



南昌市政公用投资控股有限责任公司 2019年公开发行公司债券(第二期)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¹2019年公开发行公司债券(第二期)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	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
19 洪政 G3	AAA	AAA

评级日期

2022年6月27日

联系方式

项目负责人：谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：陈念
 chenn@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持南昌市政公用集团有限公司（以下简称“南昌市政”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，维持评级展望为稳定；维持“19 洪政 G3”的信用等级为 AAA。
- 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，公司业务多元化程度较高，承担南昌市供水、公交、燃气等业务，区域专营性强，业务可持续性较好，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到，公司偿债压力较大，整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力，房地产项目面临一定的销售压力等风险因素。

未来展望

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	1,680.16	1,582.94	1,465.46	1,336.89
所有者权益	480.70	480.58	442.29	406.39
总债务	--	760.53	753.33	702.63
资产负债率	71.39%	69.64%	69.82%	69.60%
现金短期债务比	--	0.73	0.88	0.66
营业收入	90.95	563.07	542.90	426.78
其他收益	2.57	13.98	13.43	13.33
利润总额	2.14	29.88	25.91	21.54
销售毛利率	7.35%	10.84%	11.45%	11.19%
EBITDA	--	68.66	61.75	51.76
EBITDA 利息保障倍数	--	1.70	1.67	1.70
经营活动现金流净额	13.85	2.72	156.93	15.07
收现比	123.11%	82.49%	102.16%	101.52%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，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。
- **公司业务多元化程度较高，区域专营性强，业务持续性较好。**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，也是南昌市唯一的公交运营主体和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。在建的代建项目、市场化商业项目、房地产项目较多，总投资规模较大，业务持续性较好，且公司水务、燃气板块业务稳步发展。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2021年公司在补助方面继续获得较大力度支持，有效提升了公司利润水平。

关注

- **公司偿债压力较大。**公司总债务规模较大且持续增长，资产负债率高。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产中土地资产和在建工程占比较高，土地资产中包含大量政府注入的储备地。
- **公司面临较大的资金压力。**公司在建的代建项目、市场化商业项目、房地产项目尚需投资规模较大，随着项目的推进，公司面临较大的资金压力。
- **公司房地产项目面临一定的销售压力。**公司在建房产总投资规模较大，项目主要集中在南昌、北京、上海等地，部分城市存在限购调控政策，面临一定的销售压力。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

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	2
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	4
	公共财政收入	4		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		非常强	财务风险状况等级		较小
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			2
公司主体信用等级			AAA

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	2022-2-25	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	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+	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+	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
19 洪政 G3	8	8	2021-06-30	2026-09-03

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2019年9月发行19洪政G3，募集资金扣除发行费用后计划全部用于偿还公司债务。公司未提供最新募集资金账户余额数据。

三、发行主体概况

2021年-2022年5月，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均无变化。2021年3月，南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）向江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西省行政资产公司”）无偿转让其持有公司股权的10%。2022年6月，公司名称由南昌市政公用投资控股有限责任公司变更为现名。

截至2022年6月24日，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一。

根据工商信息，2021年11月，公司的康乐平、易飞、杜小华退出监事会，新增监事徐峰、史晓琦、黄志刚。根据公司2022年6月24日发布的《南昌市政公用集团有限公司关于股权无偿划转事项的提示性公告》，2022年6月南昌市人民政府同意将南昌市交通投资集团有限公司（以下简称“南昌交投”）全资子公司南昌水天投资集团有限公司持有的富春环保（股票代码：002479.SZ）20.49%股权无偿划转至公司；同时将公司持有的江西长运集团有限公司（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%股权无偿划转至南昌交投。截至本评级报告出具日，该等划转尚未完成工商变更登记手续。

2021年，公司合并范围新增9家子公司，减少9家子公司，具体变动情况如下表所示。截至2021年末，合并报表范围内一级子公司增加至30家，详情见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	合并方式
南昌云鼎市政大数据建设应用有限公司	10,000	设立
南昌鼎投建筑工程有限公司	2,010	子公司分立
南昌东站开发建设有限公司	100,000	设立
江西鼎元生态环保有限公司	20,000	设立
北京市鼎富通达私募基金管理有限公司	2,000	设立

上海鼎赣投资发展有限公司	20,000	设立
江西泽文建设工程有限责任公司	20,000	非同一控制合并
融政（上海）城市建设发展有限公司	100,000	非同一控制合并
北京政融大道地产有限公司	10,000	非同一控制合并

2、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	注册地	主营业务	不再纳入的原因
南昌市政公用置业发展有限公司	26.00%	南昌	工程建设	不具有控制
南昌市政地产投资有限公司	100.00%	南昌	房地产	注销
江西婺源长运胜达有限责任公司	-	上饶	交通运输	出售股权
景德镇公共交通有限公司	-	景德镇	交通运输	出售股权
鹰潭至尚国际旅行社有限公司	-	鹰潭	旅游	出售股权
抚州资溪长运交通有限公司	94.00%	抚州	交通运输	注销
上饶汽运集团德兴出租汽车有限公司	100.00%	上饶	交通运输	注销
江西龙虎山旅游客运有限公司	90.00%	上饶	交通运输	破产清算
鹰潭市交通运输有限责任公司	90.00%	鹰潭	交通运输	破产清算

资料来源：公司 2021 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，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。

行业及区域经济环境

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

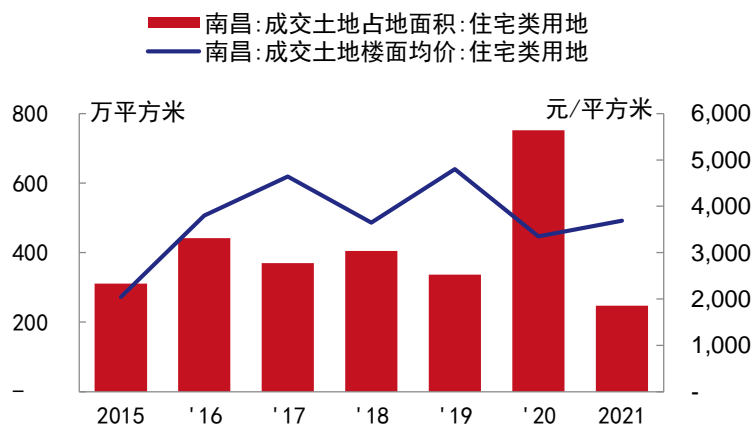
表3 南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

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。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
南昌市政公用集团有限公司	南昌市国资委	480.58	69.64%	563.07	760.53	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

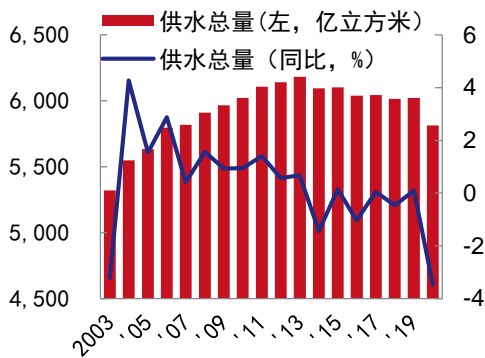
注：上表均为 2021 年数据，除南昌交投、南昌市政外，其余公司总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+其他权益工具。

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。

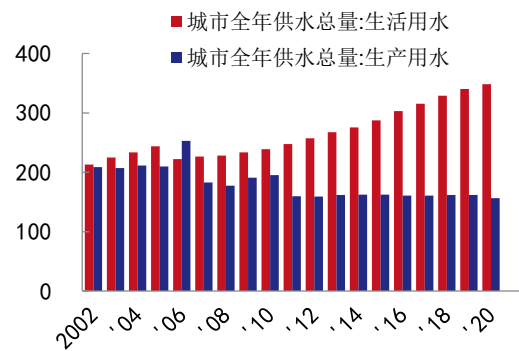
我国市政公用行业进入相对成熟阶段，需求相对稳定

市政公用设施是由城市政府组织实施和运营，建设行政主管部门进行行业管理的公用设施，包括城市供水、供气、供热、公共交通等城市公用事业；城市道路、排水、污水处理、防洪、照明等市政工程；城市市容、公共场所和公共厕所保洁、垃圾和粪便清运处理等市容环境卫生事业；城市园林、绿化等园林绿化业。

水务行业包括供水、排水、污水处理、中水回收利用和水污染防治等多个领域。供水行业周期性波动较弱，属于基础民生行业，需求稳定；区域性经营特征较明显，水务企业通常只能在其供水管网或污水收集管网覆盖的范围内开展业务，一个城市供排水业务发展受制于该城市城区及城市规划发展区域。我国供水行业目前已进入成熟期。作为整个水务行业上游及满足最基本民生需求的行业，供水行业发展远早于下游的污水、污泥处理等。从历年供水量看，中国供水总量整体维持在相对平稳的水平，但 2020 年受疫情影响，供水总量有所下降，2020 年我国供水总量达 5,812.90 亿立方米，同比减少 3.46%；从城市全年供水总量结构来看，生产用水近年波动不大，生活用水连续多年呈现上涨态势。

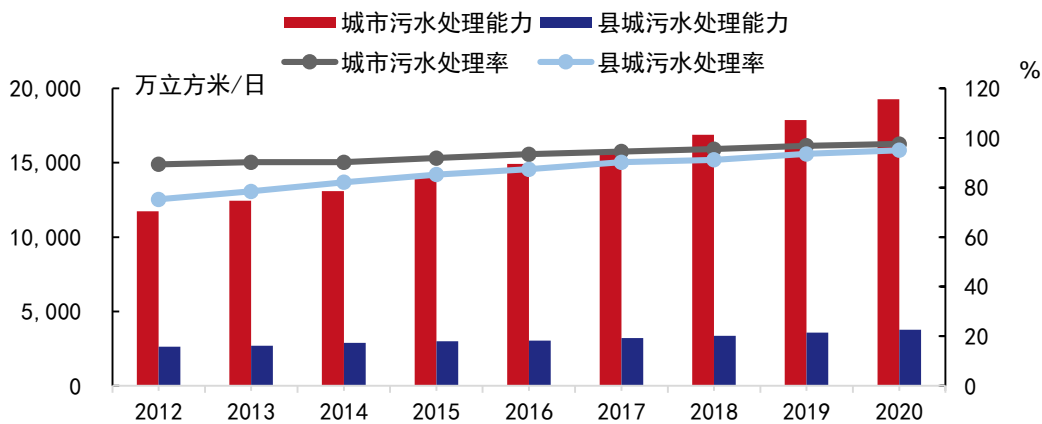
图3 我国供水总量及同比增速


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图4 我国城市全年供水总量结构（单位：亿立方米）


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

城市及县城污水处理率已达到较高水平，其中县城污水处理率增速较快，可为污水处理厂提供稳中有升的市场需求。城镇污水处理体系从增量建设为主转向系统提质增效与结构调整优化并重，积极推进管网建设和污水污泥资源化利用水平提升。2021年年6月，国家发展改革委联合住房城乡建设部印发了《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》（以下简称“污水处理十四五规划”），提出将着力推进城镇污水处理基础设施建设，补齐短板弱项，重点推进管网建设和污水污泥资源化利用，污水处理市场仍存发展空间。

图5 2020年末我国城市及县城污水处理率进一步提高


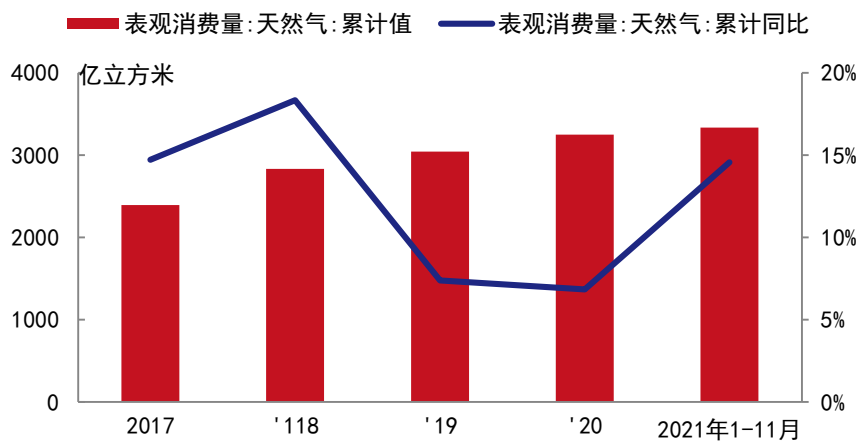
资料来源：2020年城乡建设统计年鉴，中证鹏元整理

水务行业包括供水、排水、污水处理、中水回收利用和水污染防治等多个领域。随着城市化进程的加快，人口的增加和人均拥有水资源的下降，未来水价将存在上升的空间。根据发改委数据显示，居民生活用水价格从2007年末的1.69元/吨增长到2020年末的2.31元/吨，其中2018年底、2019年底分别为2.26元/吨、2.29元/吨；污水处理费从2007年末的0.66元/吨增长到2020年末的0.99元/吨，其中2018、2019年底均为0.98元/吨。水价的涨幅仍低于人均可支配收入的增长，且我国的水价也处于较低的水平，使得水

资源的浪费现象较严重。随着人民生活用水量的增长，废水的排放量也快速增长，国家和各级政府重视城市污水处理及其产业化发展，污水处理和再生水等行业也将面临广阔的发展空间，行业发展潜力较大。

燃气行业主要包括利用煤炭、油等能源生产燃气，或外购液化石油气、天然气等进行输配、销售及相关的维修和管理活动。近年来我国天然气表观消费量稳步上升，我国大部分大中城市已经实现管道天然气的基本覆盖，随着城市化的进一步推进，居民生活质量的提高，以及对其他能源的替代作用，城市天然气的需求将继续保持增长。

图6 近年来我国天然气表观消费量稳步上升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

中央层面“房住不炒”总基调延续，长效机制持续完善，2022年以来地方房地产调控政策优化节奏及调整力度有所加大

2021年以来全国房地产政策全面收紧后迎来边际放松。2021年年初央行和自然资源部相继出台“关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知”和“22城住宅用地集中供地”政策，分别从融资端和投资端限制房地产行业扩张。3月，政府工作报告再次强调房住不炒，银保监会等多部门联合出台《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》。6月，国务院办公厅出台“关于加快发展保障性租赁住房的意见”。7月，住房和城乡建设部等8部门联合发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，重申“房住不炒”和“三稳”目标。7月22日，电视电话会议中重申房地产调控长效机制，并提出建立有效的企业购地资金审查制度。8月9日，央行发布《2021年第二季度中国货币政策执行报告》，再次强调坚持“房住不炒”，明确提出要保持房地产金融政策的连续性。随着多家房企陆续出现流动性危机，自9月以来房地产行业调控迎来边际放松。9月27日，央行货币政策委员会第三季度例会召开，会议提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。9月29日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。12月8-10日，中央经济工作会

议召开，会议指出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。2022年2月，全国性商品房预售资金监管办法出台，管理办法明确预售资金监管实行“重点额度管理”，当账户内资金达到监管额度后，超过额度可由房企提取自由使用。全国性预售资金监管办法可有效补足部分省市预售资金监管长期缺位的政策短板，并在一定程度上缓解房企现金流周转压力。2022年4月，中共中央政治局召开会议，会议指出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”。

地方政策方面，2021年上半年部分房价涨幅较大的城市限购限贷政策再度升级，上海、北京、广东多地监管摸底经营贷资金流向，严防违规流入房地产市场；住建部约谈广州、合肥、宁波、东莞、南通等5个城市政府，要求坚决遏制投机炒房；除新房限价限购外，深圳、上海等多个城市相继对二手房出台了指导价，以抑制部分城市的房价上涨压力。随着房地产市场热度回落，为维护行业平稳健康发展，自2021年12月以来，青岛、济南、宁波、南宁、珠海等多个城市陆续通过给予购房补贴、放宽公积金贷款政策等方式促进购房需求释放。2022年以来，各城市房地产调控政策优化节奏及调整力度进一步加大。2022年3月，郑州出台“楼市政策19条”，放宽限购、限贷并鼓励棚改货币化安置，成为全国首个放宽限购、限贷的城市。2022年4月以来，以长沙、杭州、合肥、苏州等为代表的强二线城市及部分三四线城市陆续通过调整限购区域或限购门槛、放宽个人贷款额度、降低首套房最低首付比例等方式提振购房需求。中证鹏元认为，为促进合理购房需求释放，未来三、四线城市房地产市场调控力度有望继续放宽，而核心一、二线城市调控政策可能适时微调以稳定市场预期。

五、经营与竞争

公司是南昌市最大的国有资本运营主体，经营管理南昌市供水、污水处理、燃气、公交等公用事业，承担市政工程建设投资，并涉及贸易、房地产、投资等业务领域，业务多元化程度较高。

2021年，公司营业收入小幅增长，增量主要来自水务板块，销售毛利率小幅下滑，主要系房地产收入毛利率下降且收入占比降低所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

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
贸易板块	441,036.21	0.74%	1,852,398.03	0.60%	1,786,915.58	0.42%
房地产销售板块	24,290.00	13.08%	1,397,261.19	14.96%	1,561,734.77	15.75%
水务板块	188,385.35	27.63%	868,553.67	23.22%	679,684.49	21.40%
建筑工程板块	113,241.75	13.40%	576,203.58	12.42%	631,451.14	11.11%
公交、出租板块	58,245.28	-36.41%	281,169.85	-27.83%	243,639.25	-47.72%
煤气、燃气板块	60,762.31	13.44%	206,845.62	26.57%	174,202.32	26.69%

其他板块	23,510.07	26.52%	448,310.69	31.27%	351,323.61	63.27%
合计	909,470.96	7.35%	5,630,742.63	10.84%	5,428,951.16	11.45%

资料来源：公司提供

水务板块收入保持较快增长，公司作为南昌市最大自来水供应企业和江西省最大的污水处理企业，垄断地位明显

公司的水务业务主要由全资子公司南昌水业集团有限责任公司下属上市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）运营，主要从事自来水供应、污水处理以及水务工程，兼营水设备的销售、二次供水、污泥处置等业务，垄断地位明显。截至2022年3月31日，公司及其子公司合计持有洪城环境53.08%的股权，持有股权的43.84%已质押。洪城环境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。

2021年以来洪城环境供水能力有所提高，截至2022年3月底拥有11家水厂，包括青云水厂、朝阳水厂、牛行水厂、扬子洲水厂、长堽水厂等。2021年以来，南昌市自来水价格未发生变化，由于售水量的提高，洪城环境供水收入大幅增长。毛利率维持在较高水平。

污水处理方面，公司是江西省最大的污水处理企业，占据整个县级污水市场80%以上份额。截至2022年3月末，公司实际运营的污水处理厂共103家（江西省内93家），总处理能力达299.65万吨/日。污水处理的业务模式为公司对污水管道汇集的污水进行净化处理后再直接排入河流。江西省内的污水处理费收费方式趋于一致，主要采取与自来水费合并征收的方式，自来水价格中包括污水处理费。2021年以来污水处理价格无变化，由于污水处理量大幅提高，2021年洪城环境污水处理收入大幅增长，毛利率小幅提高。

表7 洪城环境水务业务主要指标

指标名称	2021年	2020年
期末水厂数量（座）	11	9
日供水能力（万立方米）	194	183
期末管网长度（公里）	7,901	7,886
售水总量（万立方米）	37,869.22	34,891.41
自来水销售收入（亿元）	9.16	8.37
自来水销售毛利率	47.67%	47.92%
污水处理收入（亿元）	16.04	11.02
污水处理毛利率	39.63%	38.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除供水和污水处理业务收入外，公司水务板块还包括部分水务贸易收入，此外，公司还承接供水排水工程业务和工程安装业务，对公司自来水板块收入形成一定补充，2021年公司实现供水排水工程及工程安装收入17.86亿元。

公司是南昌市内最大的天然气经营主体，业务具有专营性，近年来燃气业务稳步发展

公司主要经营南昌市城区内的燃气供应销售（含罐装液化气、管道天然气、管道煤气）、燃气工程设计、施工、安装等业务，主要由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。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。南昌市引入天然气后，逐步替代了人工煤气，使得人工煤气在2014年之后的业务量都很小。

2021年公司燃气销量及收入继续增长，天然气业务稳步发展。受价格调整影响，公司燃气价差（不含税平均出厂售价-采购均价）缩小，但由于销量的上升，2021年实现毛利润5.50亿元，同比增长18.28%。

表8 公司天然气业务发展情况

项目	2021年	2020年
购气量（亿立方米）	4.91	4.53
销气量（亿立方米）	4.79	4.40
其中：非居民（亿立方米）	3.23	2.91
居民（亿立方米）	1.56	1.49
燃气管道长度（公里）	6,587.21	6,303.17
供应非居民（户）	5,409.00	7,725.00
供应居民（万户）	113.46	104.12
采购均价（元/立方米）	2.30	2.03
平均出厂售价（不含税）（元/立方米）	2.98	2.79

注：2021年供应非居民的户数下降，主要系统口径调整所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是南昌市唯一的公交运营企业，在南昌市具有区域专营优势，但公交运营业务对财政补贴依赖程度较高；随着南昌市地铁陆续开通，公交、出租板块业务受到一定客户分流的影响

公司作为南昌市唯一的公交运营企业，同时兼营出租车、汽车维修、广告、加油站和汽车租赁等相关业务。受南昌市地铁的开通运营影响，公司2021年公交收入继续下降，受价格管控等因素的影响，公交板块继续亏损。公司的出租车业务主要由子公司南昌市出租汽车有限公司及其他子公司负责，受网络平台约车及轨道交通运营等因素影响，出租收入整体呈下降趋势，2021年出租收入小幅回升，主要系2020年基数较低。为维持公交、出租板块业务的可持续运营，政府会给予一定的燃油补贴、购车补贴和线路补贴等，政府补助收入成为公司公交、出租板块业务利润的主要来源。整体来看，公司公交、出租板块业务较为稳定，但受价格管控等影响使公交、出租板块业务的自主盈利能力不足，利润来源主要依靠政府补助；公司的公交、出租板块业务可能进一步受到地铁开通运营而分流客户的影响。

表9 公司公交、出租业务情况

指标名称	2021年	2020年
------	-------	-------

营运车辆（辆）	4,212	4,264
公交线路（条）	464	490
线路总长度（公里）	10,524.37	11,852
年客运量（亿人次）	--	2.40
公交收入（万元）	53,145.49	54,008.22
公交毛利率	-133.35%	-120.39%
出租收入（万元）	6,676.87	6,158.34
出租毛利率	39.32%	25.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

长途客运方面，公司2018年并入江西长运集团有限责任公司（以下简称“长运集团”），主要从事长途运输服务，截至2022年3月底，公司直接及间接持有上市公司江西长运股份有限公司（股票简称：江西长运，股票代码：600561.SH）39.76%的股权，无质押情况。江西长运2021实现营业收入18.17亿元，小幅下降0.85%，毛利率为-5.65%，亏损程度有所缩窄，主要系疫情逐渐好转及加强成本管控等。

截至2022年3月末，公司拥有客运站81个，班线条数1,306条，其中省际班线327条、跨区班线346条、区内班线623条，整体较2020年末有所下降。公司在江西省内下属公司所拥有客车3,776辆、班线条数2,110条。在江西省内下属公司所拥一级站、二级站场数量占江西省主要道路运输企业的市场份额分别为65%-70%、55%-60%。江西长运在省内客运市场占有率较高，但江西长运扣非后归属母公司股东的净利润已连续6年为负，中证鹏元将持续关注公司长途客运业务未来受高铁运营等因素带来的冲击。根据公司公告，2022年6月南昌市人民政府同意将公司持有的长运集团100%股权及长运股份16.67%股权无偿划转至南昌交投。截至本评级报告出具日，该等划转尚未完成工商变更登记手续。划出后，公司公交、出租板块业务收入规模将大幅下降，但对公司利润影响有限。

公司承担南昌市内重大市政工程建设，业务可持续性较好，但主要在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力

公司主要承担南昌市重大市政工程及房建工程项目，拥有较强的技术力量，且拥有市政公用工程施工总承包一级资质和公路工程施工总承包二级资质。公司承建的工程项目主要集中在江西省（尤其是南昌市）内，项目类别以政府代建项目和市场化商业项目为主。政府代建系由政府单位与公司签订委托代建合同，合同中明确政府单位将基础设施工程项目委托给公司融资建设，工程竣工并验收合格后由政府单位进行回购，一般按照工程总投资额1.0%-2.5%结算建设服务费。市场化商业项目系由公司通过招投标承接的施工项目，分为一般施工项目（含总承包项目）和BT项目。一般施工项目按施工进度确认收入并收取部分工程款，工程完工验收决算后支付剩余工程款。BT项目系由公司垫资进行建设，建设验收完毕再移交给项目业主，项目业主向公司分期支付项目总投资加上合理回报的款项。

近年公司的政府代建项目未确认收入，公司建筑工程收入均为市场化商业项目收入。2021年由于工程结算量减少，建筑工程业务营业收入57.62亿元，同比下降8.75%；毛利率较上年小幅提高，系毛利较

高的总承包模式占比提升所致。

截至2022年3月末公司主要在建的政府代建项目计划总投资308.26亿元，已投资206.36亿元，尚需投资101.90亿元，公司建筑工程业务持续性较好，但同时尚需投资规模大，公司面临较大的资金压力。

表10 截至 2022 年 3 月末主要代建业务在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
南昌市幸福渠水域综合整治工程	131.97	77.69	54.28
二七隧道（一期）工程	32.97	5.09	27.88
前湖大道快速路(西外环-朝阳大桥)工程	29.70	28.21	1.49
昌九大道快速路改造二期（延伸段）工程	26.43	21.7	4.73
海昏（旅游景观）大道工程	19.69	15.72	3.97
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	15.96	3.06
南昌市市民中心工程	13.00	10.10	2.90
昌西大道工程	12.53	11.48	1.05
火车站东广场改造工程	11.11	10.79	0.32
南昌市军事装备展示中心	6.30	4.70	1.60
南昌市前湖大道快速路前湖立交工程	5.54	4.92	0.62
合计	308.26	206.36	101.90

资料来源：公司提供

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

公司的房地产业务主要集中在南昌、北京、上海等地，在南昌本地项目以自主开发为主，异地项目以合作开发为主，合作模式采取与当地房地产商共同合作开发房地产项目，公司房地产开发品种包括住宅及商业，2021年房地产销售收入和毛利率均小幅下降。

截至2022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422.61亿元。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，但南昌、上海等城市存在房产限购调控政策，地产景气度下行，公司房地产项目面临一定的销售压力，同时公司主要在建房地产项目尚需投入96.56亿元，存在较大资金压力。

表11 截至 2022 年 3 月末公司主要在建房地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目	项目类型	规划建筑面积	总投资	已投资	持股比例	是否合并
市政公用城二期	住宅、商业	99.72	51.27	30.03	100%	是
齐河观澜府邸项目	住宅、商业	52.07	36.84	30.87	40%	是
济阳澄波府邸项目	住宅、酒店	47.18	34.95	28.77	40%	是
市政公用城（桂语江南）	住宅、商业	44.00	30.72	20.47	49%	是

杭州森与海之城项目 (杭州融阳政)	住宅	43.43	33.15	25.73	39%	是
名门国际	商业及住宅	43.00	16.32	4.73	100%	是
济宁融创滨江壹号	住宅、商业	42.16	27.52	22.73	40%	是
威隘桥项目	商业	21.06	30.72	18.23	49%	是
无锡融创壹号院	住宅、商业	18.00	41.99	40.90	49%	是
南京玄武映项目	住宅、商业	16.17	49.827	43.74	49%	是
东海壹号	住宅及商业	10.38	9.74	8.76	35%	是
上海静安映项目	住宅	10.24	53.06	47.19	36%	是
九珑汇*	商业、商务用地	8.99	6.50	3.90	82%	是
合计	-	456.40	422.61	326.05	-	-

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

公司贸易板块规模较大且持续增长，但盈利水平很低

公司于2013年开始从事以铜及其他大宗商品贸易业务，并逐步涉入农产品等大宗商品的贸易。公司利用合作方在大宗商品贸易的经验和客户资源，使得贸易业务迅速成长，贸易业务的上游主要是生产商和贸易商，下游客户主要是贸易商和加工企业，公司主要是赚取货物的差价，一般先确定客户需求，再向供应商询价，按供应商的报价加上一定的佣金作为销售价格与下游客户签订销售协议。公司主要采用仓单交易的方式，交易过程方便快捷高效，一般采用款到发货，对于长期合作的大客户给予一定的账期，一般为30天内。

2021年，公司实现贸易业务收入185.24亿元，同比增长3.66%，占公司总收入的32.90%，仍是公司营业收入的主要来源。从前5大供应商和客户的明细来看，2021年公司贸易业务主要供应商和客户以贸易类公司为主，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，贸易业务的盈利水平很低，对公司利润贡献较小。

表12 公司贸易板块前5大供应商情况（单位：亿元）

年份	供应商	采购金额	占贸易板块营业成本比例
2021	焯广（天津）国际贸易有限公司	16.34	12.45%
	江西省平凡物产贸易有限公司	14.42	6.79%
	江西省鑫荣实业有限公司	13.16	5.58%
	上海豪佳贸易有限公司	12.34	5.27%
	浙江花园铜业有限公司	11.71	4.88%
	合计	67.97	34.97%
2020	江西省鑫荣实业有限公司	12.78	7.38%
	河北物流集团金属材料有限公司	11.86	6.85%
	中铜矿业（天津）有限公司	11.76	6.80%
	上海豪佳贸易有限公司	11.48	6.63%

江西省平凡物产贸易有限公司	11.27	6.51%
合计	59.15	34.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13 公司贸易板块前5大客户情况（单位：亿元）

年份	客户名称	销售金额	占贸易板块营业收入比例	主要商品
2021	江铜国际贸易有限公司	22.92	8.82%	铜
	河北物产金属材料有限公司	12.51	7.78%	铜
	河北物流集团金属材料有限公司	10.27	7.10%	铜
	上海冀兴国际贸易有限公司	9.71	6.66%	铜
	江西赣江新区鸿麦贸易有限公司	8.98	6.32%	铜
	合计	64.39	36.69%	-
2020	上海中泰多经国际贸易有限责任公司	28.88	16.62%	铜
	河北物产金属材料有限公司	24.73	14.24%	铜
	江铜国际贸易有限公司	19.11	11.00%	铜
	君聚（上海）供应链管理有限公司	5.88	3.39%	其他
	南昌市鼎淞贸易有限公司	4.72	2.72%	铜
	合计	83.32	47.97%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得的外部支持仍较大

公司是南昌市最大的国有资本运营主体，经营管理南昌市供水、污水处理、燃气、公交等公用事业，2021年继续获得较大的外部支持。

2021年，因子公司洪城环境的“洪城转债”转股及无偿划入绿地悦城周转用房事项增加公司资本公积0.36亿元，同时因原全资子公司中瑀建设发展集团有限公司²少数股东增资被动稀释股权减少合并资本公积等事项减少资本公积0.28亿元，合计净增加0.07亿元。

2021年，公司收到政府补助14.03亿元，是同期利润总额的47.96%，有效提升了公司利润水平。

表14 2021年公司获得的政府补助情况（单位：万元）

项目	金额
递延收益摊销-政府补助	39,644.63
长运集团运营补助	49,474.70
公交集团运营补助	40,766.18
资产管养运营补助	2,248.15

² 曾用名：南昌对外工程有限责任公司。

各项税收奖励、退税返还及个税手续费	4,623.18
稳岗补贴	1,290.05
研发与技术研究补助	674.39
日常经费补助	254.59
其他政府补助	805.88
与企业日常活动无关的政府补助	544.60
合计	140,326.36

资料来源：公司 2021 年审计报告

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，审计报告采用新会计准则编制。2021 年公司合并报表范围变动情况详见表 1。

资产结构与质量

2021年末公司资产规模保持增长，但整体流动性较弱

2021年受公司债务及经营性往来款增加影响，年末总资产较年初增长8.02%，非流动资产仍是资产的主要构成。

2021年末公司货币资金绝大部分为银行存款，受限资金21.48亿元，是同期末货币资金的12.30%，主要为用于担保的存款及各类保证金。受限货币资金中0.40亿元因司法冻结受限，主要系子公司施工合同纠纷导致。

公司其他应收款欠款对象较为分散，2021年末应收前五大单位均为参股的房地产项目公司（其他合作方为融创等），对前述五大项目公司提供的借款合计数为35.63亿元，需关注回收风险。公司存货主要为在建的房地产项目等，2021年末存货大幅增长主要系子公司南昌市政公用房地产集团有限公司实际控制并表房地产开发公司融政（上海）城市建设发展有限公司（以下简称“融政上海”）所致，该公司的房地产项目主要位于苏州市、南京市，包括“南京融创滨江ONE”、“苏州藏璟庭”、“苏州浒墅关”等。

表15 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	192.95	11.48%	174.63	11.03%	211.53	14.43%
其他应收款	112.66	6.71%	110.96	7.01%	131.31	8.96%

存货	257.33	15.32%	196.24	12.40%	119.61	8.16%
流动资产合计	751.27	44.71%	675.56	42.68%	593.34	40.49%
长期应收款	115.18	6.86%	114.59	7.24%	112.99	7.71%
固定资产	126.82	7.55%	127.31	8.04%	117.77	8.04%
在建工程	311.02	18.51%	284.75	17.99%	247.47	16.89%
无形资产	283.16	16.85%	285.65	18.05%	255.37	17.43%
非流动资产合计	928.89	55.29%	907.38	57.32%	872.12	59.51%
资产总计	1,680.16	100.00%	1,582.94	100.00%	1,465.46	100.00%

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

非流动资产方面，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工程款及明股实债，2021年末账面价值同比变化不大。公司的固定资产主要由房屋建筑及构筑物、设备和管网等构成，截至2021年末未办妥产权证书的固定资产0.91亿元，固定资产中因借款抵押而受限的账面价值0.31亿元。

公司在建工程规模主要为政府工程，规模较大且持续增长。公司无形资产主要为南昌市政府注入公司的土地使用权和供水、污水处理等特许权，2021年末公司无形资产继续增长，主要系新增的南昌市应急水源、麦园垃圾处理、渗滤液处理等项目陆续投产而办理相应的特许经营权证所致。公司无形资产中政府曾注入公司的2,000亩土地属于储备土地，合计129.22亿元，截至2021年末公司无形资产中因借款抵押而受限的账面价值0.14亿元。

总体而言，2021年末公司资产继续增加，但多为土地资产、工程项目投入等，整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司业务覆盖水务、建筑、燃气、贸易等，多元化程度较高，政府补助提高了公司盈利水平

公司业务覆盖水务、建筑、燃气、贸易等，多元化程度较高，2021年公司营业收入小幅增长，收现比有所下降。

公司2021年销售毛利率小幅下滑，主要是原因是房地产和建筑工程业务毛利率下降。

2021年，公司计入其他收益的政府补助占利润总额的比重为47.96%，有效提升了公司盈利水平。2021年投资收益占利润总额的比重为20.90%，主要来自交易性金融资产持有期间的投资收益，对公司利润有较大贡献。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年 1-3月	2021年	2020年
收现比	123.11%	82.49%	102.16%
营业收入	90.95	563.07	542.90
营业利润	2.04	29.34	25.47
其他收益	2.57	13.98	13.43

利润总额	2.14	29.88	25.91
销售毛利率	7.35%	10.84%	11.45%

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

资本结构与偿债能力

2021年末公司总债务继续增加，资产负债率高，偿债压力较大

由于债券融资及经营性负债增加较多，2021年以来公司总负债持续增长。公司净资产以股东投入为主，2021年末账面价值增加主要系新发永续债所致。由于2021年发行的永续债计入所有者权益，导致2021年末产权比率略微下降，整体而言，公司所有者权益对负债的保障程度很低。

图7 公司资本结构

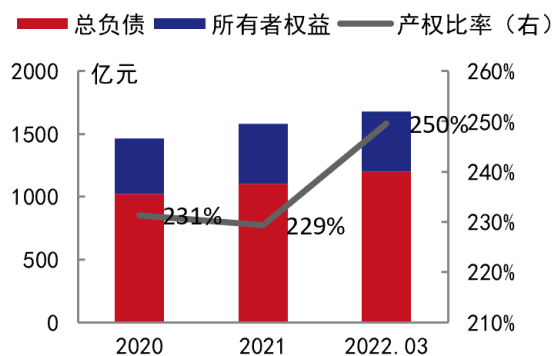
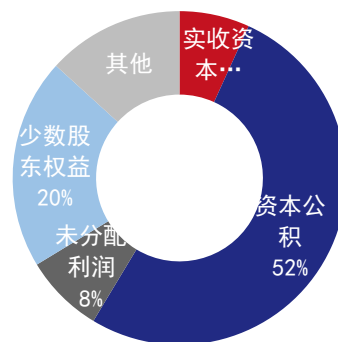


图8 2022年3月末公司所有者权益构成



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

资料来源：公司未经审计的 2022 年一季度，中证鹏元整理

公司短期借款主要由信用借款和保证借款构成，2021年末余额小幅下降，具体构成上，短期借款中的信用借款余额大幅增加，保证借款余额大幅减少。

应付账款主要系应付的大宗贸易往来款及工程款项，随着业务规模扩大，2021年应付账款余额上升。

预收款项主要系预收工程款、房地产板块的购房款等，2021年调整至合同负债核算。

其他应付款主要为应付往来款、工程、设备款项等，2021年末大幅增长主要系合并范围新增子公司融政上海所致。

2021年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款30.67亿元及一年内到期的应付债券10.23亿元。其他流动负债系短期应付债券和待转销项税额，2021年末公司其他流动负债中短期应付债券25.29亿元，2021年末大幅增长主要系短融发行较多所致。

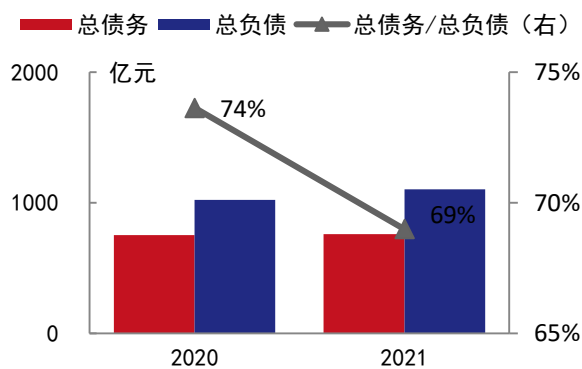
非流动负债方面，公司长期借款占总负债比例较高，规模有所波动。应付债券系公司发行的债券、中票等，由于2021年发行债券规模较大，年末应付债券账面价值大幅增加。2021年末公司长期应付款主要为42.61亿元明股实债。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

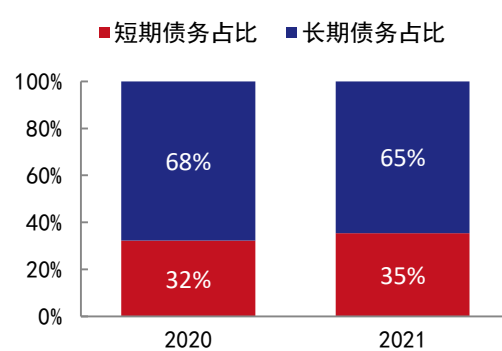
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	202.15	16.85%	165.18	14.98%	169.85	16.60%
应付账款	112.70	9.40%	110.16	9.99%	92.20	9.01%
预收款项	0.93	0.08%	1.36	0.12%	63.37	6.19%
其他应付款	185.00	15.42%	166.94	15.14%	134.67	13.16%
一年内到期的非流动负债	41.06	3.42%	41.23	3.74%	49.05	4.79%
其他流动负债	20.86	1.74%	32.32	2.93%	7.28	0.71%
流动负债合计	740.11	61.70%	653.24	59.26%	575.51	56.25%
长期借款	242.57	20.22%	237.38	21.53%	259.93	25.40%
应付债券	157.03	13.09%	151.62	13.75%	106.38	10.40%
长期应付款（合计）	46.14	3.85%	47.38	4.30%	68.62	6.71%
非流动负债合计	459.34	38.30%	449.12	40.74%	447.65	43.75%
负债合计	1,199.45	100.00%	1,102.36	100.00%	1,023.17	100.00%

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

由于经营性负债的大幅增长，公司总债务占总负债的比例有所下降。截至2021年末，公司总债务增加至760.53亿元，偿债压力加大，短期债务占比35%，考虑到同期末货币资金余额174.63亿元，叠加经营活动现金流入，公司短期偿债压力可控。

图9 公司债务占负债比重


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

图10 公司长短期债务结构


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

2021年末公司资产负债率较为稳定，但杠杆水平高。受2021年投资活动现金大幅净流出，年末货币资金明显减少，导致现金短期债务比有所下降。2021年EBITDA继续增加，息税折旧摊销前收益对利息支出的保障程度小幅提升。

表18 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	71.39%	69.64%	69.82%
现金短期债务比	--	0.73	0.88
EBITDA 利息保障倍数	--	1.70	1.67

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

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 5 月 24 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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2021 年末，公司对外担保金额合计 16.00 亿元，占同期末扣除永续债后的净资产比重为 3.80%，公司担保对象均为国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表19 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
南昌综保置业有限公司	60,000.00	2019.06-2034.06
南昌市国金工业投资有限公司	100,000.00	2020.03-2026.03
合计	160,000.00	2018.10-2021.12

资料来源：公司提供

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。公司是南昌市最大的自来水供应企业和江西省最大的污水处理企业，也是南昌市唯一的公交运营主体和最大的天然气经营主体；同时还涉及城市基础设施建设、房地产开发、贸易等业务，覆盖范围广。近年公司总债务规模较大且持续增长，资产负债率高。但公司主营业务区域专营性强，业务可持续性较好，回款情况及经营现金流表现较好，2021 年继续获得较大规模的政府补贴。总体来看，公司抗风险能力很强。

九、结论

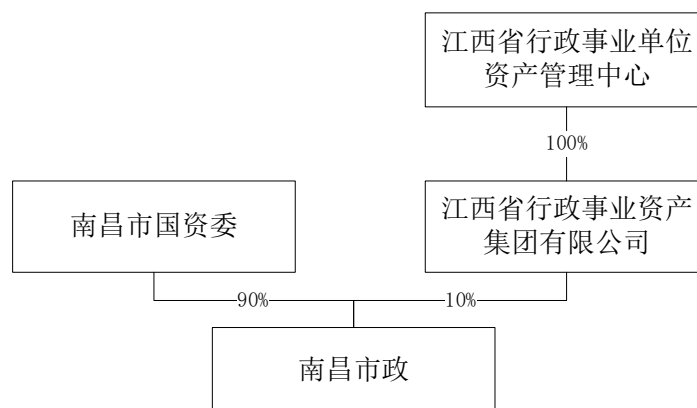
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AAA，维持评级展望为稳定，维持“19 洪政 G3”的信用等级为 AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	192.95	174.63	211.53	162.27
存货	257.33	196.24	119.61	126.46
流动资产合计	751.27	675.56	593.34	513.32
在建工程	311.02	284.75	247.47	216.03
无形资产	283.16	285.65	255.37	233.38
非流动资产合计	928.89	907.38	872.12	823.57
资产总计	1,680.16	1,582.94	1,465.46	1,336.89
短期借款	202.15	165.18	169.85	167.31
其他应付款	185.00	166.94	134.67	122.68
一年内到期的非流动负债	41.06	41.23	49.05	32.97
流动负债合计	740.11	653.24	575.51	500.82
长期借款	242.57	237.38	259.93	240.74
应付债券	157.03	151.62	106.38	108.64
长期应付款（合计）	46.14	47.38	68.62	73.17
非流动负债合计	459.34	449.12	447.65	429.67
负债合计	1,199.45	1,102.36	1,023.17	930.50
总债务	--	760.53	753.33	702.63
营业收入	90.95	563.07	542.90	426.78
所有者权益	480.70	480.58	442.29	406.39
营业利润	2.04	29.34	25.47	21.30
其他收益	2.57	13.98	13.43	13.33
利润总额	2.14	29.88	25.91	21.54
经营活动产生的现金流量净额	13.85	2.72	156.93	15.07
投资活动产生的现金流量净额	-18.59	-66.60	-85.69	-81.42
筹资活动产生的现金流量净额	20.69	14.92	-15.19	121.84
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	7.35%	10.84%	11.45%	11.19%
收现比	123.11%	82.49%	102.16%	101.52%
资产负债率	71.39%	69.64%	69.82%	69.60%
现金短期债务比	--	0.73	0.88	0.66
EBITDA（亿元）	--	68.66	61.75	51.76
EBITDA 利息保障倍数	--	1.70	1.67	1.70

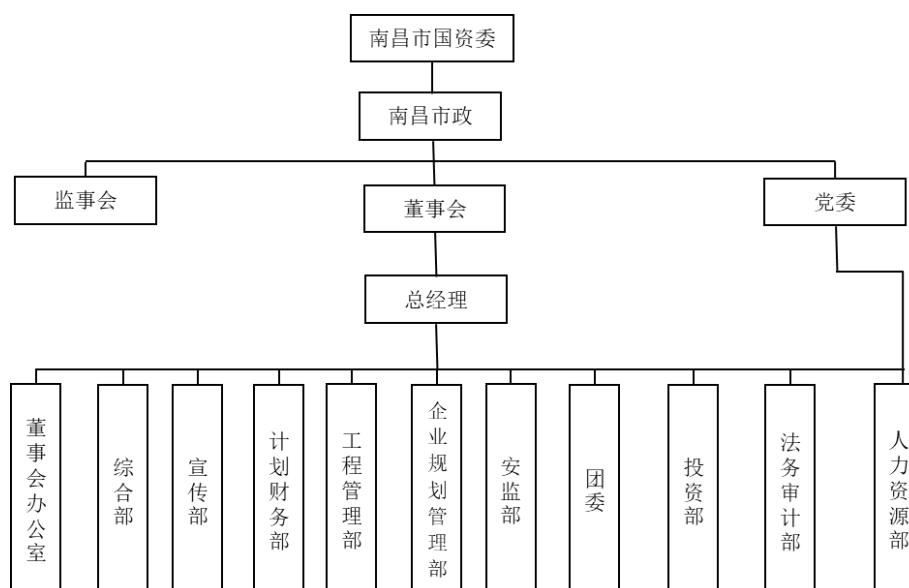
资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月 24 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月 24 日）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元、%）

企业名称	业务性质	实收资本	持股比例
南昌水业集团有限责任公司	集中供水、污水运营	21,772.27	100
南昌市公共交通总公司	公共交通运输	18,960.00	100
南昌市政公用房地产集团有限公司	房地产开发	50,000.00	100
南昌蓝海商业经营管理有限公司	自有房租赁、物业管理	2,000.00	100
南昌市煤气公司	煤气经销	4,218.00	100
南昌市政工程开发集团有限公司	市政工程开发	30,000.00	100
南昌市政公用建设有限公司	城市基础设施项目建设和经营	20,000.00	100
南昌市怡景旅游投资有限公司	旅游开发、投资及管理	500	100
南昌市政公用旅游投资有限公司	旅游开发、投资及管理	20,000.00	100
安义县市政公用小额贷款有限公司	办理各项小额贷款	10,000.00	80
南昌市幸福渠水域治理有限公司	水污染治理、市政工程	2,200.00	90.91
南昌市金振国有资产运营有限责任公司	资产管理、房屋租赁、实业投资、房地产开发	500	100
南昌市政投资集团有限公司	投资与资产管理	100,000.00	100
江西华赣文化旅游传媒集团有限公司	设计、制作、发布、代理国内各类广告	15,000.00	84.33
南昌市政公用资产管理有限公司	实业投资及相关投资和资产管理	50,000.00	100
江西南昌公共交通运输集团有限责任公司	公共交通运输	157,070.00	100
江西省洪城一卡通投资有限公司	IC 卡制作以及相关服务	10,000.00	50.5
南昌市红谷隧道有限公司	隧道工程设计、施工及维护	20,000.00	75
南昌市政鼎创资本管理有限公司	实业投资、投资管理、投资咨询	50,000.00	100
南昌市市政建设集团有限公司	实业投资、国内贸易、市政工程	13,000.00	50.77
南昌万寿宫文化街区运营管理有限公司	旅游项目开发	30,000.00	100
南昌市政公用工程项目管理有限公司	工程管理服务	100,000.00	100
南昌市政公用海外投资管理有限公司	投资	20,000.00	100
南昌市政公用主题公园管理有限公司	主题公园管理服务	1,000.00	100
江西长运集团有限责任公司	交通运输	12,845.20	100
南昌对外工程有限责任公司②	承包国内、外工程	15,685.41	50.95
北京昌政大道实业有限公司	企业管理、房地产开发	50,000.00	100
南昌云鼎市政大数据建设应用有限公司	建筑智能化系统设计、施工，互联网信息服务	5,000.00	100
南昌鼎投建筑工程有限公司	各类工程建设活动	2,010.00	100
南昌东站开发建设有限公司	各类工程建设活动	51,000.00	100

资料来源：公司 2021 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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。