损失	-0.13	-2.55	-3.26
利润总额	1.93	25.91	21.54
销售毛利率	9.09%	11.45%	11.19%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

#### 公司总债务持续增长，资产负债率高，偿债压力仍较大

2020年以来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。2021年3月末，公司所有者权益构成仍以资本公积为主，均为政府注入的资产。

**图 1 公司资本结构**
**图 2 2021年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

公司短期借款持续增长，2020年末以信用借款和保证借款为主。应付账款主要系应付的大宗贸易往来款及工程款项。预收款项主要系预收工程款、房地产板块的购房款等，2020年由于无锡政融置业有限公司、南京政融置业有限公司、杭州融阳政房地产开发有限公司等公司纳入合并报表范围，预收款大幅增长。其他应付款主要为应付往来款、工程、设备款项。2020年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款29.05亿元及一年内到期的应付债券20.00亿元。其他流动负债系短期应付债券和待转销项税额，2020年末公司其他流动负债中短期应付债券5.07亿元。

非流动负债方面，近年公司长期借款持续增长，2021年3月末较2019年末增长12.57%。应付债券系公司发行的债券、中票等，2021年3月末较2019年末增长7.68%。2020年末公司长期应付款主要为62.69亿元明股实债。

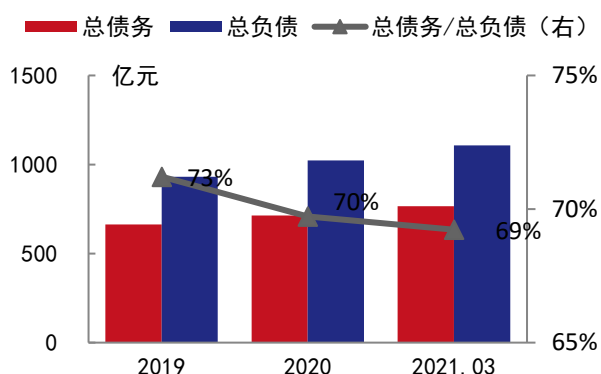
**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	201.66	18.22%	169.85	16.60%	167.31	17.98%
应付账款	93.25	8.42%	92.20	9.01%	65.10	7.00%
预收款项	76.12	6.88%	63.37	6.19%	43.51	4.68%
其他应付款	145.20	13.12%	134.67	13.16%	122.68	13.18%
一年内到期的非流动负债	44.38	4.01%	49.05	4.79%	32.97	3.54%
其他流动负债	1.83	0.17%	7.28	0.71%	36.35	3.91%
<b>流动负债合计</b>	<b>639.43</b>	<b>57.77%</b>	<b>575.51</b>	<b>56.25%</b>	<b>500.82</b>	<b>53.82%</b>
长期借款	270.99	24.48%	259.93	25.40%	240.74	25.87%
应付债券	116.98	10.57%	106.38	10.40%	108.64	11.68%
长期应付款	64.19	5.80%	66.56	6.51%	67.56	7.26%
<b>非流动负债合计</b>	<b>467.35</b>	<b>42.23%</b>	<b>447.65</b>	<b>43.75%</b>	<b>429.67</b>	<b>46.18%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,106.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,023.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>930.50</b>	<b>100.00%</b>

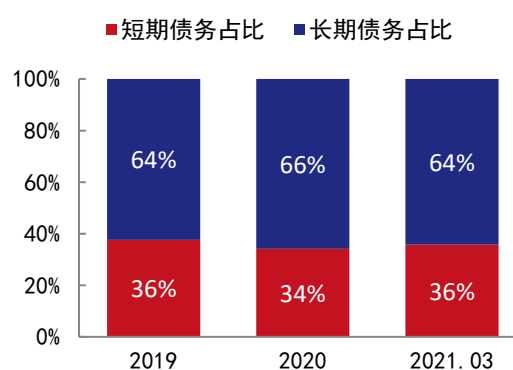
资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

由于经营性负债的大幅增长，公司总债务占总负债的比例有所下降。截至2021年3月末，公司总债务766.20亿元，较2019年末增长12.24%，债务持续增长，公司偿债压力仍较大。其中短期债务274.05亿元，占总债务的比例相对较高。考虑到期末公司货币资金余额220.21亿元，2020-2021年3月公司经营现金流净流入150.72亿元，公司短期偿债压力不大。

**图 3 公司债务占负债比重**



**图 4 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告及未经审计的 2021 年一季报，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，债务压力仍较大。2020 年受益于货币资金的增长，现金短期债务比小幅提升，但仍较低。近年来 EBITDA 持续增长，息税折旧摊销前收益对利息支出的保障程度小幅提升。

**表14 公司偿债能力指标**

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	71.43%	69.82%	69.60%
现金短期债务比	0.84	0.88	0.66
EBITDA 利息保障倍数	--	1.67	1.70

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

## 七、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 2018 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（查询日：2021 年 4 月 15 日）及重要子公司南昌水业集团有限责任公司（查询日：2021 年 4 月 13 日）、南昌市政工程开发集团有限公司（查询日：2021 年 4 月 13 日）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 2021 年 3 月末，公司对外担保金额合计 187,200.00 万元，占当期末公司所有者权益比重的 4.23%，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15 截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日
南昌高新投资集团有限公司	27,200.00	2018.10-2021.12
南昌综保置业有限公司	60,000.00	2019.06-2034.06
南昌市国金工业投资有限公司	100,000.00	2020.03-2026.03
<b>合计</b>	<b>187,200.00</b>	<b>2018.10-2021.12</b>

资料来源：公司提供

## 八、结论

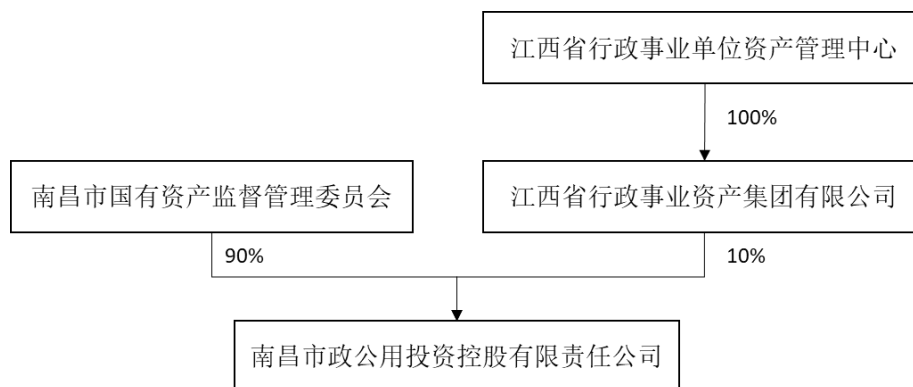
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AAA，维持评级展望为稳定，维持本次债券信用等级为 AAA。

## 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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	220.21	211.53	162.27	92.51
流动资产合计	641.15	593.34	513.32	400.47
在建工程	287.56	247.47	216.03	217.22
无形资产	255.11	255.37	233.38	221.70
非流动资产合计	908.34	872.12	823.57	761.22
资产总计	1,549.49	1,465.46	1,336.89	1,161.69
短期借款	201.66	169.85	167.31	157.69
其他应付款	145.20	134.67	122.68	155.38
一年内到期的非流动负债	44.38	49.05	32.97	25.95
流动负债合计	639.43	575.51	500.82	499.37
长期借款	270.99	259.93	240.74	140.93
应付债券	116.98	106.38	108.64	79.55
长期应付款	64.19	66.56	67.56	67.63
非流动负债合计	467.35	447.65	429.67	304.61
负债合计	1,106.79	1,023.17	930.50	803.98
总债务	766.20	713.33	682.63	504.93
所有者权益	442.70	442.29	406.39	357.71
营业收入	90.06	542.90	426.78	347.72
营业利润	1.84	25.47	21.30	17.44
其他收益	2.76	13.43	13.33	12.37
利润总额	1.93	25.91	21.54	18.33
经营活动产生的现金流量净额	-6.21	156.93	15.07	11.47
投资活动产生的现金流量净额	-38.80	-85.69	-81.42	-93.43
筹资活动产生的现金流量净额	45.64	-15.19	121.84	64.69
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	9.09%	11.45%	11.19%	10.74%
收现比	1.33	1.02	1.02	1.12
资产负债率	71.43%	69.82%	69.60%	69.21%
现金短期债务比	0.84	0.88	0.66	0.42
EBITDA（亿元）	--	61.75	51.76	45.46
EBITDA 利息保障倍数	--	1.67	1.70	1.81

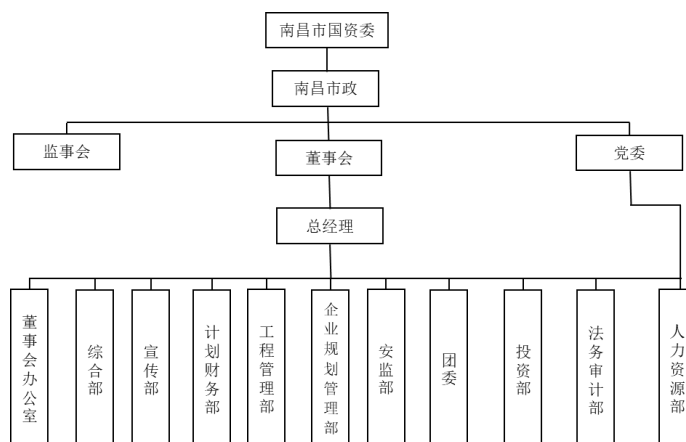
资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



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 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 截至 2020 年末公司纳入合并范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	实收资本	持股比例	业务性质
南昌水业集团有限责任公司	21,772.27	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	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	157,070.00	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	30,000.00	100.00%	旅游项目开发
南昌市政公用工程项目管理有限公司	91,293.00	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 2018-2020 年连审审计报告，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。