

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)、(第三期)(品种一)、2022年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期) 2023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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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¹2020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)、(第三期)(品种一)、2022年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
20 洪政 02	AAA	AAA
21 洪政 01	AAA	AAA
21 洪政 02	AAA	AAA
21 洪政 03	AAA	AAA
21 洪政 04	AAA	AAA
22 洪政 01	AAA	AAA

评级日期

2023年6月28日

联系方式

项目负责人: 王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员: 姚睿
yaor@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：南昌市近年经济保持较快发展，发展动能较好，而南昌市政公用集团有限公司（以下简称“南昌市政”或“公司”）作为南昌州市属国企四大集团之一，在区域内的竞争力仍较强，且公司业务多元化程度较高，区域专营性强，南昌州市政府在资金注入以及财政补贴等方面为公司业务发展持续提供有力支撑。同时，中证鹏元也关注到公司房地产项目存在一定的去化压力和减值风险，资产流动性较弱，资金支出压力较大，总债务规模持续增长且短期偿债压力加大等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时期内仍将作为南昌州市属国企四大集团之一，公司能够维持在供水、污水处理、燃气等业务方面的区域专营性和工程施工、房地产开发业务的竞争力，且将持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	1,663.12	1,592.59	1,582.94	1,465.46
所有者权益	497.50	499.89	480.58	442.29
总债务	--	758.82	761.09	753.33
资产负债率	70.09%	68.61%	69.64%	69.82%
现金短期债务比	--	0.57	0.72	0.88
营业收入	110.23	589.72	563.07	542.90
其他收益	0.38	2.84	13.98	13.43
利润总额	1.77	17.91	29.88	25.91
销售毛利率	7.68%	8.52%	10.84%	11.45%
EBITDA	--	50.13	68.66	61.75
EBITDA 利息保障倍数	--	1.67	1.70	1.67
经营活动现金流净额	2.86	27.65	2.72	156.93

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度，中证鹏元整理

¹ 公司名称已于 2022 年 6 月 15 日更名为“南昌市政公用集团有限公司”。

优势

- **南昌市近年经济保持较快发展，发展动能较好。**南昌市为江西省省会，经济总量为省内排头兵，区域经济保持较快增长，已构建“4+4+X”新型工业产业体系，其中电子信息、汽车和新能源汽车、航空装备、生物医药四大新兴支柱产业营业收入占全市比重已超 40%，占八大主导产业比重已超 50%，依托良好的区位优势以及在长江中游城市群及大南昌都市圈战略部署下，发展潜力较大。2022 年实现 GDP 7,203.50 亿元，同比增长 4.1%。
- **公司作为南昌市市属国企四大集团之一，平台地位突出。**2022 年南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）、南昌市政府决定对南昌市属国有企业集团整合重组，将现有 10 家市属一级国有企业整合重组为四大集团。作为四大集团之一，公司定位为以水务、环保和现代农业为主的产业投资公司，新增热电联产业务，并剥离公交、出租等部分与主业无关的产业。
- **公司业务多元化程度较高，区域专营性强。**公司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，也是南昌市最大的天然气经营主体，在市政公用领域有垄断性竞争优势；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。同时公司在建的代建项目较多，待结转成本规模较大，业务持续性较好，且公用事业板块业务稳步发展。
- **公司持续获得的外部较大力度支持。**2022 年公司因南昌市国资委等注入资金等本年合计净增加资本公积 9.57 亿元，同期收到政府补助 2.86 亿元。

关注

- **公司房地产项目存在一定的去化压力和减值风险。**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，受地产景气度下行和居民信心不足等影响，公司房地产开发项目存在一定去化压力，若项目无法顺利完成开发，公司还将面临减值风险。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以房地产项目和建筑工程项目建设投入以及土地资产为主，且土地资产中包含大量政府注入的储备地。
- **公司面临较大的资金压力。**公司近年投资活动产生的现金流持续净流出，为满足在建的代建项目、市场化商业项目、房地产项目资本投入，公司对外融资需求仍较大。
- **公司偿债压力较大。**2022 年公司总债务规模达 758.82 亿元，资产负债率达 68.61%，2023 年 3 月末资产负债率进一步提升至 70.09%，持续处于较高水平，且现金短期债务比较低。

同业比较（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	职能定位
南昌交投	南昌市国资委	1,009.38	62.37%	825.48	南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体
南昌轨交	南昌交投	528.84	52.71%	29.94	南昌市地铁项目投资建设运营管理唯一主体
南昌市政	南昌市国资委	499.89	68.61%	589.72	南昌市重要的国有资产运营主体，经营南昌市供水、污水、燃气等公用事业，承担市政工程投资等业务
南昌建投	南昌市国资委	410.21	70.46%	37.54	南昌市市政道路、隧道、高架桥等基础设施建设，南昌市高速公路建设与运营主体
南昌产投	南昌市人民政府	394.51	51.74%	81.02	南昌市重要的产业投资和国有资产运营主体

注：1) 以上各指标均为 2022 年数据；2) 南昌交投系南昌市交通投资集团有限公司简称，南昌轨交系南昌轨道交通集团有限公司简称，南昌建投系南昌市建设投资集团有限公司简称，南昌产投系南昌市产业投资集团有限公司简称。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	7/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	7/7		财务状况	6/7
	行政层级	4/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aaa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AAA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aaa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	AAA/22 洪政 01	2022-6-27	谢海琳、陈念	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)	阅读全文
AAA/稳定	AAA/10 洪市政债/10 洪市政	2017-7-14	肖彬俊、刘志强	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA+/稳定	AA+/10 洪市政债/10 洪市政	2011-6-30	赵军、秦斯朝	公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+/10 洪市政债/10 洪市政	2010-6-8	赵军、张飞	公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 洪政 02	10.00	10.00	2022-6-27	2025-12-01
21 洪政 01	8.00	8.00	2022-6-27	2024-1-29
21 洪政 02	2.00	2.00	2022-6-27	2026-1-29
21 洪政 03	10.00	10.00	2022-6-27	2026-4-29
21 洪政 04	10.00	10.00	2022-6-27	2024-9-1
22 洪政 01	10.00	10.00	2022-6-27	2027-3-17

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、本期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、2021年9月发行21洪政04、2022年发行22洪政01，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2023年3月21日，20洪政01、21洪政01、21洪政02募集资金专户余额合计为248.23万元，21洪政03、21洪政04募集资金专户余额合计为22.00万元，22洪政01募集资金专户余额为12.62万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变更。截至2023年3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，具体产权及控制关系见附录二。

2022年南昌市国资委、南昌市政府决定对南昌市属国有企业集团整合重组，将现有 10 家市属一级国有企业整合重组为四大集团，本次整合共涉及划入股权企业 12 家，划出股权企业 11 家，本次重组重要子公司变化详见关注公告²。整合后的公司为四大集团之一，将以水务、环保和现代农业为主业。

2022年度公司合并报表范围新增13家子公司，减少19家子公司（以上新增和减少子公司均包含下属全部各级次公司），主要因南昌市属国有企业集团整合重组影响，本次重组所涉及企业截至2023年5月末均已完成工商变更，未对公司的财务指标和日常生产经营及偿债能力产生重大不利影响；截至2023年3月末，公司合并范围内的一级子公司共31家，详见附录四。截至目前，公司仍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。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

² 《中证鹏元关于关注南昌市政公用集团有限公司股权无偿划转事项的公告》（中证鹏元公告【2022】417号）

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典

型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

南昌市集江西省政治、经济、文化、科技和交通中心为一体，已形成四大新兴支柱产业和四大优势传统产业为主的八大主导产业，经济保持较快增长，且依托较好的区位优势以及在长江中游城市群及大南昌都市圈战略部署下，区域发展潜力较大，但财政自给能力偏低，地方政府债务压力持续提升

区位特征：江西省会，全省政治、经济、文化、科技和交通中心。南昌位于江西省中部偏北，是江西省的省会城市，长江中游城市群中心城市之一，鄱阳湖生态经济区核心城市，国家历史文化名城。南昌现辖三县六区、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（赣江新区临空组团）、湾里管理局（2020年撤区并入新建区），区域面积7,402平方公里，是全省的政治、经济、文化、科技和交通中心。南昌市2022年末常住人口653.81万人，比2021年末增加10.06万人，增长1.56%，对省内人口持续产生虹吸效应。

图1 南昌市“十四五”空间布局示意图



资料来源：南昌市政府官方网站，中证鹏元整理

经济发展水平：南昌市经济总量为省内排头兵，经济水平较好，主要依靠固定资产投资拉动，但经济规模在中部省会城市中排名靠后。南昌市 2020-2022 年占全省 GDP 的比重均在 22%以上，2022 年 GDP 增速低于全省平均水平但高于全国平均水平，三次产业结构由 2021 年的 3.6:48.4:48.0 调整至 2022 年的 3.4:48.4: 48.2，产业结构相对稳定。固定资产投资对经济的拉动作用较强，近年南昌市规模以上固定资产投资维持较高水平。在中部六省中南昌市与其他省会城市相比经济总量偏小，GDP 和一般公共预算收入排名第 5，人均 GDP 排名第 4。

表1 2022 年中部省会城市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入	一般公共预算收入增速	人均 GDP（万元）
武汉市	18,866.43	4.0%	1,504.74	3.7%	13.78
长沙市	13,966.11	4.5%	1,202.00	1.2%	13.40
郑州市	12,934.70	1.0%	1,130.80	-7.6%	10.08
合肥市	12,013.10	3.5%	909.25	7.7%	12.58
南昌市	7,203.50	4.1%	457.68	-5.6%	11.10
太原市	5,571.17	3.3%	437.48	3.3%	10.29

注：人均GDP=GDP/常住人口。

资料来源：各省会城市财政数据、公开数据，中证鹏元整理

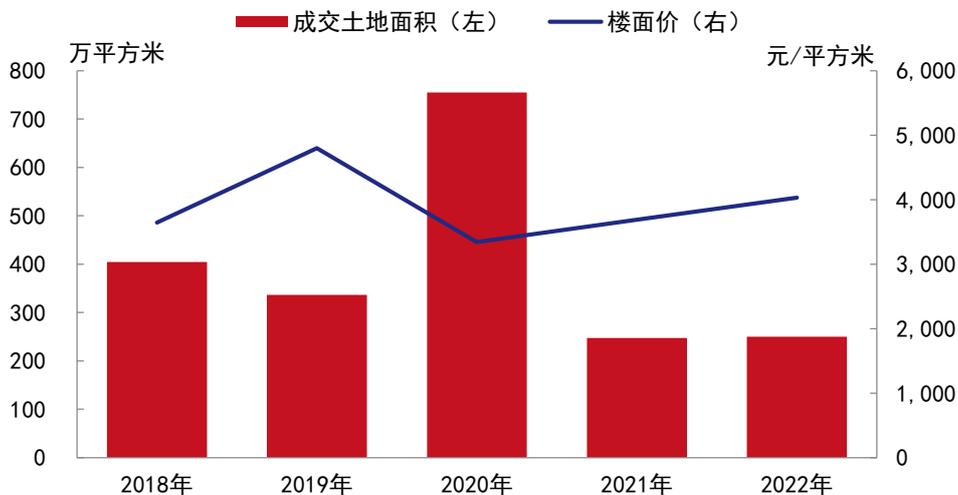
表2 南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	7,203.50	4.1%	6,650.53	8.7%	5,745.51	3.6%
规模以上固定资产投资	-	7.6%	-	11.1%	-	8.8%
社会消费品零售总额	3,012.00	4.6%	2,878.74	17.4%	2,452.74	3.0%
进出口总额	1,345.56	4.3%	1,293.56	12.3%	1,151.46	8.4%
人均 GDP（元）	111,031		104,788		103,308	
人均 GDP/全国人均 GDP	129.56%		129.41%		127.58%	

注：2020人均GDP根据第七次人口普查数据计算。

资料来源：2020-2022 年南昌市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

土地市场方面，2018-2020 年南昌市住宅用地成交面积和楼面均价整体呈现波动态势，其中 2020 年，南昌市积极扩大有效土地供应，但出让土地大多位于新建区、红谷滩、南昌县区域，其地价相对较低，导致该年度土地成交大幅度增长，但成交均价显著下降。2021 年一季度住建部将南昌市列入房地产市场监测重点城市名单，且随着房地产行业资金趋紧的背景下，2021-2022 年南昌市土地市场降温明显，成交面积持续低迷。

图 2 南昌市近年来住宅类用地成交情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

产业情况：南昌市构建了“4+4+X”新型产业体系，2021-2022年八大主导产业营收均破6,000亿元。近年来南昌市着力构建“4+4+X”产业体系，即四大战略性新兴产业（汽车及新能源汽车、电子信息、生物医药、航空装备）、四大特色优势传统产业（绿色食品、现代针纺、新型材料、机电装备制造）及若干生产性服务业。2021-2022年南昌市八大主导产业营业收入分别达6227.3亿元和6,054.10亿元。其中汽车及新能源汽车产业共有相关企业200余家，规上企业128家，拥有整车和改装车生产资质的企业9家，汽车年产能58万辆，在建产能27万辆；电子信息产业2022年营业收入接近2,000亿元，主要包括LED产业、移动智能终端产业、VR产业等子行业，系全国少有的LED全自主知识产权产业链城市；生物医药产业拥有各类医药生产企业300多家，经营单位1.6万余家，医疗器械生产占全省总量的80%，一次性医疗器械制造规模全国最大；航空装备产业拥有国家重点航空制造企业洪都集团，以及洪都飞机设计所（650所）、南昌航空大学等科研院所和试验基地。截至2023年3月，南昌拥有江铃汽车（股票代码：000550.SZ）、洪都航空（股票代码：600316.SH）、联创光电（股票代码：600363.SH）等A股上市公司28家，较为优质的产业主体可以进一步促进本地经济发展、激活产业链和扩大社会就业。

发展规划及机遇：加快推进“强省会”战略，建设长江中游城市群核心城市。南昌市近年深入实施“强省会”战略，充分利用南昌毗邻长江三角洲、珠江三角洲的优势，并响应《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》号召，努力打造长江中游城市群的核心城市，加强南昌与周边市县联动对接，有序培育南昌都市圈，成为长江经济带发展和中部地区崛起的重要支撑、全国高质量发展的重要增长极。

财政及债务：南昌市财政自给能力偏低，受留抵退税影响，财政收入有所下降，且政府性基金收入连续两年下滑，地方政府债务压力随之上升。2022年南昌市财政收入有所下降，主要系增值税受留抵退税同比下降48.9%影响；财政自给率相比其他中部省份城市偏低，2022年因城乡社区支出大幅增长50.7%，财政自给率进一步下滑。受房地产市场下行影响，2022年1-11月南昌市实现政府性基金收入

254.5 亿元，同比下降 28.4%。区域债务方面，2022 年南昌市地方政府债务余额同比增长 7.72%，剩余 126.18 亿元额度未使用，因地方政府可支配财力下降，政府债务压力有所提升。

表3 南昌市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	457.68	484.80	483.86
税收收入占比	60.26%	71.06%	76.51%
财政自给率	48.74%	55.72%	57.74%
政府性基金收入	-	411.05	626.00
地方政府债务余额	1,481.74	1,375.50	1,132.71

资料来源：南昌市 2020-2022 年财政预算执行情况及南昌市财政局，中证鹏元整理

投融资平台：南昌市国企整合重组实现“4+2”布局，进一步理顺主业分工。2022 年南昌市对市属国有企业进行整合重组，整合后形成了“4+2”的布局，其中包括南昌产投、南昌市政、南昌建投和南昌交投四大集团，江铃汽车集团有限公司和南昌轨交由交投集团并表，四大集团职能定位进一步理顺，主责主业分工明确。南昌市目前主要有 5 家投融资主体，其中南昌市政、南昌建投资产负债率水平达 70% 左右，债务负担较重。

表4 南昌市主要投融资主体情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	职能定位
南昌交投	南昌市国资委	1,009.38	62.37%	825.48	南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体
南昌轨交	南昌交投	528.84	52.71%	29.94	南昌市地铁项目投资建设运营管理唯一主体
南昌市政	南昌市国资委	499.89	68.61%	589.72	南昌市重要的国有资产运营主体，经营南昌市供水、污水、燃气等公用事业，承担市政工程投资等
南昌建投	南昌市国资委	410.21	70.46%	37.54	南昌市市政道路、隧道、高架桥等基础设施建设，南昌市高速公路建设与运营主体
南昌产投	南昌市人民政府	394.51	51.74%	81.02	南昌市重要的产业投资和国有资产运营主体

注：财务数据均为 2022 年。

资料来源：各公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

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，且在区域内的竞争力较强

公司是南昌市最大的国有资本运营主体，目前主业已形成公用事业、建筑工程、房地产销售、贸易、现代农业等五大板块，业务多元化程度较高。2022 年，公司营业收入小幅增长，增量主要来自新划入的浙江富春江环保热电股份有限公司（以下简称“富春环保”，股票代码：002479.SZ）带来的公共事业板块收入和铜采购量扩大带来的贸易收入扩大；销售毛利率小幅下滑，主要系公用事业、建筑工程、房地产销售、贸易收入毛利率均下降所致。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
公用事业板块	43.49	39.45%	17.24%	173.56	29.43%	19.67%	107.54	19.10%	23.86%
建筑工程板块	13.73	12.46%	6.80%	71.62	12.14%	6.76%	57.62	10.23%	12.42%
房地产销售板块	0.59	0.53%	-121.97%	95.61	16.21%	6.30%	139.73	24.81%	14.96%
贸易板块	49.97	45.33%	0.01%	231.87	39.32%	0.32%	185.24	32.90%	0.60%
现代农业	1.03	0.93%	15.05%	7.18	1.22%	0.28%	-	-	-
公交、出租板块	-	-	-	-	-	-	28.12	4.99%	-27.83%
其他板块	1.42	1.29%	41.49%	9.89	1.68%	44.93%	44.83	7.96%	31.27%
合计	110.23	100.00%	7.68%	589.72	100.00%	8.52%	563.07	100.00%	10.84%

注：1）2021年现代农业板块收入未单独统计，收入放入其他板块；2）2022年随着江西长运集团有限公司和江西南昌公共交通运输集团有限责任公司股权划出，公司不再运营公交、出租板块。

资料来源：公司2021-2022年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

（一）公用事业板块

公司公用事业板块主要包括水务板块、煤气、燃气板块、热电联产板块和固废及危废处理板块等，在南昌市的水务、燃气、环保事业等领域处于重要地位，拥有较强的竞争优势

公司的公用事业板块主要由全资子公司南昌水业集团有限责任公司下属上市子公司江西洪城环境股份有限公司（以下简称“洪城环境”，股票代码：600461.SH）和富春环保运营，其中洪城环境负责水务水务、煤气、燃气板块及部分固废及危废处理板块；富春环保负责热电联产板块和部分固废及危废处理板块。截至2023年3月末，公司及其子公司合计持有洪城环境53.21%的股权，持有股权的21.09%已质押；截至2023年3月末，公司持有富春环保20.49%的股权，持有股权无质押。

水务板块方面，洪城环境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，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。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。

2022年以来洪城环境供水能力和污水处理相对平稳，截至2022年3月底洪城环境拥有11家水厂和实际运营的污水处理厂共103家（江西省内93家）。2022年南昌市自来水价格和污水处理价格未发生变化，但将污水处理收入系公司按实际污水处理量和污水处理成本上报市政府相关部门，市政府相关部门对公司申报的年度污水处理量和处理成本进行监审，并按监审后确定各年应核拨给公司的污水处理费用，据此确认收入。整体来看，由于售水量和污水处理量的提高，洪城环境水务收入大幅增长。毛利率维持在较高水平。

表5 洪城环境水务业务主要指标

指标名称	2022年	2021年
期末水厂数量（座）	11	11

日供水能力（万立方米）	194	194
期末管网长度（公里）	7,933	7,901
售水总量（万立方米）	39,426	37,869
自来水销售收入（亿元）	9.34	9.16
自来水销售毛利率	41.60%	47.67%
污水处理总量（万立方米）	115,076	96,922
污水处理收入（亿元）	22.93	16.04
污水处理毛利率	40.26%	39.63%

资料来源：洪城环境 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

煤气、燃气板块方面，主要由洪城环境的下属子公司南昌市燃气集团有限公司负责运营，该公司是集设计、施工、输配、销售为一体的专业燃气公司。公司是南昌市内最大的天然气经营主体，拥有南昌市主要行政区域的管道燃气特许经营权，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，截至 2023 年 3 月末，居民天然气销售价格为 3.20 元/立方米，公福用户销售价格 3.36 元/立方米，非居民用户销售价格 4.50 元/立方米（非居民用户销售价格会受上游采购价格的变化而实时调整）。截至 2022 年末，公司拥有燃气管道长度 6,929.53 公里，管道燃气居民用户数量 1,223,249 户，非居民用户 6,543 户。

2022 年天然气业务稳步发展，由于燃气销量持续增长，公司实现燃气板块收入 22.22 亿元，同比有所增长；但由于燃气价差（不含税平均出厂售价-采购均价）缩小，实现毛利润 3.64 亿元，同比有所下滑。

表6 公司天然气业务发展情况

项目	2022 年	2021 年
购气量（亿立方米）	5.26	4.91
销气量（亿立方米）	5.13	4.79
其中：非居民（亿立方米）	3.28	3.23
居民（亿立方米）	1.85	1.56
燃气管道长度（公里）	6,929.53	6,587.21
供应非居民（户）	6,543.00	5,409.00
供应居民（万户）	122.32	113.46
采购均价（元/立方米）	2.95	2.30
平均出厂售价（不含税）（元/立方米）	3.48	2.98

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

热电联产板块方面，该板块系 2022 年新增业务板块，主要由新划入的富春环保负责。热电联产业务主要通过燃煤等产生的热量加热锅炉，使锅炉中的水变成水蒸汽，利用蒸汽推动汽轮发电机组发电，汽轮机排出蒸汽通过供热管网提供给用热客户，实现热电联产。该业务的主要产品为蒸汽和电力，其中，电力产品根据与国网供电公司并网协议全部并入国家电网当地公司，蒸汽产品则用于园区内造纸企业、化工企业、医药企业、食品企业和纺织企业等下游客户在生产过程中的加热、烘干等用途。

2022 年公司热电联产业务产生营业收入 25.74 亿元，营业成本 21.04 亿元，毛利润 4.70 亿元，毛利率 18.27%，清洁电能和清洁热能产销率均维持在较高水平。

表7 公司热电联产业务产品情况

产品名称	项目	2022 年
清洁电能	产量（万千瓦时）	125,137.21
	销量（万千瓦时）	103,635.31
	业务收入（万元）	43,608.41
	业务成本（万元）	36,930.85
	毛利润（万元）	6,677.56
	毛利率	15.31%
	清洁热能	产量（万蒸吨）
销量（万蒸吨）		791.40
业务收入（万元）		213,777.10
业务成本（万元）		173,428.72
毛利润（万元）		40,348.38
毛利率		18.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

固废及危废处理板块方面，该板块由洪城环境与富春环保共同负责，一般分为固危废处理与有色金属固危废处理两类。对于一般固危废处理，主要涵盖生活垃圾焚烧发电、工业固废处理、危险废物处理、餐厨垃圾处理、市政污泥处理、飞灰填埋、渗滤液处理等。对于有色金属固危废处理，在对其进行一般的无害化处理后，进一步对其内含的有色金属资源进行回收和综合利用。对于一般固危废处理，公司除了收取垃圾处理费作为主要收入来源之外，通过对垃圾的焚烧，可以产生电力并将电输送给国家电网作为一部分收入；通过对餐厨垃圾的发酵厌氧处理，亦可以产生沼气并售卖获取一部分收入。对于有色金属固危废处理，公司在对含有色金属危固废进行无害化处置后，通过湿法和火法等工艺流程对原料中有色金属的富集和提炼，产出资源化产品，如精锡及部分贵金属等；对于资源化后包含公司无法进一步提炼的有色金属物料，则有价出售给其他危固废深度资源化利用的公司。

2022 年度，公司固废及危废处理业务产生营业收入 19.81 亿元，营业成本 13.80 亿元，毛利润 6.00 亿元，毛利率 30.31%，有色金属类主要产成品精锡产量 2,439.94 吨，销量 2,381.53 吨。

（二）建筑工程板块

公司承担南昌市内重大市政工程建设，施工资质较高，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

建筑工程板块业务主要由发行人本部及下属控股子公司南昌市政工程开发集团有限公司共同承担。公司承担了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。

近年公司建筑工程收入主要为市场化商业项目收入。2022 年由于工程结算量减少，建筑工程业务营业收入 71.62 亿元，同比增长 24.30%；毛利率较上年有所下降，系施工行业竞争激烈和工程项目总承包占比下降所致。

截至 2023 年 3 月末公司主要在建的政府代建项目计划总投资 348.61 亿元，已投资 265.67 亿元，合同资产中待结算工程款规模较大，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 2023 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
南昌市幸福渠水域综合整治工程	162.21	117.21
二七隧道（一期）工程	37.97	10.01
前湖大道快速路(西外环-朝阳大桥)工程	33.40	33.40
昌九大道快速路改造二期（延伸段）工程	26.43	24.83
海昏（旅游景观）大道工程	19.69	18.15
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	18.71
南昌市市民中心工程	13.00	13.00
昌西大道工程	12.53	10.06
火车站东广场改造工程	11.11	9.17
南昌市军事装备展示中心	6.30	5.43
南昌市前湖大道快速路前湖立交工程	5.54	4.73
南昌市“三纵三横”公交专用道工程	1.41	0.97
合计	348.61	265.67

资料来源：公司提供

（三）房地产销售板块

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，且房地产项目受景气度下行和居民信心不足等影响面临一定的去化压力和减值风险

房地产板块主要由子公司南昌市政公用房地产集团有限公司来运营，房地产业务分布在南昌、宁波、滨州、昆山、上海、北京、天津等地，在南昌本地项目以自主开发为主，异地项目以合作开发为主，合作模式主要采取与融创房地产集团有限公司或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，2022 年房地产销售收入和毛利率均有所下降，主要原因是受宏观经济下行影响，

房地产市场低迷需求不足，产品销售价格亦有所下降，从而导致房地产销售收入和毛利率下行。

截至 2023 年 3 月末公司主要在建房地产项目较多，分布在江西、江苏、上海、浙江、山东等地，项目总投资 560.01 亿元。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销售，能为公司带来相应的收入，但地产景气度下行和居民信心不足等影响，公司房地产开发项目销售存在一定去化压力，若公司房地产开发项目无法顺利完成开发，公司还将面临减值风险，同时公司主要在建房地产项目尚需投入 166.69 亿元，存在较大资金压力。

表9 截至 2023 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	销售进度
杭州森与海之城项目（杭州融阳政、融泓政）	住宅、商业	142.89	131.16	85.20	39%	91%
市政公用城二期	住宅、商业	99.72	51.28	30.25	100%	82%
金陵星图（南京银浦）	住宅、公寓、酒店等	67.92	100.35	66.39	25%	48%
市政公用城（桂语江南）	住宅、商业	44.00	30.72	23.56	49%	75%
济宁融创滨江壹号	住宅、商业	42.16	27.52	23.77	40%	91%
市政公用城三期	住宅、商业、教育	25.61	16.48	7.08	100%	4%
威隘桥项目	商业	21.06	30.72	21.07	49%	25%
青藤雅苑（盐城融政通）	住宅、商业	18.37	28.28	15.39	34%	0.25%
山水江南（无锡政融城市建设）	住宅	16.50	38.58	30.86	49%	37%
滨江望园（南京昌融）	住宅	13.83	56.98	53.78	49%	95%
名门国际	商业及住宅	12.79	6.37	5.40	100%	37%
东海壹号	住宅及商业	10.38	9.74	8.73	35%	97%
九珑汇*	商业、商务用地	8.99	6.50	3.90	82%	-
璀璨湖畔（上海招政嘉）	住宅	8.50	25.32	17.94	51%	97%
合计	-	532.72	560.01	393.31	-	-

注：由于政府对九龙湖周边规划调整等客观原因致使九珑汇项目于 2016 年 5 月至今一直处于停工状态。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）贸易板块

贸易板块仍是公司营业收入的主要来源，但盈利水平很低，对公司利润贡献较小

公司于 2013 年开始从事以铜及其他大宗商品贸易业务，该板块主要由三级子公司南昌市政公用项目投资建设有限公司运营，主要经营品种为铜、木材、钢材、镍等。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。

2022年，公司实现贸易业务收入231.87亿元，同比增长25.17%，占公司总收入的39.32%，仍是公司营业收入的主要来源。从前5大客户和供应商的明细来看，2022年公司贸易业务主要供应商和客户仍以贸易类公司为主，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，但由于公司经营品种大部分为标准件，市场价格透明，利润空间有限，导致贸易业务的盈利水平很低，对公司利润贡献较小。

表10 公司贸易板块前5大客户/供应商情况（单位：亿元）

年份	类型	客户	购买/提供的产品	金额	占贸易板块营业收入/营业成本比例
2022年	销售	江铜国际贸易有限公司	铜	46.25	22.08%
		冀中能能源集团有限责任公司销售分公司	铜	8.43	4.02%
		河北物产金属材料有限公司	铜	7.17	3.42%
		南昌市鼎淞贸易有限公司	铜	5.70	2.72%
		湖北国贸供应链管理有限公司	铜	5.01	2.39%
		合计	-	72.56	34.63%
	采购	浙江花园铜业有限公司	铜	16.30	7.78%
		上海均和集团国际贸易有限公司	铜	12.72	6.07%
		均和（厦门）控股有限公司	铜	12.61	6.02%
		上海笙威供应链有限公司	铜	11.60	5.54%
		江西省鑫荣实业有限公司	铜	11.09	5.29%
	合计	-	64.32	30.70%	
2021年	销售	江铜国际贸易有限公司	铜	22.92	8.82%
		河北物产金属材料有限公司	铜	12.51	7.78%
		河北物流集团金属材料有限公司	铜	10.27	7.10%
		上海冀兴国际贸易有限公司	铜	9.71	6.66%
		江西赣江新区鸿麦贸易有限公司	铜	8.98	6.32%
		合计	-	64.39	36.69%
	采购	烨广（天津）国际贸易有限公司	铜	16.34	12.45%
		江西省平凡物产贸易有限公司	铜	14.42	6.79%
		江西省鑫荣实业有限公司	铜	13.16	5.58%
		上海豪佳贸易有限公司	铜	12.34	5.27%
		浙江花园铜业有限公司	铜	11.71	4.88%
	合计	-	67.97	34.97%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得南昌市政府的较大力度外部支持

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、燃气等公用事业，2022年继续获得较大的外部支持。

2022年，因收到南昌市国资委款项10.00亿元用于组建南昌市城市排水有限公司的注册资本金、财

政局以资本金形式拨入的土地出让金 1.15 亿元、收到拨付工程项目资金合计 0.18 亿元，同时因调整专项债券资金用途等事项减少资本公积 1.77 亿元，本年合计净增加 9.57 亿元。

2022 年，公司收到其他收益中和营业外收入中政府补助 2.86 亿元，是同期利润总额的 15.94%，有效提升了公司利润水平。

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公司 2021-2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022 年公司合并范围变化相比 2021 年末新增 13 家子公司，减少 19 家子公司，主要因南昌市属国有企业集团整合重组影响，但本次重组未对公司的财务指标和日常生产经营及偿债能力产生重大不利影响。

资本实力与资产质量

受益于南昌市政府的资金注入及资产重组，2022 年公司资产规模和资本实力有所增强，但财务杠杆仍处于较高水平，资产仍以房地产项目和建筑工程项目建设投入和土地资产为主，整体资产流动性仍较弱

受益于股东资金注入以及资产重组，2022 年末公司资产规模小幅增长，同时公司部分债务规模较大的子公司划出，负债规模有所下降，使得产权比率较 2021 年末下降 10 个百分点至 219%，2023 年 3 月末又有所上升，整体来看，财务杠杆仍处于偏高水平。

图 3 公司资本结构

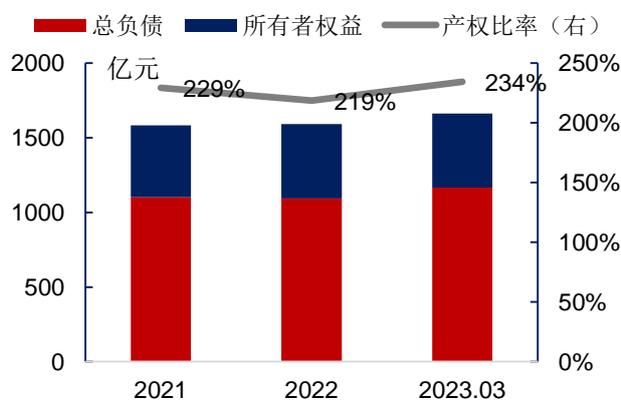
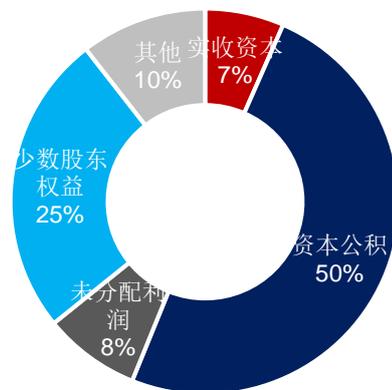


图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司主要业务为供水、污水处理、燃气等公用事业以及工程建设、房地产建设等，资产主要由前述

业务形成的存货、合同资产、固定资产、在建工程构成。存货主要为在建房地产开发产品和已完工房地产开发产等，2022年末存货有所增长主要系房地产项目持续增加投入所致，若房地产市场复苏不及预期，开发项目利润下滑或项目无法顺利完成开发，公司将面临存货去化压力和跌价损失风险；此外存货中存在 57.49 亿元因借款抵押受限。合同资产主要由建筑施工项目工程款构成，因建造合同投入成本增多而增长。公司在建工程主要为政府工程，其规模因 2022 年部分在建工程随子公司一并划转而有所减少。公司的固定资产主要由房屋建筑及构筑物、机器设备和管网等构成，截至 2022 年末未办妥产权证书的固定资产 2.96 亿元，固定资产中因借款抵押而受限的账面价值 8.06 亿元。应收款项方面，其他应收款欠款对象相对分散，2022 年末应收前五大单位除昆山大道房地产开发有限公司（4.90 亿元）为公司房地产合作开发项目公司外均为当地国企往来款，对前述五大项目公司提供的借款合计数为 54.48 亿元，对公司资金形成一定占用；公司长期应收款主要包括南昌市市政工程开发公司垫付的 BT 项目款、代建项目款及明股实债款，2022 年末因项目回款导致规模有所减少。

其他资产构成方面，公司货币资金账面余额变化不大，2022 年末，公司有 20.41 亿元货币资金因银行承兑汇票保证金、信用保证金和定期存款等原因而受限，在公司货币资金账面余额中占比 11.92%。无形资产主要为特许经营权（100.39 亿元）和政府 2010 年以“作价出资”注入公司的 2,000 亩土地（176.29 亿元），其中 129.22 亿元属于储备土地，截至 2022 年末公司无形资产中因借款抵押而受限的账面价值 1.13 亿元。

受限资产方面，公司受限资产以业务开展及对外融资而抵质押的货币资金及不动产资产为主，包括银行存款、土地使用权等，截至 2022 年末公司受限资产账面价值合计为 92.08 亿元，占总资产的 5.78%，受限比例尚可。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	194.67	11.70%	171.27	10.75%	174.63	11.03%
其他应收款	149.87	9.01%	154.66	9.71%	110.96	7.01%
存货	238.23	14.32%	222.22	13.95%	196.24	12.40%
合同资产	72.53	4.36%	70.17	4.41%	57.60	3.64%
流动资产合计	776.48	46.69%	728.58	45.75%	675.56	42.68%
长期应收款	97.99	5.89%	88.53	5.56%	114.59	7.24%
固定资产	110.68	6.66%	110.30	6.93%	127.31	8.04%
在建工程	268.98	16.17%	261.63	16.43%	284.75	17.99%
无形资产	285.59	17.17%	277.33	17.41%	285.65	18.05%
非流动资产合计	886.64	53.31%	864.01	54.25%	907.38	57.32%
资产总计	1,663.12	100.00%	1,592.59	100.00%	1,582.94	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务多元化程度高，营业收入同比小幅增长，业务可持续性较好，政府补助和投资收益提高了公司盈利水平

公司业务覆盖公共事业、建筑、房地产、贸易等，多元化程度较高，2022年公司营业收入小幅增长，主要系新划入的富春环保新增热电联产收入和部分固废及危废处理收入，以及铜贸易收入增长；但由于增量的热电联产和贸易业务盈利能力相对较弱，公司毛利率有所下滑。截至2022年末，公司主要在建的代建项目总投资规模大，且水务、燃气板块业务稳步发展，业务可持续性较好。

除去业务经营收益，公司利润还来自政府补助和投资收益，2022年公司计入其他收益和营业外收入的政府补助占利润总额的比重为15.94%，有效提升了公司盈利水平。同期投资收益占利润总额的比重为23.63%，主要为长期股权投资收益和债权投资持有期间的利息收益，对公司利润有一定贡献。

表12 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	110.23	589.72	563.07
营业利润	1.84	17.92	29.34
投资收益	0.35	4.23	6.25
其他收益	0.38	2.84	13.98
利润总额	1.77	17.91	29.88
销售毛利率	7.68%	8.52%	10.84%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

因部分子公司划出，公司总债务规模小幅下降，但短期偿债压力加大，项目建设及债务偿还对外部融资存在较强的依赖性

受房地产和工程项目投资规模增加的影响，公司对外融资力度持续增长，2022年末随着江西长运集团有限公司和江西南昌公共交通运输集团有限责任公司等子公司股权划出，公司总负债与债务规模小幅下降。公司债务类型主要包括银行借款和债券融资等，其中银行借款主要为信用贷款，但长期借款和一年内到期的长期借款部分抵质押等担保措施；债券融资主要为短融（超短融）、中票和公司债，但2022年末还有计入其他权益工具中48.99亿元永续债。从部分债务到期分布情况来看，2023年3月末公司一年内到期规模约44%，近两年短期债务比重整体有所提升。

除上述金融性负债外，公司主要经营性负债还涉及应付账款、应付票据、其他应付款和长期应付款等科目。截至2022年末，公司应付账款主要为公司应付施工单位的项目建设等款项，随着业务规模扩大而增长。应付票据方面，随着贸易业务发展规模逐渐增大，其中主要为银行承兑汇票。其他应付款方面，2022年末公司其他应付款账面余额小幅下降，主要系财政往来款减少所致。长期应付款方面，2022年末

公司长期应付款大幅下降，主要系部分子公司股权划出部分明股实债类借款随着一并划转所致。

表13 截至 2023 年 3 月末公司部分债务到期分布情况（单位：万元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
短期借款	2,130,779.14	2,130,779.14	-	-	-
一年内到期的非流动负债	818,436.29	818,436.29	-	-	-
其他流动负债（短期应付债券）	201,920.00	201,920.00	-	-	-
长期借款	2,474,959.67	-	680,660.10	491,858.00	1,302,441.57
应付债券	1,617,180.31	-	451,883.54	474,189.48	691,107.29
合计	7,243,275.41	3,151,135.43	1,132,543.64	966,047.48	1,993,548.86

注：此表不含租赁负债、其他权益工具中永续债、长期应付款中融资租赁借款等。

资料来源：公司提供

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	213.08	18.28%	179.10	16.39%	165.18	14.98%
应付账款	115.89	9.94%	125.12	11.45%	110.16	9.99%
应付票据	32.78	2.81%	40.40	3.70%	37.41	3.39%
其他应付款	158.22	13.57%	151.35	13.85%	166.94	15.14%
一年内到期的非流动负债	81.84	7.02%	115.16	10.54%	41.23	3.74%
其他流动负债	23.28	2.00%	10.17	0.93%	32.32	2.93%
流动负债合计	742.59	63.71%	706.87	64.69%	653.24	59.26%
长期借款	247.50	21.23%	203.56	18.63%	237.38	21.53%
应付债券	161.72	13.87%	169.40	15.50%	151.62	13.75%
长期应付款（合计）	4.34	0.37%	3.51	0.32%	47.38	4.30%
非流动负债合计	423.03	36.29%	385.84	35.31%	449.12	40.74%
负债合计	1,165.62	100.00%	1,092.70	100.00%	1,102.36	100.00%
总债务	--	--	758.82	69.44%	761.09	69.04%
其中：短期债务	--	--	334.66	30.63%	269.11	24.41%
长期债务	--	--	424.16	38.82%	491.98	44.63%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2022 年来受公司长期借款即将陆续到期影响，短期债务规模有所增长，现金短期债务比下滑至 0.57。由于公司 2022 年盈利能力有所下降，公司 EBITDA 利息保障倍数亦相对走弱。整体来看，公司偿债压力有所增加。

2022 年，公司投资活动现金流净流出金额仍较大，公司需新增较多外部融资以覆盖项目资本支出，同时存量债务存在滚续压力，预计公司债务规模将持续扩大。截至 2023 年 3 月末，公司在主要银行获得的重要授信额度合计 545.21 亿元，其中已用额度为 395.60 亿元，剩余额度为 149.61 亿元，备用流动性尚可。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	70.09%	68.61%	69.64%
现金短期债务比	--	0.57	0.72
EBITDA 利息保障倍数	--	1.67	1.70

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无负面影响

环境方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会责任方面，根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。但公司业务多元化，公共事业板块的生产经营过程中，面临因各种自然灾害或者人为因素导致的水源污染和燃气泄漏、起火、爆炸等严重威胁生产安全的风险；市政工程项目和房地产项目建设周期较长，在项目建设期间，可能遇到不可抗拒的自然灾害、意外事故，突发状况等对工程进度以及施工质量造成影响。

治理和管理方面，公司设股东会，由南昌市国有资产监督管理委员会行使股东会职权，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的一部分职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、分立、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券及重要的子公司合并、分立、解散、申请破产的，应当由南昌市国有资产监督管理委员会审核后，报南昌市人民政府批准。公司非职工董事及非职工监事由南昌市国资委任命，2020年至今未发现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司子公司较多，且每年合并范围均有变化，管理方面存在一定难度，对内部控制制度的有效性要求较高。此外，公司还建立了与自身业务相适应的内部管理制度和组织架构，下设董事会办公室、综合部、宣传部、计划财务部、工程管理部、团委、安监部、企业规划管理部、投资部、法务审计部、人力资源部等11个职能部门，详见附录三。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月9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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计为16.00亿元，占2022年末公司所有者权益比重的 3.20%，担保对象为当地国有企业，对外担保风险相对可控。

表16 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保期限	担保方式
南昌综保置业有限公司	地方国企	60,000.00	2019.06-2034.06	连带责任保证
南昌市国金工业投资有限公司	地方国企	100,000.00	2020.03-2026.03	连带责任保证
合计	-	160,000.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

南昌市为江西省省会，经济总量为省内排头兵，区域经济保持较快增长，依托良好的区位优势以及在长江中游城市群及大南昌都市圈战略部署下，发展潜力较大。公司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。近年公司总债务规模较大，资产负债率高，短期偿债压力有所加大。但公司区域专营性强，业务多元化程度较高，业务可持续性较好，回款情况及经营现金流表现较好，2022年继续获得较大规模的政府注资和补贴。总体来看，公司抗风险能力很强。

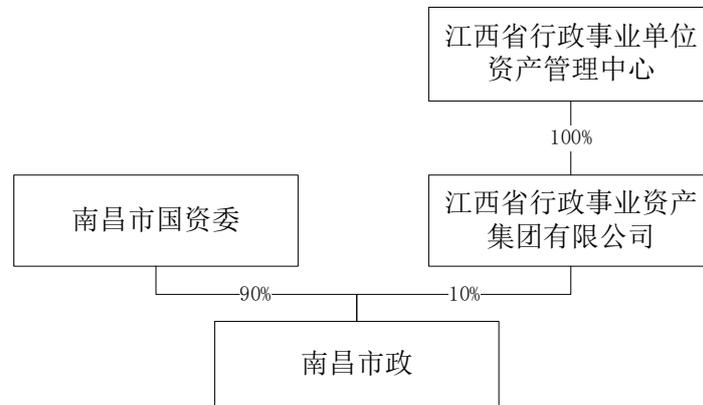
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AAA，维持评级展望为稳定，维持“20 洪政 02”“21 洪政 01”“21 洪政 02”“21 洪政 03”“21 洪政 04”“22 洪政 01”信用等级均为 AAA。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	194.67	171.27	174.63	211.53
其他应收款	149.87	154.66	110.96	131.31
存货	238.23	222.22	196.24	119.61
流动资产合计	776.48	728.58	675.56	593.34
固定资产	110.68	110.30	127.31	117.77
在建工程	268.98	261.63	284.75	247.47
无形资产	285.59	277.33	285.65	255.37
非流动资产合计	886.64	864.01	907.38	872.12
资产总计	1,663.12	1,592.59	1,582.94	1,465.46
短期借款	213.08	179.10	165.18	169.85
应付账款	115.89	125.12	110.16	92.20
应付票据	32.78	40.40	37.41	19.39
其他应付款	158.22	151.35	166.94	134.67
一年内到期的非流动负债	81.84	115.16	41.23	49.05
其他流动负债	23.28	10.17	32.32	7.28
流动负债合计	742.59	706.87	653.24	575.51
长期借款	247.50	203.56	237.38	259.93
应付债券	161.72	169.40	151.62	106.38
长期应付款（合计）	4.34	3.51	47.38	68.62
非流动负债合计	423.03	385.84	449.12	447.65
负债合计	1,165.62	1,092.70	1,102.36	1,023.17
总债务	--	758.82	761.09	753.33
其中：短期债务	--	334.66	269.11	243.36
所有者权益	497.50	499.89	480.58	442.29
营业收入	110.23	589.72	563.07	542.90
营业利润	1.84	17.92	29.34	25.47
其他收益	0.38	2.84	13.98	13.43
利润总额	1.77	17.91	29.88	25.91
经营活动产生的现金流量净额	2.86	27.65	2.72	156.93
投资活动产生的现金流量净额	-19.65	-30.69	-66.60	-85.69
筹资活动产生的现金流量净额	51.45	13.79	14.92	-15.19
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	7.68%	8.52%	10.84%	11.45%
资产负债率	70.09%	68.61%	69.64%	69.82%
短期债务/总债务	43.06%	44.10%	35.36%	32.30%
现金短期债务比	--	0.57	0.72	0.88
EBITDA（亿元）	--	50.13	68.66	61.75
EBITDA 利息保障倍数	--	1.67	1.70	1.67

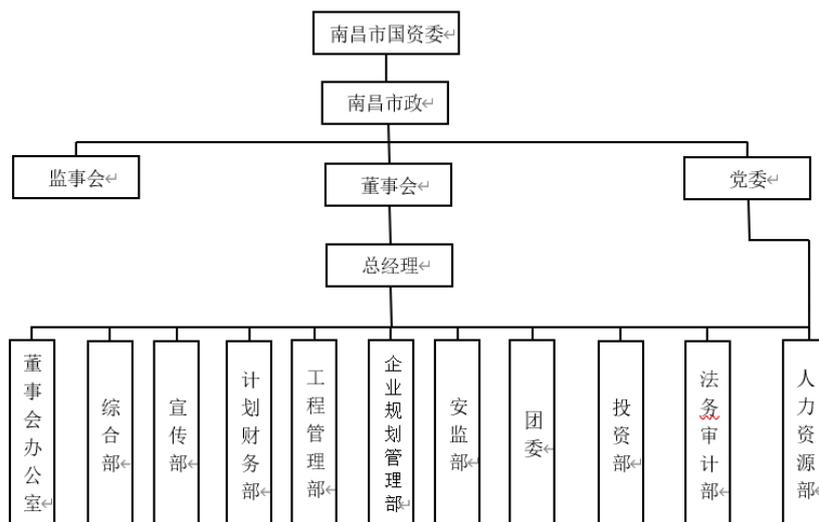
资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告、2022 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：% 万元）

序号	子公司名称	持股比例	表决权比例	注册资本
1	南昌水业集团有限责任公司	100.00	100.00	21,772.27
2	南昌市政公用房地产集团有限公司	100.00	100.00	50,000.00
3	南昌蓝海商业经营管理有限公司	100.00	100.00	2,000.00
4	南昌市煤气公司	100.00	100.00	4,218.00
5	南昌市政工程开发集团有限公司	100.00	100.00	30,000.00
6	南昌市政公用建设有限公司	100.00	100.00	20,000.00
7	安义县市政公用小额贷款有限公司	80.00	80.00	10,000.00
8	南昌市幸福渠水域治理有限公司	90.91	100.00	2,200.00
9	南昌市金振国有资产运营有限责任公司	100.00	100.00	500.00
10	南昌市政投资集团有限公司	100.00	100.00	100,000.00
11	南昌市政公用资产管理有限公司	100.00	100.00	50,000.00
12	南昌市红谷隧道有限公司	75.00	75.00	20,000.00
13	南昌市政鼎创资本管理有限公司	100.00	100.00	50,000.00
14	南昌市政建设集团有限公司	50.77	50.77	13,000.00
15	南昌市政公用工程项目管理有限公司	100.00	100.00	100,000.00
16	南昌市政公用主题公园管理有限公司	100.00	100.00	1,000.00
17	中珺建设发展集团有限公司	50.95	50.95	16,305.00
18	北京昌政大道实业有限公司	100.00	100.00	50,000.00
19	南昌鼎投建筑工程有限公司	100.00	100.00	2,010.00
20	南昌东站开发建设有限公司	100.00	100.00	100,000.00
21	江西达途数字技术有限公司	100.00	100.00	3,760.00
22	南昌市农业产业有限公司	100.00	100.00	10,000.00
23	南昌绿谷文化产业有限公司	51.00	51.00	4,030.20
24	南昌绿谷现代农业综合开发有限公司	100.00	100.00	5,000.00
25	南昌联帆环境工程有限公司	100.00	100.00	500.00
26	南昌市林业投资发展有限公司	100.00	100.00	9,326.00
27	南昌粮食集团有限公司	100.00	100.00	20,000.00
28	南昌工创农业发展股份有限公司	100.00	100.00	10,000.00
29	南昌工控绿色食品有限公司	100.00	100.00	3,000.00
30	南昌晒谷产业园有限公司	100.00	100.00	10,000.00
31	浙江富春江环保热电股份有限公司	20.49	20.49	86,500.00

注：1) 安义县市政公用小额贷款有限公司主发起人，安义县市政公用小额贷款有限公司董事会由九名董事组成，其中五名由发行人派任。发行人能控制安义县市政公用小额贷款有限公司，将其纳入合并范围；2) 南昌市幸福渠水域治理有限公司收到国开发展基金名股实债 1.5 亿元，其中增加注册资本 200 万元，其余增加资本公积。国开发展基金不参与南昌市幸福渠水域治理有限公司生产经营，公司对南昌市幸福渠水域治理有限公司表决权比例仍为 100%；3) 子公司南昌对外工程有限责任公司已于 2022 年 2 月 9 日更名为中珺建设发展集团有限公司；4) 子公司南昌农业控股集团有限公司已于 2023 年 4 月更名为南昌市农业产业有限公司；5) 子公司南昌国资产业经营集团农业发展有限公司已于 2023 年 5 月更名为南昌晒谷产业园有限公司；6) 公司拥有子公司浙江富春江环保热电股份有限公司持股比例小于 50%，但浙江富春江环保热电股份有限公司为上市公司，公司为其大股东，股权分散能够实施控制。

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

二、债务人主体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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。