



2022年南昌水利投资发展有限公司公司债券2022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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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：



2022年南昌水利投资发展有限公司¹公司债券 2022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	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
22 南水债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持南昌市交通投资集团有限公司（以下简称“南昌交投”或“公司”）的主体信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定；维持“22 南水债”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到南昌市为江西省政治、经济、文化、科技、交通中心，近年工业生产稳中加固，经济财政较快发展，公司水利基础设施建设业务具有垄断地位，且继续获得外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱且存在减值风险，面临较大的资本支出压力和偿债压力。

未来展望

- 预计公司仍是南昌市重要的水利基础设施建设投融资主体，业务具有持续性，且预计公司将持续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 24 日

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：陈念
chenn@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.03	2021	2020	2019
总资产	655.73	649.21	617.45	426.46
所有者权益	285.10	284.41	287.12	243.64
总债务	--	256.23	231.24	148.20
资产负债率	56.52%	56.19%	53.50%	42.87%
现金短期债务比	--	1.25	0.80	1.39
营业收入	27.93	102.68	47.79	38.56
其他收益	0.09	1.00	1.28	1.99
利润总额	1.45	9.56	3.10	3.51
销售毛利率	13.81%	17.75%	9.78%	11.42%
EBITDA	--	17.68	7.63	6.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.19	1.72	2.15
经营活动现金流净额	-10.34	11.95	-7.57	-15.47
收现比	65.31%	93.77%	119.38%	105.78%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告、未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 公司名称已于 2022 年 6 月 14 日变更为“南昌市交通投资集团有限公司”。



优势

- **南昌市为江西省政治、经济、文化、科技、交通中心，近年工业生产稳中加固，经济财政较快发展。**南昌市为江西省省会，经济总量为省内排头兵，已形成以汽车制造业、食品加工业、电子设备制造业为主的支柱产业，工业生产稳中加固，区域经济和财政实力保持较快增长。
- **公司在南昌市水利基础设施建设投资方面具有垄断地位。**公司为南昌市重要的水利基础设施建设投资主体，基础设施建设业务具有持续性，近年承担了大量水利基础设施项目的建设，对南昌市水体及环境的提升做出较大的贡献。
- **公司继续获得外部支持。**公司是南昌市重要的水利基础设施建设投资主体，2021年在资产注入、财政补贴等方面继续获得外部支持。

关注

- **公司资产流动性较弱，且存在减值风险。**公司资产以土地使用权、工程施工成本及房地产开发成本为主，土地使用权均未缴纳土地出让金，工程施工成本中的基础设施项目自2019年以来未结算，未来其结算受政府结算安排影响存在较大不确定性，且公司受限资产占比较高。公司对外投资或借款形成的长期股权投资及其他非流动资产快速增长，资金主要流向房地产行业，存在资产减值风险。
- **公司存在较大的资本支出压力。**公司在建及拟建的基础设施建设项目尚需投入规模较大。
- **公司偿债压力较大。**公司总债务规模较大、且增速较快，资产负债率持续上升。2021年末总债务中，应付债券占比达48.61%，2022年3月末应付债券规模继续大幅增长。
- **公司委托贷款业务存在一定的回收风险。**公司委托贷款业务主要发放对象为公司参股公司及业务合作方，以房地产企业及当地建设类民企为主。随着房地产政策持续收紧，房地产企业资金周转压力较大。截至2021年末，公司委托贷款余额合计49.57亿元，较2020年末增长71.97%，已展期或逾期的委托贷款金额合计3.58亿元，占期末委托贷款的7.22%。

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

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
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	5		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	6
	公共财政收入	4		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			



业务多样性	2		
业务状况等级	强	财务风险状况等级	很小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			1
公司主体信用等级			AA+

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
AA+/稳定	AA+	2022-01-24	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
AA+/稳定	AA+	2021-10-11	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

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
22 南水债	12.00	12.00	2022-01-24	2029-03-07



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、债券募集资金使用情况

公司于2022年3月发行7年期12.00亿元公司债券“22南水债”，募集资金计划用于南昌港东新港区姚湾作业区综合码头工程项目及补充公司营运资金。截至2022年3月31日，“22南水债”募集资金专项账户余额为7.57亿元。

三、发行主体概况

2021年以来，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。2021年3月，根据《南昌市政府、南昌人力资源和社会保障局、南昌市国有资产监督管理委员会关于我市市属国有企业划转部分国有资产充实社保基金的通知》（洪财资〔2020〕35号），南昌市国资委将公司10%股权无偿划转至江西省行政事业资产集团有限公司。2022年6月14日，公司名称经工商登记由南昌水利投资发展有限公司变更为现名。截至2022年5月末，公司注册资本及实收资本均为15.44亿元，控股股东及实际控制人均为南昌市国资委，股权结构图见附录二。

根据公司公告，2022年6月，南昌市人民政府同意将水天集团持有的富春环保20.49%股权无偿划转至南昌市政公用集团有限公司（以下简称“南昌市政”）；同时将南昌市政持有的江西长运集团有限公司⁴（以下简称“长运集团”）100%股权及江西长运股份有限公司（以下简称“长运股份”）16.67%股权无偿划转至公司，该等划转尚未完成工商变更登记手续。

2021年公司合并范围变化情况见表1，截至2021年末，公司纳入合并范围一级子公司合计14家，详见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2021年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	控制性质
江西省赣抚尾闾整治有限公司	30%	10,000	水利基础设施建设管理、砂石生产经营	政府划拨

⁴ 长运集团主营公路客运、货运、出租车等业务，2021年末资产总额为58.23亿元，资产负债率为86.26%，2021年营业收入18.20亿元，净利润-2.59亿元，经营活动现金净流量为4.14亿元。长运集团业务主要由核心子公司长运股份开展，其资产也主要来自长运股份。



南昌天江园健康产业集团有限公司	40%	12,000	健康咨询、养老服务	一致行动人
南昌农控国际农业发展有限公司	40%	5,000	农产品销售、进出口	投资设立
南昌水鸿旭项目管理有限公司	100%	27,000	房地产开发	股权划转
江西南华建筑工程有限公司	40%	5,000	工程建设	投资设立

2、2021 年内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
江西省现代农业博览园有限公司	49.00	13,173.24	会展服务，农业技术推广	丧失对该公司控制权转为联营单位
南昌赣超运输有限公司	70.00	1,000	普通道路货物运输	该公司已清算

资料来源：公司 2021 年审计报告、公开查询，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。



2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021 年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计 2022 年仍将延续收紧态势

2021 年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。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。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021 年 12 月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计 2022 年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

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，已形成以汽车制造业、食品加工业、电子设备制造业为主的支柱产业，区域经济和财政实力保持较快增长，在长江中游城市群及大南昌都市圈战略部署下，区域发展具有潜力；但财政自给能力偏低，地方政府债务余额持续扩张

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，国务院命名的国家历史文化名城。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）以及湾里管理局，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。南昌市第七次人口普查常住人口625.5万人，较2010年的504.26万人增加121.24万人，增长24.04%，对省内人口有虹吸效应。

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，固定资产投资及社会消费拉动经济较快发展，但在中部省会城市中排名靠后。南昌市2019-2021年占全省GDP的比重均在22%以上，三次产业结构由2019年的3.8:48.8:47.4调整至2021年的3.6:48.4:48.0，产业结构相对稳定。固定资产投资及社会消费对经济的拉动作用较强，2019-2021年南昌市规模以上固定资产投资在较高水平上有所波动，2021年社会消费品零售总额增速达17.4%。与中部其他省会城市相比经济总量偏小，GDP排名第5，经济增速及人均GDP指标排名第4。

表2 2021 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	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入
武汉市	17,716.76	12.2%	14.37	1,578.65
长沙市	13,270.70	7.5%	13.21	1,188.31
郑州市	12,691.02	4.7%	10.07	1,223.63
合肥市	11,412.80	9.2%	12.18	844.22
南昌市	6,650.53	8.7%	10.33	484.80
太原市	5,121.61	9.2%	9.66	423.44

注：除南昌市外，其余地市“人均GDP=GDP/七普常住人口”。

资料来源：各市人民政府官网，中证鹏元整理

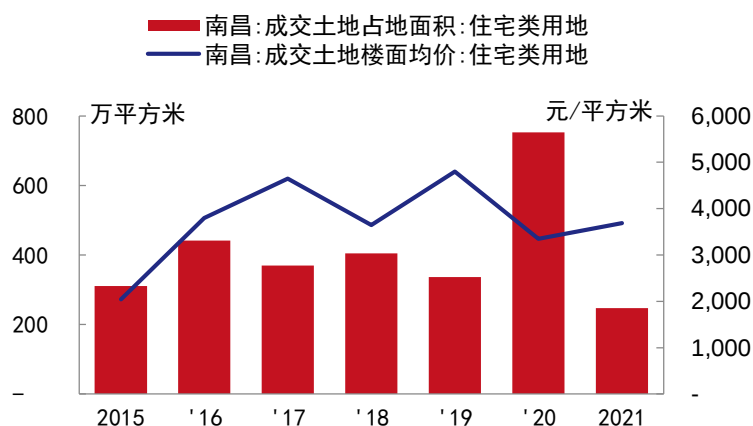
表3 南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	6,650.53	8.7%	5,745.51	3.6%	5,596.18	8.0%
规模以上固定资产投资	-	11.1%	-	8.8%	-	10.2%
社会消费品零售总额	2,878.74	17.4%	2,452.74	3.0%	2,369.33	11.2%
进出口总额	1,293.56	12.3%	1,151.46	8.4%	1,061.77	34.8%
人均 GDP（元）	103,308		91,855		100,415	
人均 GDP/全国人均 GDP	127.58%		126.79%		141.65%	

注：2020人均GDP根据第七次人口普查数据计算。

资料来源：2019-2020 年南昌市国民经济和社会发展统计公报、2021 年 1-12 月南昌市主要经济指标完成情况表、核算科解读 2021 年全市 GDP 数据，中证鹏元整理

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

土地市场方面，2015-2019年南昌市住宅用地成交整体呈现波动态势，楼面均价大幅上升。2020 年，在疫情冲击以及房地产行业资金趋紧的背景下，南昌市土地成交大幅度增长，成交均价显著下降。2021年南昌市土地市场降温明显，成交面积创新低。

产业情况：南昌市支柱产业包括汽车制造业、食品加工业、电子设备制造业。2019-2021年南昌市规模以上工业增加值分别同比增长8.5%、4.7%、11.4%。2021年南昌市工业生产稳中加固，全市全部工业行业实现增加值2,307.84亿元，同比增长8.8%，拉动GDP增长2.9个百分点；占GDP比重为34.7%，较上年提高1.8个百分点，其中，制造业增加值占比为30.1%，提高1.8个百分点。汽车制造业方面形成以上市公司江铃汽车（股票代码：000550.SZ）为龙头，以凯马白路佳客车、格特拉克等为支撑的产业体。截至2022年3月9日，南昌拥有江铃汽车（股票代码：000550.SZ）、煌上煌（股票代码：002695.SZ）、联创光电（股票代码：600363.SH）等A股上市公司26家，较为优质的产业主体将有助于促进当地经济发展和社会就业。



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。其中，2021年航空装备、现代针纺、新型材料、机电装备制造产业分别比上年增长113.4%、27.6%、12.2%、13.6%。

发展规划及机遇：中游城市群核心之一，大南昌都市圈发展载体。国家发改委2022年2月印发的《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》提出，要强化湖北、湖南、江西三省省会城市引领功能，全面提升武汉、长沙、南昌在先进制造研发、科技创新驱动、全球贸易服务、文化和商业品牌塑造等方面的功能，高标准建设湘江新区、赣江新区，增强“三核”综合竞争力。加强南昌与周边市县联动对接，有序培育南昌都市圈。

2022年南昌市经济社会发展主要预期目标包括地区生产总值增长7%以上，地方一般公共预算收入增长5%左右。为实现目标任务，南昌市将以科技创新驱动为引领，聚焦“4+4+X”的产业体系，坚持“项目为王”，大力实施580个左右市重大重点项目，年度计划投资1,650亿元左右等。根据《南昌市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，到2025年，南昌市力争实现地区生产总值8,200亿元，人均地区生产总值突破1.8万美元，常住人口城镇化率达到78%左右等。南昌市2035年远景目标包括建设大南昌都市圈成为全国重要增长板块，建成内陆开放型经济试验区核心城市，人均地区生产总值达到中等发达国家水平。

财政及债务：南昌市财政收入持续增长，但财政自给能力偏低，地方政府债务余额持续扩张。2019-2021年南昌市财政收入保持增长，收入质量较好但呈现下降趋势，财政自给率偏低，政府性基金收入随着土地出让收入规模变动大幅波动。区域债务方面，2019-2021年南昌市地方政府债务余额持续扩张，同比增速均高于20%。

表4 南昌市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	484.80	483.86	477.00
税收收入占比	71.06%	76.51%	79.33%
财政自给率	55.72%	57.74%	57.19%
政府性基金收入	411.05	626.00	429.91
地方政府债务余额	1,375.50	1,132.71	842.45

资料来源：南昌市人民政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：区域投融资主体集中在一级平台，分工明确。南昌市主要投融资主体集中在一级层面，合计5家，职能定位清晰。区域内5家投融资主体总债务合计2,269.01亿元。其中南昌市政公用投资控股有限责任公司、南昌城市建设投资有限公司资产负债率水平接近70%，债务负担较重。

表5 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	总债务	职能定位
南昌轨道交通集团有限公司	南昌市国资委	520.94	50.89%	35.10	387.76	南昌市地铁项目投资建设运营管理唯一主体
南昌市政公用投资控股有限责任公司	南昌市国资委	480.58	69.64%	563.07	632.82	南昌市最大的国有资产运营主体，经营南昌市供水、污水、燃气、公交、出租、客运等公用事业，承担市政工程投资，并涉足房地产等领域
南昌工业控股集团有限公司	南昌市国资委	406.81	54.91%	105.91	262.74	南昌市重要的产业投资和国有资产运营主体
南昌城市建设投资有限公司	南昌市国资委	403.74	69.43%	16.18	753.32	南昌市政道路、隧道、高架桥等基础设施建设，南昌市高速公路建设与运营
南昌市交通投资集团有限公司	南昌市国资委	284.41	56.19%	102.68	256.23	南昌市重要的水利基础设施建设运营主体，并涉足房地产等领域

注：上表均为 2021 年数据，除南昌交投外，其余公司总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+其他权益工具。

资料来源：公开审计报告、评级报告及公司提供，中证鹏元整理。

五、经营与竞争

公司是南昌市重要的水利基础设施投资建设主体，主要从事南昌市的水利基础设施投资建设，同时经营商品销售、房地产开发等业务。2021年公司营业收入同比增速达114.86%，各业务均有不同程度增长。商品销售业务增幅较大主要系富春环保纳入合并范围所致，房地产销售收入大幅增长主要系当期销售收入及预售款确认收入所致，建造合同收入大幅增长主要系近年新签合同情况较好，项目持续推进确认收入所致。

公司销售毛利率变化主要受收入占比较大的商品销售业务、房地产业务毛利率变动影响。2021年商品销售业务毛利率增长主要系2020年12月纳入合并范围的富春环保商品销售业务（热蒸汽和电力销售）毛利较高所致，不同地区房地产项目毛利率水平亦不相同，公司房地产业务毛利率呈现波动。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商品销售	12.50	14.28%	53.90	15.94%	28.97	5.45%
房地产	8.25	15.27%	21.01	31.67%	7.28	26.03%
建造合同	5.16	11.56%	16.98	6.43%	8.06	10.85%
利息收入	1.33	-18.84%	5.03	-0.88%	2.83	0.15%
其他	0.68	68.38%	5.76	33.56%	0.66	48.39%
合计	27.93	13.81%	102.68	17.75%	47.79	9.78%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

公司是南昌市重要的水利基础设施投资建设主体，基础设施建设业务具有持续性，但收入实现受政府结算安排影响存在较大不确定性，且在建及拟建项目投资规模较大，公司面临较大资本支出压力



公司建造合同收入来源包括基础设施建设业务及工程施工业务。

1、基础设施建设业务

公司基础设施建设业务由公司本部经营。公司为南昌市重大水利工程建设项目管理单位，自成立以来承担了环鄱阳湖南昌赣江区域水利建设项目（一期）、玉带河水系截污提升工程、南昌市象湖抚河截污工程等大量的水利基础设施项目。2017年以前，公司以项目工程承包方的身份负责南昌市重大水利建设项目，包括项目资金的筹集、工程管理等，并根据工程进度确认工程收入，形成对南昌市财政局的应收账款。同时报送南昌市财政局申请拨款，南昌市财政局根据当年财政预算安排拨付相应资金。公司2017年以前承接的主要存量基础设施建设项目情况如表7所示。

表7 截至 2021 年末公司主要存量基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	累计已回款金额
南昌市梅湖景区花博园及景区提升改造项目及周边路网工程	24.84	16.85	9.01
昌北城区乌沙河综合整治工程项目	13.43	1.83	1.61
朝阳洲水系综合整治工程项目	12.64	2.84	2.08
赣东大堤风光带项目	11.40	12.78	10.43
玉带河水系截污提升工程	11.08	7.35	4.72
梅湖水系截污工程项目	7.27	6.6	7.76
象湖、抚河截污工程项目	6.74	10.75	10.01
南昌航空城防洪排涝一期工程	5.49	2.62	1.52
滨江道路改线工程项目	1.90	1.16	0.88
南昌市青山湖区中小河流治理重点县综合整治和水系连通试点焦头河项目	1.62	0.99	1.17
合计	96.41	63.77	49.19

注：赣东大堤风光带项目、象湖、抚河截污工程项目累计已投资超过计划总投资，主要系增加附属工程所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2017年公司探索PPP模式，2017年后新增水利基础设施建设项目均以PPP模式承接，公司作为社会资本方参与承接了江西省廖坊水利枢纽灌区二期工程PPP项目和青云谱区“美丽青云谱幸福新家园”环境综合整治一期工程项目，作为政府出资方参与承接了江西省现代农业博览园PPP项目。PPP业务模式为由政府出资和社会资本方共同出资成立项目公司，按约定的出资比例完成出资，社会资本方在建设期及运营维护期内负责建设运营及项目的融资工作，政府出资方主要负责对建设及运营进行监督，运营期结束后，社会资本方需将PPP项目移交给政府。收益方式分为两种：1、政府付费机制，包括项目可行性服务费（包括总投资、合理回报）、运营维护服务费，项目完工后按照年度付费。2、可行性缺口补助，当使用者付费不足以满足成本回收和合理回报时，政府以财政补贴、股本投入等方式补足资金缺口。

公司参与的3个PPP项目均已完工，自2019年开始逐步根据完工进度计入长期应收款，回款时冲减



长期应收款，不确认收入。截至2021年末已回款1.92亿元。

表8 公司已完工 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	公司角色	总投资	已投资额	累计已回款金额	所占股份	收益方式
江西省廖坊水利枢纽灌区二期工程 PPP 项目	社会资本方	12.90	13.19	0.81	81.00%	政府付费机制
青云谱区“美丽青云谱幸福新家园”环境综合整治一期工程	社会资本方	5.00	5.00	1.08	89.00%	可行性缺口补助
江西省现代农业博览园 PPP 项目	政府出资方	6.59	6.59	0.03	49.00%	可行性缺口补助
合计		24.49	24.78	1.92	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至 2021 年末公司主要在建、拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	公司角色	收益方式	所处阶段
赣抚尾间水系整治计划	170.64	建设方	-	已投资 5.07 亿元
南昌市水环境综合治理工程（前湖水系及乌沙河上游段）PPP 项目	17.78	政府出资方	政府付费	已入库、PPP 实施方案审查阶段

注：南昌市水环境综合治理工程（前湖水系及乌沙河上游段）PPP 项目处于项目前期阶段，公司持股比例未定。

资料来源：公司提供、公开查询，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建、拟建基础设施项目总投资规模达188.42亿元，其中赣抚尾间水系整治计划项目资金缺口较大，公司面临较大资本支出压力。

自2019年以来公司未确认基础设施建设收入，但公司作为南昌市重要的水利基础设施投资建设主体，承担了大量水利基础设施项目的建设，对南昌市水体及环境的提升做出较大的贡献，且在建的赣抚尾间水系整治计划项目规模较大，公司基础设施建设业务具有持续性。但考虑到2019年后公司均未有水利基建项目确认收入，未来收入的实现受政府结算安排影响存在较大的不确定性。

2、工程施工

公司工程施工业务主要由南昌市第八建筑工程有限公司（以下简称“南昌八建”）、南昌南水投资集团有限公司（以下简称“南水投资”）等公司经营。南昌八建由南昌市人民政府于2020年无偿划入，为同一控制下企业合并，公司追溯调整合并报表至2018年度。南昌八建主营房屋建筑、基础设施等工程施工，承建的房建项目以公共建筑、城市商业综合体为主。公司按照工程进度对项目进行结算和回款，在项目竣工结算之时，要求业主支付项目进度款的70%至75%；项目竣工验收合格后付至80%至90%；项目完全结算之后，按照国家相关规定预留3%至5%的工程款作为质量保证金，质量保证金预留的时间因具体项目的不同而异，通常为2至3年，如果在预留期间，未出现质量问题，公司将及时要求业主支付质量保证金。项目建设资金来源为业主的按期确认的工程款以及自有资金投入。

2021年，公司合同建造收入大幅增长主要系近年新签合同情况较好，项目持续推进确认收入所致；毛利率大幅下降，主要系受市场环境影响部分项目利润降低。近年新签合同量稳步增长，该业务收入较有保障。



表10 公司工程施工新签合同情况（单位：份、亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
新签合同	26	20	13
新签合同金额	22.11	12.57	7.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年商品销售业务收入及利润增速较高，是公司重要的战略发展板块

公司商品销售业务主要包含镍及电解铜等商品贸易业务、码头港务业务、蒸汽和电力销售业务等。

表11 商品销售业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
富春环保商品销售收入	39.03	17.33%	4.28	15.79%
贸易收入及其他	12.18	3.51%	22.44	0.35%
码头港务吊装收入	2.69	51.98%	2.25	36.67%
合计	53.90	15.94%	28.97	5.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

富春环保销售的商品主要包括热蒸汽、电力、有色金属、煤炭、木浆。富春环保主营热电联产，通过燃煤、垃圾、污泥焚烧余热发电，该业务的主要产品为热蒸汽和电力，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、烘干使用。富春环保自2020年12月纳入合并范围，使得2021年公司商品销售收入及毛利率均大幅增长。

镍及电解铜等贸易业务是商品销售收入的主要来源，由子公司南昌水投水利开发有限公司（以下简称“南昌水投水利”）运营。南昌水投水利根据下游订单情况联系上游采购，与供应商、客户均在支付货款后完成货权交割。2021年公司主动收缩贸易业务量，收入规模大幅下降。毛利率受大宗商品价格上涨影响有所提高，该业务毛利率缺乏稳定性，且盈利能力较差。

码头港务业务主要由公司本部运营，主要为赣江货运客户提供码头货物吊装服务。赣江码头港务业务是公司重要的发展战略板块，截至2021年末，已有姚湾（临时）、厚田、南新和太森等四个临时码头投入使用。其中，公司在建的永久码头——姚湾码头，预计2023年完成建造，建成后预计靠泊能力为2,000吨级。

表12 截至 2021 年末公司在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资
姚湾码头	12.60	3.59

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受富阳基地关停腾退影响，富春环保短期内经营规模有所下降，近年新建及扩建项目的投产有效补充了热电联产产能



公司全资子公司水天集团于2020年11月完成对富春环保的协议收购，股份转让价款合计15.60亿元（8.8元/股），形成商誉5.80亿元，存在一定的减值风险。截至2021年末，水天集团持有富春环保1.77亿股，持股比例20.49%，为其控股股东。富春环保非独立董事7位，其中公司本部拥有董事长席位，水天集团拥有3个董事席位；监事6位，水天集团拥有2个席位。

表13 富春环保高管委派情况

姓名	公司本部任职	水天集团任职	富春环保任职
万娇	人力资源部长	无	董事长
陈翔	无	董事、总经理	董事
刘琪	无	总经理助理	董事、财务总监
汤观鑫	无	企业管理部部长	董事、副总经理
陈双娥	无	财务部长	监事
樊凯	监事	综合办公室主任	监事

资料来源：wind，中证鹏元整理

富春环保经营的热电联产业业务是根据能源梯级利用原理，将煤、污泥等燃烧发电后余热用于供热的先进能源利用形式，是异地（并购）复制、构建区域能源网络的基础性业务，具有良好的经济和社会效益。富春环保热电联产项目主要分布在浙江省衢州市、江苏省常州市及南通市、江西省新干县等地产业园区。

为推进富阳地区融入杭州，践行拥江发展战略，2019年底-2021年初，富阳区政府陆续对富春环保富阳基地进行拆迁腾退，导致其短期内经营规模有所下降。2020年12月至2021年1月公司将本部和清园生态厂区生产设备关停腾退，关停的热电联产机组蒸汽产能合计1,822吨/小时，电力装机规模合计178.5兆瓦，占2020年末公司蒸汽总产能和电力装机总规模的比重均超过40%。2021年富春环保营业收入同比下降1.86%，净利润同比增长6.66%。

根据公司及相关子公司分别与杭州市富阳区人民政府春江街道办事处签订的协议，拆迁补偿价款为合计人民币22.16亿元，由包括土地补偿、排污权补偿、建筑物（构筑物）补偿、设备补偿、停产停业损失补偿和奖励及优惠补助等扣减级差地租和基础设施配套费组成，截至2022年5月末，该等公司合计收到补偿款为16.89亿元。富春环保通过拆迁补偿获得大量资金加大对外并购力度以及新建扩建热电项目，有效补充了热电联产产能。2021年营业收入同比小幅下降，销售毛利率有所提高。

表14 富春环保主要财务指标（单位：亿元）

财务指标	2022年1-3月	2021年	2020年
期末总资产	91.71	90.67	111.22
期末所有者权益	43.35	42.94	45.62
营业收入	10.38	45.70	46.56
营业利润	0.65	5.26	4.70
净利润	0.41	3.87	3.62



扣非后归母净利润	0.18	1.36	2.80
销售毛利率	16.55%	18.52%	16.39%
经营活动现金流净额	0.28	6.36	3.69

资料来源：wind，中证鹏元整理

为保护富春环保及水天集团全体股东的利益，原控股股东浙江富春江通信集团有限公司（以下简称“通信集团”）向水天集团作出了业绩承诺，上市公司2020-2022年度经审计扣除拆迁补偿产生的非经常性损益后归属于母公司股东的净利润：2020年度不低于18,000万元、2021年度不低于21,000万元、2022年度不低于25,300万元；2020-2022年度合计不低于64,300万元（简称“三年累计承诺扣非归母净利润”）。若上市公司2020-2022年实际实现净利润累计数低于三年累计承诺净利润的80%，通信集团将以现金向上市公司支付实际实现累计净利润与三年累计承诺净利润的差额部分，补偿金额以三年累计承诺净利润总额为限。2020-2021年，富春环保扣非归母净利润分别为28,047.53万元、13,640.04万元，两年累计实现承诺扣非归母净利润暂时达到业绩承诺要求。

对于收购事项，水天集团因相关补充协议披露不及时，收到中国证券监督管理委员会浙江监管局警示函。2020年7月28日，富春环保披露的《关于控股股东签订〈股份转让协议〉暨控制权拟变更的提示性公告》显示，水天投资、通信集团自签订《关于浙江富春江环保热电股份有限公司之股份转让协议》交易完成后，水天投资将成为富春环保的控股股东。2020年9月15日，双方又签署了《关于浙江富春江环保热电股份有限公司之股份转让协议的补充协议》（以下简称《补充协议》），但未及时告知富春环保，导致富春环保迟至2021年11月30日才就《补充协议》事项进行补充披露。富春环保公告此事后，南昌水投、中证鹏元均发布了公告对此事进行关注。

公司房地产销售业务收入快速增长，但剩余可售面积不大，业务持续性有待观察

公司房地产开发业务主要由南水投资经营，业务模式为南水投资自主开发或与其他房地产公司合资成立项目投资平台进行房地产项目的投资开发。项目类型包括经济适用房及商品房。经济适用房主要项目为南昌城南经济适用房项目，公司通过政府划拨获取土地进行开发。目前该项目已基本销售完毕，公司无在建及拟建经济适用房项目。商品房方面，公司按市场化模式运作。近年主要开发了滨江“水天一色”、南昌“云栖谷”、南昌“朝阳玖悦府”、“南水·京山新园”、阳新“太阳城”等项目。其中滨江“水天一色”、南昌“云栖谷”项目基本销售完毕。

公司房地产销售业务收入快速增长，2021年销售以瑞金太阳城项目为主。截至2021年末，公司在建的房地产开发项目总投资69.66亿元，累计已投资65.83亿元，实现销售回款70.09亿元。但剩余可售面积不大，且截至2021年末公司无拟建的商品房项目，未来收入规模受项目开发计划及房地产市场影响可能存在波动，业务持续性有待观察。

表15 截至2021年末公司在建及在售房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已投资	可售面积	已售面积	已售回款
------	-------	-----	------	------	------



南水·京山新园	3.80	3.2	2.02	1.35	2.59
朝阳玖悦府	6.69	4.95	2.37	1.80	2.70
阳新太阳城	43.39	44.53	104.06	102.91	46.72
瑞金太阳城	15.78	13.15	29.16	28.25	18.08
合计	69.66	65.83	137.61	134.31	70.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司委托贷款发放对象主要为房地产企业及当地建设类民企，部分项目已展期、逾期，存在一定的回收风险

公司委托贷款业务由子公司南昌市水投投资有限责任公司、南昌南水投资集团有限公司经营，主要客户为公司参股公司及业务合作方，以房地产企业及当地建设类民企为主。近年受展期、逾期等影响毛利率持续下降。

截至2021年末，公司委托贷款余额合计49.57亿元，较2020末增长71.97%；计入其他流动资产、其他非流动资产，主要余额明细如表16。公司对江西省南水融投项目管理有限公司借款合计达9.85亿元，占期末余额的19.87%，较为集中。该公司系公司与东投地产集团有限公司投资成立的房地产投资控股平台，各占股40%，投资的房地产项目主要位于江西、湖北等地县市。随着房地产政策持续收紧，房地产企业资金周转压力较大，需持续关注该等公司资金压力。

截至2021年末，公司已展期或逾期的委托贷款金额合计3.58亿元，主要为民营房地产、投资等企业，占期末委托贷款的7.22%，已逾期的3笔贷款暂未收回。公司委托贷款存在一定的回收风险。公司已经开展了诉讼、抵质押物申请执行等方式追偿，3笔逾期债务均查封及质押了债务人资产，尚有追偿的可能，故公司暂未将其计入坏账准备。

表16 截至 2021 年末公司主要的委托贷款及资金拆借明细（单位：万元、%）

借款单位	起止时间	账面价值	利率	担保方式	是否逾期
进贤县国有资产经营投资有限公司	20180202-20280202	72,187.56	7.8	房产抵押	否
安义县龙安农村投资管理有限公司	20180207-20280206	40,000.00	7.8	房产抵押	否
江西水泉房地产开发有限公司	20190114-20220322	10,816.62	12	信用	否
聊城市赣岳投资有限公司	20171219-20221231	1,628.93	12	信用	已展期
江西垒旺工业投资有限公司	20160214-20170211	1,220.25	15	抵押	是
江西福泰通达物业有限公司	20160214-20170213	1,000.00	15	保证	是
江西东方龙陶瓷艺术品投资有限公司	20161229-20171228	2,003.00	15	抵押、保证	是
江西金越房地产开发有限公司	20190821-20220109	4,900.00	12	保证	已展期
厦门联创世纪集团有限公司	20180201-20230131	13,492.00	8.5	抵押	否
江西省佳全置业有限公司	20200502-20220502	25,000.00	10	信用	已展期
浙江祥沁房地产开发有限公司	20201116-20221115	24,142.50	12	信用	否
宜春东投置业有限公司	20210113-20230112	18,892.80	12	信用	否
厦门南水房地产开发有限公司	20201215-20221214	3,356.00	10	信用	否



江西省南水融投项目管理有限公司	20191126-20220321	20,979.03	12	信用	否
	20210402-20220401	27,800.00	12	信用	否
	20210518-20220517	12,800.00	12	信用	否
	20210415-20220414	9,524.00	12	信用	否
	20210525-20220524	6,190.00	12	信用	否
	20210714-20220713	21,200.00	12	信用	否
瑞金东耀置业有限公司	20210604-20220603	6,800.00	12	信用	否
	20210604-20220603	4,400.00	12	信用	否
赣州力投房地产开发有限公司	20210419-20230418	10,000.00	12	信用	否
兴国兴曜置业有限公司	20210622-20220621	4,800.00	12	信用	否
江西旭南置业有限公司	20210618-20220617	11,600.00	12	信用	否
新余东合南兴项目管理有限公司	20210801-20250801	48,000.00	9	质押、保证	否
福建安溪联创世纪投资有限公司	20211126-20241126	34,000.00	7	保证担保	否
乐平市东飞置业有限公司	20211110-20241110	27,500.00	12	信用	否
合计	-	464,232.69	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在资产注入、财政补贴等方面持续获得外部支持

公司是南昌市重要的水利基础设施投资建设主体，2021年在资产注入、财政补贴等方面继续获得外部支持。2021年公司获得的资产注入如表17所示，收到南昌市财政局的财政补贴1.00亿元。

表17 2020-2021 年获得政府支持情况（单位：亿元）

年度	依据文件	划拨内容	注册资本/资本公积
2021 年	-	产权 0.60 亿元	0.60
	-	20 年国有资本经营收益	0.14
	-	洪城城北污水处理厂资本金	0.04
	小计	-	0.78
2020 年	-	南昌农业控股集团有限公司 100%股权	2.47
	洪府厅字〔2018〕305 号	南昌市第八建筑工程有限公司 100%股权	0.02
	小计	-	2.49

注：“-”表示公司未提供。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的北京国富会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年三年连审审计报告、2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。报告期内合并报表范围变化情况：2020年新增10家子公司，减少2家子公司，2021年新增5



家子公司，减少2家子公司。截至2021年末公司纳入合并范围一级子公司合计14家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产以土地使用权、工程施工成本及房地产开发成本为主，受限比例较高，流动性较弱；近年公司对外投资或借款形成的长期股权投资及其他非流动资产快速增长，存在资产减值风险

2021年，随着债务融资规模、往来款负债的增加及富春环保纳入合并范围，公司总资产持续大幅增长。流动资产占比有所降低，主要系长期股权投资及其他非流动资产持续增加、富春环保固定资产占比高所致。

受益于债券融资，公司2021年末货币规模较大，受限货币资金为5.25亿元，主要为银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款、按揭保证金等。2021年末，公司应收账款同比大幅下降主要系南昌市财政局项目回款所致。其他应收款期末前五大应收对象中，除应收上饶市广信城投集团有限公司往来款6.31亿元外，其余主要为房地产或建筑施工企业工程款或往来款，包括应收东投地产集团有限公司及其关联方6.58亿元，该等款项已计提坏账准备658.22万元，存在一定的回收风险。

存货是公司最主要的资产，主要由土地使用权、工程施工成本及开发成本构成。2021年末，存货中土地使用权为167.32亿元，共31宗土地合计291.12万平方米，以商住用地及商业、住宅用地为主，主要位于南昌市西湖区及南昌经济技术开发区，均为2010-2013年南昌市国资委无偿注入的土地，已办理土地证，未缴纳出让金。2021年末，存货中合同履约成本为61.25亿元，其中大部分为基础设施建设成本，自2019年以来未确认收入，工程施工成本的结转受政府结算安排影响存在较大不确定性；开发成本为39.14亿元，主要为公司开发的商业房地产项目，同比下降主要系销售结转所致。随着房地产的销售结转，公司2021年存货规模小幅下降。

公司长期应收款主要来自PPP项目青云谱区“美丽青云谱幸福新家园”环境综合整治一期工程，项目总投资规模5.00亿元，按照工程进度已确认长期应收南昌市青云谱区城市管理局3.13亿元，已回款1.08亿元。公司长期股权投资主要为对当地合营及联营企业的股权投资，投资较为分散，涵盖市政工程、砂石销售、房地产开发、环保产业、投资管理等多个领域。其中2021年末增幅较大主要系对深圳唯恩枫和置业合伙企业（有限合伙）投资追加投资4.04亿元，期末账面累计15.97亿元，2021年度权益法下确认投资收益163.15万元；对深圳市鼎洋投资合伙企业（有限合伙）追加投资3.00亿元，期末账面累计3.66亿元，2021年度权益法下确认投资收益100.53万元，对深圳市昌喻投资合伙企业（有限合伙）新增投资1.50亿元。前述合伙企业以投资关联房地产公司为主。若被投资企业经营不善，或将导致公司资产减值。受富春环保纳入合并范围影响，公司2020年末固定资产及在建工程余额大幅增长。2021年末在建工程减少主要系转入固定资产所致，固定资产减少主要系富春环保富阳基地拆迁所致。公司其他非流动资产主要为公司委托贷款业务形成的对外借款，借款对象主要为房地产企业及当地建设类民营企业，规模较大集中度较高，部分项目已展期、逾期，存在一定的回收风险及资产减值风险。



截至2021年末，公司受限资产总计141.24亿元，占总资产的19.61%，占比较高。受限资产主要包括存货82.00亿元土地使用权、11.54亿元其他非流动资产、8.37亿元投资性房地产，固定资产7.01亿元。

总的来看，公司资产以土地使用权、工程施工成本及房地产开发成本为主，存货中工程施工成本的结转受政府结算安排影响存在较大不确定性，且资产受限比较高，整体资产流动性较弱。

表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	67.26	10.26%	76.78	11.83%	44.48	7.20%
应收账款	12.91	1.97%	10.70	1.65%	20.21	3.27%
其他应收款	44.14	6.73%	43.46	6.69%	36.80	5.96%
存货	274.05	41.79%	274.21	42.24%	286.37	46.38%
流动资产合计	434.42	66.25%	433.39	66.76%	429.56	69.57%
长期应收款	3.93	0.60%	4.15	0.64%	11.42	1.85%
长期股权投资	46.10	7.03%	46.52	7.16%	36.00	5.83%
固定资产	33.83	5.16%	34.43	5.30%	40.69	6.59%
在建工程	29.47	4.49%	23.85	3.67%	24.90	4.03%
其他非流动资产	65.25	9.95%	64.09	9.87%	30.34	4.91%
非流动资产合计	221.30	33.75%	215.82	33.24%	187.89	30.43%
资产总计	655.73	100.00%	649.21	100.00%	617.45	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告、未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司收入仍以经营性业务收入为主，基础设施建设业务贡献少，未来公司收入存在波动的可能，政府补助及投资收益是利润的有效补充

2021年建造合同业务收入均为工程施工收入，近年签订合同金额规模较大，收入来源较有保障。得益于房地产业务的发展，公司收入规模大幅提升，但未来仍存在波动的可能。富春环保纳入合并范围大幅提高了公司收入规模。

截至2021年末，公司基础设施建设项目计划总投资96.41亿元，累计已投入63.77亿元，收入实现受政府结算安排影响存在较大不确定性。截至2021年末，公司在建房地产开发项目已累计实现销售回款70.09亿元，但剩余可售面积不大，且暂无拟建的商品房项目，未来收入规模受项目开发计划及房地产市场影响可能存在波动。受富阳基地关停腾退影响，富春环保短期内经营规模有所下降，近年新建及扩建项目的投产有效补充了热电联产产能。

由于房地产业务实行预售模式以及贸易业务收现较好，2021年公司维持较高的收现比。2022年一季度受房地产销售放缓影响，收现比下降，表现较差。公司毛利率有所波动，其中2021年毛利率较高主要

系受较高毛利率的房地产业务收入占比提升影响。

2021年公司收到南昌市财政局的财政补贴1.00亿元，占利润总额比重为10.42%；实现投资收益3.93亿元，主要来源于对房地产项目股权投资以及其他产业类投资取得的收益。政府补助及投资收益规模较大，是公司利润的有效补充。

表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年
收现比	65.31%	93.77%	119.38%
营业收入	27.93	102.68	47.79
营业利润	1.47	9.70	3.27
其他收益	0.09	1.00	1.28
投资收益	0.30	3.93	4.13
利润总额	1.45	9.56	3.10
销售毛利率	13.81%	17.75%	9.78%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告、未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，面临较大偿债压力

公司负债规模持续增长，2022年3月末达370.62亿元。其中2021年增幅较大主要公司当期发行较多债券所致。公司所有者权益亦有所增长，但增速不及负债，导致产权比率持续上升。2021年末，公司所有者权益较2020年末小幅下降主要系其他权益工具的永续中票偿还所致。公司所有者权益主要为政府资产注入形成的资本公积。

图 3 公司资本结构

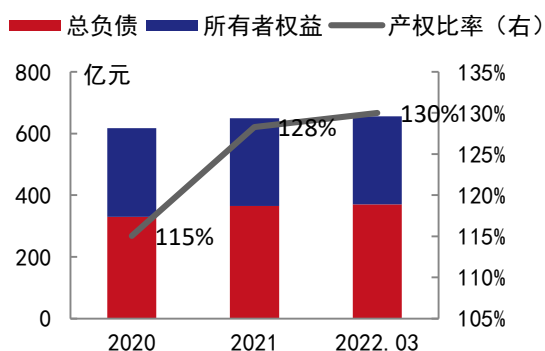
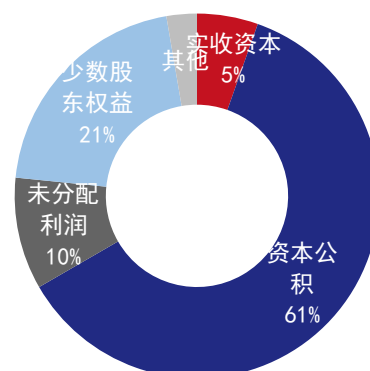


图 4 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告、未经审计的 2022 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 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司债务以非流动负债为主，债务结构尚可。2021年公司短期借款规模同比相对稳定，绝大部分为

信用借款。公司预收款项及合同负债主要为商业房地产开发项目的预收购房款，2021年末同比下降主要系确认房地产收入所致。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17.82亿元、一年内到期的应付债券7.90亿元。

非流动负债方面，公司长期借款规模主要为信用、抵押、质押借款，利率在4.10%-7.20%之间。2021年公司应付债券规模快速增长，票面利率在3.65%-5.5%之间，债券余额占总债务的比重较高。公司其他非流动负债为2018年新增的南昌市滕王阁城市发展基金二期（有限合伙）12.19亿元融资款，期限为10年，利率6.75%。

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32.42	8.75%	32.19	8.82%	31.91	9.66%
预收款项	4.23	1.14%	4.48	1.23%	45.53	13.78%
合同负债	11.28	3.04%	17.27	4.73%	0.97	0.29%
一年内到期的非流动负债	18.82	5.08%	26.41	7.24%	26.40	7.99%
流动负债合计	113.25	30.56%	131.47	36.04%	161.95	49.03%
长期借款	56.03	15.12%	53.56	14.68%	58.16	17.61%
应付债券	137.75	37.17%	116.65	31.98%	86.65	26.23%
长期应付款	49.08	13.24%	42.77	11.72%	7.82	2.37%
其他非流动负债	12.19	3.29%	12.19	3.34%	12.19	3.69%
非流动负债合计	257.37	69.44%	233.33	63.96%	168.38	50.97%
负债合计	370.62	100.00%	364.80	100.00%	330.33	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告、未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 公司债务占负债比重

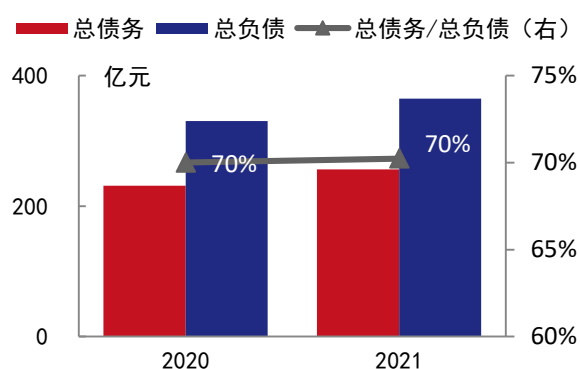
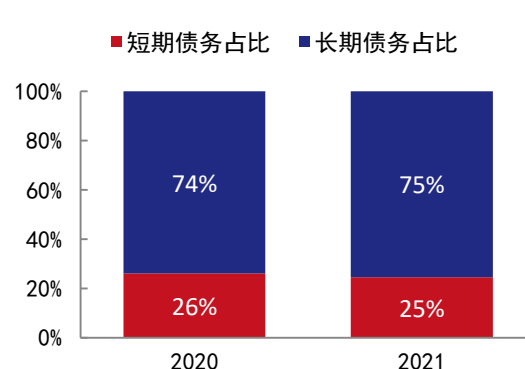


图 6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司总债务在总负债中的占比有所下降，主要系地产销售预收款增长所致。总债务以长期债

务为主，短期债务占比小幅波动。截至2021年末，公司总债务规模达256.23亿元，规模较大且增速较高，公司面临较大偿债压力。2021年末总债务中，应付债券占比达48.61%，2022年3月末应付债券规模继续增长至137.75亿元（不含一年内到期的）。2022年1-3月，公司发行了“22南水债”、“22南昌水投PPN001”共两期债券，发行规模分别为12.00亿元、10.00亿元，票面利率分别为3.96%、3.78%。

由于债务规模的持续上升，公司资产负债率逐年提高。2020年末现金短期债务比较低主要系新增较多银行短期借款所致，2021年末提高主要系发行债券规模较大，期末货币资金余额大幅增长所致。2021年公司EBITDA利息保障倍数有所提高，保障情况尚可。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	56.52%	56.19%	53.50%
现金短期债务比	--	1.25	0.80
EBITDA 利息保障倍数	--	2.19	1.72

注：由于公司部分利息计入营业成本，导致 EBITDA 利息保障倍数偏高。

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告、未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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2019年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2022年4月25日）、重要子公司南昌南水投资集团有限公司（查询日2022年5月16日）、重要子公司南昌水投项目管理集团有限公司（查询日2022年5月20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，各项公开市场债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保规模合计13.66亿元，占当期末净资产的4.80%。被担保方以关联方房企为主，且对该等企业担保无反担保措施，存在一定的代偿风险。

表22 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	关联关系	担保金额	担保到期日
泉州力祥房地产开发有限公司	关联方	6,750.00	2023-2-25
赣州力投房地产开发有限公司	关联方	11,250.00	2023-3-24
南昌县旭正置业有限公司	关联方	11,600.00	2024-4-13
浙江祥沁房地产开发有限公司	关联方	14,623.67	2023-5-14
赣州星润置业有限公司	关联方	3,150.00	2023-9-17
兴国兴曜置业有限公司	关联方	1,388.00	2023-10-19
赣州力康房地产开发有限公司	关联方	5,957.00	2024-9-15



乐平市东飞置业有限公司	关联方	7,920.00	2023-12-10
赣州东投房地产开发有限公司	关联方	3,233.80	2023-12-15
南昌水投建材有限公司	关联方	700.00	2022-6-20
江西省水利投资发展有限公司	非关联方	70,000.00	2032-10-23
合计		136,572.47	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

公司地处南昌市，是江西省的省会，也是全省的政治、经济、文化、科技中心，近年来南昌市在全省范围内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，为公司发展提供了良好的外部环境。公司为南昌市重要的水利基础设施建设投资主体，基础设施建设业务具有持续性，近年承担了大量水利基础设施项目的建设，对南昌市水体及环境的提升做出较大的贡献。同时还涉及房地产开发、热蒸汽电力销售等业务，且近年在资产注入、财政补贴等方面持续获得外部支持。

偿债能力方面，近年公司总债务规模较大且快速增长。考虑到公司水利基础设施建设业务可持续性较强，尚未抵押土地规模较大，公司抗风险能力较好。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定；维持“22南水债”的信用等级为AA+。



附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

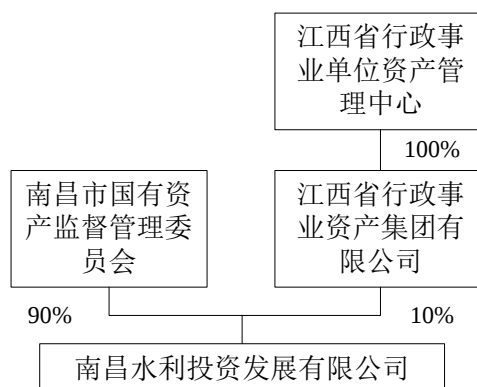
财务数据（单位：亿元）	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	67.26	76.78	44.48	47.23
存货	274.05	274.21	286.37	248.43
流动资产合计	434.42	433.39	429.56	351.46
非流动资产合计	221.30	215.82	187.89	75.00
资产总计	655.73	649.21	617.45	426.46
短期借款	32.42	32.19	31.91	2.34
一年内到期的非流动负债	18.82	26.41	26.40	32.31
流动负债合计	113.25	131.47	161.95	85.56
长期借款	56.03	53.56	58.16	38.26
应付债券	137.75	116.65	86.65	43.10
长期应付款	49.08	42.77	7.82	1.06
非流动负债合计	257.37	233.33	168.38	97.26
负债合计	370.62	364.80	330.33	182.81
总债务	--	256.23	231.24	148.20
营业收入	27.93	102.68	47.79	38.56
所有者权益	285.10	284.41	287.12	243.64
营业利润	1.47	9.70	3.27	3.47
其他收益	0.09	1.00	1.28	1.99
利润总额	1.45	9.56	3.10	3.51
经营活动产生的现金流量净额	-10.34	11.95	-7.57	-15.47
投资活动产生的现金流量净额	-13.66	-2.34	-26.15	-3.80
筹资活动产生的现金流量净额	15.61	20.92	27.79	21.10
财务指标	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	13.81%	17.75%	9.78%	11.42%
收现比	65.31%	93.77%	119.38%	105.78%
资产负债率	56.52%	56.19%	53.50%	42.87%
现金短期债务比	--	1.25	0.80	1.39
EBITDA（亿元）	--	17.68	7.63	6.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.19	1.72	2.15

注：“--”表示数据未获取。

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告、未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

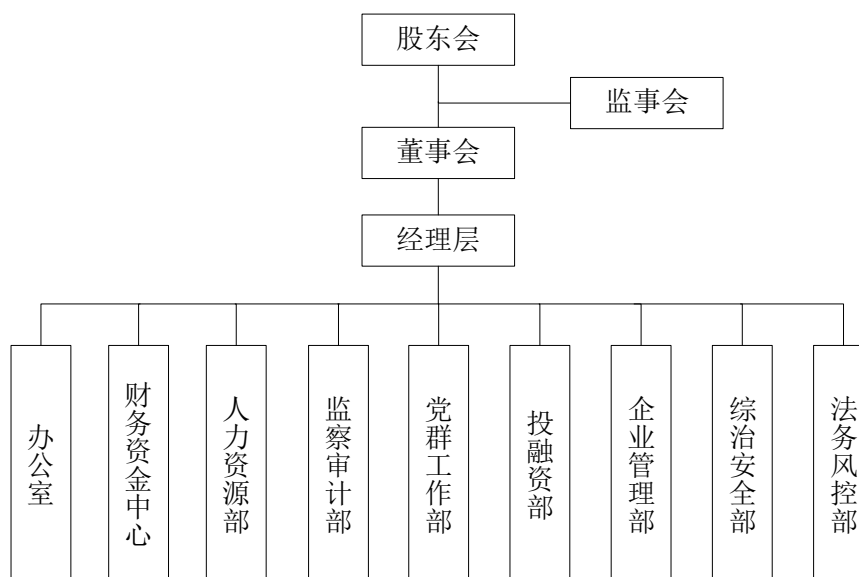


附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月末）



注：公司名称已于 2022 年 6 月 14 日由“南昌水利投资发展有限公司”变更为“南昌市交通投资集团有限公司”。
资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围一级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	实收资本	持股比例	享有表决权比例	主营业务
南昌水天投资集团有限公司	150,000.00	100.00	100.00	投资管理、资产管理
南昌南水投资集团有限公司	70,000.00	100.00	100.00	水利水电项目和城市基础设施项目的投资、建设、经营及管理
南昌市水投投资有限责任公司	60,000.00	100.00	100.00	担保、投资
南昌水投商务服务集团有限公司	21,497.00	100.00	100.00	物业管理；房屋维修；水电安装；清洁服务；建筑劳务分包；
南昌市第八建筑工程有限公司	214.34	100.00	100.00	房屋建筑工程施工总承包、建筑装饰装修工程
南昌农业控股集团有限公司	1,100.00	100.00	100.00	农业、林业的开发；农业项目投资；农业产业基金投资与管理；
南昌绿谷现代农业综合开发有限公司	2,810.00	100.00	100.00	水利水电工程；园林绿化工程；建筑工程；市政公用工程；房地产开发经营
南昌市水投物业管理有限公司	1,700.00	100.00	100.00	物业管理
南昌市新磊达实业有限公司	273.00	100.00	100.00	市政工程
南昌水投项目管理有限公司	50,000.00	100.00	100.00	项目规划
南昌市青美市政建设工程有限公司	10,000.00	89.00	89.00	市政工程项目和城市基础项目的建设
抚州市廖坊金川水利投资有限公司	20,812.00	81.00	81.00	水利水电项目和城市基础设施项目的投资、建设、经营及管理
南昌绿谷文化产业有限公司	4,030.20	51.00	51.00	文化产品展览服务；农业技术推广服务；房地产开发经营
江西省赣抚尾閤整治有限公司	10,000.00	30.00	30.00	水利水电项目和城市基础设施项目的投资、建设、经营及管理

资料来源：公司 2021 年审计报告，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	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{使用权资产折旧} + \text{长期待摊费用摊销}$
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。