



2022年南昌水利投资发展有限公司公司债券 2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年南昌水利投资发展有限公司¹公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
22南水债	AAA	AAA

评级日期

2023年06月28日

联系方式

项目负责人：游云星
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

本次评级结果是考虑到南昌市近年经济保持较快发展，发展动能较好，而南昌市交通投资集团有限公司（以下简称“南昌交投”或“公司”）作为南昌市市属国企四大集团之一，是南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，平台地位非常突出，且公司业务多元化程度较高，公益性业务持续性较好，同时南昌市人民政府在资金注入以及财政补贴等方面为公司业务发展持续提供较大力度的支持。但中证鹏元也关注到公司汽车及房地产业务易受宏观经济波动和行业竞争变化影响，存在一定业绩下滑及项目去化压力，同时公司轨道交通建设项目投入资金沉淀较重，变现周期较长，整体资产流动性较弱；此外，公司债务规模继续攀升，偿债压力有所增加且仍面临较大资本支出压力和委托贷款回收风险。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司仍是南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	2,679.56	2,682.55	2,638.47	617.45
所有者权益	1,002.82	1,009.38	997.23	287.12
总债务	--	1,014.20	925.17	231.24
资产负债率	62.58%	62.37%	62.20%	53.50%
现金短期债务比	1.06	0.94	0.99	0.80
营业收入	157.31	825.48	930.94	47.79
其他收益	9.28	37.89	38.57	1.28
利润总额	1.43	12.95	33.15	3.10
销售毛利率	10.82%	9.40%	11.56%	9.78%
EBITDA	--	54.39	79.31	7.63
EBITDA 利息保障倍数	--	4.07	5.27	1.72
经营活动现金流净额	-2.73	-8.88	88.40	-7.57

资料来源：公司2020、2022年审计报告及2023年1-3月财务报表，2021年数据采用2022年期初数，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

- **南昌市近年经济保持较快发展，发展动能较好。**南昌市为江西省省会，经济总量为省内排头兵，区域经济保持较快增长，已构建“4+4+X”新型工业产业体系，其中电子信息、汽车和新能源汽车、航空装备、生物医药四大新兴支柱产业营业收入占全市比重已超 40%，占八大主导产业比重已超 50%，依托良好的区位优势以及在长江中游城市群及大南昌都市圈战略部署下，发展潜力较大。2022 年实现 GDP 7,203.50 亿元，同比增长 4.1%。
- **公司平台地位非常突出，业务多元化程度较高，公益性业务持续性较好，整车业务市场竞争力较强。**随着南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨交”）、江西国控汽车投资有限公司（以下简称“国控汽车”）等公司的并入，公司最新定位为南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，平台重要性进一步提升，子公司南昌轨交为南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体，国控汽车子公司江铃汽车集团有限公司（以下简称“江铃集团”）2022 年中国 500 强企业名单中排名第 239 位，位列江西省第三，南昌市第一，是江西省及南昌市重要国有企业；同时公司业务涉及基础设施建设、轨道交通运营及建设、整车及零部件销售、房地产开发、贸易等业务，业务多元化程度较高，同时公司在建基础设施建设及轨道交通建设项目较多，业务持续性较好，且整车销售业务市场竞争力仍较强。
- **公司持续获得的外部较大力度支持。**随着本次重大资产重组的完成，公司净资产大幅提升至 1,009.38 亿元，净资产规模排名南昌市属平台第一，同时，相较于追溯调整的 2022 年期初数，2022 年末公司因南昌市国资委等注入资金等净增加资本公积 21.27 亿元，同期收到政府补助 38.67 亿元，是同期利润总额的 2.99 倍，显著改善了公司利润水平。

关注

- **公司汽车及房地产业务面临一定行业波动风险。**公司整车及零部件销售业务收入占比较高，但汽车行业易受宏观经济波动及行业竞争变化影响，若宏观经济复苏不及预期以及汽车行业竞争加剧，公司整车及零部件业务面临一定业绩下滑压力；此外，公司自行开发及与民营房企合作开发的房地产项目剩余货值规模均较大，项目去化能力易受当地房地产市场行情影响，且部分合作民营房企已被列入被执行人，预计 2023 年公司房地产项目去化情况仍承压。
- **公司项目投入资金沉淀较重，资产流动性较弱。**公司资产以水利基础设施建设项目及轨道交通建设项目投入成本、未缴纳土地出让金的政府划拨用地、汽车生产线设备及厂房及为主，其中水利基础设施建设项目自 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，轨道交通项目投入成本及未缴纳土地出让金的政府划拨用地变现难度较大且周期较长，且部分优质厂房已用于抵押。
- **公司偿债压力加大且资本支出压力较大。**随着公司轨道交通项目和基础设施建设工程的推进，2022 年公司经营活动现金流由正转负，使得公司投资活动现金流缺口加大，公司加大了对外融资力度，2022 年公司总债务规模同比增长 9.62%，达 1,014.20 亿元，且现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数均有所下降，偿债压力有所增加。此外，公司主要在建项目的资本开支需求仍较大，未来仍需通过再融资平衡。
- **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。受房地产景气度下行影响，房地产企业项目去化及资金周转压力较大。截至 2023 年 3 月末，公司已逾期及沟通展期的委托贷款金额合计 23.25 亿元，占委托贷款余额的比例较高。

同业比较（单位：亿元）

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

南昌产投	南昌市人民政府	394.51	51.74%	81.02	南昌市重要的产业投资和国有资产运营主体
------	---------	--------	--------	-------	---------------------

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

资料来源：iFind 数据库，公司提供；中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

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

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aaa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

外部特殊支持

- 公司为南昌市市属国企四大集团之一，主要从事水利基础设施建设、轨道交通建设、整车及汽车零部件销售、房地产开发、贸易等业务。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南昌市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与南昌市人民政府的联系非常紧密以及对南昌市人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为南昌市人民政府提供支持的能力极强，主要体现为极强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	AAA/22 南水债	2022-10-24	袁媛、王皓立	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读原文

AA+/稳定	AA+/22 南水债	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	2022-10-24	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2023年3月31日，“22南水债”募集资金专项账户余额为4.00亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2023年5月末，公司注册资本及实收资本仍为15.44亿元，控股股东及实际控制人仍为南昌市国资委，股权结构图见附录二。

跟踪期内公司发生重大资产重组，具体情况如下：

2022年6月，根据《南昌市人民政府办公室关于浙江富春江环保热电股份有限公司（以下简称“富春环保”）股权无偿划转的复函》（洪府办字〔2022〕367号），批复同意将公司下属全资子公司南昌水天投资集团有限公司（以下简称“水天投资”）持有的富春环保20.49%股权（持股数量为177,242,920股）无偿划转至南昌市政公用集团有限公司（以下简称“南昌市政公用”）。

2022年6月15日，根据《南昌市人民政府办公室关于江西长运集团有限公司和江西长运股份有限公司股权无偿划转的复函》（洪府办字〔2022〕368号），批复同意将南昌市政公用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%股权无偿划转至公司，划转完成后，公司直接持有长运股份16.67%股份，通过长运集团控制长运股份23.09%股份，合计控制长运股份39.75%的股份，为长运股份间接控股股东；

2022年6月21日，根据《南昌市人民政府办公室关于南昌轨道交通集团有限公司整体划归南昌市交通投资集团有限公司的复函》（洪府办字〔2022〕382号），批复同意将市国资委持有的南昌轨交100%股权整体划归公司并管理。

2022年6月21日，根据《南昌市人民政府办公室关于江西国控汽车投资有限公司股权划归南昌市交通投资集团有限公司的复函》（洪府办字〔2022〕383号），同意将市国资委持有的国控汽车90.65%股权划归公司并管理。

2022年8月1日，根据《南昌市人民政府办公室关于市属企业重组所涉及企业股权无偿划转的复函》（洪府办字〔2022〕497号），同意将江西南昌旅游集团有限公司以下简称（“南昌旅游集团”）等11

家公司全部或部分股权无偿划转至公司。

截至2022年末，以上股权划转均已完成工商变更，划转基准日均为2021年12月31日。本次重大资产重组完成后，公司最新定位为南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，平台重要性进一步提升，业务方面，在原有水利基础设施建设业务的基础上，增加了轨道交通建设及运营、整车及零部件销售、交通运输等业务板块，目前主要从事南昌市的水利基础设施建设投资、轨道建设和运营、汽车研发制造及销售、交通运输、旅游、房地产开发、贸易等相关业务。

表1 本次主要并入子公司 2021 年财务情况（亿元）

名称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
南昌轨交	1,060.69	520.94	50.89%	35.10	16.69
国控汽车	755.33	225.57	70.14%	675.59	7.50
长运集团	58.23	-	86.26%	18.20	-2.59

资料来源：南昌轨交、国控汽车 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2022年度重大资产重组中股权划转基准日均为2021年12月31日，公司对同一控制下的重大资产重组进行了追溯调整。2022年合并报表范围变化情况见表2，截至2023年3月末，公司纳入合并范围一级子公司合计19家，包括11家全资子公司，8家控股子公司，详见附录四。

表2 2022 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022 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
南昌市交投建材有限公司	65%	10,000	工程建设、装修	投资设立
江西旅投酒店有限公司	100%	1,000	住宿和餐饮业	投资设立

2、2022 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
莲花县昌莲建设开发有限公司	35.00%	10000.00	水源及供水设施工程建筑	转让部分股权
南昌市水投房地产开发有限公司	100.00%	13000.00	房地产开发	注销
荣勋建材科技有限公司	40.00%	100.00	建材生产销售	一致行动人协议到期

资料来源：公司 2022 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

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

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指

标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

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

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

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

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

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发

[2022]20号), 要求加强地方政府债务管理, 明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级, 降低市县偿债负担, 有利于降低区域整体信用风险。

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

区域经济环境

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

区位特征: 江西省会, 全省政治、经济、文化、科技和交通中心。南昌位于江西省中部偏北, 是江西省的省会城市, 长江中游城市群中心城市之一, 鄱阳湖生态经济区核心城市, 国家历史文化名城。南昌现辖三县六区、三个国家级开发区(南昌国家经济技术开发区、南昌国家高新技术产业开发区、南昌小蓝经济技术开发区)以及临空经济区(赣江新区临空组团)、湾里管理局(2020年撤区并入新建区), 区域面积7,402平方公里, 是全省的政治、经济、文化、科技和交通中心。南昌市2022年末常住人口653.81万人, 比2021年末增加10.06万人, 增长1.56%, 对省内人口持续产生虹吸效应。

图1 南昌市“十四五”空间布局示意图



资料来源：南昌市政府官方网站，中证鹏元整理

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

表3 2022 年中部省会城市经济财政指标情况（单位：亿元）

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

注：人均GDP=GDP/常住人口。

资料来源：各省会城市财政数据、公开数据，中证鹏元整理

表4 南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

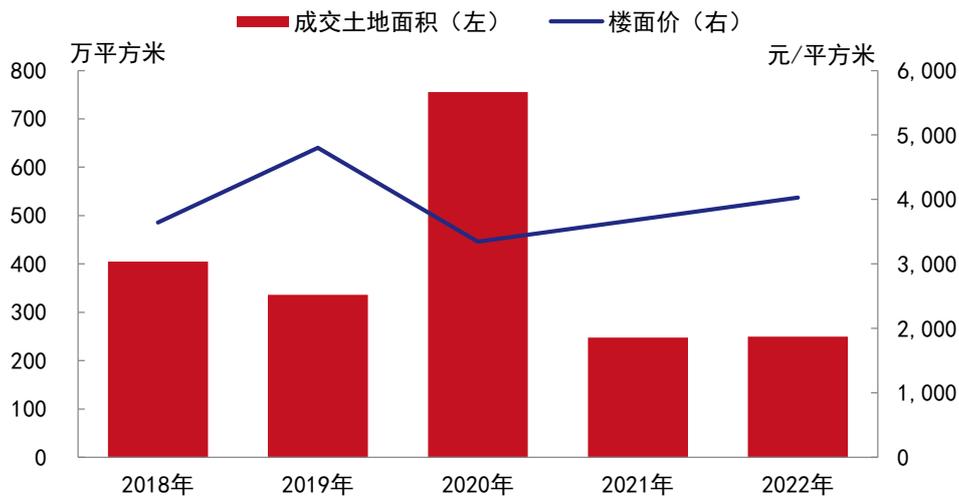
项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	7,203.50	4.1%	6,650.53	8.7%	5,745.51	3.6%
规模以上固定资产投资	-	7.6%	-	11.1%	-	8.8%
社会消费品零售总额	3,012.00	4.6%	2,878.74	17.4%	2,452.74	3.0%
进出口总额	1,345.56	4.3%	1,293.56	12.3%	1,151.46	8.4%
人均 GDP（元）		111,031		104,788		103,308
人均 GDP/全国人均 GDP		129.56%	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

注：2020人均GDP根据第七次人口普查数据计算。

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

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

图 2 南昌市近年来住宅类用地成交情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

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

财政及债务：南昌市财政自给能力偏低，受留抵退税影响，财政收入有所下降，且政府性基金收入连续两年下滑，地方政府债务压力随之上升。2022年南昌市财政收入有所下降，主要系增值税受留抵退税同比下降48.9%影响；财政自给率相比其他中部省份城市偏低，2022年因城乡社区支出大幅增长50.7%，财政自给率进一步下滑。受房地产市场下行影响，2022年1-11月南昌市实现政府性基金收入254.5亿元，同比下降28.4%。区域债务方面，2022年南昌市地方政府债务余额同比增长7.72%，剩余

126.18 亿元额度未使用，因地方政府可支配财力下降，政府债务压力有所提升。

表5 南昌市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

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

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

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

表6 南昌市主要投融资主体情况（单位：亿元）

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

注：财务数据均为 2022 年。

资料来源：各公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

随着南昌轨交和国控汽车等公司的并入，公司定位为南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，平台重要性进一步提升，为南昌市市属四大平台之一。公司本部仍是南昌市重要的水利基础设施建设投资主体，子公司南昌轨交为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，江铃集团是江西省及南昌市重要国有企业，整体来看，公司净资产及营业收入等指标位列南昌市四大市属平台首位，业务竞争力较强，平台地位非常突出

重组前公司主要从事南昌市的水利基础设施建设投资，同时经营商品销售、房地产开发等业务，其中商品销售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，2022 年重大资产重组后，公司在原有水利基础设施建设业务的基础上，增加了轨道交通建设及运营、整车及零部件销售、交通运输及旅游等业务板块，同时房地产开发及商品销售业务中的贸易业务规模大幅增加，但随

着2022年11月富春环保股权的划出，不再包含蒸汽和电力销售业务。

本次重大资产重组的划转基准日为2021年12月31日，2021年财务数据采用2022年期初数，2021年收入已包含本次重组划入子公司。2022年公司营业收入有所下滑，主要系业务方向调整及房地产市场景气度下滑导致的贸易及房地产收入减少。受商用车下游需求不佳影响，公司商品销售中的整车销售收入亦有所下降。

2022年公司销售毛利率有所下滑，其中整车及零部件、房地产毛利率下滑主要受行业景气度下行影响，而交通运输公益性业务受外部环境影响较大，毛利率下降程度较大。此外，其他业务收入毛利率明显下降。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
商品销售	702.91	85.15	10.64	777.22	83.49	11.11
工程施工	38.78	4.70	4.31	30.43	3.27	2.71
房地产	13.76	1.67	31.11	21.01	2.26	39.72
交通运输	12.02	1.46	-107.00	14.59	1.57	-79.16
票务业务	5.39	0.65	-77.48	3.92	0.42	-98.19
资源类业务	5.18	0.63	72.62	8.79	0.94	80.12
其他业务	47.44	5.75	21.36	74.98	8.05	31.50
合计	825.48	100.00	9.40	930.94	100.00	11.56

资料来源：公司2022年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）工程施工业务

公司仍是南昌市重要的水利及轨道交通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

1. 基础设施建设业务

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。基础设施建设业务由公司本部和南昌轨交经营，公司本部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8所示。

南昌轨交方面，其负责的艾溪湖隧道工程项目已于2023年1月完工并移交，截至2023年3月末，该项目实际完成投资18.13亿元，其中南昌市财政局已拨付资本金4亿元，已确认收入14.58亿元，仍有近10.58亿元款项待回收，目前南昌轨交无重大在建及拟建代建项目，项目储备量较低。

表8 截至2023年3月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
玉带河水系截污提升工程	11.08	7.35	4.72
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	77.74	44.39	31.00

注：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。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，社会资本方在项目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2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2022年末已回款1.89亿元。

表9 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项目	社会资本方	5.00	5.00	1.08	89.00%	可行性缺口补助
合计		17.90	18.19	1.89	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 截至2023年3月末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	收益方式	公司角色
赣抚尾间水系整治计划	170.64	13.59	-	建设方

资料来源：公司提供、公开查询，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建基础设施项目总投资规模达170.64亿元，已投资13.59亿元，项目资金缺口较大，公司面临较大资本支出压力。

公司2022年代建收入全部来自于南昌轨交，公司本部自2019年以来未确认基础设施建设收入，但公司本部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2019年后公司均未有水利基建项目确认收入。

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。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。

2022年，受宏观经济及外部因素影响，新签合同量小幅下滑，随着项目进度有序推进，业务收入稳步实现，但同比小幅下滑。

表11 公司工程施工新签合同情况（单位：份、亿元）

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
新签合同	6	24	26
新签合同金额	4.77	17.94	22.11
实现收入	3.48	13.02	14.65

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）轨道建设及运营业务

子公司南昌轨交是南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体，在建轨道线路投资规模较大，每年均有一定规模的项目投资支出，业务可持续性很强，但后续仍需关注项目资本金到位情况以及公司的资本支出压力；此外，目前南昌市轨道交通运营线路较少，尚未形成路网效应，未来仍需关注运营效益情况，同时轨道交通具有较强的公益性，目前仍主要靠政府拨付的运营补贴弥补运营亏损

南昌轨交为南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体。业务模式上，根据南昌轨交与南昌市

人民政府就单个项目签订的建设运营协议，南昌轨交负责轨道交通项目投融资、建设及运营，并通过公开招投标方式确定施工方。项目资本金由南昌市政府统筹安排资金解决，通常是按照项目建设进度及银行贷款要求匹配的资本金分期到位，其余部分由南昌轨交通过银团贷款等融资渠道解决，未来依靠票务收入、沿线上盖物业及物业用地的出租、出让收益及轨道交通专项资金等实现资金平衡。

截至2023年3月末，南昌轨交已开通试运营的轨道线路有1号线一期、2号线一期、2号线南延线、3号线以及4号线一期，其中3号线由社会资本方负责运营，相关线路运营收入不计入公司核算。

表12 截至2023年3月末南昌轨交已通车试运营轨道线路情况（公里、亿元）

线路名称	总投资	里程	建设期间	资本金比例	计划资本金	已到位资本金	已完成投资
1号线一期	200.32	28.80	2011.05~2015.12	40%	80.13	80.13	211.06
2号线一期	159.74	23.78	2013.11~2019.06	41%	65.49	65.49	157.81
2号线南延线	42.64	8.50	2014.08~2017.08	41%	17.48	17.48	28.84
3号线	215.85	28.50	2015.12~2020.12	20%	31.41	31.41	91.56
4号线一期	308.30	40.02	2017.12~2021.12	25%	77.08	69.88	173.51
合计	926.85	129.60	-	-	271.59	264.39	662.78

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

因1号线一期、2号线一期、2号线南延线及4号线一期2020年之前因线路均未进行竣工结算，在账务处理上，轨道交通票务收入冲减“在建工程”项目，轨道运营成本计入“在建工程”科目，即轨道运营收支差计入“在建工程”。待上述轨道线路正式运营后，根据“洪府厅抄字[2019]441号”，南昌市人民政府原则同意在公司地铁运营盈亏平衡之前，对已运营线路固定资产和土地暂不计提折旧和摊销；同时同意对公司已运营线路的融资利息计入其他应收款（应收轨道交通发展专项资金），待轨道融资用地收益实现后再予冲销。

票价方面，南昌轨道交通1号线的票价方案通过了南昌市物价局2015年11月召开的票价听证会，并报请南昌市人民政府批准，于2015年12月予以批复。公司地铁票价采用里程计价制，起步价2元（6公里），超过6公里时采用“递远递减”的计价原则，6~12公里范围内单乘票价为3元，12~28公里每增1元可乘里程为8公里，28公里以上每增1元可乘里程为10公里，公司2号线和4号线的票价方案与1号线保持一致。

受外部因素影响，2022年客运总量及日均客运量均同比减少，同时随着4号线于2022年正式通车，运营成本大幅。由于轨道交通具有较强的公益性，南昌轨交运营收入难以覆盖其运营成本，南昌市政府每年给予公司一定的运营补贴以保障其基本运营，其中2022年南昌轨交收到南昌市政府地铁运营补贴2.48亿元，2023年1-3月尚未收到地铁运营补贴。

表13 近年来南昌轨交全年运营情况

年份	客运总量（亿人次）	日均客运量（万人次）	票务收入（亿元）
----	-----------	------------	----------

2021	2.10	74.43	3.62
2022	1.91	52.42	3.06
2023.1-3	0.63	69.88	1.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年3月末，除3号线B部分采用PPP模式运营外，南昌轨交在建的轨道线路共3条，总投资241.01亿元，资本金比例均为40%，未来南昌轨交尚需投入自有资金113.68亿元，仍面临较大的资本支出压力。

表14 截至 2023 年 3 月末南昌轨交在建轨道线路项目情况（单位：公里、亿元）

线路名称	起止位置	里程	建设期间	总投资	资本金比例	已到位资本金	已完成投资	尚需投资
1 号线北延	起自昌北机场站，终止于1号线一期起始站双港站（不含该站）	16.97	2021.9.24~2025.6.30	109.60	40%	0.00	13.17	96.43
1 号线东延	起自1号线一期终点站瑶湖西站（不含该站），终止于麻丘站	4.36	2021.9.24~2025.6.30	24.65	40%	0.00	3.97	20.68
2 号线东延	起自2号线一期站点辛家庵站（不含该站），终止于南昌东站	10.42	2021.9.24~2025.6.30	106.76	40%	0.00	13.79	92.97
合计	-	31.75	-	241.01	-	0.00	30.93	210.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，轨道交通业务对于地区基础设施建设及经济发展具有重大作用，南昌轨交作为南昌市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，具备非常强的重要性，同时，南昌轨交目前在建轨道线路投资规模较大，业务持续性很强。但轨道交通具备较强的公益性，且目前运营线路较少，尚未形成路网效应，仍需要一定财政补贴以满足日常的基本运营，未来将持续关注南昌轨交的轨道项目运营效益情况。

（三）商品销售业务

公司商品销售业务主要为金属贸易业务、整车及零部件销售业务，大幅提升了公司业务多元化程度，尽管2022年公司整车销量有所下滑，但江铃集团负责的整车及零部件销售业务仍具备较好的市场竞争力且江铃集团对当地经济发展仍具有较高的重要性，但汽车行业易受宏观经济环境及行业竞争情况影响，需持续关注经济复苏对公司整车及零部件销售板块经营业绩的影响

公司商品销售业务主要包含铜、镍等金属贸易业务、整车及零部件销售业务，其中金属贸易业务主要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”）、国控汽车子公司南昌市鼎淞贸易有限公司（以下简称“鼎淞贸易”）运营，其中鼎淞贸易占比较高。业务模式上，公司根据下游订单情况联系上游采购，采用以销定购的贸易模式来赚取购销差价，整体风险较为可控，但该业务收入易受大宗商品价格周期性波动影响；公司金属贸易业务前五大供应商及客户均来源于鼎淞贸易，且供应商和销售客户集中度较高，后续需关注该业务的波动性及盈利能力。

表15 2022年公司贸易业务主要供应商及客户情况（单位：亿元）

供应商名称	采购商品	采购金额	占采购总额比例
供应商一	电解铜	36.60	41.34%
供应商二	电解铜	22.29	25.17%
供应商三	螺纹钢	8.83	9.97%
供应商四	电解铜	5.70	6.44%
供应商五	电解铜	2.98	3.37%
合计	-	76.40	86.29%
客户名称	销售商品	销售金额	占销售总额比例
客户一	电解铜	24.76	28.09%
客户二	电解铜	19.87	22.55%
客户三	电解铜	8.31	9.43%
客户四	螺纹钢	7.20	8.17%
客户五	电解铜	4.28	4.86%
合计	-	64.42	73.09%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整车及零部件销售业务主要来自国控汽车子公司江铃集团，江铃集团主要业务包括乘用车、商用车和汽车零部件的研发、制造和销售，以及整车进出口等业务，其中，整车和汽车零部件生产及销售是江铃集团收入的主要来源。江铃集团整车生产及销售涵盖SUV、MPV、新能源纯电动车、客车、轻卡、以及皮卡等商、乘用车型，其中，商用车产品谱系较为丰富，2022年，江铃汽车实现商用车销量20.4万辆，位居全国商用车生产企业第6位，较2021年提升1位，轻卡（含皮卡）和轻客销量分别位居各细分市场第6位和第1位，在轻型商用车市场保持了较好的市场竞争力。

2022年，公司汽车销量同比下滑16.77%，具体来看，商用车中各细分品种受市场需求等因素影响，整体销量均有所下滑。乘用车在稳增长、促消费等政策拉动下市场需求有所提升，同时海外出口乘用车数量增加亦较多，综合影响下，公司乘用车销量及收入全年实现大幅增长。

出口方面，受益于公司与福特战略合作的良好发展并充分利用其海外销售渠道，加之对海外市场的持续拓展和海外产品线的不断丰富，2022年公司整车实现海外销售6.5万辆，销量同比大幅提升92.18%，涵盖公司所有主要车型。

表16 近年来江铃集团主要产品销量及收入（万辆、亿元）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
乘用车	2.64	24.16	8.79	93.36	6.11	69.82
其中：新能源纯电动车	0.10	0.72	0.95	8.55	0.43	2.82
其他	2.54	23.44	7.84	84.81	5.51	67.00
商用车	5.67	51.50	24.56	231.63	33.96	312.51

其中：客车	1.81	19.85	7.92	90.78	10.36	118.08
轻卡	1.86	14.12	7.05	53.36	12.69	94.59
皮卡	2.00	17.53	9.59	87.49	11.08	99.84
合计	8.31	75.66	33.35	324.99	40.07	382.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司整车生产采用以销定产模式，整车销售方面，国内销售以经销方式为主，海外销售方面，公司与海外经销商及代理公司建立合作关系，采取属地KD制造以及整车出口相结合的模式进行销售。

截至2022年末，公司拥有4大整车制造基地，整车制造总年产能为48.66万辆，总产能较上年变化不大，由于部分工程搬迁，公司对应调整产能布局，造成部分车型产能有所变动，其中皮卡产能下降明显，非新能源乘用车产能明显提升。产能利用率方面，受外部环境及下游需求不足影响，2022年公司整体产能利用率有所下降，若剔除产能调整影响，乘用车实际产能利用情况有所提升，商用车实际产能利用情况下滑较多。

表17 近年来江铃集团主要产品产能情况（万辆）

项目	2022年			2021年		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
乘用车	20.70	8.67	41.90%	11.20	5.84	52.14%
其中：新能源纯电动车	5.00	1.01	20.13%	5.00	0.41	8.20%
其他	15.70	7.67	48.83%	6.20	5.43	87.58%
商用车	27.96	24.66	88.21%	36.38	33.87	93.10%
其中：客车	7.46	8.17	109.62%	7.38	10.23	138.62%
轻卡	10.09	6.84	67.83%	11.50	12.66	110.09%
皮卡	10.41	9.64	92.63%	17.50	10.98	62.74%
合计	48.66	33.33	68.50%	47.58	39.71	83.46%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除整车外，江铃集团具有较完整的生产、供应产业链条，冲压件、底盘和发动机等主要零部件可实现自主生产。除自用外，江铃集团也对外销售部分零部件产品，2022年受益于公司零部件业务市场拓展情况较好，除底盘外的所有零部件收入均有所提升，带动汽车零部件收入同比增长11.37%。

表18 近年来江铃集团零部件业务收入构成情况（亿元）

年份	2022年	2021年
冲压件	31.50	28.95
底盘	24.69	26.52
发动机	18.96	15.73
其他零部件	82.01	69.92
合计	157.16	141.12

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，江铃集团在商用车领域具备一定市场竞争力，部分细分市场份较为稳固，同时海外整车出口增速较快，在2022年中国500强企业名单中排名第239位，位列江西省第三，南昌市第一，对当地经济发展具有较强的重要性。但汽车行业易受宏观经济环境及行业竞争影响，需持续关注宏观经济复苏对公司整车及零部件销售板块经营业绩的影响。

（四）房地产业务

受市场行情及项目销售节奏影响，2022年公司房地产销售收入有所下滑，目前公司在建房地产项目体量较大，存在一定投资压力，且部分参股地产项目合作方被列入失信被执行人名单，后续需持续关注合作方经营情况和房地产市场行情对公司房地产项目去化能力的影响

公司房地产开发及销售业务主要由南水投资及并入的国控汽车下属子公司江铃集团负责经营，项目类型包括经济适用房及商品房，其中经济适用房项目公司通过政府划拨获取土地进行开发，项目除通过经济适用房销售实现项目收益以外，还可通过出租周边配套公建实现收入；商品房方面，公司按市场化模式运作，除采用自主开发模式外，公司还与其他房地产公司合资成立项目投资平台以参股的形式进行房地产项目的投资开发，其中南水投资以该模式开发的房地产项目规模较大，合作对象主要是项目所在区域的民营房地产公司，主要涉及江西省省内及周边城市，以及浙江、广东和福建等省外城市，项目实现销售收入后公司按持股比例确认投资收益。

从业务开展情况来看，2022年公司房地产销售业务收入有所下滑，主要受市场行情及项目销售节奏影响。截至2023年3月末，公司在建房地产项目规模较大，该业务收入未来具有一定的上升空间，但亦需关注市场行情对该业务的影响。目前公司经济适用房项目已基本销售完毕，公司无在建及拟建经济适用房项目，而存量商品房项目体量较大。

截至2023年3月末，子公司江铃集团拥有一块储备土地，面积为 47.00亩，分别位于南昌市青云谱区广州路和南昌市迎宾大道，目前土地用途已确定，投资计划尚在制定过程中；整体来看公司房地产项目尚需投入规模较大，存在一定投资压力，截至2023年3月末公司主要参股房地产项目剩余货值规模较大，目前合作公司中南昌县旭正置业有限公司（以下简称“旭正置业”）已被列入失信被执行人名单，且其重要股东正荣地产控股股份有限公司亦出现债务违约被列入失信被执行名单，后续亦需关注房地产市场行情对公司房地产项目去化能力的影响。

表19 截至 2023 年 3 月末公司在建及在售房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计销售收入	已实现销售收入
南水 京山新园	3.80	3.20	6.60	2.80
朝阳玖悦府	6.69	4.95	3.77	2.80
阳新太阳城	43.39	44.53	18.99	18.99
瑞金太阳城	15.78	13.15	60.22	58.08
江铃新城（瓦良格）	24.30	27.91	47.00	42.93

新力臻园	50.00	37.45	54.00	42.93
江铃时代城	33.00	22.96	44.00	22.69
抚州赣东国际汽车城	16.40	9.04	14.00	7.39
龙江澜庭1号楼	2.20	0.14	2.80	0.00
云璟雅苑项目	9.00	5.33	10.00	0.00
龙江商业区	10.00	9.90	13.01	10.44
祥云瑞园	12.70	6.01	13.01	0.00
铂萃中央	23.04	13.02	14.84	3.08
合计	250.30	197.59	302.23	191.82

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表20 2023年3月末公司主要参股房地产项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	合作公司	公司参股比例	总货值	剩余货值	累计回款
南昌县东投正荣府	南昌县旭正置业有限公司	20.00	13.71	8.22	5.48
德兴学仕府	德兴市东融置业有限公司	40.00	9.46	0.87	8.59
南康东投江樾府	赣州力康房地产开发有限公司/赣州东投房地产开发有限公司	42.55	7.25	5.41	1.40
阳新7#、8#、9#地块	阳新东投置业有限公司	45.00	13.20	0.71	12.4
江门君逸府	江门力泉嘉房地产开发有限公司	45.00	15.59	11.89	2.48
松阳香逸珑悦	浙江祥沁房地产开发有限公司	45.00	13.28	13.02	0.21
舟山明越台/明越湾	舟山明越台/明越湾	8.00	33.00	14.57	13.64
惠州君逸府	惠州力投房地产开发有限公司	22.05	9.22	1.59	7.18
合计	-	-	114.71	56.28	51.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（五）其他业务

1、委托贷款及资金拆借业务

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，2022年计划展期规模显著增加，回收风险加大，需持续关注款项回收进度

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、南水投资、南昌水投项目管理集团有限公司开展的委托贷款及资金拆借业务和江铃集团开展的汽车金融业务负责运营，其中委托贷款及资金拆借业务的展业资金主要为自有资金，主要客户为公司参股公司、下游施工单位及业务合作方，其中房地产企业及当地建设类民企较多。受展期、逾期等影响，2022年毛利率由正转负。

公司经营性委托贷款业务主要余额明细如表下表，其中对江西省南水融投项目管理有限公司（以下简称“南水融投”）借款合计达9.85亿元，占公司本部期末委贷余额比例较高，较为集中，南水融投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，目前该公司已处于沟通展期状态。

截至2023年3月末，公司委托贷款累计逾期贷款共3笔，涉及金额0.42亿元，逾期贷款均有相关抵质押措施且正处于执行阶段；此外，公司已到期贷款中，目前借款单位正与公司沟通展期事项，涉及金额22.83亿元，余额占比较高，同时已到期委托贷款展期协议尚未签订，存在一定的回收风险。截至目前，公司未发生实际损失，展期和逾期的正按约定逐步收回，故公司暂未将其计入坏账准备。

表21 截至 2023 年 3 月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	沟通展期中
聊城市赣岳投资有限公司	20171219-20221231	1,628.93	12	信用	沟通展期中
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	沟通展期中
厦门联创世纪集团有限公司	20180201-20230131	13,492.00	8.5	抵押	沟通展期中
江西省佳全置业有限公司	20200502-20220502	25,000.00	10	信用	沟通展期中
浙江祥沁房地产开发有限公司	20201116-20221115	24,142.50	12	信用	沟通展期中
宜春东投置业有限公司	20210113-20230112	18,892.80	12	信用	沟通展期中
厦门南水房地产开发有限公司	20201215-20221214	3,356.00	10	信用	沟通展期中
江西省南水融投项目管理有限公司	20191126-20220321	20,979.03	12	信用	沟通展期中
	20210402-20220401	27,800.00	12	信用	沟通展期中
	20210518-20220517	12,800.00	12	信用	沟通展期中
	20210415-20220414	9,524.00	12	信用	沟通展期中
	20210525-20220524	6,190.00	12	信用	沟通展期中
	20210714-20220713	21,200.00	12	信用	沟通展期中
瑞金东耀置业有限公司	20210604-20220603	6,800.00	12	信用	沟通展期中
	20210604-20220603	4,400.00	12	信用	沟通展期中
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	沟通展期中
江西旭南置业有限公司	20210618-20220617	11,600.00	12	信用	沟通展期中
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

汽车金融业务主要系围绕江铃集团主业开展，开展汽车金融业务的资金来源主要为吸收江铃集团成

员单位企业存款，为客户提供逐车贷、逐笔贷、商票贴现等组合金融产品，截至2023年3月末，合作经销商有382家。近三年公司库存融资累计投放额为427.28亿元，消费金融累计投放额为79.13亿元，车辆投放台数为107,589台。截至2023年3月末，公司累计逾期贷款余额为127.18万元，不良贷款率为0.0052%，风险相对可控。整体来看，公司汽车金融业务的开展有利于江铃集团主业持续发展但对信用风险管理要求较高且对资金需求较大，需持续关注汽车金融业务的信用风险情况。

2、其他业务

公司其他业务收入规模占比较小，交通运输业务具有一定公益属性，随着经济环境的好转，交通运输及旅游业务收入有望实现增长

港口服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2023年3月末，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22 截至 2023 年 3 月末公司在建码头项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资
姚湾综合码头工程	25.66	7.29

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

交通运输业务主要由长远集团等主体负责，长运集团主要经营汽车客运、货物运输等业务，旗下子公司长运股份是一家具有道路旅客运输一级资质的企业，是江西省公路客运行业的龙头企业，主要从事道路客运、客运站建设及维护运营、物流、汽车租赁和物业管理等业务，在江西省11个地级市中已拥有除赣州和宜春外9个地级市的站场资源和班线资源。截至2022年末，共运营客运站场78个，拥有建制车辆8,483辆，营运班线1,399条在江西省道路客运市场已形成一定规模优势。2022年公司交通运输板块营业收入12.02亿元，但受外部环境影响，2022年交通运输毛利率为-107.00%，亏损较多，但具有一定公益属性，随着经济的持续复苏，未来亏损情况有望缓解。

此外，公司还包含旅游及酒店业务，主要由南昌旅游集团等主体负责，目前收入规模较小，但随着旅游业的持续复苏，2023年公司旅游及酒店业务收入及利润有望实现快速增长。

（六）政府支持

公司继续在资产注入、财政补贴等方面持续获得较大的外部支持

公司是南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，其中子公司南昌轨交为南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体，子公司江西国控为江西省及南昌市重要国有企业，对当地经济具有重大作用，近年持续获得当地政府较大力度的外部支持。

2022年，公司收到南昌市国资委下拨各子公司补充注册资本金、南昌市财政局轨道交通建设资金等

事项，资本公积合计增加 25.45 亿元，同时因赎回其他权益工具及资产划出等事项减少资本公积 4.18 亿元，合计净增加 21.27 亿元。

2022年，公司收到其他收益中和营业外收入中各类政府补助38.67亿元，是同期利润总额的2.99倍，显著改善了公司利润水平。

六、财务分析

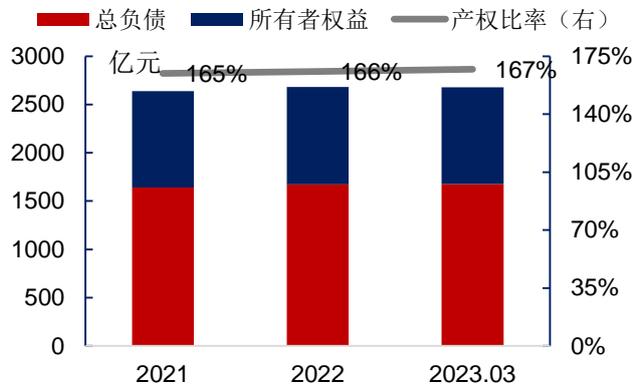
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制，其中公司2022年重大资产划转事项划转基准日均为2021年12月31日，公司在2022年审计报告对同一控制下的重大资产重组进行了追溯调整，为增强财务报表分析可比性，2021年数据采用2022年期初数/上期数。2022年公司新增子公司2家，减少子公司3家，具体情况见表2。

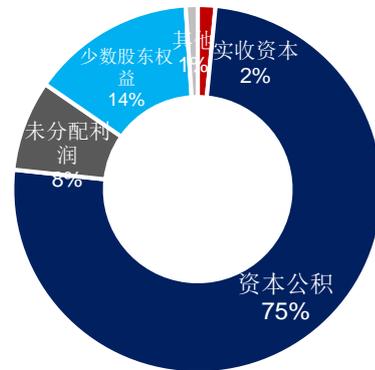
资本实力与资产质量

公司资产实力雄厚，杠杆水平适中，资产以货币资金、轨道建设业务开展过程中形成的在建工程、固定资产以及投资性房地产以及国控汽车日常生产形成的存货及生产线设备及厂房等构成，公司拥有大量可用于出租的土地、房产以及整车及汽车配件生产线，资产收益性尚可，但资产流动性较弱

作为南昌市四大市属平台之一，2022年公司及子公司持续收到政府的各类支持，带动所有者权益增长。同年，公司债务融资增长也较快；综合影响下，公司产权比率小幅上涨，所有者权益对负债的保障能力仍较为一般。从权益结构来看，所有者权益主要为政府划拨资金、股权、债权形成的资本公积以及少数股东权益。

图 3 公司资本结构


资料来源：公司 2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月财务报表，2021 年数据采用 2022 年期初数，中证鹏元整理

图 4 2022 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着南昌轨交和国控汽车纳入公司合并范围，公司资产主要由公司本部、南昌轨交和国控汽车构成。其中公司本部资产以土地使用权、对合营及联营企业的股权投资和委托贷款业务形成的对外借款为主，南昌轨交资产以轨道建设业务开展过程中形成的在建工程、固定资产以及投资性房地产为主，国控汽车资产以货币资金、汽车制造生产线设备与厂房、汽车产品及零部件等资产为主，整体呈现以非流动资产为主的资产结构。

具体来看，公司资产以货币资金、存货等流动性资产及固定资产、在建工程和投资性房地产等非流动资产为主，2022年末合计占总资产的比重达70.38%。货币资金主要为银行存款，其中国控汽车占比较大，2022年公司货币资金规模较上年有所下降，其中子公司南昌轨交货币资金规模大幅减少27.05亿元，主要系南昌轨交偿债资金支出规模较大叠加在建项目投入增加，整体来看，公司货币资金中34.06亿元使用受限，主要系银行承兑汇票及履约保证金，货币资金受限比例为12.33%，受限情况尚可。存货主要由土地、合同履行成本和开发成本构成，其中截至 2022 年末，公司待开发土地资产账面余额为 167.32 亿元，全部为划拨地，且公司未缴纳土地出让金，其余主要为国控汽车生产的半成品及在产品。固定资产、在建工程和投资性房地产主要为南昌轨交在轨道建设业务开展过程中形成，此外国控汽车汽车制造生产线设备与厂房为主的固定资产规模亦较大，其中在建工程主要为南昌轨交处于试运营及建设阶段的轨道项目和国控汽车处于建设阶段的厂房，完工且试运营期结束后的轨道项目以及完工后的厂房项目均转入固定资产，而投资性房地产主要为南昌轨交及其子公司持有的房屋、建筑物及土地使用权，采用公允价值计量模式计量。

其他资产构成方面，应收账款主要为国控汽车应收下游客户销售款以及公司本部和南昌轨交应收南昌市财政局、南昌高新技术产业开发区管委会等政府单位工程款项，前五大应收款方集中度不高，坏账计提比例为8.57%，应收账款存在一定坏账风险。其他应收款主要为项目垫付资金、公司与国有企业及民营企业往来款以及各类保证金，其中来自政府、政府相关部门的款项占比为21.61%，主要为项目垫付

资金，其余往来款包含与民营房地产企业往来款，合计计提坏账准备6.53亿元，较期初有所下降，存在一定回收风险，同时对资金有所占用。此外，公司其他非流动资产还包括91.53亿元委托贷款及资金拆借形成的对外借款，其中委托贷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。

受限资产方面，截至2022年末，公司受限资产合计119.29亿元，占同期末总资产的4.45%，受限比例尚可。整体来看，公司拥有大量可用于出租的土地、房产以及整车及汽车配件生产线，资产收益性尚可，但非流动资产占比较高，且流动资产中含有较大规模未缴纳土地出让金的政府划拨用地，资产流动性较弱。

表23 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	272.36	10.16%	276.22	10.30%	325.49	12.34%
应收账款	91.52	3.42%	97.97	3.65%	83.77	3.17%
其他应收款	131.70	4.92%	146.12	5.45%	147.64	5.60%
存货	454.89	16.98%	455.16	16.97%	452.04	17.13%
流动资产合计	1,118.71	41.75%	1,143.76	42.64%	1,196.51	45.35%
固定资产	659.41	24.61%	662.43	24.69%	562.28	21.31%
在建工程	296.07	11.05%	280.13	10.44%	312.93	11.86%
投资性房地产	213.73	7.98%	214.00	7.98%	212.73	8.06%
其他非流动资产	183.62	6.85%	179.10	6.68%	149.05	5.65%
非流动资产合计	1,560.84	58.25%	1,538.79	57.36%	1,441.96	54.65%
资产总计	2,679.56	100.00%	2,682.55	100.00%	2,638.47	100.00%

资料来源：公司2022年审计报告及2023年1-3月财务报表，2021年数据采用2022年期初数，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务多元化程度高，业务可持续性较好，政府补助对公司的利润贡献仍较大

公司业务覆盖水利基础设施建设投资、轨道建设和运营、汽车研发制造及销售、交通运输、旅游、房地产开发、贸易等相关业务，多元化程度高，2022年公司营业收入有所下滑，主要系整车销售、贸易及房地产收入有所下滑。毛利率方面，受行业景气度下行影响，整车及零部件销售、房地产业务毛利率小幅下滑，此外，受外部环境影响，交通运输及其他业务毛利率均有一定下滑，综合影响下，2022年公司销售毛利率小幅下滑。截至2023年3月末，公司主要在建的基础设施建设项目、轨道交通建设项目总投资规模均较大，业务可持续性较好。

此外，公司本部及子公司包含较多公益性业务，对当地经济及民生均具有重大作用，近年持续收到政府较大力度的补贴，2022年公司合计收到各类政府补助38.67亿元，是同期利润总额的2.99倍，政府补

助对公司的利润贡献仍较大。

表24 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	157.31	825.48	930.94
营业利润	2.96	11.58	27.80
其他收益	9.28	37.89	38.57
利润总额	1.43	12.95	33.15
销售毛利率	10.82%	9.40%	11.56%

资料来源：公司 2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月财务报表，2021 年数据采用 2022 年期初数，中证鹏元整理

偿债能力

2022年公司债务规模仍较大且有所扩张，现金类资产对短期债务覆盖有所下降，面临较大的短期偿债压力

随着经营业务的持续发展、项目支出的逐年增长，公司外部债务融资需求继续提升，2022年末，公司总债务较上年末增长9.62%，达1,014.20亿元，其中子公司南昌轨交占比最高，其次为公司本部及国控汽车。长短期债务比分别为69.93%和30.07%，短期债务集中度有所下降，但公司仍面临一定短期偿债压力。

公司对外融资渠道较为多样，其中银行借款占比最高，公司及子公司与各大银行均有一定业务往来，长期银行借款占比较高。债券融资方面，截至2023年3月末，公司及各子公司存续债券共34只，合计余额304.35亿元。

此外，公司存在一定规模非标借款，占总债务比重为7.82%，整体占比较小，主要为融资租赁借款，融资成本相对较高。整体来看，公司融资规模持续增长且规模较大，但债务期限结构相对合理。

表25 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本区间	融资余额	6 个月以内	6-12 个月	超过 1 年
债券融资	1.85%-4.9%	314.45	42.50	26.15	245.80
银行借款	3.2%-5.5%	564.35	143.32	134.09	286.94
非金融机构借款	-	79.36	4.17	3.60	71.59
合计	-	958.16	189.99	163.84	604.33

注：本表融资余额不含应付票据及小部分其他类型融资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

经营性债务方面，公司应付账款占比较大，主要为子公司南昌轨交尚未结算的工程款及国控汽车应付货款，随着子公司国控汽车备货力度减小，2022年末公司应付账款有所下降。此外，公司其他应付款中还有较大规模往来款，2022年规模小幅下降。

表26 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	166.45	9.93%	166.63	9.96%	160.73	9.79%
应付账款	192.86	11.50%	213.93	12.79%	243.62	14.84%
应付票据	39.86	2.38%	49.73	2.97%	40.74	2.48%
其他应付款	138.64	8.27%	150.90	9.02%	156.14	9.51%
一年内到期的非流动负债	70.56	4.21%	58.57	3.50%	100.36	6.12%
流动负债合计	775.19	46.23%	815.78	48.76%	907.28	55.28%
长期借款	423.51	25.26%	391.38	23.39%	319.80	19.49%
应付债券	281.78	16.81%	269.37	16.10%	215.93	13.16%
长期应付款（合计）	152.31	9.08%	150.66	9.00%	150.25	9.15%
非流动负债合计	901.54	53.77%	857.39	51.24%	733.96	44.72%
负债合计	1,676.74	100.00%	1,673.17	100.00%	1,641.24	100.00%
总债务	--	--	1,014.20	60.62%	925.17	56.37%
其中：短期债务	--	--	304.92	18.22%	341.82	20.83%
长期债务	--	--	709.28	42.39%	583.35	35.54%

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

2022年公司资产负债率波动较小，杠杆水平较为稳定。尽管公司短期债务规模有所下降，但2022年公司现金类资产亦大幅减少，综合影响下，公司现金短期债务比有所下降，仍面临一定短期偿债压力。受传统汽车及商用车下游需求不足影响，2022年国控汽车利润总额明显下降，对公司利润有较大影响，2022年公司EBITDA有所下降，但政府补贴对公司利润总额的支持力度仍较强，公司EBITDA对债务利息的保障程度仍较好，但亦有所下滑。

公司流动性需求主要来自于债务还本付息及项目开支。公司经营活动现金流表现较差，难以覆盖项目资本支出，考虑到项目回收周期较长以及公司存量债务还本付息压力，公司仍需新增较多外部融资。截至2023年3月末，公司银行授信总额及未使用额度分别为1,705.14亿元和1,003.60亿元，备用流动性较为充足。

表27 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	62.58%	62.37%	62.20%
现金短期债务比	1.06	0.94	0.99
EBITDA 利息保障倍数	--	4.07	5.27

资料来源：公司 2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月财务报表，2021 年数据采用 2022 年期初数，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无负面影响

公司治理方面，公司按照《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，建立了包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的治理体系。根据公司章程，公司设股东会，其中江西省行政事业资产集团有限公司所持公司股权对应的表决权归南昌市国资委行使，南昌市国资委根据市政府授权，代表市政府对公司履行出资人职责；董事会和监事会分别为5名成员，其中职工代表大会各选举出1名职工董事和2名职工监事，其余由南昌市国资委委派。2022年公司经历重大资产重组，董事会、监事会及高管成员均发生较大变动，跟踪期内董事、监事、高级管理人员的变更人数为7人，具体情况见下表。

表28 公司董监高变更情况

姓名	现任公司职务	到任时间
肖壮	总经理	2022.05.11
徐忠	董事、副总经理	2022.06.07
陈皓	董事、副总经理	2022.06.07
程建强	董事、副总经理	2022.06.07
沈岗	副总经理	2022.06.07
王起飞	副总经理	2022.06.07
胡江华	财务总监	2022.06.07

资料来源：公司债券年度报告（2022）

截至2023年5月末，公司设有投资发展部、财务资产部、安全生产部、招投标中心等13个职能部门，负责公司各项业务的开展及财务等职能工作运营，组织架构图如附录三所示。

此外，未发现公司在环境和社会因素方面存在负面信息。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日2023年6月15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；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司担保对象部分为关联方房企，且无反担保措施，面临一定或有负债风险

截至2022年末，公司对外担保规模合计23.92亿元，占当期末净资产的2.37%。被担保方以关联方房企及其他企业为主，且对该等企业担保无反担保措施，存在一定的代偿风险。

表29 截至 2022 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
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	2023-5-1

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
江西省水利投资发展有限公司	非关联方	70,000.00	2032-10-23
南昌市林业投资发展有限公司	非关联方	5,700.00	2023/11/26
宜春东投置业有限公司	关联方	1,163.50	2023/7/27
南昌水投建材有限公司	关联方	14,400.00	2023/3/24
南昌科陆公交新能源有限责任公司	非关联方	5,400.00	2026/6/3
江西凯马百路佳客车有限公司	非关联方	4,638.04	2025/6/21
江西凯马百路佳客车有限公司	非关联方	2,507.05	2025/6/30
江西绳金塔综合开发有限公司	关联方	50,000.00	2023/2/20
江西绳金塔商业管理股份有限公司	关联方	25,000.00	2023/8/5
江西南旅粮食产业集团有限公司	非关联方	800.00	2023/11/30
南昌国际经济技术合作公司	关联方	400.00	2023/6/30
南昌国际经济技术合作公司	关联方	270.00	2023/11/12
南昌三建建设集团有限公司	非关联方	10,000.00	2023/4/28
南昌国际经济技术合作公司	关联方	1,000.00	2023/3/27
合计	-	239,151.06	-

注：2023年4月，江西南旅粮食产业集团有限公司更名为南昌粮食集团有限公司
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是南昌市人民政府下属重要企业，南昌市国资委直接持有公司90%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南昌市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与南昌市人民政府的联系非常紧密。公司由南昌市国资委直接持股90%，南昌市国资委对公司董事会和管理层进行任命与考核，因此南昌市人民政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权，虽然直接来自政府的收入在公司营业收入中只占一小部分，但近五年政府部门在股权划拨、资产注入、财政补贴等方面对公司支持次数较多且力度较大，公司与南昌市人民政府的联系比较稳定。

(2) 公司对南昌市人民政府非常重要。公司提供的公益性及准公益性产品和服务包括基础设施建设业务、轨道交通建设及交通运输业务，近年为扶持上述业务发展，南昌市政府持续给予公司较多补贴。综合来看，尽管公司市场化业务较多，但从利润构成来看，最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务。公司在水利基础设施建设和轨道交通建设方面对政府贡献很大，且子公司江铃集团为当地重要国企，在税收、就业等方面对政府贡献亦较大；尽管公司目前非当地最大最核心城投，且本部无公用事业业务，但政府仍需付出一定成本才能要取代公司；此外，考虑到公司及子公司均已发

债，若其违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

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。公司是南昌市属四大平台之一，主要负责南昌市的水利基础设施建设投资、轨道建设和运营、汽车研发制造及销售、交通运输及旅游等业务。尽管公司资产流动性较弱，且2022年偿债压力有所加大，还面临较大资金压力及委托贷款回收风险，同时汽车及房地产业务面临一定业绩下滑及项目去化压力，但考虑到公司是南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，子公司南昌轨交为南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体，子公司江铃集团2022年中国500强企业名单中排名第239位，位列江西省第三、南昌市第一，公司的平台地位非常突出，且业务多元化程度较高，同时公益性业务持续性较好，整车销售业务市场竞争力较强，同时南昌市人民政府在资金注入以及财政补贴等方面持续为公司提供较大力度的支持。整体来看，公司抗风险能力很强。

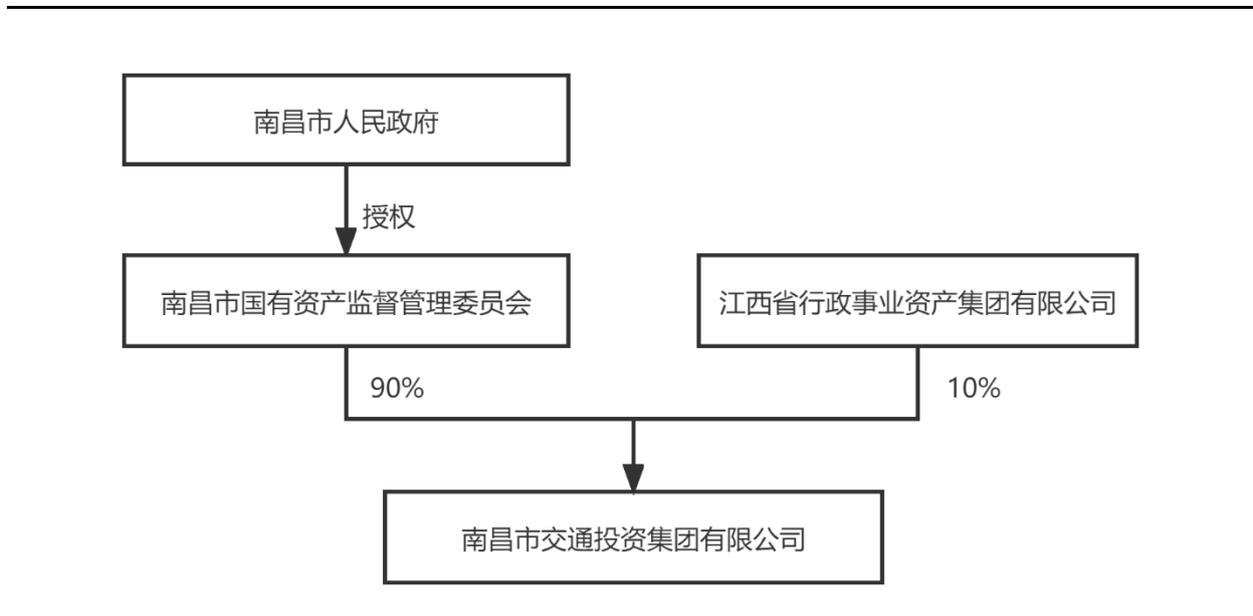
综上，中证鹏元维持南昌市交通投资集团有限公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持22南水债的信用等级为AAA。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	272.36	276.22	325.49	44.48
存货	454.89	455.16	452.04	286.37
流动资产合计	1,118.71	1,143.76	1,196.51	429.56
固定资产	659.41	662.43	562.28	40.69
在建工程	296.07	280.13	312.93	24.90
非流动资产合计	1,560.84	1,538.79	1,441.96	187.89
资产总计	2,679.56	2,682.55	2,638.47	617.45
短期借款	166.45	166.63	160.73	31.91
应付账款	192.86	213.93	243.62	28.42
应付票据及应付账款	232.72	263.65	284.36	30.31
一年内到期的非流动负债	70.56	58.57	100.36	26.40
流动负债合计	775.19	815.78	907.28	161.95
长期借款	423.51	391.38	319.80	58.16
应付债券	281.78	269.37	215.93	86.65
长期应付款	152.31	131.80	130.98	7.82
非流动负债合计	901.54	857.39	733.96	168.38
负债合计	1,676.74	1,673.17	1,641.24	330.33
其中：短期债务	276.88	304.92	341.82	60.20
总债务	--	1,014.20	925.17	231.24
所有者权益	1,002.82	1,009.38	997.23	287.12
营业收入	157.31	825.48	930.94	47.79
营业利润	2.96	11.58	27.80	3.27
其他收益	9.28	37.89	38.57	1.28
利润总额	1.43	12.95	33.15	3.10
经营活动产生的现金流量净额	-2.73	-8.88	88.40	-7.57
投资活动产生的现金流量净额	-33.39	-126.30	-114.79	-26.15
筹资活动产生的现金流量净额	42.36	72.28	50.51	27.79
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	10.82%	9.40%	11.56%	9.78%
资产负债率	62.58%	62.37%	62.20%	53.50%
短期债务/总债务	--	30.06%	36.95%	26.04%
现金短期债务比	--	0.94	0.99	0.80
EBITDA（亿元）	--	54.39	79.31	7.63
EBITDA 利息保障倍数	--	4.07	5.27	1.72

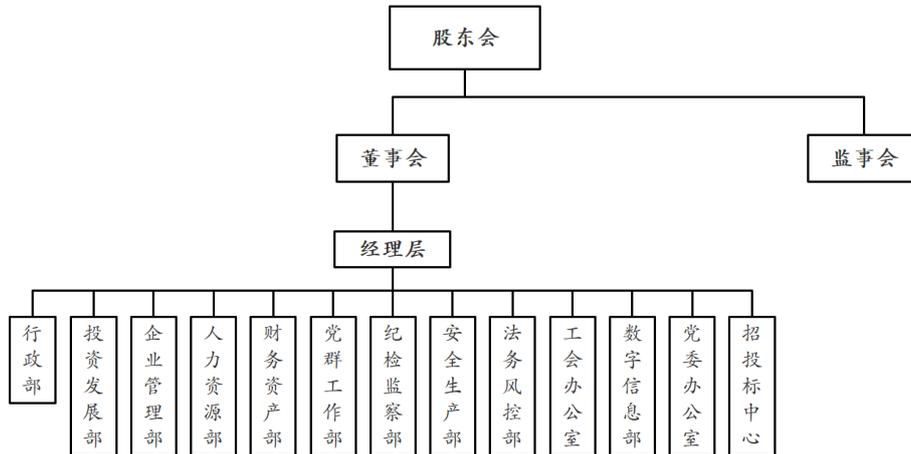
资料来源：公司 2020、2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月财务报表，2021 年数据采用 2022 年期初数，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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
江西长运集团有限公司	40,388.12	100.00	100.00	交通运输、仓储和邮政业
江西南昌公共交通运输集团有限责任公司	157,070.00	100.00	100.00	交通运输
江西南昌旅游集团有限公司	59,193.00	90.00	90.00	旅游服务
南昌赣昌砂石有限公司	3,000.00	80.00	80.00	河道采砂
南昌水投项目管理集团有限公司	50,000.00	100.00	100.00	港口服务
南昌南水投资集团有限公司	70,000.00	100.00	100.00	房地产开发及投资
南昌水天投资集团有限公司	150,000.00	100.00	100.00	金融投资
江西国控汽车投资有限公司	10,000.00	90.65	90.65	汽车及相关产业
南昌市第八建筑工程有限公司	214.35	100.00	100.00	建筑工程
江西省洪城一卡通投资有限公司	10,000.00	90.50	90.50	IC 卡制作及服务
江西华赣文化旅游传媒集团有限公司	15,000.00	84.33	84.33	文化传媒
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
抚州市廖坊金川水利投资有限公司	20,812.00	81.00	81.00	水利建设
南昌市通旅城市服务有限公司	1,700.00	100.00	100.00	物业服务
南昌云鼎市政大数据建设应用有限公司	5,000.00	100.00	100.00	网络安全及软件开发
南昌市怡景旅游投资有限公司	500.00	100.00	100.00	商务服务
江西省赣抚尾閤整治有限公司	-	100.00	100.00	建筑
南昌市交投建材有限公司	10,000.00	65.00	65.00	工程建设、装修
南昌轨道交通集团有限公司	261,518.00	100.00	100.00	轨道工程投资建设

资料来源：公司 2022 年审计报告，公开查询，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 信用等级符号及定义

一、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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。