

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0387号

## 南昌市产业投资集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“19南昌工控债01/19昌控01”、“20南昌工控债01/20昌控01”、“21南昌工业MTN001”、“21昌控01”和“21南昌工控债01/21昌控02”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，同时维持“19南昌工控债01/19昌控01”、“20南昌工控债01/20昌控01”、“21南昌工业MTN001”、“21昌控01”和“21南昌工控债01/21昌控02”的信用等级均为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年六月十九日



## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月19日



## 南昌市产业投资集团有限公司主体及 相关债项2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2022/6/19	AAA/稳定	卢宝泽	白元宁

债项信用			评级模型								
<b>债项简称</b>	<b>跟踪评级结果</b>	<b>上次评级结果</b>	<b>1.基础评分模型</b>								
19 南昌工控债 01/19 昌控 01	AAA	AAA	<b>一级</b>	<b>二级指标</b>	<b>权重</b>	<b>得分</b>	<b>一级</b>	<b>二级指标</b>	<b>权重</b>	<b>得分</b>	
20 南昌工控债 01/20 昌控 01	AAA	AAA	<b>地区综合实力</b>	区域层级	20.00%	16.0	<b>企业经营与财务实力</b>	资产总额	36.00%	36.0	
21 南昌工业 MTN001	AAA	AAA		GDP 总量	32.00%	32.0		净资产总额	36.00%	36.0	
21 昌控 01	AAA	AAA		GDP 增速	4.00%	2.4		资产负债率	9.00%	7.2	
21 南昌工控债 01/21 昌控 02	AAA	AAA		人均 GDP	4.00%	4.0		全部债务资本化比率	9.00%	7.2	
				一般公共预算收入	32.00%	25.6		补助收入/利润总额	5.00%	2.0	
			一般公共预算收入增速	4.00%	1.6	(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	2.0			
			上级补助收入	4.00%	3.2						
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			<b>2.二维矩阵映射</b>								
<b>主体概况</b>			<b>3.评级调整因素</b>								
<p>公司是南昌市最重要的产业投资和国有资产运营主体，主要从事产业投资、土地资产运作、房地产开发、类金融服务、商品生产和销售和工程施工等业务。</p> <p>南昌市人民政府为公司控股股东和实际控制人。</p>			<b>基础模型参考等级</b>								
			AAA								
			<b>评级调整因素</b>								
			无								
			<b>4.主体信用等级</b>								
			AAA								
			注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。								

### 评级观点

东方金诚认为，南昌市经济实力很强；伴随南昌国资的划入，公司成为当地最重要的产业投资与国有资产运营主体，主营业务的区域专营性和政策性进一步增强，得到了股东及相关方的大力支持；公司拥有的土地区位优势较好且未来增值空间较大。同时，东方金诚关注到，公司资产流动性一般，全部债务保持较快增长，资本支出压力较大。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“19 南昌工控债 01/19 昌控 01”、“20 南昌工控债 01/20 昌控 01”、“21 南昌工业 MTN001”、“21 昌控 01”和“21 南昌工控债 01/21 昌控 02”的信用等级均为 AAA。

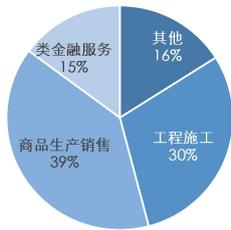
### 同业对比

项目	南昌市产业投资集团有限公司	贵阳产业发展控股集团有限公司	宿迁产业发展集团有限公司	无锡产业发展集团有限公司	成都产业投资集团有限公司
地区	南昌市	贵阳市	宿迁市	无锡市	成都市
GDP (亿元)	6650.5	4711.0	3719.0	14003.2	19917.0
GDP 增速 (%)	8.7	6.6	9.1	8.8	8.6
人均 GDP (万元)	10.48	7.79	7.45	18.74	9.46
一般公共预算收入 (亿元)	484.8	426.7	267.8	1200.5	1697.9
一般公共预算支出 (亿元)	870.0	681.5	584.7	1357.9	2237.6
资产总额 (亿元)	902.27	3172.24	873.37	980.65	1367.99
所有者权益 (亿元)	406.81	1583.29	492.90	350.42	562.13
营业收入 (亿元)	105.91	309.90	261.51	950.80	100.81
利润总额 (亿元)	6.84	25.29	105.83	35.52	16.94
资产负债率 (%)	54.91	50.09	43.56	64.27	58.91
全部债务资本化比率 (%)	41.67	36.66	34.26	68.76	60.68

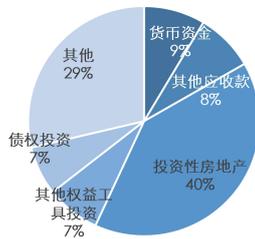
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据年份均为 2021 年。  
注 2：经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

## 主要指标及依据

2021 年公司营业收入构成



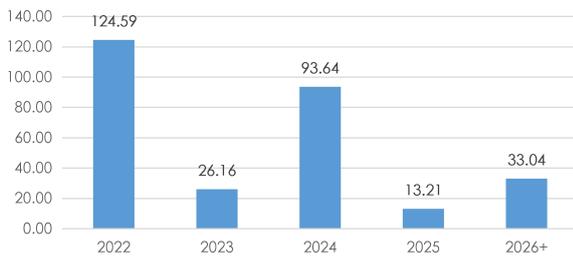
2021 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 Q1
资产总额	612.78	849.92	902.27	893.90
所有者权益	241.69	354.88	406.81	407.45
营业收入	40.02	79.91	105.91	20.12
利润总额	2.22	12.50	6.84	0.73
全部债务	211.48	277.75	290.64	282.82
资产负债率	60.56	58.24	54.91	54.42
全部债务资本化比率	46.67	43.90	41.67	40.97

截至 2021 年末公司全部债务期限结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019 年	2020 年	2021 年
地区	南昌市		
GDP 总量	5596.18	5745.51	6650.53
GDP 增速	8.0	3.6	8.7
人均 GDP (元)	100415	91855	104788
一般公共预算收入	477.00	483.90	484.84
一般公共预算收入增速	3.3	1.4	10.0
一般公共预算支出	834.10	838.20	870.01

## 优势

- 南昌市经济发展速度很快, 逐步构建“4+4+N”的新型产业体系, 支柱产业发展迅速, 经济规模在全国省会城市中居中游位置, 经济实力很强;
- 伴随南昌国资的划入, 公司成为当地最重要的产业投资与国有资产运营主体, 承担的改制企业土地资产运作、产业投资和国有资产运营等业务的区域专营性和政策性进一步增强;
- 公司在政策、资产和资金等方面获得了股东及相关各方的大力支持, 资本实力大幅提升;
- 公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地, 相关土地未来增值空间较大, 预计未来土地资产运作收入依然为公司营业收入重要来源。

## 关注

- 公司转贷等类金融业务对象中包括大量中小微企业, 存在一定逾期风险;
- 公司资产中的土地资产和应收类款项占比较高, 资产流动性一般;
- 公司的全部债务保持较快增长, 短期有息债务快速上升, 短期偿债压力加大;
- 公司承建的产业园区开发项目处于建设阶段, 尚需投资规模较大, 存在较大的资本支出压力。

## 评级展望

预计南昌市经济将保持稳定增长, 公司主营业务将保持较强的区域专营性, 能够持续得到股东及相关方的有力支持, 评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA	AAA (21 昌控 01)	2021/11/19	卢宝泽 孟斯嫫	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	<a href="#">阅读原文</a>
AAA	AAA (20 南昌工控债 01/20 昌控 01)	2020/11/19	卢宝泽 马丽雅	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA+	AA+ (19 南昌工控债 01/19 昌控 01)	2019/7/23	高路 卢宝泽	《东方金诚城市建设投资公司评级方法 (2015 年)》	<a href="#">阅读原文</a>

注: 以上为不完全列示。

**本次跟踪相关债项情况**

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
19 南昌工控债 01/19 昌控 01	2021/06/08	6.00 亿元	2019/8/16-2029/8/16	-	-
20 南昌工控债 01/20 昌控 01	2021/06/08	6.00 亿元	2020/4/15-2030/4/15	-	-
21 南昌工业 MTN001	2021/06/08	4.00 亿元	2021/3/19-2024/3/19	-	-
21 昌控 01	2021/11/19	7.00 亿元	2021/11/29-2026/11/29	-	-
21 南昌工控债 01/21 昌控 02	2021/06/22	8.00 亿元	2021/12/7-2028/12/7	-	-

注：“19 南昌工控债 01/19 昌控 01”、“20 南昌工控债 01/20 昌控 01”、“21 南昌工控债 01/21 昌控 02”均附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。“21 昌控 01”附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

## 跟踪评级说明

根据监管相关要求及南昌市产业投资集团有限公司（以下简称“南昌产投”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

公司原名为南昌市国有工业资产经营管理有限公司，于2002年11月经南昌市人民政府（以下简称“南昌市政府”）批准成立，初始注册资本为人民币4.38亿元，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”）行使出资人权利。2008年2月，公司更名为南昌工业控股集团有限公司；2022年6月，公司更为现名。历经数次增资与股权变更，截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币7.71亿元，南昌市政府与江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西行政事业集团”）分别持有公司90%和10%的股权，南昌市政府为公司实际控制人。

公司是南昌市政府为推进原机械、纺织、化工、轻工、建材、电子、二轻等七个工业局（行业办）所属的共计133户国有（集体）企业和工业合作联社（以下将133户企业简称为“系统内改制企业”）改制而组建的国有企业<sup>1</sup>。公司受托管理上述企业，并陆续对相关企业进行改制。在此过程中，公司相继承担了系统内改制企业的土地资产运作、棚户区改造和股权管理等工作。

随着改制工作陆续完成，公司实施战略转型，于2012年被南昌市政府定位为市级产业投融资运营主体，负责南昌市重点产业引导资金管理相关工作。根据洪府厅抄字【2019】828号，为整合南昌市范围内产业投资与国有资产运营主体并做大做强相关主体，南昌市政府于2019年末将南昌国资产业经营集团有限公司（以下简称“南昌国资”）整体划归公司。在南昌国资划入后，公司成为南昌市级最重要的产业投资和国有资产运营主体，负责南昌市市级层面的工业产业引导与投资。目前，公司主要从事产业投资、土地资产运作、房地产开发、类金融服务、商品生产销售和工程施工等业务。

截至2021年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共15家（见图表1）。

图表1 截至2021年末纳入合并报表的二级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	子公司简称	主营业务	实收资本	持股比例	享有的表决权	取得方式
南昌市工业企业土地储备中心	工业土储中心	资产运作	1000.00	100.00	100.00	设立
南昌市国金工业投资有限公司	国金工投	实业投资	400000.00	100.00	100.00	设立
南昌市国资置业有限公司	国资置业	房地产	17982.69	100.00	100.00	设立
江西工控商贸发展有限公司	昌工商贸	贸易	6180.19	100.00	100.00	设立
南昌金泰国资管理有限公司	金泰国资	实业投资	20000.00	100.00	100.00	设立
南昌新世纪创业投资有限责任公司	新世纪创投	实业投资	97100.00	100.00	100.00	划转
南昌市金昌国有资产运营有限责任公司	金昌国资	资产管理	500.00	100.00	100.00	划转
南昌凯新精密机械有限责任公司	凯新精密机械	机械制造	730.00	54.65	54.65	设立

<sup>1</sup> 2002年~2011年，公司根据南昌市改制政策对市级90家国有企业进行改制；公司尚未接到对集体企业和工业合作联社的改制任务。

南昌工控资产管理有限公司	工控资管	实业投资	200.00	100.00	100.00	设立
南昌国资创业投资管理有限公司	国资创投	实业投资	5000.00	100.00	100.00	设立
江西中通融资租赁有限公司	中通租赁	融资租赁	62726.10	37.29	57.14 <sup>2</sup>	设立
南昌工控企业管理有限公司	工控企管	资产管理	100.00	100.00	100.00	设立
南昌金融控股有限公司	南昌金控	控股管理	174960.51	100.00	100.00	设立
南昌三建建设集团有限公司	南昌三建	建筑施工	4877112.0	100.00	100.00	划转
南昌国资产业经营集团有限公司	南昌国资	资产管理	46993.03	100.00	100.00	划转

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2022 年 4 月末，公司发行的“19 南昌工控债 01/19 昌控 01”、“20 南昌工控债 01/20 昌控 01”和“21 南昌工业 MTN001”到期利息已按期偿付，暂未到还本日；“21 昌控 01”和“21 南昌工控债 01/21 昌控 02”暂未到还本付息日。

截至 2022 年 4 月末，“19 南昌工控债 01/19 昌控 01”、“20 南昌工控债 01/20 昌控 01”、“21 南昌工业 MTN001”、“21 昌控 01”和“21 南昌工控债 01/21 昌控 02”募集资金均已使用完毕。

## 宏观经济与政策环境

### 疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

### 逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

<sup>2</sup> 公司对中通租赁持股比例为 37.29%，表决权为 57.14%，是由于公司在中通租赁的董事会等权力机构（最高权力机构）占有七分之一的席位所致。

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

#### 城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投发债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

#### 城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

## 地区经济

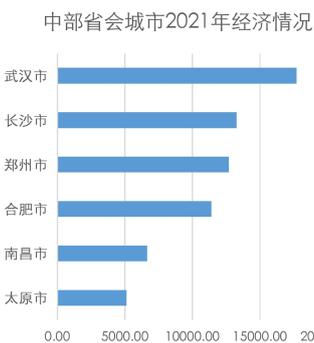
跟踪期内，南昌市经济总量保持增长，重点产业稳定发展，经济规模在全国省会城市中排名中游，经济实力依然很强

跟踪期内，南昌市主要经济指标总体保持增长。2021年，南昌市地区生产总值在中部六省省会城市中仍排名第5位，在全国省会城市中居中游位置。2021年南昌市经济增速大幅回升至8.7%，该增速水平高于全国（8.1%），但略低于江西省（8.8%）。总体来看，南昌市经济实力依然很强。

图表2 南昌市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

主要指标	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	5596.18	8.0	5745.51	3.6	6650.53	8.7
人均生产总值(元)	100415	-	91855	-	104788	-
三次产业结构	3.8:47.4:48.8		4.1:46.6:49.3		3.6:48.4:48.0	
规模以上工业增加值	-	8.5	-	4.7	-	11.4
第三产业增加值	2729.47	8.4	2833.35	3.4	3194.11	9.1
规模以上固定资产投资	-	10.2	-	8.8	-	11.4
社会消费品零售总额	2369.33	11.2	2452.74	3.0	2878.74	17.4

资料来源：南昌市2019年~2021年统计公报，2020年人均生产总值按第七次人口普查数据估算，东方金诚整理



跟踪期内，随着南昌市疫情防控和工业经济统筹推进，规模以上工业增加值增速大幅回升6.7个百分点。为推动经济发展，2020年起南昌市致力于构建“4+4+X”<sup>3</sup>新型产业体系，跟踪期内八大重点产业稳定发展，完成全年营业收入6227.32亿元，同比增长21.0%。其中，航空装备产业、现代针纺产业、机电装备制造产业和新型材料产业发展迅速，产业增加值分别同比增长113.4%、27.6%、13.6%和12.2%。同期，南昌市工业投资同比增长18.7%，其中中国商飞江西生产试飞中心项目阶段性交付使用，江铃小蓝富山新能源汽车生产基地项目全面投产，欣旺达南昌动力电池生产基地、华勤千亿产业基地、济民新药研发生产基地、华润微电子、美晨手机生产基地、东方雨虹（江西）生产基地、同兴达精密光电摄像头模组等项目加快建设。上述项目的建设，将推动南昌市“4+4+X”新型产业体系的建设和发展。

跟踪期内，南昌市服务业对经济增长的贡献稳步提升，2021年对经济增长的贡献率达51.6%。旅游业、金融业和批发零售业等服务业构成了推动南昌市第三产业快速发展的主要动力。旅游业方面，南昌市拥有包括滕王阁、海昏侯墓、鄱阳湖、梅岭、绳金塔等丰富的旅游资源，2021年南昌汉代海昏侯国考古遗址公园、小平小道陈列馆、八大山人梅湖景区成功创建国家4A级旅游景区，推动当地旅游业进一步发展。金融业方面，2021年末金融机构本外币各项存款余额为14757.42亿元，同比增长7.9%；本外币各项贷款余额为17620.96亿元，增长10.1%。批发零售业方面，2021年南昌市实现批发零售业零售额2738.78亿元，同比增长18.4%；实现批发零售业增加值516.10亿元，同比增长11.6%。

根据南昌市政府工作报告，预计2022年南昌市地区生产总值增长7%以上，规模以上工业增加值增长8.5%左右，全社会固定资产投资增长8.5%左右，社会消费品零售总额增长10%以

<sup>3</sup> 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、现代轻纺、新型材料、机电装备制造）及若干生产性服务业。

上。

## 财政状况

跟踪期内，南昌市一般公共预算收入快速增长，政府性基金收入保持较大规模，财政实力仍很强

2021年，南昌市实现一般公共预算收入保持快速增长，同口径增速回升至10.0%。同期，南昌市税收收入受疫情及减税降费叠加影响同比下降7.0%，占一般公共预算收入的占比下降至71.06%。其中，南昌市2021年完成增值税123.7亿元，同比下降8.8%；完成企业所得税55.1亿元，同比下降11.0%。

2021年，南昌市政府性基金收入保持较大规模；但受土地出让收紧影响大幅下降，且考虑到土地出让易受房地产市场波动和相关政策等因素影响，未来南昌市以土地出让收入为主的政府性基金收入存在一定的不确定性。

图表3 南昌市财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	477.0	483.9	484.8
其中：税收收入	-	370.2	344.5
政府性基金收入	429.9	626.0	411.0
一般公共预算支出	834.1	838.2	870.0
政府性基金支出	473.4	618.8	530.1
财政自给率	57.2	57.7	55.7

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：南昌市财政决算（2019~2020）、南昌市预算执行情况（2021），东方金诚整理

跟踪期内，南昌市一般公共预算支出规模继续扩大，政府性基金支出有所回落；地方财政自给率同比有所下降，地方财政收支平衡能力一般。

截至2021年末，南昌市地方政府债务余额1375.5亿元，其中，一般债务余额462.9亿元，专项债务余额912.6亿元。

根据《2022年南昌市政府预算草案》，2022年，南昌市一般公共预算收入预期目标509.0亿元，同比增长5.0%左右。

## 业务运营

### 经营概况

公司营业收入和毛利润主要来自土地资产运作、商品生产销售、类金融服务和工程施工等业务；近年来受业务发展与合并报表范围变化影响，公司营业收入与毛利润持续增长

2020年以前，公司是南昌市市级层面的产业投资与国有资产运营主体，与南昌国资共同承担南昌市产业投资领域。2020年南昌国资整体划入后，公司整合了南昌国资的产业投资职能，将产业投资业务拓展至南昌市全市领域，并成为当地最重要的产业投资主体与国有资产运营主体。

作为产业投资与国有资产运营主体，公司业务类型较为多元。南昌国资与南昌三建的划入大幅拓展了公司业务类型，整合了公司的产业投资、棚户区开发与贸易业务，新增了工程施工、

纺织品生产销售、转贷与不良债权处置业务。在业务整合之后，公司产业投资与国有资产运营的区域专营性和政策性进一步增强。

图表 4 公司营业收入、毛利润及毛利率构成 (单位: 亿元、%)

项目	2019年		2020年		2021年	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比
商品生产销售	10.79	26.96	34.15	42.73	41.57	39.25
土地资产运作	10.84	27.08	8.98	11.24	4.64	4.38
房地产开发	0.24	0.59	1.53	1.92	6.36	6.01
房租及物业管理	0.72	1.79	3.18	3.97	3.84	3.62
类金融服务	14.37	35.92	14.61	18.28	15.73	14.85
工程施工	-	-	16.09	20.14	31.66	29.89
其他	3.06	7.66	1.38	1.72	2.12	2.00
<b>营业收入</b>	<b>40.02</b>	<b>100.00</b>	<b>79.91</b>	<b>100.00</b>	<b>105.91</b>	<b>100.00</b>
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
商品生产销售	1.07	9.89	0.47	1.37	0.94	2.26
土地资产运作	4.26	39.28	2.25	25.08	0.28	6.08
房地产开发	-0.54	-227.71	0.24	15.92	0.73	11.40
房租及物业管理	0.45	62.31	3.06	96.31	3.69	96.29
类金融服务	0.70	4.89	1.19	8.17	3.39	21.57
工程施工	-	-	0.72	4.46	0.63	1.98
其他	1.65	53.85	0.94	68.23	2.09	98.41
<b>合计</b>	<b>7.59</b>	<b>18.96</b>	<b>8.87</b>	<b>11.10</b>	<b>11.75</b>	<b>11.10</b>

资料来源: 公司审计报告及公司提供, 东方金诚整理

近年来, 公司营业收入大幅增长, 主要来源于土地资产运作业务、商品生产销售业务、工程施工业务和类金融服务。其中, 公司商品生产销售业务收入随着 2020 年南昌国资划入大幅增长; 受公司放缓出让进度影响, 近年来土地资产运作收入持续下降; 公司类金融服务收入持续增加, 随着信用证业务拓展保持增长。此外, 公司营业收入还包括房屋及物业管理收入、工程劳务收入、酒店经营收入、物流收入、装修收入、广告收入等。

公司毛利润持续增长, 其中土地资产运作业务受当期出让土地规模及区位影响毛利润逐年下降; 房租及物业管理毛利润随着南昌国资带入大量对外出租房产而小幅增长。毛利率方面, 受 2020 年拓展的信用证业务与新增的工程施工业务的毛利率水平较低影响, 公司当期毛利率大幅下降, 2021 年即恢复稳定。

2022 年 1~3 月, 公司营业收入为 20.12 亿元, 毛利润为 3.09 亿元, 毛利率为 15.34%。

### 产业投资

随着国有工业企业改制陆续完成以及南昌国资的整体划入, 公司成为南昌市最重要的产业投资主体, 承担了管理南昌市工业产业引导资金的任务。公司主要通过股权、债权和产业园区开发运营等形式对南昌市重点产业进行支持。其中, 股权和债权投资主要是公司本部、南昌国资、国资创投等负责; 产业园区开发运营主要由国金工投及其子公司负责。

## 1. 股权和债权投资

公司承担管理南昌市重点产业投资引导资金，在引导信贷资金和社会资金投向南昌市重点产业项目方面发挥了重要作用

公司股权与债权投资分为两种方式，即引导投资与直接投资，主要由公司本部、国资创投、国金工投及南昌国资负责。经南昌市政府授权，公司本部与国资创投承担了管理南昌市重点产业投资引导资金（以下简称“引导资金”）的工作。引导资金是南昌市政府设立的政策性专项资金，用以发挥财政资金杠杆作用，引导信贷资金和社会资金投向南昌市先进制造业和现代服务业的重点产业项目。直接投资方面，南昌国资与国金工投直接通过长期股权投资方式支持南昌市企业发展，资金主要来源于自有资金与外部融资。

引导资金投资方面，公司本部的股权和债权投资业务主要是在南昌市政府主导下，利用自有资金、产业引导资金等，对南昌市重点和优势企业进行投资。其中，引导资金投资项目由南昌市重点产业投资引导资金管理委员会审批决策，引导资金由公司受托管理，具体投资程序由国资创投执行；自有资金投资项目由公司自主决定。公司投资项目原则上不超过3年，以股权回购、股权转让和债权回收等方式退出投资。引导资金分为市级和区县级两类。截至2021年末，公司管理的市级引导资金规模达49.1亿元，区县级产业引导资金规模达80亿元。

直接投资方面，公司继续以股权及债权投资参与了一带一路项目投资、映山红计划项目<sup>4</sup>及上市公司纾困项目等。受南昌国资划入影响，截至2021年末公司持有的股权类资产118.08亿元；债权类资产为110.83亿元，其中主要投资项目如下表所示。同时，公司参与设立了洪城资本、联昌投资、埃维迪投资、博看投资、同鑫投资、嘉捷基金等投资基金。截至2021年末，公司合计对上述基金投资24.77亿元。

图表5 截至2021年末公司主要直接投资股权及债权投资情况（单位：亿元）

投资标的	股权投资额	债权投资额
欧菲光集团股份有限公司	15.79	-
深圳市兆驰股份有限公司	9.60	-
南昌江广泰投资咨询有限合伙企业（有限合伙）	5.88	-
井冈山复朴新世纪股权投资合伙企业（有限合伙）	4.89	-
联创电子科技股份有限公司	4.79	-
洪城资本投资企业	4.00	-
南昌洪城资本二期投资企业（有限合伙）	3.98	-
南昌赣昌砂石有限公司	3.92	-
南昌玖沐新世纪产业投资合伙企业（有限合伙）	3.80	-
南昌市滕王阁城市发展基金十二期（有限合伙）	3.33	-
交通银行	3.01	-
江西兆驰半导体有限公司		15.00
江西乾照光电有限公司		10.00
南昌兆驰投资合伙企业（有限合伙）	-	8.93
南昌龙旗信息技术有限公司		7.80
江西省电子集团有限公司		5.00
深圳市兆驰节能照明股份有限公司	0.90	6.10

<sup>4</sup> 映山红计划江西省政府为激励当地企业上市出台的政策支持计划。

图表 5 截至 2021 年末公司主要直接投资股权及债权投资情况（单位：亿元）

投资标的	股权投资额	债权投资额
江西华赣航空产业投资有限公司	-	6.03
南昌与德通讯技术有限公司	-	4.95
南昌高新投资集团有限公司	-	4.30

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

收益方面，引导资金投资方面，在项目投资期满后，原则上投资收益通过引导资金专户上缴南昌市政府，南昌市政府按照当年实际使用引导资金的 0.8% 支付公司管理经费，原则上不超过 500 万元；直接投资方面，公司通过分红、处置股份等方式获得股权投资收益，通过收取利息获得债权投资收益。2019 年~2021 年，公司分别形成投资收益为 2.59 亿元、2.80 亿元及 7.30 亿元，2021 年收益较高主要系处置部分联创电子科技股份有限公司（以下简称“联创电子”）股权所致。

## 2. 产业园区开发运营

公司自 2012 年开始从事园区开发运营工作，目前处于开发建设阶段，尚需投资规模较大，存在较大的资本支出压力

公司自 2012 年开始从事园区开发运营工作，主要由子公司国金工投及三级子公司南昌国微产业投资有限公司和南昌国泰工业产业投资发展有限公司负责。公司主要负责园区建设、运营，并与南昌市政府共同承担招商引资工作。公司通过写字楼、厂房、公寓等物业的出租和出售实现盈利。公司自 2016 年起开始实现园区出租与物业收入，规模较小。

公司重点建设的园区项目为安义工业产业基地（二期）、中国（江西）针织服装创意产业园项目（二期）等。截至 2021 年末，公司上述项目总投资概算合计 75.54 亿元，累计投资 39.08 亿元，尚需投资 36.46 亿元，存在较大的资本支出压力。公司暂无拟建项目。

图表 6 截至 2021 年末公司在建产业园区情况（单位：亿元）

项目	总投概算	已投资金额	尚需投资
安义工业产业基地（二期）	7.00	7.00	-
中国（江西）针织服装创意产业园项目一期	11.05	7.02	4.03
工控云创港项目一二期	13.50	7.76	5.74
进贤医疗器械产业基地一二期	7.40	4.01	3.39
工控腾云港一期	4.00	0.64	3.36
鑫润物流园一期项目	7.50	5.55	1.95
工控-塘南第六产业园	5.09	3.80	1.29
南昌硒鼓钟陵现代农业产业园	20.00	3.30	16.70
合计	75.54	39.08	36.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 土地资产运作

公司受南昌市政府委托承担了系统内改制企业的土地资产运作工作，并成为南昌市政府唯一授权进行土地“双变性”的企业，该业务具有很强区域专营性和政策性

经南昌市政府授权，公司对其系统内改制企业的土地资产进行运作，并特设事业单位——

工业土储中心<sup>5</sup>。工业土储中心于 2005 年设立，为南昌市土储中心分支机构，由公司进行日常运作和人事管理；主要职责为土地整理、抵押融资、出让前的准备工作。2022 年 2 月，经南昌事业单位登记管理局批准，工业土储中心已注销，原有资产由新设二级子公司南昌市工控土地管理有限公司承接。

公司的土地资产运作业务根据运作方式不同分为两个阶段，2015 年之前是直接出让模式，即工业土储中心对系统内改制企业的土地资产进行收储、整理并直接出让；2015 年之后是将收储和整理完成的土地“双变性”后再出让的模式。土地“双变性”即公司通过补缴土地出让金将划拨性质的工业用地变更为出让性质的经营性用地。

#### (1) 直接出让

2015 年之前，公司土地资产运作业务为直接出让模式。公司土地直接出让业务由工业土储中心负责。工业土储中心根据南昌市政府制定的国企改革、环保搬迁计划对土地进行收储和整理，土地来源主要为收购不良资产包中的抵债土地、改制企业的土地以及闲置生产用地。具体操作上，工业土储中心制定土地收储和整理方案，并经由南昌市土储中心上报南昌市政府审批；批复后，工业土储中心与被土地收储企业签订《国有土地使用权储备合同》，约定标的土地收储价款等，并办理储备土地证和进行土地整理。

公司根据南昌市土地上市计划和自身资金需求制定公司年度土地出让计划，将拟出让土地交由南昌市国土资源局进行招拍挂；待土地受让方缴纳土地出让价款后，南昌市财政局将扣除相关税费后的土地出让金返还给公司，公司以此确认土地资产运作收入，同时将支付的土地收储价款、改制费用（职工安置费和社保费等）和土地整理费用结转为营业成本。

#### (2) “双变性”后土地出让

2012 年，经南昌市政府批准，公司成为南昌市唯一授权进行土地“双变性”的企业。公司“双变性”土地来源主要为已收储的土地和系统内改制企业尚未被工业土储中心收储的抵债土地。随着“双变性”工作的完成，2015 年之后公司土地资产运作业务由直接出让模式转变为对“双变性”后土地出让，未来该业务亦全部为对“双变性”后土地出让<sup>6</sup>。

土地“双变性”操作流程为南昌市政府授权公司按照土地评估价值的 40%向南昌市财政局缴纳土地出让金和契税，公司按照土地资产评估价值全额入账，剩余未缴纳的 60%部分作为股东投资无偿注入公司；同时，南昌市财政以往来款形式将公司缴纳的土地出让金进行返还，该部分资金优先用于支付企业改制费用。

收益方面，公司将“双变性”后土地交由南昌市国土资源局进行招拍挂出让，公司按照土地受让方缴纳的土地出让金扣除相关税费后的净额确认土地资产运作收入。同时，公司将“双变性”补缴土地出让金、土地收储价款、垫付的企业改制费用等结转为营业成本。

**公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地，相关土地未来增值空间较大，是公司土地资产运作收入的重要保障；但公司正逐步放缓土地出让节奏，以降低利润对土地出让的依赖**

工业土储中心收储工作主要集中在 2005 年~2010 年，收储土地资产已于 2013 年基本完成了“双变性”工作。截至 2021 年末，公司拥有待出让土地使用权合计 311.26 亿元，其中账

<sup>5</sup> 《南昌市人民政府办公厅关于印发南昌市工业企业土地储备中心操作办法的通知》（洪府厅发【2005】40号）。

<sup>6</sup> 棚户区改造业务涉及土地出让无需进行“双变性”即可出让。

面原值 15.83 亿元土地使用权暂未办理权证；账面原值 217.18 亿元的土地已缴纳土地出让金。公司土地使用权主要位于主城区、湾里区<sup>7</sup>、南昌经济技术开发区和南昌县。

公司自 2015 年开始出让“双变性”后土地，由于“双变性”需补缴土地出让金，导致该业务毛利率大幅下降。2019 年~2021 年，公司分别完成土地出让 96.9 亩、204.3 亩和 76.66 亩，分别确认收入 10.84 亿元、8.98 亿元和 4.64 亿元；毛利率分别为 39.28%、25.08%和 6.08%。

从土地价格来看，2019 年~2021 年，公司出让土地平均单价为 1118.14 万元/亩、329.25 万元/亩和 604.77 万元/亩。2020 年公司出让土地平均单价较低主要系出让土地地理位置等因素所致。

2022 年，公司拟出让的土地面积合计 434.7 亩，主要位于青山湖区、西湖区、经开区、南昌县，预计可获得 21.36 亿元土地运作收入。

总体来看，公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地，相关土地未来增值空间较大，预计未来可持续获得土地资产运作收入。但同时，由于公司正逐步调整收入结构，以摆脱对土地出让利润的依赖，预计土地出让节奏将持续放缓。

## 房地产开发

公司房地产业务分为商品房开发和棚户区改造两部分，其中棚户区改造为公司下属子公司职工宿舍等棚户区改造。

### 1.棚户区改造

**公司承担了针对系统内改制企业职工宿舍的棚户区改造工作，南昌市政府为公司配置了平衡建设资金土地，该措施为公司棚户区改造建设成本的回收提供一定保障**

南昌市政府委托公司对系统内改制企业的职工宿舍等进行棚户区改造，具体业务由子公司国资置业及被改造的子公司负责。国资置业成立于 2005 年，于 2009 年纳入公司合并范围，拥有房地产开发四级资质。由被改造子公司负责的棚户区改造项目于 2020 年随南昌国资一并划入。

公司承建的棚户区改造项目均纳入南昌市政府投资计划，主要集中在湾里区、桑海经开区、东湖区、青浦区和南昌县等。公司主要负责项目报批、对外招标、项目监理、建设资金归集及支付等。该业务的资金来源于自有资金、棚改安置职工筹资、预付房款、财政资金以及外部融资等。待项目完工后，公司按照“拆一还一”原则，房屋在置换面积内无偿偿还给被安置职工；超出置换面积，在限额面积内部分以拆迁前评估建设成本进行销售；超出限额面积以指导价格销售。待安置工作结束后，剩余房屋可进行市场化销售。此外，针对南昌双港实业服务中心国有工矿棚户区改造项目（以下简称“双港棚改项目”）和江西华源江纺有限公司国有工矿棚户区改造项目（以下简称“江纺棚改项目”），公司拆迁土地在建设安置房以后剩余土地用于出让，南昌市政府以该土地出让金扣除税费后全额返还给公司，以平衡公司棚户区改造业务成本。

2019 年~2021 年，公司确认棚户区改造收入 0.24 亿元、0.01 亿元和 0.06 亿元，主要是超出限额面积的房屋销售款项。根据棚户区改造项目销售定价方案，公司该业务可实现的销售收入规模较小，且易出现亏损。因此，根据洪府厅字【2012】360 号文，南昌市政府为公司配置了 6 宗土地，以土地转让后价款平衡公司的建设资金。其中，3 宗土地已办理权属单位为公

<sup>7</sup> 湾里区位于南昌西郊，东南邻新建县，西毗安义县，北接永修县；全区总面积 251 平方千米。

司的土地使用权证；剩余 3 宗土地使用权证权属单位仍为原改制企业，权证获取时间尚未明确。截至 2021 年末，上述 6 宗土地中南昌柴油机厂（湾里）地块已于 2014 年转让，并实现土地出让收入 6786 万元，其余地块均尚未对外转让。此外，双港棚改项目 71.62 亩用于招拍挂出让，平衡建设资金。江纺棚改项目约 151.51 亩用于挂牌出让以实现宗地平衡。2019 年江纺棚改项目用于平衡建设资金的土地已出让，出让价格 20.10 亿元。

图表 7 截至 2021 年末公司获得的配置平衡资金土地情况（单位：亩、万元）

地块	土地证号	土地类型	总面积	用于改造资金平衡地块面积	入账金额
南昌华洪机械厂地块	洪土国用(登湾 2014)第 D010 号, 洪土国用(登湾 2014)第 D011 号	划拨	112.73	53.00	671.30
南昌柴油机厂（湾里）地块	洪土国用(登湾 2013)D00001 号	出让	101.55	45.00	7081.48
南昌三健电气有限公司地块	赣(2019)南昌市不动产权第 0239799 号	划拨	28.067	21.50	6475.18
江西防爆电机厂地块	-	-	-	16.89	-
南昌无线电三分厂地块	-	-	-	18.40	-
南昌化工设备厂地块	-	-	-	13.34	-
<b>合计</b>	-	-	<b>214.28</b>	<b>168.13</b>	<b>14227.96</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司在建棚户区改造项目主要有南昌柴油机厂（湾里）棚户区改造项目和南昌通用机械厂棚户区改造项目、湾里三健棚户区改造、南昌双港实业服务中心国有工矿棚户区改造项目和江西华源江纺有限公司国有工矿棚户区改造项目，上述项目（已完工及在建项目）合计建筑面积 13.53 万平方米，合计计划总投资 13.49 亿元，累计投资 12.15 亿元，尚需投资 1.34 亿元。

公司拟建棚改区改造项目主要包括油脂化工厂棚改项目，计划总投资 0.80 亿元。

## 2. 商品房开发

公司商品房项目销售进度较慢，且商品房销售收入易受房地产市场等因素影响而存在一定的不确定性

公司商品房开发业务由江西鑫润置业有限公司（以下简称“鑫润置业”）、江西广发房地产开发有限公司（简称“广发房开”）、江西隆和房地产开发有限公司（以下简称“隆和房开”）以及江西江联房地产开发有限公司（以下简称“江联房开”）负责。隆和房开、广发房开和鑫润置业均拥有房地产开发二级资质，江联房开拥有房地产开发三级资质。公司开发的商品房项目类型以住宅为主，所开发项目主要分布在南昌市内。

2020 年~2021 年，公司分别实现商品房销售收入 1.53 亿元和 6.36 亿元。截至 2021 年末，公司在售的房地产项目如下表所示，其中竹海铭都项目于 2014 年 2 月开始销售，名仕御湖项目于 2016 年 5 月开始销售，梅湖香榭丽项目于 2013 年开始销售，目前均仍在销售当中。东方金诚关注到，公司商品房项目销售进度较慢，且商品房销售收入易受房地产市场等因素影响而存在一定的不确定性。

图表 8 截至 2021 年末公司主要在售房地产项目情况（单位：平方米、万元）

项目	总投资	累计投资	建筑面积	可销售面积	已实现销售金额	未销售面积	后续可售金额
竹海铭都	39534.00	37763.00	103846.20	80684.74	33397.00	7742.26	8623.33
名仕御湖	36428.00	34924.00	98643.63	85211.26	33281.00	5267.78	7557.73
梅湖香榭丽	38668.00	38668.00	91173.93	35569.01	32459.00	24019.98	19576.00
长春华苑	27515.00	13668.00	59368.90	34642.02	9211.38	21467.00	21212.62
<b>合计</b>	<b>142145.00</b>	<b>125023.00</b>	<b>353032.66</b>	<b>236107.03</b>	<b>108348.38</b>	<b>58497.02</b>	<b>56969.68</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

此外，三级子公司南昌国资产业经营集团房地产开发有限公司与其他房地产公司合作，共同设立子公司开发房地产项目，并通过投资收益的方式实现获利。截至 2021 年末，公司参与开发的房地产项目包括澜湖国际项目、十里春风项目、悦景臺项目、雍江府项目、象湖尚郡项目、株洲江山樾项目、春江悦茗项目和青岚书院项目。

## 类金融服务

作为南昌市最重要的产业投资主体，公司本部与南昌国资均有设置金融服务公司以支持当地产业发展。其中公司设立了专业的担保公司南昌工控产业担保有限公司（以下简称“昌工产担”）、租赁公司中通租赁、转贷公司南昌工控惠企转贷服务有限公司（以下简称“工控惠企”），南昌国资设立了转贷公司南昌市企业转贷金融服务有限公司（以下简称“南昌金服”）和资产管理公司南昌市雍盛资产经营管理有限公司。故随着南昌国资的划入，公司类金融服务新增的转贷服务与不良债权处置分别为重点产业提供资金支持和减轻债务负担，整体业务种类更加多元化，且统一化的管理以及信用信息的互通将更有效的降低公司类金融服务的相关风险。

### 1.担保业务

**担保业务是公司类金融服务板块重要组成，但该业务规模和收入均较小**

公司担保业务是公司类金融服务重要组成，主要由昌工产担负责。昌工产担通过自主营销、银行推荐获得担保项目，依照“统一管理、分级决策、分类授权、责权对等”的原则确定最终担保项目。截至 2021 年末，昌工产担在保余额 103.25 亿元，担保放大倍数为 10.48 倍。行业分布方面，截至 2021 年末，昌工产担为工业企业担保余额占比 17%，建筑企业担保余额占比 20%。

昌工产担担保费率总体处于 0%~2.0% 区间范围。担保代偿方面，截至 2021 年末昌工产担担保代偿余额 1325.62 万元。

### 2.融资租赁及信用证业务

**公司信用证业务收入规模较大，是公司营业收入的重要组成部分**

2018 年，公司新增融资租赁及信用证业务，主要由子公司中通租赁负责。中通租赁成立于 2014 年 8 月，2017 年公司通过增资方式取得其实际控制权。

融资租赁产品类型主要有售后回租、直接租赁等，以售后回租业务为主。中通租赁的承租企业主要集中于江西、江苏、贵州内，行业主要分布于市政公用建设、水的生产和供应等行业。截至 2021 年末，中通租赁融资租赁余额为 11 亿元。2019 年~2021 年，中通租赁融资租赁收

入分别为 0.60 亿元、0.35 亿元和 0.56 亿元。为防范风险，中通租赁采取了银行保函担保、保证金质押等措施。

公司 2018 年新增信用证业务，中通租赁与客户签订《融资租赁售后回租合同》并向客户开具商业承兑汇票，客户以商业承兑汇票及相关资料向银行申请受益人为中通租赁的信用证，中通租赁凭信用证贴现将租赁标的购买价款付给客户，并按租赁合同确认收入。2019 年~2021 年中通租赁分别确认信用证收入 13.56 亿元、13.50 亿元和 12.54 亿元，确认成本为 13.10 亿元、12.92 亿元和 12.08 亿元，成本主要由银行手续费及贴现费用构成。客户行业分类主要包括零售业（34.94%），批发业（占比 34.2%），制造业（0.49%），商务服务业（19.84%）和房屋建筑业（10.53%）。

### 3.转贷服务

**公司在帮助中小微企业防范和化解资金链断裂风险，降低企业融资成本方面发挥了重要作用，业务具有较强的区域竞争优势；但转贷对象以中小微企业为主也带来一定逾期风险**

公司转贷业务主要由子公司南昌金服及工控惠企负责，南昌金服为 2020 年随南昌国资划入的子公司，工控惠企系 2020 年因疫情和企业战略规划而新增的子公司。

南昌金服与工控惠企主要通过自有资金以及外部融资资金为南昌市内生产经营状况良好的中小企业提供转贷服务。具体业务流程为，银行放款前，南昌金服与工控惠企根据银行出具的《同意放款通知书》将转贷资金出借给转贷企业；待银行放款后，银行将转贷资金经由转贷企业账户直接支付给南昌金服。目前，南昌金服与工控惠企已与中国农业发展银行、招商银行、浦发银行、赣州银行、江西银行、南昌农村商业银行等银行达成合作协议。

转贷业务原则上按照每天最高上限 1.2%的比例向转贷企业收取资金使用费。2021 年，南昌金服转贷业务收入为 0.02 亿元，工控惠企转贷业务收入为 0.44 亿元。截至 2021 年末，南昌金服转贷业务中有 12 笔业务暂未收回，合计金额 2.96 亿元。

### 商品生产销售

在对市属国有企业改制的过程中，公司协助南昌市政府对优质的国有资产进行了重组和整合，并对部分整合过后的资产进行管理。由此，公司业务范围扩展至电线电缆、印刷品、化肥等工业产品生产销售业务。受南昌国资的划入与江西南缆集团有限公司不再纳入合并报表范围影响，公司商品生产销售板块新增纺织品生产销售并减少电线电缆业务。

图表 9 公司商品生产销售业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品生产销售	10.79	9.89	34.15	1.37	41.57	2.26
其中：电线电缆	4.39	13.39	-	-	-	-
贸易收入	2.06	3.29	26.95	0.80		
供应链收入	3.59	4.76	1.70	3.70	40.22	1.18
纺织品生产销售	-	-	4.29	0.30		
其他	0.74	32.48	1.21	14.58	1.35	34.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 1. 贸易业务

**2018年起，公司新增贸易业务，该业务对公司营业收入形成有益补充；2020年受南昌国资划入影响公司贸易收入大幅增加**

公司于2018年起新增贸易业务，主要由昌工商贸及三级子公司海南工控国鑫国际贸易有限公司（简称“海南国鑫”）经营。其中，昌工商贸主要经营产品为各类煤炭及钢材，海南国鑫主要经营产品为铁矿石、多晶硅及建筑材料等。2020年起，受三级子公司江西久隆贸易有限公司（以下简称“久隆贸易”）随着南昌国资一并划入影响，公司贸易业务收入规模大幅增加。贸易业务运营主体新增久隆贸易，主要经营钢材贸易。

业务模式方面，昌工商贸煤炭及钢材业务主要采用以销定产模式，主要为针对项目建设企业定向代采钢材、针对客户采购原煤、针对下游钢厂采购主焦煤半成品等；海南国鑫业务模式主要为针对生产企业的大宗原材料的代理采购、针对施工企业的建筑材料的集采直销和针对钢铁企业的铁矿石加工销售；久隆贸易主要采取直接销售和委托代理销售两种模式开展钢材销售活动。直接销售模式下，久隆贸易直接从钢铁生产企业、钢贸企业等采购建筑钢材、钢坯等，通过自主开拓销售网络直接销售，赚取差价获取收益。委托代理销售模式下，久隆贸易根据委托方的要求采购相应产品并销售给委托方，久隆贸易一般会给予委托方一定的货款代垫额度，并收取垫资费。

供应商与销售客户集中度方面，2021年公司贸易业务供应商前五名供应额占比合计82.69%，销售客户前五名销售金额占比合计40.97%，集中度较高。整体来看，公司贸易业务收入规模不断增加，久隆贸易的划入使得贸易业务收入成为公司收入的重要组成。

东方金诚关注到，公司贸易业务易受大宗商品市场行情等因素影响，未来收入规模及毛利率水平存在一定的不确定性。

## 2. 供应链业务

**2018年起，公司新增供应链业务，该业务对公司营业收入形成有益补充**

2018年起公司新增供应链业务，业务服务覆盖工业、服装、食品、建材等10多个领域，主要由子公司工控供应链负责。工控供应链成立于2017年，并于2018年纳入公司的合并报表范围。

目前公司提供包括库存融资、订单融资、应收账款融资等多种供应链金融服务。应收账款融资方面，企业将应收账款转让、抵押给供应链公司，由其提供融通资金、债款回收等金融服务。订单融资方面，企业根据已签合同或者已收订单，向供应链公司申请融资。使其在向上游采购时，有资金垫支，待产品生产完成后，再由供应链公司将产品交付给下游客户。预付款融资方面，以购销合同为基础，通过签订三方合作协议。供应链公司为客户提供预付款融资。存货动产融资方面，企业将“原材料、半成品、产成品”等存货质押给供应链公司获得融资。

## 3. 纺织品生产销售

公司纺织品生产销售为2020年随南昌国资划入而新增的业务，由子公司华源江纺负责运营。华源江纺前身为江西棉纺印染厂，1954年建成投产，为前苏联援华设立的10家纺织厂之一，是建国初期和计划经济时期重要纺织企业。华源江纺于2012年破产重组，于2013年被南

昌市国资委以注资方式划拨至南昌国资。

近年来，华源江纺纺织业务收入逐渐增加。华源江纺生产所需的原材料主要为纱。华源江纺根据销售的需要实行以销定产，向上游供应商进行采购。2019年~2021年，华源江纺原材料采购情况见下图表所示。华源江纺生产的产品主要为纱，通过经销商销售给下游客户。2021年华源江纺销售布和纱分别为21144.87吨。

图表 10 华源江纺原材料采购情况（单位：吨、万元）

产品	2019年		2020年		2021年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
纱	5536.00	8827.90	17974.00	42844.10	21144.87	46584.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 工程施工

随着南昌三建的划入，公司新增工程施工业务，该业务收入规模较高，成为公司营业收入的重要补充

公司于2020年新增工程施工业务，主要由子公司南昌三建负责。南昌三建资质范围较广、等级较高，房屋建筑工程、市政公用工程施工总承包一级，公路工程施工总承包二级，园林古建筑工程、机电设备安装工程、建筑装修装饰工程、消防设施工程、钢结构工程专业承包一级，并具有对外独立承包工程业务和对外贸易经营权的资格，在行业内具有较强的竞争优势。公司工程施工业务主要承接基础设施与房屋建筑物类型的工程项目，承接形式主要是通过招投标获取施工总承包，以EPC总承包或施工总承包方式承揽工程，客户来源主要是房地产开发商和区域内的国资城投公司。

从分布区域来看，南昌三建承接的建筑施工项目主要分布于江西、上海、广东、四川等区域，业务具有一定的市场竞争优势。

近年来，南昌三建建筑施工新签合同金额逐年增加。2020年~2021年，公司分别实现工程施工收入16.09亿元和31.66亿元；毛利率分别4.46%和1.98%。随着南昌三建并入公司，公司新增的工程施工收入成为营业收入的重要组成。

图表 11 公司建筑施工项目情况

项目	2019年	2020年	2021年
完工数量（个）	36	12	17
完成合同金额（亿元）	23.09	5.58	10.61
新签合同数量（个）	42	23	19
新签合同金额（亿元）	30.46	33.46	50.79
执行合同数量（个）	35	47	38
执行合同金额（亿元）	90.07	119.86	121.25
累计施工面积（万平方米）	378.44	383.44	421.08
竣工面积（万平方米）	54.40	5.99	63.77

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2021年末，公司主要在建的建筑施工项目共37个，合同金额合计101亿元。其中部分项目情况如下表所示，同期末无未开工项目。

图表 12 截至 2021 年末公司部分在建的建筑施工项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	合同金额
嘉福城项目工程施工总承包工程	房建	10.00
咸宁置境贺胜府	房建	5.50
青云谱区洪都新城规划道路建设工程 EPC 总承包项目（二期）	市政道路	4.64
天门紫荆公馆项目一期	房建	4.50
于都县贡江新区 GJ-14-（05-08）地块产权调换房建设项目（时代国风府）	房建	4.28
桐柏滨湖春城项目	房建	4.18
扬中梧桐墅项目	房建	3.56
悦湖华苑项目设计采购施工（EPC）总承包工程	房建	3.49
合计	-	40.15

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 外部支持

随着南昌国资整体划入，公司成为南昌市最重要的产业投资和国有资产运营主体，在政策、资产和资金等方面获得了股东及相关各方的大力支持

公司作为南昌市产业投资和国有资产运营主体，先后承担了南昌市国有（集体）企业改革及工业领域重要的产业投资职能，在推进南昌市国企改革工作和维稳、引导信贷资金和社会资金投向南昌市重点产业项目等方面均发挥了重要作用。随着本次南昌市整合市级产业投资领域，将南昌国资整体划入公司后，公司成为南昌市市级最重要的产业投资主体与国有资产运营主体，在政策、资产和资金注入方面得到了南昌市政府的大力支持。

公司承担了南昌州市属国有（集体）企业改制的职能。为支持公司业务开展和日常经营，南昌市政府授予土地“双变性”权限，公司为南昌市唯一一家获得该权限企业。即公司按照土地评估价值的 40%向南昌市财政局缴纳土地出让金和契税，剩余 60%作为政府对公司的无偿注入。截至 2021 年末，公司因土地资产“双变性”增加的资本公积 143.04 亿元。同时，南昌市政财以往来款形式将公司缴纳的土地出让金进行返还，为公司提供流动性支持。

资金注入方面，2018 年，公司收到南昌市政府无偿注入资金 8.01 亿元；2019 年，公司收到南昌市财政局无偿注入资金 3.00 亿元；2020 年，子公司华源江纺收到南昌市土地储备中心划拨的 8.10 亿元货币资金。2021 年，公司收到南昌市政府无偿注入的货币资金 50.00 亿元。

股权划转方面，2015 年，公司收到南昌市政府无偿注入的新世纪创投和金昌国资股权，增加资本公积 5.26 亿元。2020 年，公司收到南昌市政府无偿注入的南昌国资 100%股权、南昌三建 51%股权和江西变压器有限责任公司 83.50%股权，合计增加公司资本公积 96.87 亿元。南昌国资在划入前与公司并列为南昌市级两大产业投资与国资运营主体。南昌三建为南昌市重要的国有工程施工企业。

财政补贴方面，2019 年~2021 年公司分别收到政府补贴 0.11 亿元、0.17 亿元和 0.41 亿元，主要为专项资金补贴、政府扶持金等。

总体来看，近年来公司业务开展得到了股东及相关各方的有力支持。考虑到公司在南昌市工业投资领域的重要地位，预计未来股东及相关各方将继续给予公司较大的支持。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 7.71 亿元；南昌市政府与江西行政事业集团分别持有公司 90%和 10%的股权，南昌市政府为公司的实际控制人。

### 治理结构

公司不设立股东会。南昌市政府为公司实际出资人，南昌市国资委受南昌市政府委托履行出资人职责，行使股东会职权。公司下设董事会、监事会及经营管理层。

公司设立董事会，对南昌市国资委负责。董事会由 5 人组成，设董事长 1 名、董事 4 名，其中职工董事 1 名，每届任期三年，董事届满，可以连选连任。董事会成员由南昌市国资委委派或更换，职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事长由南昌市国资委在董事会成员中委派指定。

公司监事会由 3 人组成，其中 2 人由南昌市国资委按有关程序委派，1 人由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 人，由南昌市国资委在监事会成员中指定。监事任期三年。

公司经营班子由总经理、副总经理等组成。公司设总经理 1 人，常务副总经理 1 名，副总经理若干名，总经理助理若干名，上述人员均由南昌市国资委委派。总经理、副总经理任期三年，经考核合格可续聘。总经理对董事会负责。

### 管理水平

公司下设党委办公室、行政办公室、纪检办公室、工会联合办公室、人力资源部、计划财务部、资金管理部、战略管控部、投资发展部、资产运营部、风控稽核部、综治安保部、招标采购中心，共 13 个职能部门。同时，南昌市政府将部分政府职能部门委托公司管理或是在公司特设机构部门——工业合作联社办公室和武装部。

公司通过制订《集团内控手册》、《关联交易》、《三会议事规则》等规章制度明确了各项业务基本流程和各职能部门和人员责任范围。对于下属子公司，公司建立《合同签署授权指引》、《合同管理办法》、《资金管理办法》、《固定资产管理办法》以及人员管理、考核的相关制度，将下属子公司的资产、人员、财务纳入管理体系，确保下属子公司规范运作和健康发展。

总体来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，同时制定了财务管理制度、项目建设管理制度和招投标管理制度。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2019 年~2021 年及 2022 年 1~3 月的合并财务报表。大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年~2021 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2022 年 1~3 月财务数据未经审计。

截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 15 家，详见图表 1。2018 年，公司合并范围新增子公司工控供应链；2019 年，公司将原二级子公司江西瑞丰彩色制版有限公司、

江西深盈彩印有限公司与江西江印票证印务股份有限公司划入二级子公司江印股份，并出资设立融资登记公司与凯新精密机械。2020年，公司减少7家二级子公司，其中原二级子公司南缆集团失去控制权，不再纳入合并报表范围；江西印刷股份有限公司、江西奇佳肥业股份有限公司、南昌山林实业有限公司等6家原二级子公司整合入其他二级子公司。同期，公司合并报表范围内新增3家二级子公司，其中公司出资设立了南昌金控，无偿划入了南昌国资与南昌三建。2021年，公司二级子公司南昌国宁机械制造有限公司划入子公司南昌国金，调整为三级子公司。

### 资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模保持增长趋势，2020年末大幅增长系合并南昌国资与南昌三建所致；公司资产中土地资产、房产和应收类款项占比较高，资产流动性一般

近年来，公司资产规模保持增长趋势，2020年末大幅增长系合并南昌国资与南昌三建所致，非流动资产为公司资产的主要构成，但占比逐年下降。

图表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>资产总额</b>	<b>612.78</b>	<b>849.92</b>	<b>902.27</b>	<b>893.90</b>
<b>流动资产</b>	<b>180.57</b>	<b>266.11</b>	<b>322.45</b>	<b>311.34</b>
货币资金	67.19	70.61	77.21	63.96
其他应收款	52.46	86.02	73.46	75.78
存货	29.32	54.31	53.21	54.59
一年内到期的非流动资产	0.41	0.18	51.72	47.35
应收账款	16.16	24.49	24.21	22.95
<b>非流动资产</b>	<b>432.21</b>	<b>583.81</b>	<b>579.82</b>	<b>582.56</b>
投资性房地产	240.31	362.91	362.67	362.78
可供出售金融资产	64.60	79.57	-	-
持有至到期投资	60.83	49.96	-	-
其他权益工具投资	-	-	68.07	69.88
债权投资	-	-	61.97	62.31
长期股权投资	25.52	35.36	22.64	22.64
其他非流动金融资产	-	-	13.52	13.75

资料来源：公司合并财务报表，公司其他应收款不含应收利息和应收股利，东方金诚整理

#### 1、流动资产

近年来，公司流动资产规模保持增长，主要由货币资金、其他应收款、存货和应收账款等构成。

公司为满足日常生产经营与投资需要，持有货币资金规模较大，以银行存款为主。截至2021年末，公司受限货币资金为8.34亿元，主要为银行承兑汇票保证金和定期存单质押。

公司其他应收款主要为应收往来款、代垫改制款项等。2021年末，应收对象前10名情况如下表所示。总体来看，公司其他应收款应收对象较为分散，应收对象多为政府部门、国有企业以及关联企业资产，流动性一般，且存在一定的回收风险。其中南昌鑫资房地产开发有限公司为国资房开与江西万和房地产开发有限公司共同设立的房地产项目子公司，负责雍江府项目，该笔款项为前期开发周转往来款。

图表 14 2021 年末公司其他应收款前十名情况 (单位: 亿元、%)

应收对象	款项性质	应收金额	占比
南昌市第一建筑工程有限责任公司	往来款	8.59	11.7
南昌市社会保险事业管理处	代付托管单位社保款	5.81	7.9
南昌市财政局	代垫付税费、押金、土地款	3.05	4.2
南昌市国有资产监督管理委员会	往来款	2.82	3.8
南昌鑫资房地产开发有限公司	往来款	2.79	3.8
南昌临空经济区管理委员会	借款	2.00	2.7
南昌市政公用投资控股有限责任公司	代付税费	1.88	2.6
江西印刷集团公司	代垫改制款项	1.87	2.5
南昌市医疗保险事业管理处	代垫社保款	1.60	2.2
南昌链条厂	代垫改制款项	1.21	1.6

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

随着公司产业园区与棚改项目建设的推进, 公司存货波动增长, 主要由在产品、产成品、项目建设成本和土地使用权构成。2021 年末, 公司存货中开发成本 31.67 亿元, 主要为棚户改造项目建设和成本、房地产开发成本、产业园区建设成本和土地使用权构成; 开发产品 18.58 亿元, 主要为建成的棚改项目及部分产业园项目。公司存货中土地使用权合计 12.63 亿元, 其中账面价值 10.75 亿元的土地已缴纳土地出让金, 账面价值 7.01 亿元的土地已抵押。

受新会计准则实行影响, 公司一年内到期的非流动资产大幅增加, 主要由一年内到期的债权投资 (48.86 亿元) 构成, 主要包括对江西兆驰半导体有限公司 (15.00 亿元)、江西乾照光电有限公司 (10.00 亿元) 和南昌龙旗信息技术有限公司 (7.80 亿元) 等公司的债权投资。公司应收账款主要由应收土地款构成, 近年来规模小幅波动。2021 年末应收对象前三名分别为南昌市财政局 (8.51 亿元)、南昌市土地储备中心 (6.74 亿元) 和南昌县财政局 (2.45 亿元), 合计占比 73.10%。综合来看, 公司应收类资产规模较大, 占比较高, 对公司资金形成较大占用。

## 2、非流动资产

南昌国资的并入为公司带来大量投资性房地产及部分长期股权投资, 致使 2020 年末公司非流动资产规模大幅增加。2021 年末公司非流动资产以投资性房地产、其他权益工具投资、其他非流动金融资产和长期股权投资为主。

公司投资性房地产以土地使用权及房屋建筑物构成, 2020 年内受合并南昌国资影响大幅增长。2021 年末, 公司投资性房地产中房屋建筑合计 51.41 亿元, 土地使用权合计 311.26 亿元, 其中 15.83 亿元土地使用权未办理权证; 账面原值 217.18 亿元的土地已缴纳土地出让金 (其中双变性土地仅补缴了 40% 的土地出让金, 未缴纳的 60% 土地出让金作为股东对公司的投资计入资本公积); 合计 66.19 亿元的土地已抵押。

随着公司职能定位的加强以及南昌国资的划入, 公司对外股权投资规模较大, 2021 年末根据新会计准则转由其他权益工具投资、长期股权投资和其他非流动金融资产核算。2021 年末, 公司其他权益工具投资主要为产业投资业务形成的股权资产。同期末, 公司长期股权投资主要为对合营企业及联营企业的投资, 2021 年下降系对欧菲光集团股份有限公司减少投资所致。公司其他非流动金融资产主要为以公允价值计量的股权投资, 2021 年末主要由对深圳市兆驰股份有限公司 (9.60 亿元) 和江西金融租赁股份有限公司 (1.22 亿元) 的投资构成。

2021年末，公司持有至到期投资转入债权投资核算，主要包括公司从长城、华融等资产管理公司整体打包收购来的债权及对南昌市政府主导的产业投资形成的债权资产等。

2021年末，公司受限资产账面价值为95.77亿元，合计占资产总额的比例为10.61%。

## 资本结构

### 得益于股东南昌市政府资产及资金注入与未分配利润累积，公司所有者权益保持增长

近年来，公司所有者权益保持增长。其中，公司实收资本未发生变化；资本公积主要系南昌市政府无偿划入股权、注入重点产业投资引导资金，以及政府在公司土地双变性过程中，将公司未补缴的土地出让金作为股东投资无偿注入公司所致，2020年末大幅增加系划入南昌国资与南昌三建所致，2021年末大幅增加系南昌市政府注入货币资金所致；未分配利润为公司历年经营产生的净利润累积。

图表 15 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
<b>所有者权益</b>	<b>241.69</b>	<b>354.88</b>	<b>406.81</b>	<b>407.45</b>
实收资本	7.71	7.71	7.71	7.71
资本公积	201.14	308.55	358.48	358.48
未分配利润	22.88	31.89	31.89	32.47

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

### 公司负债总额增长较快，其中流动负债规模快速攀升，非流动负债呈现下降

伴随南昌国资的并入及外部融资力度的加强，公司负债总额增速较快。其中，流动负债规模快速攀升，非流动负债规模整体呈下降趋势。结构上，公司非流动负债占比相对较高。

图表 16 公司负债构成情况（单位：亿元）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
<b>负债总额</b>	<b>371.09</b>	<b>495.03</b>	<b>495.46</b>	<b>486.45</b>
<b>流动负债</b>	<b>80.66</b>	<b>174.19</b>	<b>220.20</b>	<b>211.97</b>
其他应付款	51.15	70.46	70.79	72.69
一年内到期的非流动负债	6.17	36.96	68.77	63.70
短期借款	8.30	36.27	38.06	37.35
应付账款	12.67	15.47	25.61	22.19
<b>非流动负债</b>	<b>290.43</b>	<b>320.84</b>	<b>275.26</b>	<b>274.47</b>
专项应付款	88.60	105.70	85.61	107.56
长期应付款	104.83	84.10	27.90	
应付债券	43.95	57.06	94.20	94.40
长期借款	48.23	55.94	51.74	56.73

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款不含应付利息和应付股利，东方金诚整理

## 1、流动负债

公司流动负债以其他应付款、一年内到期的非流动负债、短期借款和应付账款等为主。其中，公司其他应付款规模较大，占流动负债的比重较高，且账龄较长，主要为应付的代垫拆迁款、无息贷款、子公司往来款等。2021年末，公司应付对象前五名如下表所示。其中应付南昌

市政公用控股有限责任公司（以下简称“南昌公用”）与南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨交”）的款项系根据南昌市政府《关于构建市重大产业投资主体并增资有关问题会议纪要》，南昌公用与南昌轨交分别对国金工投出资，上述出资款先以无息贷款形式存在，未来将转变为对国金工投的增资款。

图表 17 2021 年末公司其他应付款前五名情况（单位：亿元）

应付对象	款项性质	应付金额
南昌轨道交通集团有限公司	暂记无息贷款的对国金工投的投资款	10.00
南昌市政公用投资控股有限责任公司	暂记无息贷款的对国金工投的投资款	7.56
中国华源集团有限公司	往来款	2.50
南昌国高房地产置业有限公司	往来款	2.31
进贤县晒谷农业开发有限公司	往来款	2.02

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司一年内到期的非流动负债规模整体呈现上升态势，存在一定的短期债务压力。2021 年末，公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款（18.63 亿元）和长期应付款（50.13 亿元）。公司短期借款规模于 2020 年大幅增长，后趋于稳定，主要借款对象包括兴业银行、北京银行等，借款利率介于 3.7%至 5.66%。公司应付账款有所波动，以应支付的工程款为主。

## 2、非流动负债

公司非流动负债主要由专项应付款、长期应付款、应付债券和长期借款等构成。其中，公司专项应付款主要为南昌市政府拨付的南昌市级产业引导扶持资金、用于兜底改制的土地出让返还金、专项扶持资金和各项专项用途资金等，2020 年增长主要系公司管理的区县重点产业引导资金规模增加及南昌市政府无偿注入 10.00 亿元货币资金由于手续问题暂计专项应付款所致，2021 年随引导资金规模下降及上年度注入的货币资金转增资本公积，专项应付款规模有所下降。

公司长期应付款主要为应付产业基金投资款、应付南昌市政明股实债和应付融资租赁款。2021 年随着大量融资租赁及应付基金投资款应于一年内到期所致，公司长期应付款大幅下降。2021 年末，公司长期应付款的主要借款对象包括太平洋资管、江西金租等，借款利率介于 5.0%至 9.27%。

随着公司产业投资需求的增长，公司长期借款波动增长。2021 年末公司长期借款主要借款对象包括进出口银行、民生银行等，借款利率介于 3.3%至 5.9%。近年来，公司债券融资规模快速攀升，截至 2022 年 4 月末，公司债券情况如下表所示。

图表 18 截至 2022 年 4 月末公司存续债券/债务融资工具情况（单位：亿元、%）

债券/债务融资工具简称	起息日期	债券期限（年）	发行规模	票面利率	债券余额
17 昌控 01	2017-07-31	5 (3+2)	5.00	5.05	4.79
18 昌控 01	2018-08-27	5 (3+2)	8.00	5.35	8.00
19 南昌工业 MTN001	2019-03-29	5	5.00	4.60	5.00
19 南昌工控债 01/19 昌控 01	2019-08-16	10 (5+5)	6.00	4.38	6.00
19 南昌工业 MTN002	2019-10-23	5	9.00	4.68	9.00
20 南昌工业（疫情防控债）	2020-03-11	7 (5+2)	3.00	3.80	3.00

图表 18 截至 2022 年 4 月末公司存续债券/债务融资工具情况 (单位: 亿元、%)

债券/债务融资工具简称	起息日期	债券期限 (年)	发行规模	票面利率	债券余额
MTN001					
20 南昌工控债 01	2020-04-15	10 (5+5)	6.00	3.90	6.00
20 南昌工业 MTN002	2020-06-19	5 (3+2)	4.00	3.68	4.00
21 南昌工业 MTN001	2021-03-19	3	4.00	3.90	4.00
21 昌控 01	2021-11-29	5 (3+2)	7.00	3.38	7.00
21 南昌工控债 01/21 昌控 02	2021-12-07	7 (5+2)	8.00	3.84	8.00
21 南昌国资 MTN001	2021-07-12	3	10.00	4.80	10.00
21 洪资 01	2021-09-23	3	10.00	4.60	10.00
21 南昌国金 MTN001	2021-01-15	3	5.00	4.28	10.00

资料来源: 同花顺 iFinD, 东方金诚整理

### 3、全部债务

#### 公司的全部债务保持较快增长, 短期有息债务快速上升, 短期偿债压力加大

近年来, 随着产业投资需求增加及南昌国资的划入, 公司的全部债务保持增长趋势。其中公司短期有息债务增幅较大, 占全部债务的比重上升至 2022 年 3 月末的 38.70%。公司全部债务主要用于项目建设、产业投资、补充流动资金等。

公司资产负债率与全部债务资本化比率水平一般, 受合并范围变化及股东及相关各方资产注入影响逐年下降。但预计随着公司产业投资业务的继续开展, 公司的债务规模及债务率水平或将有所上升。

图表 19 公司全部债务及指标情况 (单位: 亿元、%)

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
全部债务	211.48	277.75	290.64	282.82
其中: 长期有息债务	197.02	200.03	173.83	173.36
短期有息债务	14.46	77.73	116.80	109.46
资产负债率	60.56	58.24	54.91	54.42
全部债务资本化比率	46.67	43.90	41.67	40.97

资料来源: 公司合并财务报表及公司提供, 东方金诚整理

2021 年末, 公司为南昌腾邦投资发展集团有限公司、南昌物资集团有限公司、南昌市建筑工程集团有限公司、南昌市第一建设工程有限责任公司和南昌赣铁建筑工程有限公司提供合计 5.67 亿元贷款担保, 担保金额占公司所有者权益的比率为 1.39%; 担保对象均为当地国有企业, 代偿风险相对较小。

#### 盈利能力

公司营业收入增幅明显, 但利润总额波动较大, 主要盈利指标处于较低水平, 盈利能力较弱

近年来, 公司营业收入随着信用证业务的开展与南昌国资与南昌三建的划入影响增幅明显。但信用证业务与工程施工业务的低毛利率水平也拖累营业利润率逐年下降。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成, 2019 年~2021 年占营业收入的比重分别为 13.94%、11.57%和

12.49%。

2020年以来，公司投资性房地产重新评估带来了大量公允价值变动收益，受此影响公司利润总额规模大幅增加，但公司房产公允价值易受当地房地产市场影响，具有较大不确定性。公司财政补贴规模较小，对公司利润影响不大。作为产业投资公司，投资收益是公司利润总额的重要组成部分，2021年规模较大系处置部分联创电子股权所致。公司总资本收益率和净资产收益率有所波动且水平较低，盈利能力较弱。

图表 20 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022Q1
营业收入	40.02	79.91	105.91	20.12
营业利润率	17.95	10.30	9.48	14.46
期间费用	5.58	9.25	13.23	3.14
利润总额	2.22	12.50	6.84	0.73
公允价值变动收益	-	10.95	2.42	-
投资收益	2.59	2.80	7.30	-
财政补贴	0.11	0.17	0.41	-
总资本收益率	2.15	2.93	2.18	-
净资产收益率	0.74	2.76	1.06	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

## 现金流

### 公司经营与筹资性现金流规模波动较大，公司产业投资资金来源对筹资活动依赖较重

受信用证业务收入确认方法<sup>8</sup>变更影响近年来公司经营活动现金流收支及现金收入比率大幅下降；公司经营活动现金流入主要是收到信用证业务收入、补缴土地出让金返还款、土地资产转让款、商品销售款、融资租赁业务回款、各项专项应付款以及投资款等所形成的现金流入。公司现金收入比率整体保持在较高水平，项目回款情况较好；公司经营活动现金流出主要为公司支付项目建设款、改制费用和产业项目投资款、与其他单位的资金往来款，以及华源江纺等生产单位购买原材料款等形成的现金流出。

图表 21 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年Q1
经营活动现金流入小计	253.99	157.80	148.59	33.77
现金收入比率（%）	614.24	95.43	100.12	91.28
经营活动现金流出小计	241.81	149.99	149.53	29.59
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>12.17</b>	<b>7.81</b>	<b>-0.94</b>	<b>4.18</b>
投资活动现金流入小计	35.65	73.93	36.16	5.71
投资活动现金流出小计	46.46	116.27	65.96	9.49
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-10.82</b>	<b>-42.34</b>	<b>-29.80</b>	<b>-3.77</b>

<sup>8</sup> 公司信用证业务 2019 年采用净额法确认收入，2020 年不再采用净额法。

图表 21 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年Q1
筹资活动现金流入小计	424.69	116.68	164.87	10.52
筹资活动现金流出小计	408.42	85.58	128.80	23.96
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>16.27</b>	<b>31.10</b>	<b>36.06</b>	<b>-13.44</b>
现金及现金等价物净增加额	17.63	-3.44	5.32	-13.03

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

随着公司产业投资项目增多, 公司投资性净现金流持续为负且规模较大。公司投资活动现金流入主要为收回投资与获得投资收益所形成的现金流入; 投资活动现金流出主要为对外投资与购建固定资产所形成的现金流出, 受当期投资计划影响大幅波动。

公司筹资活动现金流入规模较大, 以取得借款、吸收投资、信用证业务获得的现金流入为主; 筹资活动现金流出主要为偿还债务本息与信用证业务形成的现金流出。2019年, 由于信用证业务存在垫资情况, 垫资资金多为拆借资金, 故形成大量筹资活动现金流入与流出。2020年, 由于信用证业务不再采用净额法确认收入, 垫资情况所形成现金流不再纳入公司筹资性活动现金流。近三年公司筹资性现金流净额持续增长。近三年一期, 公司现金及现金等价物净增加额波动较大, 现金流波动较大。

### 偿债能力

**公司作为南昌市最重要的产业投资和国有资产运营主体, 相关业务具有较强的专营性, 经营和发展获得了股东及相关各方的大力支持, 综合偿债能力极强**

公司流动比率与速动比率较高, 但由于公司流动资产中应收账款类资产占比高, 上述款项的回收受南昌市政府等部门和关联方还款安排影响较大, 公司流动资产的流动性一般, 对流动负债的保障程度较弱。公司现金比率较低, 货币资金对流动负债覆盖程度较弱, 对于短期有息债务的覆盖程度一般。近年来, 公司经营活动产生的现金流量净额由正转负, 对于流动负债覆盖程度较弱。

图表 22 公司主要偿债能力指标 (单位: %)

项目	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)	2022年3月(末)
流动比率	223.87	152.77	146.43	146.87
速动比率	187.53	121.59	122.27	121.12
现金比率	83.31	40.53	35.07	30.17
货币资金/短期有息债务	4.65	0.91	0.66	0.58
经营现金流流动负债比率	15.09	4.48	-0.43	-
长期有息债务资本化比率	44.91	36.05	29.94	29.85
EBITDA 利息倍数	1.23	2.16	1.55	-
全部债务/EBITDA	19.16	12.75	15.92	-

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

从长期偿债能力来看, 公司长期债务资本化比率持续下降, EBITDA 对全部债务的保障程度较弱, 对利息保障程度较高。

截至 2022 年 3 月末, 公司从银行等金融机构获得的授信额度合计 257.12 亿元, 已使用额度为 145.67 亿元, 未使用额度为 111.45 亿元。公司各年的到期债务情况如下表所示, 其中 1

年以内到期债务规模很大。对于到期债务，公司主要通过营业收入、政府支持以及借新还旧等手段进行偿还。其中，银行账款主要偿债来源为银行贷款接续或置换，目前未使用银行授信对该部分借款覆盖程度较高；长期应付款偿债资金来源主要为项目回款及债权投资回款。

图表 23 截至 2021 年末公司全部债务期限结构（单位：亿元）

债务到期时间	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年及以后
全部债务到期额	124.59	26.16	93.64	13.21	33.04

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司作为南昌市最重要的产业投资和国有资产运营主体，相关业务具有较强的专营性，经营和发展获得了股东及相关各方的大力支持，综合偿债能力极强。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2022 年 3 月 28 日，公司本部无不良或关注类贷款记录；截至 2022 年 5 月 26 日，南昌国资已结清与未结清贷款中均无不良或关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司已发行的各类债券到期本息均已按期支付。

### 抗风险能力

基于对南昌市地区经济和财政实力、股东及相关各方对公司的支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力极强。

### 结论

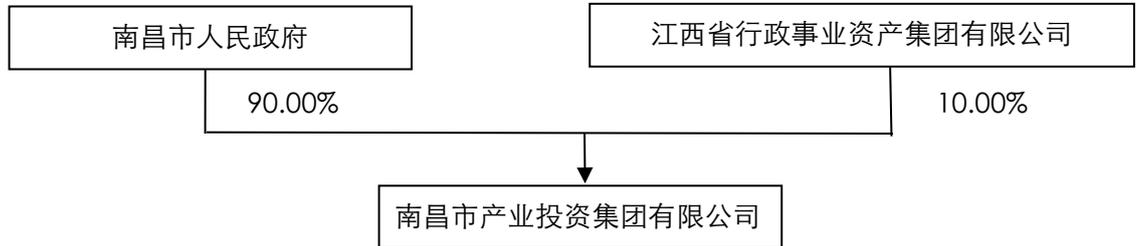
东方金诚认为，南昌市经济发展速度很快，逐步构建“4+4+N”的新型产业体系，支柱产业迅速发展，经济规模在全国省会城市中居中游位置，经济实力很强；伴随南昌国资的划入，公司成为当地最重要的产业投资与国有资产运营主体，承担的改制企业土地资产运作、产业投资和国有资产运营等业务的区域专营性和政策性进一步增强；公司在政策、资产和资金等方面获得了股东及相关各方的大力支持，资本实力大幅提升；公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地，相关土地未来增值空间较大，是公司土地资产运作收入的重要保障。

同时，东方金诚也关注到，公司转贷等类金融业务对象中包括大量中小微企业，存在一定逾期风险；公司资产中的土地资产和应收类款项占比较高，资产流动性一般；公司的全部债务保持较快增长，短期有息债务快速上升，短期偿债压力加大；公司承建的产业园区开发项目处于建设阶段，尚需投资规模较大，存在较大的资本支出压力。

综合分析，公司主体信用风险极低，偿债能力依然极强，“19 南昌工控债 01/19 昌控 01”、“20 南昌工控债 01/20 昌控 01”、“21 南昌工业 MTN001”、“21 昌控 01”和“21 南昌工控债 01/21 昌控 02”到期不能偿还的风险极低。

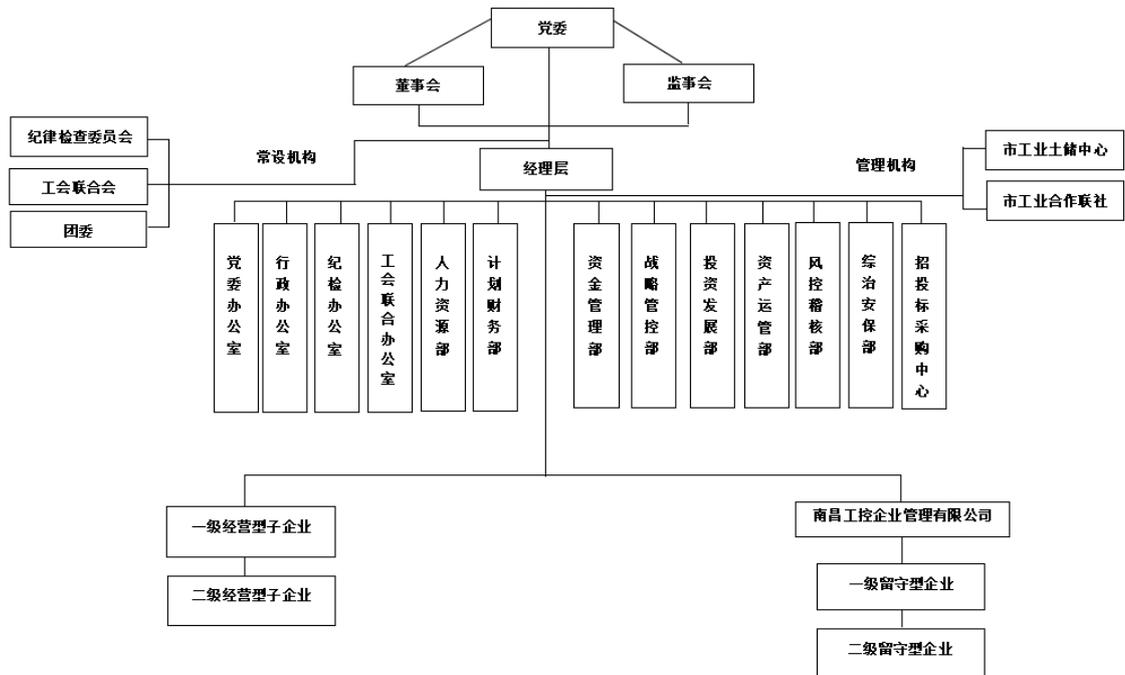
附件一：截至本报告出具日公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图

南昌市产业投资集团有限公司组织架构图



## 附件二：南昌产投主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
<b>主要财务资料（单位：亿元）</b>				
资产总额	612.78	849.92	902.27	893.90
投资性房地产	240.31	362.91	362.67	362.78
其他应收款	52.46	86.02	73.46	75.78
货币资金	67.19	70.61	77.21	63.96
负债总额	371.09	495.03	495.46	486.45
专项应付款	88.60	105.70	85.61	107.56
长期应付款	104.83	84.10	27.90	
其他应付款	51.15	70.46	70.79	72.69
应付债券	43.95	57.06	94.20	94.40
全部债务	211.48	277.75	290.64	282.82
其中：短期有息债务	14.46	77.73	116.80	109.46
所有者权益	241.69	354.88	406.81	407.45
营业收入	40.02	79.91	105.91	20.12
利润总额	2.22	12.50	6.84	0.73
经营活动产生的现金流量净额	12.17	7.81	-0.94	4.18
投资活动产生的现金流量净额	-10.82	-42.34	-29.80	-3.77
筹资活动产生的现金流量净额	16.27	31.10	36.06	-13.44
<b>主要财务指标</b>				
营业利润率（%）	17.95	10.30	9.48	14.46
总资本收益率（%）	2.15	2.93	2.18	-
净资产收益率（%）	0.74	2.76	1.06	-
现金收入比率（%）	614.24	95.43	100.12	91.28
资产负债率（%）	60.56	58.24	54.91	54.42
长期债务资本化比率（%）	44.91	36.05	29.94	29.85
全部债务资本化比率（%）	46.67	43.90	41.67	40.97
流动比率（%）	223.87	152.77	146.43	146.87
速动比率（%）	187.53	121.59	122.27	121.12
现金比率（%）	83.31	40.53	35.07	30.17
经营现金流动负债比率（%）	15.09	4.48	-0.43	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.23	2.16	1.55	-
全部债务/EBITDA（倍）	19.16	12.75	15.92	-

### 附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务  
 短期有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务  
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

#### 附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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 级和 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。

#### 短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	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。