

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0332号

## 南昌市产业投资集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及其“19 南昌工控债 01/19 昌控 01”、“20 南昌工控债 01/20 昌控 01”、“21 昌控 01”、“21 南昌工控债 01/21 昌控 02”、“22 洪产 01”、“22 南昌产投债 01/22 洪产 02”、“23 南昌产投 MTN001”、“23 洪产 01”和“24 南昌产投 MTN001”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“19 南昌工控债 01/19 昌控 01”、“20 南昌工控债 01/20 昌控 01”、“21 昌控 01”、“21 南昌工控债 01/21 昌控 02”、“22 洪产 01”、“22 南昌产投债 01/22 洪产 02”、“23 南昌产投 MTN001”、“23 洪产 01”和“24 南昌产投 MTN001”信用等级均为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年六月二十一日

## 信用评级报告声明

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

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年6月21日至2025年6月20日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2024年6月21日

南昌市产业投资集团有限公司  
主体及相关债项 2024 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2024/6/21	AAA/稳定	纪炜	吕碧和

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
19 南昌工控债 01/19 昌控 01	AAA	AAA	经营风险	区域环境	100.0%	87.0
20 南昌工控债 01/20 昌控 01	AAA	AAA		业务运营	100.0%	86.0
21 昌控 01	AAA	AAA	财务风险	盈利与获现能力	45.0%	28.3
21 南昌工控债 01/21 昌控 02	AAA	AAA		债务负担	20.0%	14.0
22 洪产 01	AAA	AAA		债务保障程度	35.0%	16.5
22 南昌产投债 01/22 洪产 02	AAA	AAA				
23 南昌产投 MTN001	AAA	AAA				
23 洪产 01	AAA	AAA				
24 南昌产投 MTN001	AAA	AAA				

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

## 主体概况

南昌市产业投资集团有限公司是南昌市最重要的产业投资和国有资产运营主体，主要从事产业投资、土地资产运作、房地产开发、类金融服务、商品生产销售等业务。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 47.71 亿元；南昌市人民政府为公司控股股东和实际控制人。

调整因素

无

个体信用状况 (BCA)

aa-

评级模型结果

AAA

外部支持调整级

3

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

## 评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，南昌市经济实力很强；公司主营业务的区域专营性和政策性很强，得到了股东及相关方的大力支持。同时，东方金诚关注到，公司类金融业务存在逾期风险，面临较大的短期偿债压力，资产流动性一般，产业投资存在不确定性。综合考虑，东方金诚认为公司的偿债能力极强，本次跟踪相关债项到期不能偿还的风险极低。

## 同业比较

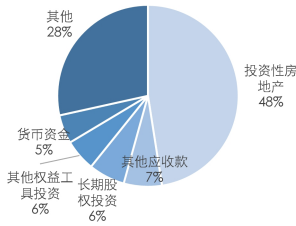
项目	南昌市产业投资集团有限公司	贵阳产业发展控股集团	宿迁产业发展集团	无锡产业发展集团
	南昌市	贵阳市	宿迁市	无锡市
GDP 总量 (亿元)	-	5154.75	4398.07	15456.19
人均 GDP (元)	-	81670	88379	206300
一般公共预算收入 (亿元)	500.20	446.20	302.00	1195.42
政府性基金收入 (亿元)	270.80	640.94	309.20	1075.83
地方政府债务余额 (亿元)	1678.60	3435.81	968.85	2171.37
资产总额 (亿元)	806.96	3755.05	976.88	1091.10
所有者权益 (亿元)	420.07	1661.24	605.23	414.48
营业收入 (亿元)	94.52	401.01	344.13	781.52
净利润 (亿元)	0.88	19.73	102.44	19.62
资产负债率 (%)	47.94	55.76	38.04	62.01

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据均为 2023 年，标“-”表示未获取数据（下一页）

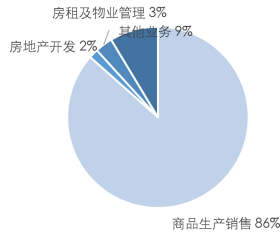
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

## 主要指标及依据

公司资产构成 (2023年)



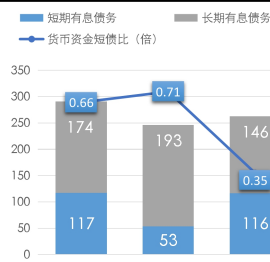
公司营业收入构成 (2023年)



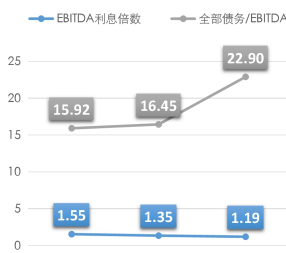
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2021年	2022年	2023年	2024年Q1
资产总额	902.27	817.46	806.96	810.23
所有者权益	406.81	394.51	420.07	417.38
营业收入	105.91	81.02	94.52	20.84
净利润	4.33	1.28	0.88	-2.63
全部债务	290.64	246.26	262.63	268.66
资产负债率	54.91	51.74	47.94	48.49
全部债务资本化比率	41.67	38.43	38.47	39.16

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2021年	2022年	2023年
地区	南昌市		
GDP 总量	6650.53	7203.50	-
人均 GDP (元)	104788	111031	-
一般公共预算收入	484.80	457.70	500.20
政府性基金收入	411.00	290.10	270.80
财政自给率	55.72	48.75	54.04

## 优势

- 南昌市逐步构建“4+4+N”的新型产业体系，支柱产业发展迅速，经济实力很强；
- 公司承担的改制企业土地资产运作、产业投资和国有资产运营等业务的区域专营性和政策性依然很强，业务构成较为多元化；
- 作为南昌市最重要的产业投资与国有资产运营主体，公司在股权划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持。

## 关注

- 公司转贷等类金融业务对象中包括大量中小微企业，存在一定逾期风险；
- 跟踪期内，公司短期有息债务规模快速增长，面临较大的短期偿债压力；
- 公司资产中的土地资产、房产和应收类款项占比较高，资产流动性一般；
- 公司产业投资中部分被投资企业经营恶化，且投资本金回收和收益情况易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响，存在一定的不确定性。

## 评级展望

预计南昌市经济将保持稳定增长，公司主营业务将保持很强的区域专营地位，能够持续获得股东及相关各方的有力支持，评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型 (RTFU007202404)》<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 南昌产投上次所使用的评级方法及模型为《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》，为了适应城投企业转型发展、提升评级区分度和评级质量的需要，东方金诚于2024年4月12日发布了新制订的《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型 (RTFU007202404)》。考虑到南昌产投相关情况更符合国有资产运营企业适用范围，本次评级使用《城市国有资产运营企业信用评级方法及模型 (RTFU007202404)》。本次更换评级方法及模型对南昌产投评级结果不产生影响。

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA	AAA (24 南昌工业 MTN001)	2024/02/21	卢宝泽 纪炜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》	<a href="#">阅读原文</a>
AAA	AAA (20 南昌工控债 01/20 昌控 01)	2020/11/19	卢宝泽 马丽雅	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA+	AA+ (19 南昌工控债 01/19 昌控 01)	2019/07/23	高 路 卢宝泽	《东方金诚城市建设投资公司评级方法 (2015 年)》	<a href="#">阅读原文</a>

注：以上为不完全列示。

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
19 南昌工控债 01/19 昌控 01	2023/05/23	6.00 亿元	2019/8/16-2029/8/16	无	-
20 南昌工控债 01/20 昌控 01	2023/05/23	6.00 亿元	2020/4/15-2030/4/15	无	-
21 昌控 01	2023/05/23	7.00 亿元	2021/11/29-2026/11/29	无	-
21 南昌工控债 01/21 昌控 02	2023/05/23	8.00 亿元	2021/12/7-2028/12/7	无	-
22 洪产 01	2023/05/23	5.00 亿元	2022/7/20-2027/7/20	无	-
22 南昌产投债 01/22 洪产 02	2023/05/23	16.00 亿元	2022/10/20-2029/10/20	无	-
23 南昌产投 MTN001	2023/05/23	2.40 亿元	2023/6/14-2026/6/14	无	-
23 洪产 01	2023/08/07	8.00 亿元	2023/8/17-2028/8/17	无	-
24 南昌产投 MTN001	2024/02/21	9.00 亿元	2024/3/18-2029/3/18	无	-

注：“19南昌工控债01/19昌控01”、“20南昌工控债01/20昌控01”、“21南昌工控债01/21昌控02”、“22南昌产投债01/22洪产02”均附第5年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。“21昌控01”、“22洪产01”、“23洪产01”附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

## 跟踪评级说明

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

## 主体概况

南昌产投原名为南昌市国有工业资产经营管理有限公司，于2002年11月经南昌市人民政府批准成立，初始注册资本为人民币4.38亿元，由南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）行使出资人权利。2008年2月，公司更名为南昌工业控股集团有限公司；2022年6月，公司更为现名。历经数次增资与股权变更，截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币47.71亿元，南昌市人民政府与江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西行政事业集团”）分别持有公司91.04%和8.96%的股权，南昌市人民政府为公司实际控制人。

公司是南昌市人民政府为推进原机械、纺织、化工、轻工、建材、电子、二轻等七个工业局（行业办）所属的共计133户国有（集体）企业和工业合作联社（以下将133户企业简称为“系统内改制企业”）改制而组建的国有企业<sup>2</sup>。公司受托管理上述企业，并陆续对相关企业进行改制。在此过程中，公司相继承担了系统内改制企业的土地资产运作、棚户区改造和股权管理等工作。

随着改制工作陆续完成，公司实施战略转型，于2012年被南昌市政府定位为市级产业投融资运营主体，负责南昌市重点产业引导资金管理工作。根据洪府厅抄字【2019】828号，为整合南昌市范围内产业投资与国有资产运营主体并做大做强相关主体，南昌市人民政府于2019年末将南昌国资产业经营集团有限公司（以下简称“南昌国资”）整体划归公司。在南昌国资划入后，公司成为南昌市级最重要的产业投资和国有资产运营主体，负责南昌市市级层面的工业产业引导与投资。

2022年，南昌市对市属国有企业集团进行整合重组，打造“4+2”市属国有企业集团。受此影响，南昌三建建设集团有限公司（以下简称“南昌三建”）等工程施工企业以及南昌市国资置业有限公司（以下简称“国资置业”）、南昌国资产业经营集团房地产开发有限公司（以下简称“国资房开”）等房地产开发类企业全部无偿划出公司<sup>3</sup>，公司不再从事工程施工业务，房地产开发业务规模亦大幅缩减。目前，公司作为南昌市级最重要的产业投资和国有资产运营主体，主要从事产业投资、土地资产运作、类金融服务、商品生产销售等业务。

截至2023年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共14家（见图表1）。

图表1 截至2023年末纳入合并报表的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	子公司简称	主营业务	实收资本	持股比例	享有的表决权	取得方式
南昌市工控土地管理有限公司	工控土管	资产运作	1000.00	100.00	100.00	设立
南昌市国金工业投资有限公司	国金工投	实业投资	400000.00	100.00	100.00	设立

<sup>2</sup> 2002年~2011年，公司根据南昌市改制政策对市级90家国有企业进行改制；公司尚未接到对集体企业和工业合作联社的改制任务。

<sup>3</sup> 上述工商变更已完成。



图表 1 截至 2023 年末纳入合并报表的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	子公司简称	主营业务	实收资本	持股比例	享有的表决权	取得方式
江西产投商贸发展有限公司	产投商贸	贸易	6180.19	100.00	100.00	设立
南昌金泰国资管理有限公司	金泰国资	实业投资	20000.00	100.00	100.00	设立
南昌新世纪创业投资有限责任公司	新世纪创投	实业投资	116500.00	100.00	100.00	划转
南昌市金昌国有资产运营有限责任公司	金昌国资	资产管理	500.00	100.00	100.00	划转
南昌凯新精密机械有限责任公司	凯新精密机械	机械制造	730.00	57.45	57.45	设立
南昌工控资产管理有限公司	工控资管	实业投资	200.00	99.04	99.04	设立
南昌国资创业投资管理有限公司	国资创投	实业投资	5000.00	100.00	100.00	设立
江西中通融资租赁有限公司	中通租赁	融资租赁	62726.10	37.29	57.14 <sup>4</sup>	设立
南昌产投企业运营管理有限公司	产投企管	资产管理	100.00	100.00	100.00	设立
南昌金融控股有限公司	南昌金控	控股管理	400000.00	100.00	100.00	设立
南昌产投投资基金管理有限公司	产投基金	基金投资	500000.00	100.00	100.00	设立
南昌国资产业经营集团有限公司	南昌国资	资产管理	46993.03	100.00	100.00	划转

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月末，公司发行的“19 南昌工控债 01/19 昌控 01”、“20 南昌工控债 01/20 昌控 01”、“21 昌控 01”、“21 南昌工控债 01/21 昌控 02”、“22 洪产 01”和“22 南昌产投债 01/22 洪产 02”到期利息已按期偿付，暂未到还本日；“23 南昌产投 MTN001”、“23 洪产 01”和“24 南昌产投 MTN001”暂未到还本付息日。

根据公司提供的资料，截至 2024 年 3 月末，“19 南昌工控债 01/19 昌控 01”、“20 南昌工控债 01/20 昌控 01”、“21 昌控 01”、“21 南昌工控债 01/21 昌控 02”、“22 洪产 01”、“22 南昌产投债 01/22 洪产 02”、“23 南昌产投 MTN001”、“23 洪产 01”和“24 南昌产投 MTN001”的募集资金均已使用完毕。

## 个体信用状况

### 行业分析

作为“国企改革三年行动”的重要实践者，城市国有资产运营企业的高质量发展是做强做大国有经济、实现国有资产保值增值的题中之义，是服务社会民生、促进城市产业提档升级的重要抓手

“国企改革三年行动”是落实国有企业改革顶层设计的具体施工图。城市国有资产运营企业肩负改革重任，是“国企改革三年行动”的重要参与者和实践者，通过运营城市范围内的国有资产，旨在实现国有资产的合理流动、保值增值，对于做强做优做大国有经济、实现经济高质量发展具有重要意义。同时，城市国有资产运营企业借力区域资源禀赋，依托城市国有资产的划入，致力于城市民生服务，促进城市产业转型升级。

当前，“新三年”国企改革深化提升行动按下加速键，同时国企改革“碰撞”新质生产力，城市国有资产运营企业继续探寻合适的赛道，打造与地方特色相结合、具有清晰战略的主要业

<sup>4</sup> 公司对中通租赁持股比例为 37.29%，表决权为 57.14%，是由于公司在中通租赁的董事会等权力机构（最高权力机构）占有七分之一的席位所致。

务，实现科技创新、产业引领等发展目标，实现经济的高质量稳步增长。

在“控增化存”背景下，城市国有资产运营企业的转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大

以“一揽子化债”为代表的化债政策开启了化债和转型的新阶段。在强监管及“控增化存”背景下，融资审批政策总体趋紧，城市国有资产运营企业需通过专业化、市场化运营做实做深转型，以自我造血缓解债务压力。

城市国有资产运营企业着力点为持有资产的保值增值，结合城市资源禀赋和发展阶段性特征，重塑业务战略，因地制宜、立足长远、稳健经营。伴随着国有企业现代公司治理与市场化经营机制的长效化，城市国有资产运营企业市场化主体地位已经确立，其转型发展具有一定的业务基础和较强的资源优势，但业务多元化会给城市国有资产运营主体带来相应的经营性风险，新增债务的压力也会有所加大。

## 业务运营

### 经营概况

公司营业收入和毛利润主要来自商品生产销售等业务；近年来受业务发展与合并报表范围变化影响，公司营业收入大幅波动

公司作为南昌市级最重要的产业投资和国有资产运营主体，主要从事产业投资、土地资产运作、类金融服务、商品生产销售等业务。作为产业投资与国有资产运营主体，公司业务类型较为多元，涵盖产业投资、土地资产运作、棚户区开发与贸易业务、纺织品生产销售、转贷与不良债权处置等业务，区域专营性和政策性很强。

近年来，公司营业收入有所波动，主要来源于商品生产销售等业务。2022年，随着南昌三建及房地产开发类企业的划出，公司不再从事工程施工业务，房地产开发业务规模亦大幅缩减。商品生产销售业务收入随着公司贸易业务量增加而大幅增长。受土地市场景气度下降及公司放缓出让进度影响，近年来土地资产运作收入持续下降。此外，公司营业收入还包括房屋及物业管理收入、类金融服务收入、酒店经营收入、物流收入、装修收入、广告收入等，受类金融服务收入逐年下降影响，其他业务收入有所下降。

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2021年		2022年		2023年	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比
商品生产销售	41.57	39.25	64.98	80.20	81.84	86.58
土地资产运作	4.64	4.38	2.01	2.48	-	-
房地产开发	6.36	6.01	1.14	1.41	1.58	1.67
房租及物业管理	3.84	3.62	1.35	1.66	2.96	3.13
工程施工	31.66	29.89	-	-	-	-
其他	17.85	16.85	11.54	14.24	8.15	8.63
营业收入	105.91	100.00	81.02	100.00	94.52	100.00



项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
商品生产销售	0.94	2.26	1.40	2.15	0.61	0.75
土地资产运作	0.28	6.08	-0.29	-14.29	-	-
房地产开发	0.73	11.40	0.47	41.60	0.41	26.05
房租及物业管理	3.69	96.29	1.25	92.59	2.72	91.93
工程施工	0.63	1.98	-	-	-	-
其他	5.48	30.70	7.28	63.06	6.73	82.59
<b>合计</b>	<b>11.75</b>	<b>11.10</b>	<b>10.11</b>	<b>12.48</b>	<b>10.48</b>	<b>11.08</b>

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

公司毛利润有所波动，其中土地资产运作业务受区位及土地市场景气度下降影响毛利润有所下降，2022年为负系土地市场低迷，公司出让的土地价格低于评估价值所致，2023年公司未进行土地出让。近三年公司综合毛利率较为稳定，其中商品生产销售业务毛利率逐年下降，房屋及物业管理业务毛利率较高，其他业务毛利率逐年上涨。

2024年1~3月，公司营业收入为20.84亿元，毛利润为2.11亿元，综合毛利率为10.11%。

### 产业投资

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

#### 1. 股权、债权及基金投资

公司承担管理南昌市重点产业投资引导资金以及产业投资，在引导信贷资金和社会资金投向南昌市重点产业项目方面发挥了重要作用；公司产业投资中部分被投资企业经营恶化，投资本金回收和收益情况易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响，存在一定的不确定性

公司股权与债权投资分为三种方式，即引导投资、直接投资与基金投资，均主要由公司本部、国资创投、国金工投及南昌国资负责。引导投资方面，经南昌市人民政府授权，公司本部与国资创投承担了管理南昌市重点产业投资引导资金（以下简称“引导资金”）的工作。引导资金是南昌市人民政府设立的政策性专项资金，用以发挥财政资金杠杆作用，引导信贷资金和社会资金投向南昌市先进制造业和现代服务业的重点产业项目。直接投资方面，南昌国资与国金工投直接通过股权投资、债权投资方式支持南昌市企业发展，资金主要来源于自有资金与外部融资。基金投资方面，公司主要通过与社会资本、专业金融投资机构合作成立投资基金，运用市场化、专业化的方式进行股权投资。

引导资金投资方面，公司本部的股权和债权投资业务主要是在南昌市政府主导下，利用自有资金、产业引导资金等，对南昌市重点和优势企业进行投资。其中，引导资金投资项目由南昌市重点产业投资引导资金管理委员会审批决策，引导资金由公司受托管理，具体投资程序由国资创投执行；自有资金投资项目由公司自主决定。公司投资项目原则上不超过3年，以股权回购、股权转让和债权回收等方式退出投资。引导资金分为市级和区县级两类。截至2023年末，公司管理的市级引导资金规模达49.1亿元，区县级产业引导资金规模为3亿元。

直接投资方面，公司以股权、债权直接投资的方式参与了一带一路项目投资、映山红计划项目<sup>5</sup>及上市公司纾困项目等。截至2023年末公司持有的股权类资产117.43亿元(含基金投资)；债权类资产为63.39亿元，其中股权投资及债权投资重点项目如下表所示。

公司债权投资中，目前对于南昌与德通讯技术有限公司（以下简称“南昌与德”）的债权投资已逾期。目前南昌与德已被纳为失信被执行人，公司已就债权情况发起诉讼，但因该企业可供执行资产较少，公司未能收到清算赔偿，东方金诚将持续关注该债权投资回收情况。该项目为引导资金投资项目，根据《南昌市重点产业投资引导资金管理办法》，因项目投资失败导致引导资金投资损失的，可申请由南昌市财政局依法依规进行清算，公司计划就此项目进行申请。

图表3 截至2023年末公司重要股权及债权投资情况（单位：亿元）

投资标的	股权投资额	债权投资额
江西银行股份有限公司	23.05	-
国盛金融控股集团股份有限公司	12.08	-
南昌农村商业银行股份有限公司	7.41	-
交通银行股份有限公司	3.75	-
南昌赣昌砂石有限公司	3.62	-
江西兆驰光元科技股份有限公司	-	6.26
南昌兆驰投资合伙企业（有限合伙）	-	11.17
南昌市国资置业有限公司	-	13.30
江西华赣航空产业投资有限公司	-	7.03
南昌与德通讯技术有限公司	-	4.95
南昌平安普德医疗技术有限公司	-	3.00

注：表中仅列示了投资余额在3亿以上的直接投资项目。

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

基金投资方面，公司目前重点发展基金股权投资业务，通过与社会资本、专业金融投资机构合作成立投资基金，运用市场化、专业化的方式进行股权投资。股权基金运作形式一般为，公司利用自有资金以控股或参股方式参与投资基金，并吸引社会资金进入，由专业投资机构履行基金管理人职责。公司依托基金管理人丰富的运营和管理经验，对省内优质项目进行专业化的股权投资，并通过现金分红、股权转让等形式获取投资收益。截至2023年末，公司重点参与基金情况如下所示，目前公司投资基金中公司均为有限合伙人，仅承担出资责任。

图表4 截至2023年末公司重点参与基金情况（单位：亿元）

基金名称	参与方式	基金规模	认缴规模	实缴规模	投资领域
井冈山复朴新世纪股权投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	10.00	9.90	9.50	生物医药、医疗器械、新能源、新材料、先进装备制造、TMT、5G、VR等方向
南昌江广泰投资咨询有限合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	30.00	6.00	6.00	江西银行不良资产
南昌洪城资本投资企业（有限合伙）	有限合伙人	5.05	4.00	4.00	光电、LED等
南昌洪城资本二期投资企业	有限合伙人	4.34	4.30	4.30	LED光电

<sup>5</sup> 映山红计划江西省政府为激励当地企业上市出台的政策支持计划。

图表 4 截至 2023 年末公司重点参与基金情况（单位：亿元）

基金名称	参与方式	基金规模	认缴规模	实缴规模	投资领域
(有限合伙)					
南昌同鑫投资管理合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	13.50	2.50	2.50	产业投资
南昌嘉泰新世纪生物医药投资合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	10.00	5.00	1.24	生物医药
南昌光谷光电产业基金合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	4.00	1.10	1.10	LED 光电
苏州金沙江联合三期股权投资合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	15.00	1.00	1.00	泛人工智能、产业互联网、智慧交通以及环保等领域

资料来源：公司提供，东方金诚整理

收益方面，引导资金投资中，在项目投资期满后，原则上投资收益通过引导资金专户上缴南昌市政府，南昌市政府按照当年实际使用引导资金的 0.8% 支付公司管理费，原则上不超过 500 万元；直接投资及基金投资方面，公司通过分红、处置股份等方式获得股权投资收益，通过收取利息获得债权投资收益。2021 年~2023 年，公司分别形成投资收益为 7.30 亿元、5.02 亿元和 3.07 亿元，收益较高主要系处置联创电子科技股份有限公司（以下简称“联创电子”）和欧菲光集团股份有限公司（以下简称“欧菲光”）股权所致。

## 2. 产业园区开发运营

### 公司承建的产业园区开发项目在租/售规模较大，存在一定的去化压力

公司自 2012 年开始从事园区开发运营工作，主要由子公司国金工投及间接控股子公司南昌国徽产业投资有限公司和南昌国泰工业产业投资发展有限公司负责。公司主要负责园区建设、运营，并与南昌市人民政府共同承担招商引资工作。公司通过写字楼、厂房、公寓等物业的出租和出售实现盈利。公司自 2016 年起开始实现园区出租与物业收入，规模较小。2023 年末，公司在售/租的产业园项目包括南昌中小微企业创业孵化基地、工控云创港、工控进未来等，合计待租/售园区账面价值为 20.35 亿元。

公司重点建设的园区项目为工控腾云港一期和鑫润物流园一期项目等。截至 2023 年末，公司上述项目总投资概算合计 14.36 亿元，累计投资 11.64 亿元，尚需投资约 2.72 亿元。同期末，公司暂无拟建项目。

图表 5 截至 2023 年末公司在建产业园区情况（单位：亿元）

项目	总投资概算	已投资金额	尚需投资
工控腾云港一期	4.00	2.43	1.57
鑫润物流园一期项目	7.50	6.47	1.03
南昌综合保税区国徽产业基地（二期）	2.86	2.74	0.12
<b>合计</b>	<b>14.36</b>	<b>11.64</b>	<b>2.72</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 土地资产运作

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

经南昌市人民政府授权，公司对其系统内改制企业的土地资产进行运作，并特设事业单位——工业土储中心<sup>6</sup>。工业土储中心于2005年设立，为南昌市土储中心分支机构，由公司进行日常运作和人事管理；主要职责为土地整理、抵押融资、出让前的准备工作。2022年2月，经南昌事业单位登记管理局批准，工业土储中心已注销，原有资产由新设直接控股子公司工控土管承接。

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

### (1) 直接出让

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

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

### (2) “双变性”后土地出让

2012年，经南昌市政府批准，公司成为南昌市唯一授权进行土地“双变性”的企业。公司“双变性”土地来源主要为已收储的土地和系统内改制企业尚未被工业土储中心收储的抵债土地。随着“双变性”工作的完成，2015年之后公司土地资产运作业务由直接出让模式转变为对“双变性”后土地出让，未来该业务亦全部为对“双变性”后土地出让<sup>7</sup>。

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

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

<sup>6</sup> 《南昌市人民政府办公厅关于印发南昌市工业企业土地储备中心操作办法的通知》（洪府厅发【2005】40号）。

<sup>7</sup> 棚户区改造业务涉及土地出让无需进行“双变性”即可出让。



公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地，是公司土地资产运作收入的重要保障；但受房地产市场波动和相关政策等因素影响，公司逐步放缓土地出让节奏，收入逐年下降

工业土储中心收储工作主要集中在 2005 年~2010 年，收储土地资产已于 2013 年基本完成了“双变性”工作。截至 2023 年末，公司拥有待出让土地使用权合计 306.02 亿元，其中账面原值 15.83 亿元土地使用权暂未办理权证；账面原值 217.18 亿元的土地已缴纳土地出让金。公司土地使用权主要位于主城区、湾里区、南昌经济技术开发区（以下简称“南昌经开区”）。

公司自 2015 年开始出让“双变性”后土地。2021 年~2022 年，公司分别完成土地出让 76.66 亩和 92.54 亩，分别确认收入 4.64 亿元和 2.01 亿元；毛利率分别为 6.08%和-14.29%。2022 年受当地土地市场低迷影响，公司出让的土地价格低于评估价值，故毛利率为负。2023 年因全国土地市场低迷，公司未出让土地。

从土地价格来看，2021 年~2022 年，公司出让土地平均单价为 604.77 万元/亩和 217.20 万元/亩。2021 年公司出让土地平均单价较高主要系出让土地地理位置等因素所致。

2024~2027 年，公司拟出让的土地面积合计 359.63 亩，主要位于青山湖区、南昌经开区，预计可获得 5.31 亿元土地资产运作收入。

图表 6 公司 2024~2027 年土地出让计划表（单位：亩、万元）

年份	土地产权证号	位置	面积	预计收入	入账方式
2024	赣（2017）南昌市不动产权第 0072408 号	南昌市昌北双港大道	41.78	9405.51	评估法
	洪土国用（登湖 2015）第 D034 号/洪土国用（登湖 2015）第 D035 号	青山湖区解放东路 105 号	61.19	18694.93	评估法
2025	赣 2018 南昌市不动产权第 0211642 号	南昌经开区玉屏东大街 1099 号	13.45	1310.19	评估法
	赣 2019 南昌市不动产权第 0079100 号	南昌经开区玉屏东大街 1099 号	65.84	6413.13	评估法
2026	赣 2019 南昌市不动产权第 0078953 号	南昌经开区玉屏东大街 1099 号	160.73	15655.86	评估法
2027	赣 2018 南昌市不动产权第 0211117 号	南昌经开区玉屏东大街 1099 号	7.67	747.09	评估法
	赣 2019 南昌市不动产权第 0075693 号	南昌经开区玉屏东大街 1099 号	8.97	873.72	评估法
-		合计	359.63	53100.43	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地，预计未来可持续获得土地资产运作收入。但同时，受房地产市场波动和相关政策等因素影响，且公司正逐步调整收入结构，以摆脱对土地出让利润的依赖，预计土地出让节奏将持续放缓。

### 房地产开发

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

## 1. 棚户区改造

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

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

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

根据棚户区改造项目销售定价方案，公司该业务可实现的销售收入规模较小，且易出现亏损。因此，根据洪府厅字【2012】360号文，南昌市人民政府为公司配置了6宗土地，以土地转让后价款平衡公司的建设资金。其中，3宗土地已办理权属单位为公司的土地使用权证；剩余3宗土地使用权证权属单位仍为原改制企业，权证获取时间尚未明确。截至2023年末，上述6宗土地中南昌柴油机厂（湾里）地块、南昌三健电气有限公司地块和南昌无线电三分厂地块已转让，其余地块均尚未对外转让（详见下图表）。此外，双港棚改项目剩余土地71.62亩将用于招拍挂出让，平衡建设资金。

图表7 截至2023年末公司剩余配置平衡资金土地情况（单位：亩、万元）

地块	土地证号	土地类型	总面积	用于改造资金平衡地块面积	入账金额
南昌华洪机械厂地块	洪土国用（登湾2014）第D010号， 洪土国用（登湾2014）第D011号	划拨	112.73	53.00	671.30
江西防爆电机厂地块	-	-	-	16.89	-
南昌化工设备厂地块	-	-	-	13.34	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2023年末，公司在建棚户区改造项目主要有南昌油脂化工厂棚户区改造项目、南昌通用机械厂棚户区改造项目、湾里三健棚户区改造项目、江化机棚户区改造项目，上述项目（已完工及在建项目）合计建筑面积45.77万平方米，合计计划总投资3.39亿元，累计投资1.66亿元，尚需投资1.73亿元。同期末，公司暂无拟建棚户区改造项目。

## 2. 商品房开发

随着房地产类子公司无偿划出，公司商品房项目大幅减少，剩余在售项目销售进度较慢，相关收入逐步缩减，且无在建及拟建商品房项目，未来该业务收入具有较大不确定性



公司商品房开发业务原由江西鑫润置业有限公司（以下简称“鑫润置业”）、江西广发房地产开发有限公司（简称“广发房开”）、江西隆和房地产开发有限公司（以下简称“隆和房开”）以及江西江联房地产开发有限公司（以下简称“江联防开”）负责。隆和房开、广发房开和鑫润置业均拥有房地产开发二级资质，江联防开拥有房地产开发三级资质。

2022年，公司除江联防开外所有房地产类子公司全部划出，相应房地产开发收入大幅下降。2021年~2023年，公司分别实现商品房销售收入6.36亿元、1.14亿元和1.58亿元。截至2023年末，公司无在建及拟建房地产项目。同期末，公司在售的房地产项目仅剩梅湖香榭丽，该项目于2013年开始销售，目前仍在销售当中，销售进度较慢，且预计未来相关收入将逐步缩减。

图表8 截至2023年末公司主要在售房地产项目情况（单位：万元、平方米）

项目	总投资	累计投资	建筑面积	可销售面积	已实现销售金额	未销售面积	后续可售金额
梅湖香榭丽	38908.00	38908.00	92184.56	58842.00	32592.58	6067.38	7949.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 商品生产销售及贸易

公司商品生产销售及贸易业务收入规模不断增加，是公司收入的重要组成部分；但该业务易受大宗商品市场行情等因素影响，未来收入规模及毛利率水平存在一定的不确定性

在对市属国有企业改制的过程中，公司协助南昌市人民政府对优质的国有资产进行了重组和整合，并对部分整合过后的资产进行管理。由此，公司业务范围扩展至电线电缆、印刷品、化肥等工业产品生产销售业务。目前，公司商品生产销售及贸易业务板块主要由直接控股子公司产投商贸、间接控股子公司海南工控国鑫国际贸易有限公司（简称“海南国鑫”）、南昌国资下属子公司江西久隆贸易有限公司（简称“久隆贸易”）、江西华源江纺有限公司（简称“华源江纺”）经营。其中，产投商贸主要经营产品为各类煤炭、钢材、贵金属及化工产品，海南国鑫主要经营产品为铁矿石、多晶硅及建筑材料，久隆贸易主要经营钢材贸易，华源江纺主要生产销售纺织品等。

业务模式方面，产投商贸煤炭及钢材业务主要采用以销定产模式，主要为针对项目建设企业定向代采钢材、针对客户采购原煤、针对下游钢厂采购主焦煤半成品等；海南国鑫业务模式主要为针对生产企业的大宗原材料的代理采购、针对施工企业的建筑材料的集采直销和针对钢铁企业的铁矿石加工销售；久隆贸易主要采取直接销售和委托代理销售两种模式开展钢材销售活动。直接销售模式下，久隆贸易直接从钢铁生产企业、贸易企业等上游单位采购建筑钢材、工业板材及冶金原材料等商品，通过自主开拓销售网络直接销售，赚取差价获取收益。委托代理销售模式下，久隆贸易根据委托方的要求向上游批量或定向采购相应产品，分批销售给委托方，久隆贸易享受上游给予的批量采购优惠政策，并根据合同约定及委托方回款情况执行现款现货或收取延期付款利息；华源江纺生产所需的原材料主要为纱，华源江纺根据销售的需要实行以销定产，向上游供应商进行采购。

图表 9 公司商品生产销售及贸易业务收入和毛利率构成（单位：万元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭	44497	3.18	12735	1.80	101594	2.46
钢材	269679	0.92	341675	0.28	263314	0.69
铁矿石	-	-	68546	13.69	147381	0.95
多晶硅	-	-	7001	-123.50	-	-
建筑材料	171	38.64	13423	3.61	11035	3.51
纺织品	47579	1.04	49072	1.00	59270	0.73
铜	38410	0.47	97678	0.42	148506	0.23
其他	15342	31.13	52626	6.82	87281	-0.82
<b>合计</b>	<b>415677</b>	<b>2.26</b>	<b>649828</b>	<b>2.15</b>	<b>818380</b>	<b>0.75</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年来，公司商品生产销售及贸易业务收入规模不断增加，已成为公司收入的重要组成；但毛利率水平较低，且逐年下降。供应商与销售客户集中度方面，2023 年公司商品生产销售及贸易业务供应商前五名供应额占比合计 51.74%，销售客户前五名销售金额占比合计 39.55%，由于产品品类较多，故集中度一般。

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

### 房屋及物业管理

公司房租及物业管理业务主要为名下投资性房地产实现的租金收入，客户主要为省内客户，分布较为分散，客户从事不同行业，不存在客户集中风险。公司对于公允价值计量的投资性房地产，不计提折旧或摊销。2021~2023 年，公司房租及物业管理收入为 3.84 亿元、1.35 亿元和 2.96 亿元，其中 2022 年大幅下降主要系为支持经济发展公司减免租金所致；毛利率分别为 96.29%、92.59%和 91.93%，保持较高水平。

### 其他

公司其他业务主要包括担保、融资租赁、信用证、利息等类金融业务板块。作为南昌市最重要的产业投资主体，公司通过设置金融服务公司以支持当地产业发展，包括专业的担保公司南昌工控产业担保有限公司（以下简称“昌工产担”）、租赁公司中通租赁、转贷公司南昌工控惠企转贷服务有限公司（以下简称“工控惠企”）和南昌市企业转贷金融服务有限公司（以下简称“南昌金服”）、资产管理公司南昌市雍盛资产经营管理有限公司。

#### 1.担保业务

公司担保业务是公司类金融服务重要组成，主要由昌工产担负责。昌工产担通过自主营销、银行推荐获得担保项目，依照“统一管理、分级决策、分类授权、责权对等”的原则确定最终担保项目。截至 2023 年末，昌工产担为 3613 家中小企业提供融资担保，在保余额 114 亿元，担保放大倍数为 9.74 倍。行业分布方面，截至 2023 年末，昌工产担为工业企业担保余额占比 43.39%，建筑企业担保余额占比 22.2%。

昌工产担担保费率总体处于 0%~2.0%区间范围。2021~2023 年，公司担保业务收入分别

为 7446 万元、11591.34 万元和 13632.60 万元。担保代偿方面，截至 2023 年末昌工产担保代偿余额 10652.59 万元。由于公司担保业务的被担保单位为中小企业，数量较多，单笔金额较小，目前整体资产质量良好，发生代偿的概率较低，对公司影响较小。

## 2.融资租赁及信用证业务

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

融资租赁产品类型主要有售后回租、直接租赁等，以售后回租业务为主。2023 年末，中通租赁单一最大客户租赁资产比例为 45.70%，前六大客户租赁资产合计达 100%，客户较为集中，单个客户信用风险对公司影响较为重大，客户中主要业务分类集中在零售批发、商业服务、制造业等，五级分类均为正常类。从区域分布来看，中通租赁目前主要集中在江西省尤其是南昌市开展业务。2021 年~2023 年，中通租赁融资租赁收入分别为 4093.05 万元、12846.88 万元和 4137.80 万元，毛利润分别为 94.77 万元、2402.78 万元和 758.70 万元。为防范风险，中通租赁采取了银行保函担保、保证金质押等措施。

公司 2018 年新增信用证业务，业务规模逐步扩大，但 2022 年我国监管部门对融资租赁行业的监管加强，特别是对租赁信用证业务的监管进一步收紧，受此影响公司之后未开展信用证业务。2021 年中通租赁确认信用证收入 12.54 亿元，结转成本 12.08 亿元，成本主要由银行手续费及贴现费用构成。

## 3.转贷服务

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

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

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

转贷业务原则上按照每天最高上限 1%的比例向转贷企业收取资金使用费。2021 年~2023 年，公司转贷业务收入为 6699.83 万元、1952.88 万元和 503.22 万元，受宏观经济环境影响，公司转贷业务规模有所缩减，收入大幅下降。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为人民币 47.71 亿元，南昌市人民政府与江西行政事业集团分别持有公司 91.04%和 8.96%的股权，南昌市人民政府为公司的实际控制人。

## 治理结构

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

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

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

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

## 管理水平

公司下设党委办公室、行政办公室、纪检监察办公室、宣传与信息中心、工会联合办公室、人力资源部、财务部、金融证券部、战略管控部、投资发展部、资产运营部、法务风控部、审计部、综治安保部、招投标采购中心，共15个职能部门。

公司通过制订《集团会议“第一议题”制度》、《贯彻落实“三重一大”事项集体决策制度的实施办法》、《经济运行调度管理办法》等规章制度明确了各项业务基本流程和各职能部门和人员责任范围。对于下属子公司，公司建立《合同（协议）审核制度》、《投资监督管理办法》、《资金管理办法》、《全面预算管理办法》以及人员管理、考核的相关制度，将下属子公司的资产、人员、财务纳入管理体系，确保下属子公司规范运作和健康发展。

总体来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，同时制定了财务管理制度、项目建设管理制度和招投标管理制度，能够满足日常经营管理的需要。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2021年~2023年及2024年1~3月合并财务报表。大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年财务数据进行了审计，鹏盛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年财务数据进行了审计，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年的合并财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；2024年1~3月合并财务报表未审计。

截至2024年3月末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共14家（详见图表1）。2021年，公司直接控股子公司南昌国宁机械制造有限公司划入子公司南昌国金，调整为间接控股子公司。2022年，公司无偿划出直接控股子公司国资置业、南昌三建，原间接控股子公司南昌产投投资基金管理有限公司调整为直接控股。2023年，公司合并范围直接控股子公司未发生变化。



### 资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模有所下降，2022年末大幅下降主要系公司偿还大量债务、划出子公司所致；公司资产中土地资产、房产和应收类款项占比较高，资产流动性一般

近年来，公司资产规模有所下降，2022年末大幅下降系偿还债务、划出南昌三建及房地产类子公司所致，非流动资产为公司资产的主要构成，占比约70%。

图表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
<b>资产总额</b>	<b>902.27</b>	<b>817.46</b>	<b>806.96</b>	<b>810.23</b>
<b>流动资产</b>	<b>322.45</b>	<b>263.39</b>	<b>216.95</b>	<b>220.43</b>
其他应收款	73.46	97.39	54.82	56.71
货币资金	77.21	37.80	41.25	43.96
存货	53.21	38.35	33.90	34.39
应收账款	24.21	26.37	24.01	26.80
一年内到期的非流动资产	51.72	29.50	20.48	18.32
<b>非流动资产</b>	<b>579.82</b>	<b>554.07</b>	<b>590.01</b>	<b>589.80</b>
投资性房地产	362.67	362.65	383.45	383.65
债权投资	61.97	58.66	63.39	63.32
其他权益工具投资	68.07	56.24	45.50	45.85
长期股权投资	22.64	22.52	52.31	52.30
其他非流动金融资产	13.52	15.15	19.62	19.54

资料来源：公司合并财务报表，2021年~2023年末公司其他应收款不含应收利息和应收股利，2024年3月末含，东方金诚整理

#### 1、流动资产

近三年，公司流动资产规模逐年下降，主要由其他应收款、货币资金、存货、应收账款和一年内到期的非流动资产构成。

公司其他应收款主要为应收往来款、代垫改制款项等，应收对象较为分散，应收对象多为政府部门、国有企业以及关联企业资产，流动性一般。2022年末大幅增长系国资房开、隆和房开、南昌国资产业经营集团农业发展有限公司和国资置业股权划出导致原合并抵消的内部借款转为其他应收款所致；2023年末大幅下降系清理原支付的改制费用所致。2023年末，公司其他应收款应收对象前5名情况如下图表所示。其中江西城泰投资有限公司为失信企业，公司对其应收款系联合开发南昌271项目形成，按照约定待南昌271项目首次开盘后的第11个月开始回款，预计首次回款日期为2024年7月，至2025年8月31日前结清全部剩余债务，目前存在一定的回收风险。

图表 11 2023 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

应收对象	款项性质	应收金额	占比
南昌市第一建筑工程有限责任公司	借款	8.92	14.67
江西隆和房地产开发有限公司	借款	6.06	9.97
南昌市国资置业有限公司	其他往来	4.29	7.06
南昌市国有资产监督管理委员会	应收政府单位款项	2.82	4.63
江西城泰投资有限公司	应收政府单位款项	2.29	3.77

合计	-	24.38	40.10
----	---	-------	-------

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司为满足日常生产经营与投资需要，持有货币资金规模较大，以银行存款为主。截至 2023 年末，公司受限货币资金为 6.05 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

随着公司产业园区与棚改项目建设的完工结算，公司存货有所下降，主要由在产品、产成品、项目建设成本和土地使用权构成。2023 年末，公司存货中开发成本为 12.02 亿元，主要为棚户改造项目建设成本、产业园区建设成本和土地使用权构成；开发产品 16.58 亿元，主要为建成的厂房及部分产业园项目。同期末，公司存货中土地使用权合计 4.39 亿元，多为工业用地，其中账面价值 3.76 亿元的土地已缴纳土地出让金。

近年来，公司应收账款规模小幅波动。2023 年末应收对象前五名分别为江西捷锐机电设备有限公司（3.80 亿元）、江西泽林房地产开发有限公司（2.25 亿元）、南昌县财政局（土地款，1.82 亿元）、江西安合达科技有限公司（1.75 亿元）和南昌市财政局（土地款，1.68 亿元），合计占比 44.18%。综合来看，公司应收类资产规模较大，占比较高，对公司资金形成较大占用。

公司一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的债权投资，2023 年末为 16.46 亿元，主要包括对南昌高新投资集团有限公司（4.32 亿元）、南昌国资产业经营集团房地产开发有限公司（3.40 亿元）、华南国际工业原料城（深圳）有限公司（2.70 亿元）和泰豪集团有限公司（1.50 亿元）等公司的债权投资。

## 2、非流动资产

近年来，公司非流动资产规模有所波动。2023 年末公司非流动资产以投资性房地产、债权投资、其他权益工具投资、长期股权投资和其他非流动金融资产为主。

公司投资性房地产以土地使用权及房屋建筑物构成，近年来规模有所增长。2023 年末，公司投资性房地产中房屋建筑合计 81.06 亿元，土地使用权合计 302.40 亿元，其中 0.55 亿元土地使用权未办理权证；账面价值 217.87 亿元的土地已缴纳土地出让金，其余土地无需缴纳。

随着公司职能定位的加强，公司对外股权及债权投资规模较大。2023 年末，公司债权投资主要包括公司从长城、华融等资产管理公司整体打包收购来的债权及对南昌市人民政府主导的产业投资形成的债权资产等。同期末，公司其他权益工具投资主要为产业投资业务形成的股权投资与基金投资，主要包括对井冈山复朴新世纪股权投资合伙企业（有限合伙）、南昌江广泰投资咨询有限合伙企业（有限合伙）等公司的投资。公司长期股权投资主要为对合营企业及联营企业的投资，2023 年末大幅增长系持有江西银行股份有限公司原股权从其他权益工具转入所致。公司其他非流动金融资产主要为以公允价值计量的股权投资，2023 年末主要由对江西高层次人才股权投资项目（5.80 亿元）、安义县工投联动投资项目（3.99 亿元）和上海君和同行私募基金项目（2.81 亿元）的投资构成。

2023 年末，公司受限资产账面价值为 60.36 亿元，合计占净资产的比例为 14.37%。

## 资本结构

**得益于股东南昌市人民政府资产及资金注入与未分配利润累积，公司所有者权益总体保持增长**

近年来，公司所有者权益规模总体保持增长。其中，2022 年末公司实收资本大幅增长，系以资本公积转增实收资本 40.00 亿元所致；资本公积主要系南昌市人民政府无偿划入股权、注



入重点产业投资引导资金，以及政府在公司土地“双变性”过程中，将公司未补缴的土地出让金作为股东投资无偿注入公司所致，2022年末大幅下降系40亿元资本公积转增实收资本以及无偿划出南昌三建及房地产类公司所致，2023年末增长系南昌市人民政府无偿划入江西银行股份有限公司股权等资产所致。未分配利润为公司历年经营产生的净利润累积，2022年末大幅增长主要系因部分企业划出调增期初未分配利润所致。2022年末，其他综合收益大幅下降系公司对欧菲光投资亏损调减留存收益所致。

图表 12 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
<b>所有者权益</b>	<b>406.81</b>	<b>394.51</b>	<b>420.07</b>	<b>417.38</b>
实收资本	7.71	47.71	47.71	47.71
资本公积	358.48	306.30	326.24	326.24
未分配利润	31.89	37.09	37.45	34.71
其他综合收益	1.44	-4.80	-1.53	-1.53

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

### 受合并范围变化影响，公司负债总额有所下降，流动负债和非流动负债占比均衡

近三年，随着部分高负债水平的房地产公司、南昌三建无偿划出及公司严控债务规模逐步推进，公司负债总额有所下降；但流动负债波动较大。结构上，公司流动负债和非流动负债占比相对均衡。

图表 13 公司负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
<b>负债总额</b>	<b>495.46</b>	<b>422.95</b>	<b>386.89</b>	<b>392.85</b>
<b>流动负债</b>	<b>220.20</b>	<b>133.68</b>	<b>181.14</b>	<b>173.94</b>
一年内到期的非流动负债	68.77	14.62	68.29	56.04
其他应付款	70.79	67.00	47.86	48.60
短期借款	38.06	33.21	37.65	42.60
应付账款	25.61	7.54	8.90	9.99
<b>非流动负债</b>	<b>275.26</b>	<b>289.27</b>	<b>205.75</b>	<b>218.91</b>
专项应付款	85.61	80.78	43.13	58.77
长期应付款	27.90	22.50	15.50	
应付债券	94.20	110.79	73.81	83.49
长期借款	51.74	59.56	56.82	60.18

资料来源：公司合并财务报表，2021年~2023年末其他应付款不含应付利息和应付股利，2024年3月末含，东方金诚整理

### 1、流动负债

公司流动负债以一年内到期的非流动负债、其他应付款、短期借款和应付账款等为主。公司一年内到期的非流动负债规模大幅波动，2023年末主要包括一年内到期的应付债券（46.87亿元）和长期借款（21.41亿元）。近年来，公司短期借款规模小幅波动，主要借款对象包括中国银行、农业银行、建设银行等，2023年末借款利率介于2.9%至4.0%。公司应付账款以应支付的工程款为主，2022年随着国资置业等房地产开发公司划出而大幅下降。

近年来，公司其他应付款有所下降，但规模仍较大，占流动负债的比重较高，且账龄较长，主要为应付的代垫拆迁款、无息贷款、往来款等。2023年末，公司其他应付款主要为应付南昌

市政公用控股有限责任公司（以下简称“南昌公用”）7.50亿元、南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨交”）7.00亿元、南昌市工业企业土地储备中心2.86亿元、中国华源集团有限公司2.50亿元和南昌市科技金融服务中心1.47亿元。其中应付南昌公用与南昌轨交的款项系根据南昌市政府《关于构建市重大产业投资主体并增资有关问题协调会议纪要》，南昌公用与南昌轨交分别对国金工投出资，上述出资款先以无息贷款形式存在，未来将转变为对国金工投的增资款。

## 2、非流动负债

公司非流动负债主要由专项应付款、长期应付款、应付债券和长期借款等构成。其中，公司专项应付款主要为南昌市人民政府拨付的南昌市级产业引导扶持资金、用于兜底改制的土地出让返还金、专项扶持资金和各项专项用途资金等。2023年末大幅下降主要系兜底改制资金及市重点产业引导资金减少所致。随着大量融资租赁及应付基金投资款到期，公司长期应付款规模持续下降，目前主要为应付产业基金投资款和应付融资租赁款。

近年来，公司债券融资规模较大，应付债券系公司及子公司发行的“21南昌工控债01/21南昌控02”、“22南昌产投债01/22洪产02”等债项一年以上到期的余额。同期末，公司长期借款规模有所波动。2023年末公司长期借款主要借款对象包括进出口银行、农业发展银行等，借款利率介于3.3%至4.5%。

## 3、全部债务

**跟踪期内，公司短期有息债务规模快速增长，面临较大的短期偿债压力；得益于资产无偿划入及部分高负债水平的房地产公司、南昌三建无偿划出，公司资产负债率逐年下降**

公司全部债务规模有所波动，其中大幅下降，主要系大量债务到期偿还及部分企业划出，所致。公司债务资金主要用于项目建设、产业投资、补充流动资金等。2023年末，公司全部债务中短期有息债务占比44.36%，公司面临较大的集中偿债压力。近年来，随着股东及相关各方资产注入、部分高负债水平的房地产公司和南昌三建无偿划出以及公司大量债务偿还，公司资产负债率持续下降。但预计随着公司产业投资业务的继续开展，公司的债务规模及债务率水平或将有所上升。

图表 14 公司全部债务及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021年末	2022年末	2023年末	2024年3月末
全部债务	290.64	246.26	262.63	268.66
其中：长期有息债务	173.83	192.84	146.13	159.17
短期有息债务	116.80	53.41	116.49	109.50
资产负债率	54.91	51.74	47.94	48.49

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

2024年3月末，公司对外担保余额为10.17亿元，担保比率为2.44%，被担保方为江西易道智尚投资发展有限公司（民企，0.13亿元）、江西国焯置业有限公司（民企，0.80亿元）、南昌陌上园管理有限公司（国企，2.20亿元）、南昌市力资房地产开发有限公司（民企，1.26亿元）、南昌硒谷产业园有限公司（国企，1.64亿元）、南昌鑫资房地产开发有限公司（民企，4.15亿元）。公司担保对象主要为公司参股企业和当地国有企业，代偿风险相对较小。

## 盈利能力

近年来，公司营业收入大幅波动，利润总额降幅较大，主要盈利指标处于较低水平，盈利能力较弱

近年来，公司营业收入大幅波动，2022年大幅下降主要系南昌三建等子公司划出所致。同期，公司营业利润率亦随之变化。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，2021年~2023年占营业收入的比重分别为12.49%、14.89%和12.06%。

2021年以来，受当地房地产市场景气度下降影响，公司投资性房地产重新评估带来的公允价值变动收益大幅减少。作为产业投资公司，投资收益是公司利润总额的重要组成部分，2021年~2023年投资收益主要系处置联创电子和欧菲光股权所得。公司财政补贴规模较小，对公司利润影响不大。公司总资本收益率和净资产收益率水平较低且逐年下降，盈利能力较弱。

图表 15 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
营业收入	105.91	81.02	94.52	20.84
营业利润率	9.48	11.31	9.78	9.05
期间费用	13.23	12.07	11.40	2.80
利润总额	6.84	4.12	1.98	-2.55
公允价值变动收益	2.42	-0.39	-0.40	-1.60
投资收益	7.30	5.02	3.07	0.15
财政补贴	0.41	0.39	0.50	0.00
净利润	4.33	1.28	0.88	-2.63
总资本收益率	2.18	1.84	1.46	-
净资产收益率	1.06	0.32	0.21	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

## 现金流

公司经营与投资性现金流规模波动较大，公司产业投资资金来源对筹资活动依赖较重

公司经营活动现金流入主要是收到信用证业务收入、补缴土地出让金返还款、主营业务回款、各项专项应付款以及投资款等所形成的现金流入。公司现金收入比率处于较高水平，项目回款情况较好；公司经营活动现金流出主要为支付项目建设款、改制费用和产业项目投资款、与其他单位的往来款等形成的现金流出。公司经营性现金流主要表现为净流出，2022年降幅较大系公司当期往来款流入较小及南昌三建与房地产开发类企业划出所致。

图表 16 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
经营活动现金流入	148.59	88.83	197.32	46.54
现金收入比率 (%)	100.12	97.15	146.86	121.02
经营活动现金流出	149.53	140.39	203.30	43.76
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-0.94</b>	<b>-51.56</b>	<b>-5.98</b>	<b>2.78</b>
投资活动现金流入	36.16	70.53	48.30	1.55
投资活动现金流出	65.96	46.38	43.09	2.23
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-29.80</b>	<b>24.15</b>	<b>5.21</b>	<b>-0.68</b>

筹资活动现金流入	164.87	152.85	116.92	25.46
筹资活动现金流出	128.80	159.41	114.62	24.84
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>36.06</b>	<b>-6.56</b>	<b>2.30</b>	<b>0.61</b>
现金及现金等价物净增加额	5.32	-33.97	1.53	2.71

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

受公司产业投资及回收进度影响，公司投资性净现金流波动较大。公司投资活动现金流入主要为收回投资与获得投资收益所形成的现金流入；投资活动现金流出主要为对外投资与购建固定资产所形成的现金流出，受当期投资计划影响持续下降。

近年来，公司筹资性现金流净额大幅波动。公司筹资活动现金流入规模较大，以取得借款、吸收投资获得的现金流入为主；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息形成的现金流出。近三年一期，公司现金及现金等价物净增加额波动较大。

### 偿债能力

考虑到公司承担了南昌市范围内的产业投资和国有资产运营，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，业务构成较为多元化，备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力很强

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

从长期偿债能力指标来看，近年来，公司长期债务资本化比率及全部债务资本化比率均有所波动；EBITDA 对利息可以覆盖，但对全部债务的保障程度较弱。

图表 17 公司主要偿债能力指标（单位：%）

项目	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)	2024年3月(末)
流动比率	146.43	197.03	119.76	126.73
速动比率	122.27	168.34	101.05	106.96
现金比率	35.07	28.28	22.77	25.27
货币资金短债比(倍)	0.66	0.71	0.35	0.40
经营现金流动负债比率	-0.43	-38.57	-3.30	-
长期债务资本化比率	29.94	32.83	25.81	27.61
全部债务资本化比率	41.67	38.43	38.47	39.16
EBITDA 利息倍数(倍)	1.55	1.35	1.19	-
全部债务/EBITDA(倍)	15.92	16.45	22.90	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，公司债务期限结构如下图所示，一年内到期债务规模为 120 亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款及发行债券）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，公司经营性净现金流持续为负，且公司经营活动现金流易受波动较大的往来款影响，未来缺乏稳定性。间接融资方面，公司备用流动性较为充足，截至 2024 年 3 月末，公司获得多家银行综合授信 317.89 亿元，未使用额度为 114.26 亿元。直接融资方面，公司储备了中期票据、PPN 等债券批文额度合计 171.00 亿元，尚未使用额度为 43.60 亿元。



图表 18 截至 2024 年 3 月末公司全部债务期限结构情况 (单位: 亿元)

偿还年份	1 年内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
到期偿还金额	120.00	40.81	44.58	16.44	17.15	29.69

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱, 但考虑到公司承担了南昌市范围内的产业投资和国有资产运营, 业务区域专营性很强, 业务稳定性及可持续性很强, 业务构成较为多元化, 备用流动性较为充足。整体来看, 公司自身的偿债能力很强。

### 过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告 (自主查询版), 截至 2024 年 5 月 27 日, 公司本部已结清和未结清贷款中均无不良或关注类贷款记录。截至本报告出具日, 公司已发行的各类债券到期本息均已按期支付。

## 外部支持

### 支持能力

#### 宏观经济和政策环境

#### 一季度经济增速超预期, 稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%, 增速高于去年四季度的 5.2%, 也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标, 超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个: 一是前期降准、LPR 降息相继落地, 以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施, 提振内需效果逐步显现, 其中, 一季度基建投资 (不含电力) 同比增长 6.5%, 较去年全年增速加快 0.6 个百分点, 是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表, 经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响, 年初海外需求回暖, 对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”, 背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%, 名义 GDP 增速仅为 4.2%, 而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外, 从经济增长结构来看, 一季度高技术制造业生产较快增长, 基建和制造业投资加速, 以及外需明显回暖, 这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远, 与之相反的是, 楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后, 季度 GDP 按生产法统计, 而当前宏观经济存在明显的“供需需弱”特征, 物价低迷即体现了这一点。

展望未来, 二季度稳增长政策效果会进一步体现, 外需对经济增长的拉动力有望继续增强, 经济增长动能回升势头将会延续, 叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低, 二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时, 如何引导房地产行业尽快实现软着陆, 以及推动物价温和回升, 将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

**2024 年二季度将进入宏观政策观察期, 货币政策降息降准概率不大, 但新增信贷有望反弹, 政府债券发行将会提速, 房地产行业支持政策力度也将进一步加大**

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的1万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

### 区域经济和财政状况

南昌市是江西省的省会、长江中游城市群中的重要节点城市，地处我国中部，位于我国第一大淡水湖鄱阳湖西南岸，与长江三角洲、珠江三角洲、海峡西岸经济区相毗邻。截至2023年末，南昌市下辖6区3县，同时设有1个国家级新区（赣江新区）、3个国家级开发区（南昌国家高新技术产业开发区、南昌经济技术开发区和南昌小蓝经济技术开发区），总面积7402.36平方公里，常住人口656.82万人。

南昌市交通便利、环境优越、区位优势明显。京九、浙赣、皖赣等铁路纵贯城区，昌北国际机场开通了直通北京、上海、香港、首尔等国内外各大城市40多条航线，水路可由鄱阳湖入长江，经上海港直达世界各地。

南昌市自然资源丰富，水能、旅游资源优势明显。南昌市水网密布，赣江、抚河、玉带河、锦江、潦河纵横境内；湖泊众多，拥有青岚湖、军山湖、金溪湖、瑶湖、白沙湖、南塘湖等数百个大小湖泊。同时，南昌市作为国家历史文化名城，拥有滕王阁、南昌八一起义纪念馆、西山万寿宫、绳金塔、南昌汉代海昏侯国遗址公园、安义古村群、八大山人梅湖景区、梅岭国家级风景名胜区等著名景点，旅游资源丰富。

### 近年来，南昌市逐步构建“4+4+N”的新型产业体系，支柱产业发展迅速，经济实力很强

受益于便利的交通和区位优势，近年来南昌市经济保持稳定发展，经济实力很强。2021年~2023年，南昌市经济增速分别为8.7%、4.1%和4.0%。

近年来，南昌市致力于构建“4+4+X”<sup>8</sup>新型产业体系，规模以上工业增加值增速保持较高水平，工业经济实力很强。2021年~2023年，南昌市规模以上工业企业实现营业收入7723.86亿元、7722.93亿元和6500.00亿元。其中2023年，南昌市电子信息（含电子信息服务业）全产业链营业收入突破2400亿元，汽车及装备、新材料、医药健康等全产业链营业收入均超千亿元。2023年1~11月，规上战略性新兴产业、高技术制造业、装备制造业增加值分别增长7.0%、8.1%、8.3%，实现经济下行压力下逆势增长。2023年，南昌市华创新材锂电铜箔、中微半导体生产基地等项目建成投产，华勤千亿产业园、华润微MEMS传感器产业园二期、欣旺达动力电池、传烁科技等项目快速推进。上述项目的建设，将推动南昌市“4+4+X”新型产业体系的建设和发展。

<sup>8</sup> 即四大战略性新兴支柱产业（汽车及新能源汽车、电子信息、生物医药、航空装备）、四大特色优势传统产业（绿色食品、现代轻纺、新材料、机电装备制造）及若干生产性服务业。



图表 19 南昌市主要经济指标情况 (单位: 亿元、%)

主要指标	2021年		2022年		2023年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	6650.53	8.7	7203.50	4.1	-	4.0
人均生产总值(元)	104788	-	111031	1.8	-	-
三次产业结构	3.6: 48.4: 48.0		3.4: 48.4: 48.2		-	
规模以上工业增加值	-	11.4	-	6.0	-	4.0
第三产业增加值	3194.11	9.1	3470.29	3.7	-	-
规模以上固定资产投资	-	11.1	-	7.6	-	-
社会消费品零售总额	2878.74	17.4	3012.00	4.6	-	6.5

资料来源: 南昌市 2021 年~2022 年统计公报, 2023 年南昌市政府工作报告, 东方金诚整理

近年来, 南昌市服务业提档升级, 对经济增长的贡献稳步提升。凭借着丰富的旅游资源, 2021 年~2023 年, 南昌市旅游总人次分别为 1.78 亿、1.63 亿和 1.90 人次, 实现旅游综合收入分别为 1743.95 亿元、1399.33 亿元和 1977.79 亿元。2023 年, 南昌市开展“悦享金秋·乐购洪城”等促消费活动 500 余场, 发放消费券超亿元, 武商 MALL、江旅都市方舟、华润万象天地顺利开业, 全年吸引超 100 家首店进驻; 举办各类规模以上展会 83 场, 拉动综合消费超 200 亿元, 获评中国会展之星·最具创新活力会展城市和最佳会展目的地城市。此外, 2023 年, 南昌市入选全国综合型现代流通战略支点城市和国家骨干冷链物流基地, 南昌进境冰鲜水产品、水果指定监管场地投入运营。金融业方面, 2023 年末, 南昌市本外币贷款余额突破 2 万亿元; 当年新增上市公司 5 家, 累计 43 家, 占全省比重 35.54%。

经初步统计, 南昌市 2024 年一季度完成地区生产总值 1605.69 亿元, 同比增长 2.2%。其中, 第一产业增加值 40.92 亿元, 增长 1.8%; 第二产业增加值 699.15 亿元, 增长 4.9%; 第三产业增加值 865.63 亿元, 增长 0.2%。

#### 近年来, 南昌市一般公共预算收入有所波动, 政府性基金收入有所下降, 财政实力很强

近年来, 南昌市一般公共预算收入有所波动, 其中税收收入占比分别为 71.06%、60.26% 和 65.99%, 南昌市税收收入以增值税、企业所得税、契税和土地增值税为主, 2022 年受房地产市场下行及减税降费等因素影响规模有所下滑, 税收收入占比亦随之下滑。2021 年~2023 年, 南昌市政府性基金收入有所下滑, 考虑到土地出让易受房地产市场波动和相关政策等因素影响, 未来南昌市以土地出让收入为主的政府性基金收入亦存在一定的不确定性。

2021 年~2023 年, 南昌市一般公共预算支出有所波动, 地方财政自给率亦有所波动, 地方财政收支平衡能力一般; 同期, 政府性基金支出有所下降, 主要为国有土地使用权出让收入安排的支出。

截至 2023 年末, 南昌市地方政府债务余额 1678.6 亿元, 其中一般债务余额 569.8 亿元, 专项债务余额 1108.8 亿元; 余额未超过核定限额。政府债务管理方面, 近年来南昌市积极采取各项措施加强对地方政府债务的管理, 陆续印发《关于加强人大对政府债务审查监督的实施意见》和《南昌市政府性债务风险应急处置预案》等文件, 构建政府债务风险防控体系, 防范和化解财政金融风险。

图表 20 南昌市财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2021年	2022年	2023年
1 地方财政收入	895.80	747.80	771.00
一般公共预算收入	484.80	457.70	500.20
其中：税收收入	344.50	275.80	330.10
政府性基金收入	411.00	290.10	270.80
2 上级补助收入	-	-	-
列入一般公共预算的上级补助收入	-	-	-
列入政府性基金的上级补助收入	-	-	-
<b>财政收入（1+2）</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
1 地方财政支出	1400.10	1194.90	1189.30
一般公共预算支出	870.00	938.80	925.60
政府性基金支出	530.10	256.10	263.70
2.上解上级支出	-	-	-
<b>财政支出（1+2）</b>	<b>1400.10</b>	<b>1194.90</b>	<b>1189.30</b>
财政自给率	55.72	48.75	54.04
地方债务限额	1567.83	1607.92	1732.80
地方债务余额	1375.56	1481.74	1678.60
政府负债率	20.68	20.57	-
政府债务率	-	-	-

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：2021年~2022年南昌市财政决算情况及2023年南昌市预算执行情况，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

经初步统计，2024年一季度，南昌市完成一般公共预算收入160.00亿元，同比增长1.7%，其中，税收收入102.77亿元。

综上所述，东方金诚对南昌市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

### 支持意愿

**公司作为南昌市最重要的产业投资和国有资产运营主体，在政策、资产和资金等方面获得了股东及相关各方的大力支持**

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

公司承担了南昌州市属国有（集体）企业改制的职能。为支持公司业务开展和日常经营，南昌市政府授予土地“双变性”权限，公司为南昌市唯一一家获得该权限企业。即公司按照土地评估价值的40%向南昌市财政局缴纳土地出让金和契税，剩余60%作为政府对公司的无偿注入。截至2023年末，公司因土地资产“双变性”增加的资本公积143.04亿元。同时，南昌市政府以往来款形式将公司缴纳的土地出让金进行返还，为公司提供流动性支持。

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

股权划转方面，2015年，公司收到南昌市政府无偿注入的新世纪创投和金昌国资股权，增加资本公积5.26亿元。2020年，公司收到南昌市政府无偿注入的南昌国资100%股权、南昌三建51%股权和江西变压器有限责任公司83.50%股权，合计增加公司资本公积96.87亿元。2023年，南昌市政府无偿划入江西银行股份有限公司股权，增加公司资本公积17.47亿元。

财政补贴方面，2021年~2023年公司分别收到政府补贴0.41亿元、0.39亿元和0.50亿元，主要为专项资金补贴、政府扶持金等。

考虑到公司将继续在南昌市的产业投资和国有资产运营领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对南昌市的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用很强。

## 抗风险能力及结论

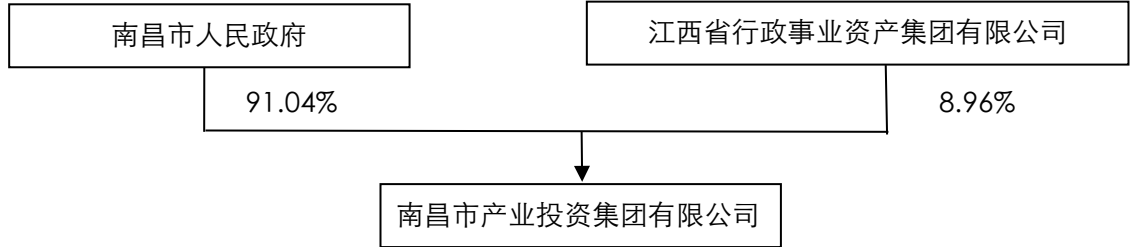
东方金诚认为，公司承担的改制企业土地资产运作、产业投资和国有资产运营等业务的区域专营性和政策性依然很强，业务构成较为多元化。同时，东方金诚也关注到，公司转贷等类金融业务对象中包括大量中小微企业，存在一定逾期风险；跟踪期内，公司短期有息债务规模快速增长，面临较大的短期偿债压力；公司资产中的土地资产、房产和应收类款项占比较高，资产流动性一般；公司产业投资中部分被投资企业经营恶化，且投资本金回收和收益情况易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响，存在一定的不确定性。

南昌市逐步构建“4+4+N”的新型产业体系，支柱产业发展迅速，经济实力很强；作为南昌市最重要的产业投资与国有资产运营主体，公司在股权划拨和财政补贴等方面继续获得股东及相关各方的大力支持。

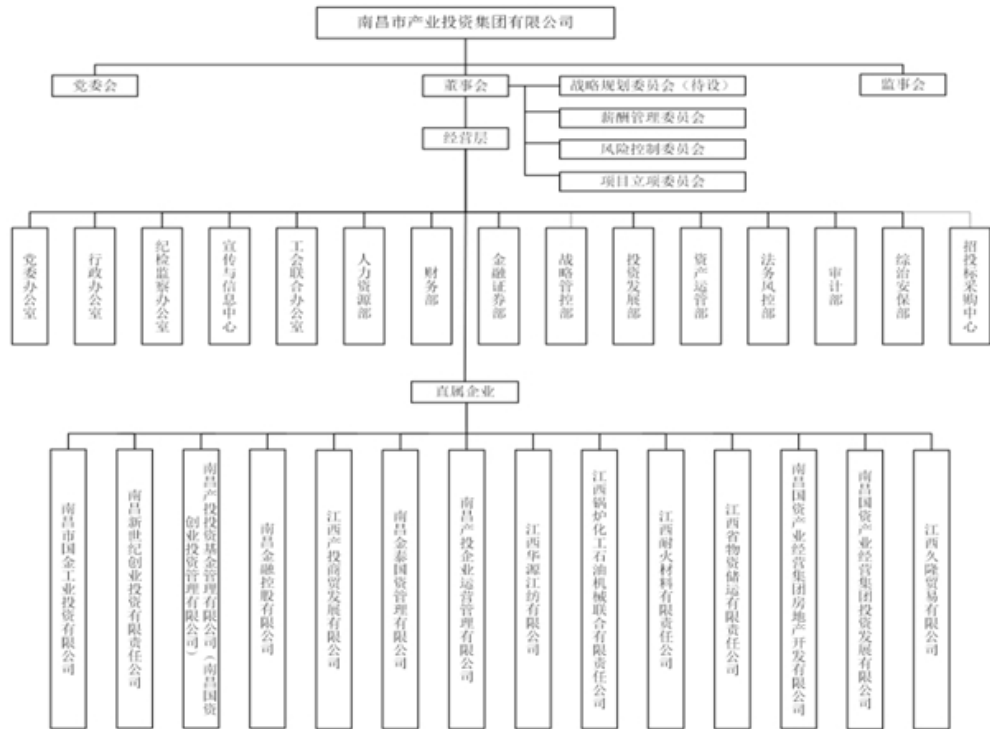
综上所述，公司自身偿债能力很强，股东及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险极低，抗风险能力极强，“19南昌工控债01/19昌控01”、“20南昌工控债01/20昌控01”、“21昌控01”、“21南昌工控债01/21昌控02”、“22洪产01”、“22南昌产投债01/22洪产02”、“23南昌产投MTN001”、“23洪产01”和“24南昌产投MTN001”到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织结构图



## 附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)	2024年3月(末)
<b>主要财务数据 (单位: 亿元)</b>				
资产总额	902.27	817.46	806.96	810.23
投资性房地产	362.67	362.65	383.45	383.65
债权投资	61.97	58.66	63.39	63.32
其他应收款	73.46	97.39	54.82	56.71
货币资金	77.21	37.80	41.25	43.96
负债总额	495.46	422.95	386.89	392.85
应付债券	94.20	110.79	73.81	83.49
长期借款	51.74	59.56	56.82	60.18
一年内到期的非流动负债	68.77	14.62	68.29	56.04
其他应付款	70.79	67.00	47.86	48.60
全部债务	290.64	246.26	262.63	268.66
其中: 短期有息债务	116.80	53.41	116.49	109.50
所有者权益	406.81	394.51	420.07	417.38
营业收入	105.91	81.02	94.52	20.84
净利润	4.33	1.28	0.88	-2.63
经营活动产生的现金流量净额	-0.94	-51.56	-5.98	2.78
投资活动产生的现金流量净额	-29.80	24.15	5.21	-0.68
筹资活动产生的现金流量净额	36.06	-6.56	2.30	0.61
<b>主要财务指标</b>				
营业利润率 (%)	9.48	11.31	9.78	9.05
总资本收益率 (%)	2.18	1.84	1.46	-
净资产收益率 (%)	1.06	0.32	0.21	-
现金收入比率 (%)	100.12	97.15	146.86	121.02
资产负债率 (%)	54.91	51.74	47.94	48.49
长期债务资本化比率 (%)	29.94	32.83	25.81	27.61
全部债务资本化比率 (%)	41.67	38.43	38.47	39.16
流动比率 (%)	146.43	197.03	119.76	126.73
速动比率 (%)	122.27	168.34	101.05	106.96
现金比率 (%)	35.07	28.28	22.77	25.27
货币资金短债比 (倍)	0.66	0.71	0.35	0.40
经营现金流动负债比率 (%)	-0.43	-38.57	-3.30	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.55	1.35	1.19	-
全部债务/EBITDA (倍)	15.92	16.45	22.90	-

注: 其他应收款不含应收利息及应收股利。

### 附件三：主要财务指标计算公式

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

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出



#### 附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

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

#### 短期债券信用等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。