



南昌市交通投资集团有限公司 2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1630 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果 南昌市交通投资集团有限公司 AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果 “23 南交 01”、“24 南交 02” AAA

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为南昌市作为江西省的省会城市，跟踪期内经济财政实力居江西省首位，潜在的支持能力很强；南昌市交通投资集团有限公司（以下简称“南昌交投”或“公司”）作为南昌市重要的国有资本投资运营主体，与南昌市政府关联度很高，持续得到南昌市政府有力的支持。同时，需关注公司对子公司的治理与管控能力，以及公司债务增长较快、房地产行业景气度情况存在不确定性对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，南昌市交通投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正 面

- **区域发展环境向好。**南昌市作为江西省的省会城市，近年来经济财政实力居于江西省首位；大南昌都市圈的规划亦使得南昌市发展迎来新机遇，为公司的发展提供了良好的外部环境。
- **有力的外部支持。**近年来公司持续获得政府在子公司股权划入、资金注入以及财政补贴等方面的大力支持，资本实力持续增强。2023年子公司南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨道”）获得政府拨付的轨道建设资本金为50.60亿元，同期收到国有资本收益返还资金3.80亿元作为轨道建设资本金。此外，2023年公司收到政府扶持资金17.55亿元。
- **公司业务可持续性较强。**截至2024年3月末，公司在建项目投资规模较大，且每年均有一定规模的项目投资支出，业务可持续性较强。
- **业务多元化。**除水利基础设施建设业务和轨道交通建设及运营业务外，公司形成了商品销售业务等多元化业务板块，一定程度上增加了公司抗风险能力。

关 注

- **债务规模增长较快。**随着公司轨道交通项目和基础设施建设项目的推进，跟踪期内公司对外融资需求持续提升，债务规模持续增长。
- **房地产行业景气度情况存在不确定性。**公司与民营房企合作开发的房地产项目剩余货值规模较大，项目去化能力易受当地房地产市场行情影响，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。
- **需关注公司对子公司治理与管控能力。**近年来公司获得政府无偿划入多家子公司，资本实力及业务范围进一步扩张，但同时亦需关注公司对新划入子公司的治理与管控能力。

项目负责人：张 悦 yzhang03@ccxi.com.cn

项目组成员：陈诗宇 shychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

南昌交投（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,638.47	2,682.56	2,788.51	2,755.51
经调整的所有者权益合计（亿元）	987.26	1,004.38	1,041.66	1,040.89
负债合计（亿元）	1,641.24	1,673.18	1,733.21	1,700.99
总债务（亿元）	951.50	1,034.17	1,133.58	1,163.97
营业总收入（亿元）	930.94	825.48	819.02	173.34
经营性业务利润（亿元）	31.08	9.14	16.72	-1.22
净利润（亿元）	26.00	8.86	6.02	-0.44
EBITDA（亿元）	84.72	62.54	72.24	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	88.40	-8.88	47.99	-25.83
总资本化比率（%）	49.08	50.73	52.11	52.79
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.40	2.34	1.89	--

注：1、中诚信国际根据南昌交投提供的其经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 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、为准确计算公司债务，将长期应付款和其他权益工具中的有息债务计入长期债务，将其他流动负债中的有息债务计入短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

项目	南昌交投	东莞交投	西安轨道	合肥建投
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	江西省-南昌市	广东省-东莞市	陕西省-西安市	安徽省-合肥市
GDP（亿元）	7,203.50*	11,438.13	12,010.76	12,673.78
一般公共预算收入（亿元）	500.18	804.84	951.92	929.60
所有者权益合计（亿元）	1,055.29	355.23	786.10	2,262.71
资产负债率（%）	52.11	56.63	59.40	65.85
净利润（亿元）	6.02	3.56	0.19	-8.63

中诚信国际认为，南昌市与西安市和合肥市的行政地位基本相当，南昌市虽经济财政实力弱于东莞市，但南昌市为江西省省会、东莞市为广东非省会地级市，南昌市行政地位更高，整体来看，四市综合实力接近，市场融资环境可比，对当地平台企业的支持能力均很强；公司与可比公司的定位均为当地市国资委实际控制的重要的基础设施项目、交通及轨道项目建设运营主体，业务运营实力相当；公司权益规模均高于比较组平均水平，总体资本实力较强，公司财务杠杆较低，盈利能力高于可比公司。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均提供有力的支持。

注：1、东莞交投系“东莞市交通投资集团有限公司”的简称；西安轨道系“西安市轨道交通集团有限公司”的简称；合肥建投系“合肥市建设投资控股（集团）有限公司”的简称。2、由于目前南昌市 2023 年 GDP 数据未公开披露，故上表采用南昌市 2022 年 GDP 数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

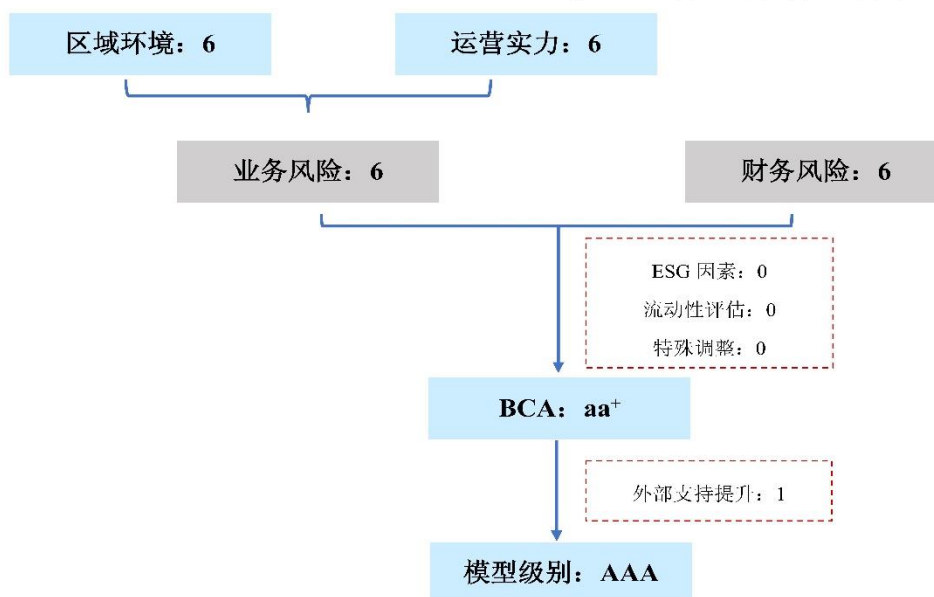
本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
23 南交 01	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具日	12/12	2023/01/17~2026/01/17	交叉违约条款
24 南交 02	AAA	AAA	2023/10/12 至 本报告出具日	18/18	2024/04/02~2029/04/02	品种间回拨选择权

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
南昌交投	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/13 至本报告出具日

● 评级模型

南昌市交通投资集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注：

外部支持：中诚信国际认为，南昌市政府具备很强的支持能力，同时对公司有很强的支持意愿，主要体现在南昌市经济实力稳步提升，且区位优势良好；南昌交投系南昌市重要的国有资本投资运营主体，持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持，具备很高的重要性及与政府高度的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论：中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓解，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，南昌市作为江西省省会，政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力在江西省各地级市中领先，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

南昌是江西省省会、环鄱阳湖城市群核心城市，国务院批复确定的中国长江中游地区重要的中心城市，近年来南昌市各项经济指标均排在江西省首位，其中 2023 年南昌市地区生产总值增速为 4.00%，一般公共预算收入稳步提升，税收收入及占比有所回升，但自给度仍处于较低水平；政府性基金收入是南昌市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，2023 年持续下降。再融资环境方面，截至 2023 年末，南昌市地方政府债务余额为 1,678.60 亿元，广义债务率处于全国中上游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，其中债券市场发行利差处于全省中下游水平，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来南昌市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	6,650.53	7,203.50	--
GDP 增速（%）	8.70	4.10	4.00
人均 GDP（万元）	10.48	11.10	--
固定资产投资增速（%）	11.10	7.60	--
一般公共预算收入（亿元）	484.84	457.68	500.18
政府性基金收入（亿元）	411.05	290.10	270.81
税收收入占比（%）	71.05	60.26	66.00
公共财政平衡率（%）	55.73	48.74	54.04

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；2、南昌市暂未公布 2023 年 GDP、人均 GDP、固定资产投资增速。

资料来源：南昌市政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，南昌交投的业务状况很好，首先公司作为南昌市重要的水利基础设施投资建设主体，主要承担南昌市水利基础设施项目的建设，且子公司南昌轨道为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，主要承担南昌市轨道交通项目的投融资任务，整体来看公司具有很强的业务竞争力；同时，公司形成了商品销售业务和委贷及利息业务等多元化业务板块，一定程度上增加了公司抗风险能力，且子公司江西国控汽车投

资有限公司（以下简称“国控汽车”）商用车业务地位处于行业靠前位置，其中营业收入的核心来源商品销售业务盈利水平尚可；另外，公司在建及项目投资规模较大，且每年均有一定规模的项目投资支出，整体来看公司业务稳定性和可持续性较强。

值得注意的是，公司商品销售业务收入包括金属贸易业务，金属行业周期性波动较大，跟踪期内金属贸易收入大幅下降，需关注该业务后续经营情况；公司参股房地产项目剩余货值规模较大，且合作对象主要为民营房地产公司，后续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；同时，需关注公司委托贷款及利息业务的款项回收和展期协议签订情况；另外，目前公司整合重组已完成，需关注公司对子公司的治理与管控能力。

表 2：公司 2021~2023 年营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品销售及贸易业务	777.22	83.49	11.11	702.91	85.15	10.64	678.21	82.81	10.87
建造业务	30.43	3.27	2.71	38.78	4.70	4.31	8.26	1.01	5.84
房地产开发及销售业务	21.01	2.26	39.72	13.76	1.67	31.11	0.00	0.00	0.00
交通运输业务	14.59	1.57	-79.16	12.02	1.46	-107.00	14.11	1.72	-75.00
票务业务	3.92	0.42	-98.19	5.39	0.65	-77.48	8.22	1.00	-75.03
委贷及利息业务	1.56	0.17	0.50	6.27	0.76	-0.32	4.68	0.57	-0.44
其他业务	82.21	8.83	33.47	46.35	5.62	30.02	105.54	12.89	25.84
营业收入/营业毛利率	930.94	100.00	11.56	825.48	100.00	9.40	819.02	100.00	10.34
投资收益	3.67			3.47			3.80		

注：1、2021 年、2022 年营业收入分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年营业收入采用了 2023 年审计报告期末数；2、其他业务收入主要包括国控汽车重要子公司江铃汽车集团有限公司（以下简称“江铃集团”）的房地产业务收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

建造业务板块，跟踪期内公司仍为南昌市重要的水利及轨道交通基础设施投资建设主体。建造业务收入主要来源于基础设施建设业务和工程施工业务，其中，基础设施建设业务主要由公司本部和南昌轨道经营，业务模式包括 PPP 业务模式、委托代建模式和 EPC 模式。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，截至 2024 年 3 月末，公司在建 PPP 项目总投资 17.90 亿元，已收到项目付费 3.05 亿元；同期末公司暂无拟建项目。公司采用 EPC 模式建设的项目主要为赣抚尾间水系整治项目和赣江风光带南延工程（生米大桥至富山大道段），其中赣抚尾间水系整治项目包括赣江、抚河下游尾间综合整治工程及河湖水系连通工程，计划总投资 170.60 亿元，其中项目资本金为 35.41 亿元，截至 2024 年 3 月末已到位 35.41 亿元，政府专项债资金已到位 30 亿元，公司后续将陆续申请专项债支持，剩余资金缺口由公司通过对外筹资进行补充，该项目主要通过砂石销售收入和项目建成后的水利工程供水收入实现收益。从业务开展情况来看，目前公司以存量项目建设为主，拟建项目规模很小。

表 3：截至 2024 年 3 月末公司主要 PPP 项目情况（亿元、年、%）

项目名称	社会资本方 / 政府出资方代表	持股比例	总投资	已投资	项目进度	合作期	已收到项目付费
江西省廖坊水利枢纽灌区二期工程 PPP 项目	社会资本方	81.00	12.90	15.22	已完工	2016~2033	1.93
青云谱区“美丽青云谱幸福新家园”环境综合整治一期工程	社会资本方	89.00	5.00	4.97	已完工	2017~2037	1.12
合计	--	--	17.90	20.19	--	--	3.05

注：部分项目已投资金额超过总投资金额主要系总投资金额主要是建安成本，已投资金额中包含了其他建造相关费用。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2024 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	已投资	已回款金额
滨江道路改线工程项目	总承包	1.90	1.16	0.91
乌沙河综合整治项目	总承包	13.43	1.83	1.61
象湖、抚河截污工程项目	总承包	6.74	10.75	10.01
朝阳水系综合整治工程项目	总承包	12.64	2.84	2.08
南昌市梅湖景区花博园及景区提升改造项目工程	总承包	24.84	16.85	9.01
玉带河水系截污提升工程	总承包	11.08	7.41	4.72
南昌航空城防洪排涝一期工程	总承包	5.49	2.62	1.52
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	总承包	1.62	1.11	1.17
赣抚尾闾水系整治项目	EPC	170.60	48.43	18.76
赣江风光带南延工程（生米大桥至富山大道路段）	EPC	11.41	4.60	2.98
合计	--	259.75	97.60	52.77

注：部分项目已投资金额超过总投资金额主要系总投资金额主要是建安成本，已投资金额中包含了其他建造相关费用。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司工程施工业务仍主要由子公司南昌市第八建筑工程有限公司（以下简称“南昌八建”）等公司经营，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，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。

表 5：公司工程施工新签合同情况（亿元、份）

项目名称	2021	2022	2023	2024.1~3
新签合同数量	26	24	26	6
新签合同金额	22.11	17.94	19.4	5.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从业务开展情况来看，2023 年公司建造业务收入同比大幅减少，主要系房地产行业低迷，建筑行业新项目较少；同年该业务毛利率保持增长，主要系已竣已结老项目结利增多，且企业实行降本增效所致。整体来看，公司基建项目确认收入规模较小，未来收入的实现受政府结算安排影响存在较大的不确定性。另外，公司在建的基建项目投资规模较大，未来预计仍会根据市政府的规划承接新的项目建设，但公司同时也面临较大的资金压力。

轨道交通建设及运营业务，公司轨道建设业务仍主要由南昌轨道负责，根据南昌轨道与南昌市人民政府就单个项目签订的建设运营协议，南昌轨道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，其余部分由南昌轨道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。

此外，南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式下“建设+运营+移交”的运作方式，即由社会资本方参与基础设施建设、运营，特许经营期 28 年，包括建设期 3 年和运营期 25 年，运营期自全线开通试运营之日起算，至合作期结束。该线路分为南昌轨道自建 A 部分和 PPP 项目 B 部分；

其中 A 部分包括前期工作费用、征地拆迁和试验段土建工程等，由南昌轨道自行融资和建设；PPP 项目 B 部分总投资概算 71.29 亿元，包含机电系统 16 个分子系统及车辆购置项目，由 PPP 项目公司负责融资和建设。特许经营期内，PPP 项目公司负责对 B 部分进行投融资建设；租赁 A 部分设施，负责 3 号线工程全线（A、B 两部分）的运营、维护、更新（仅限于 B 部分）及维持运营投资（不含远期增购车辆）等工作，以及授权范围内的非客运服务业务经营。PPP 项目公司通过特许经营获得运营收入和政府可行性缺口补贴等方式，实现合理的投资回报。特许经营期满后，PPP 项目公司向市政府指定机构无偿、完好移交 B 部分设备设施和归还租赁的 A 部分设施。经过公开招投标，3 号线 B 部分社会资本方确定为中铁电气化局集团有限公司、广州地铁集团有限公司、国睿科技股份有限公司和中铁民通（北京）投资有限公司。南昌轨道作为政府出资方代表履行义务，与社会资本方分别持有 PPP 项目公司 10.00% 和 90.00% 的股权，项目公司不纳入南昌轨道合并范围。

从业务开展情况来看，公司在建的轨道项目和基础设施建设项目规模较大，南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式运营，虽然一定程度上可以减轻公司未来投资压力，但南昌轨道作为南昌市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，未来仍面临较大的资本支出压力。

表 6：截至 2023 年末公司已通车轨道线路情况（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	210.35
2 号线一期	159.74	23.78	2013.11~2019.06	41%	65.49	65.49	157.24
2 号线南延线	45.03	8.50	2014.08~2017.08	41%	18.46	18.46	28.85
3 号线（不含 PPP 部分）	147.06	28.50	2015.12~2020.12	20%	31.41	31.41	108.94
4 号线一期	308.30	39.60	2017.12~2021.12	25%	77.08	77.08	190.96
合计	860.45	129.18			272.57	272.57	696.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2024 年 3 月末公司在建轨道线路项目情况（公里、亿元）

线路名称	里程	建设期间	总投资	已完成投资	已到位资本金	建设资金来源		投资计划	
						财政	融资	2024	2025
1 号线北延	16.97	2021.9.24~2025.6.30	109.60	28.66	22.41	43.84	65.76	26.19	26.66
1 号线东延	4.36	2021.9.24~2025.6.30	24.65	7.79	5.04	9.86	14.79	3.78	3.35
2 号线东延	10.42	2021.9.24~2025.6.30	105.77	32.27	21.63	42.31	63.46	20.25	24.55
合计	31.75	--	240.02	68.72	49.08	96.01	144.01	50.22	54.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司轨道运营业务由南昌轨道负责，截至 2024 年 3 月末，公司已开通的轨道线路仍为 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。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”；截至 2024 年 3 月末，上述轨道线路均已正式运营，将定期确认营业收入和营业成本；此外，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。

表 8：近年来南昌地铁全年运营情况

	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	3.09	84.59	4.91
2024.1~3	0.81	88.90	1.25

注：表中票务收入为含税收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

公司线路运营收入包括票务收入和运营补贴，随着出行需求的增加，2023 年公司客运总量及票务收入较上年同比大幅增加。运营成本方面，2023 年和 2024 年 1~3 月，南昌轨道线路运营成本分别为 14.57 亿元和 3.98 亿元，主要由人工成本、电耗、维修费、其他直接费用（清洁、安检费用）及运营间接费用（租赁、宣传等费用）等构成，2023 年运营成本随着客运量的增长而大幅增加，使得该业务亏损进一步加大。由于轨道交通具有较强的公益性，南昌轨道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，随着成本规制办法出台，公司取得运营补贴的金额以公司地铁运营情况为基准，根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》及《企业会计准则第 14 号——收入》等会计准则，公司自 2022 年将取得的运营补贴计入主营收入。2023 年公司收到南昌市政府地铁运营补贴 2.49 亿元。

总体来看，近年来随着客运量的增长，公司轨道运营收入和运营成本整体呈上升趋势，但由于轨道交通较强的公益性，仍需要一定财政补贴以满足日常的基本运营。此外，公司运营线路较少，尚未形成路网效应，中诚信国际将对公司轨道项目的运营效益情况保持持续关注。

商品销售及贸易业务，跟踪期内公司商品销售及贸易业务主要包含铜、镍等金属贸易业务、码头港务业务、整车及零部件销售业务，其中金属贸易与整车及零部件销售业务为公司商品销售收入主要来源。铜、镍等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”）和江铃集团运营，其中江铃集团占比较高。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，但该业务收入易受大宗商品价格周期性波动影响；公司金属贸易业务供应商和客户主要为国有企业，2023 年江铃集团供应商和销售客户集中度尚可。

表 9：2023 年金属贸易业务主要供应商采购情况（亿元、%）

供应商	采购金额	占比	贸易品种
供应商一	13.71	18.12%	电解铜
供应商二	11.14	14.73%	电解铜
供应商三	7.78	10.28%	电解铜
供应商四	3.86	5.11%	电解铜
供应商五	2.77	3.66%	电解铜
合计	39.26	51.91%	--

客户	销售金额	占比	贸易品种
客户一	13.54	17.85%	电解铜
客户二	11.50	15.17%	电解铜
客户三	4.76	6.28%	电解铜
客户四	3.11	4.10%	电解铜
客户五	2.98	3.92%	电解铜
合计	35.88	47.32%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司码头港务业务于 2019 年起由公司本部运营，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 2024 年 3 月末，已有姚湾综合码头，天晨货运码头和厚田三个临时码头投入使用。其中，公司在建的永久码头——姚湾码头，计划总投资 25.66 亿元，注册资本金为 3.2 亿元，该项目分为一二期，一期已完工，二期正在建，二期预计于 2024 年 12 月底完工，建成后预计靠泊能力为 2,000 吨级，截至 2024 年 3 月末，姚湾码头已投资 11.85 亿元，资本金已到位 3 亿元。

整车及零部件销售业务主要由江铃集团负责运营，江铃集团是一家集汽车研发、制造和销售于一体的集团公司，主要产品涵盖轻客、轻卡、皮卡、SUV、新能源轿车、客车和各种类型的改装车；下属整车企业包括中外合资的江铃汽车股份有限公司（以下简称“江铃汽车”）¹、江西五十铃汽车有限公司、江西江铃集团新能源汽车有限公司，以及全资子公司江西江铃集团晶马汽车有限公司等。江铃集团拥有领界、领睿、领裕、撼路者、全顺、途睿欧、驭胜、特顺、福顺、羿等品牌。2023 年江铃集团商用车市场份额为 4.97%，位居全国商用车生产企业第九位²。同时，江铃集团在各细分领域均具备较强竞争实力，2023 年江铃轻客产品市占率为 19.42%，份额位居行业第三；江铃轻卡（含皮卡）市占率为 6.46%，位居行业第六；此外，江西五十铃轻卡（含皮卡）销量位居市场第十一位。截至 2023 年末，江铃集团整车制造总产能达 52.65 万辆，受市场需求下滑影响，商用车产销量下降，江铃集团利用其产能优势以及乘用车、皮卡混线生产的灵活性，根据市场需求进行产线调整，使得乘用车产能保持增长，2023 年江铃集团整体产能利用率同比略有上升，但仍不及 2021 年水平。此外，江铃集团正在推进江铃重型汽车有限公司重组工作，以进一步提升资产效率。

表 10：公司整车产品产能、产量及产能利率情况（万辆、%）

产品种类	2021			2022			2023		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
乘用车	11.20	5.84	52.14	20.70	8.67	41.90	25.00	11.96	47.86
其中：新能源纯电动车	5.00	0.41	8.20	5.00	1.01	20.13	10.00	1.1	11.02
其他	6.20	5.43	87.58	15.70	7.67	48.83	15.00	10.86	72.42
商用车	36.38	33.87	93.10	27.96	24.66	88.21	27.65	24.41	88.28
其中：客车	7.38	10.23	138.62	7.46	8.17	109.62	7.15	8.23	115.13
轻卡	11.50	12.66	110.09	10.09	6.84	67.83	10.55	7.26	68.83
皮卡	17.50	10.98	62.74	10.41	9.64	92.63	9.95	8.92	89.61
合计	47.58	39.71	83.46	48.66	33.33	68.50	52.65	36.37	69.09

注：1、“产能利用率”为各工厂当期实际产量与产能的比率，各类型产品产能变化较大主要系部分产品可混线生产；2、2021 年公司退出重卡市场；3、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹ 截至 2023 年末，江铃汽车总资产为 291.41 亿元，净资产为 99.85 亿元；2023 年，江铃汽车实现营业收入总收入 331.67 亿元，净利润 10.64 亿元。

² 市场占有率及排名数据来源为第一商用车网。

江铃集团采取以销定产的模式，近年来产销率保持高位。2023 年由于新能源纯电动轿车和全新福特 SUV 产品销量大幅增加，乘用车销量同比增长 35.15%，对业绩形成一定支撑；商用车销量保持稳定，其中客车、轻卡销量小幅增长，皮卡销量受需求疲软的影响同比下降 6.44%。2024 年一季度，需求疲软使得轻卡销量进一步下滑，不过受益于客车销量增加及乘用车销量的进一步提升，一季度江铃集团整车销量同比小幅回升。

表 11：近年来公司主要产品销量及收入（万辆、亿元）

产品种类	2021		2022		2023		2024.1~3	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
乘用车	5.93	69.83	8.79	93.36	11.88	119.13	2.71	25.94
其中：新能源纯电动车	0.43	2.82	0.95	8.55	1.00	6.56	0.23	1.06
其他	5.51	67.00	7.84	84.81	10.88	112.57	2.47	24.88
商用车	34.13	312.51	24.56	231.63	24.59	239.07	5.77	56.80
其中：客车	10.36	118.08	7.92	90.78	8.39	97.18	1.90	22.10
轻卡	12.69	94.59	7.05	53.36	7.22	54.58	1.54	11.04
皮卡	11.08	99.84	9.59	87.49	8.97	87.30	2.33	23.66
合计	40.07	382.33	33.35	324.99	36.46	358.20	8.48	82.74

注：合计数因四舍五入处理存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在新能源汽车领域，2023 年以来，受益于新能源汽车行业高速发展，市场需求大幅增加，江铃集团新能源车产销量提升明显，但总体仍处于较低水平。

表 12：近年来公司新能源汽车产能及产销情况（辆、亿元）

产品类型	截至 2023 年 末年产能	2022			2023		
		产量	销量	收入	产量	销量	收入
江铃汽车：							
新能源客车	35,000	1,552	1,411	1.73	3,919	3,419	3.48
新能源乘用车及皮卡	100,000	366	363	0.67	260	250	0.53
新能源货车	25,000	1,647	1,655	2.34	1,187	1,002	1.55
江铃汽车小计	160,000	3,565	3,429	4.74	5,366	4,671	5.56
江铃集团：							
新能源客车	40,600	2,102	1,922	4.18	4,316	3,794	4.56
新能源乘用车及皮卡	264,105	10,449	9,880	9.25	11,292	10,262	6.98
新能源货车	35,895	1,717	1,669	2.36	1,215	1,082	1.66
江铃集团合计	340,600	14,268	13,471	15.79	16,823	15,138	13.20

注：江铃汽车新能源车与燃油车共线生产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，自给程度较高，可在一定程度上降低生产成本，同时也增强了江铃集团抵御市场风险的能力。除自用外，江铃集团也对外销售部分零部件产品，对营业总收入形成了一定补充；2023 年，受益于外部市场的开拓，各主要零部件销售收入均有所提升，带动零部件业务收入同比增长。

表 13：近年来公司零部件业务收入构成情况（亿元）

项目	2021	2022	2023	2024.1~3
冲压件	28.95	31.50	36.04	6.72
底盘	26.52	24.69	27.71	6.78
发动机	15.73	18.96	20.13	2.64
其他零部件	69.92	82.01	83.80	12.81
合计	141.12	157.16	167.68	28.95

注：其他零部件主要为座椅、油箱类总成、制动器类总成、结构件、汽车线束、汽车电器等内外饰件、OEM 及售后件。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产开发及销售板块，公司房地产开发及销售业务仍主要由南昌南水投资集团有限公司（以下简称“南水投资”）、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。

截至 2024 年 3 月末，公司在建房地产项目规模仍较大，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。同期末，子公司江铃集团拥有 1 块储备土地，面积为 47.00 亩，位于南昌市青云谱区广州路，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 2024 年 3 月末公司主要参股房地产项目剩余货值规模较大，2023 年以来舟山明越台/明越湾去化相对较快，较 2023 年 3 月末回款增加 5.85 亿元，其他项目有一定回款但去化仍较慢，需关注公司房地产项目后续去化情况。目前合作公司中德兴市东融置业有限公司和舟山市旭顺置业有限公司实控人江西东旭投资集团有限公司、南昌县旭正置业有限公司（以下简称“旭正置业”）、浙江祥沁房地产开发有限公司已被列入失信被执行人名单，且旭正置业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人名单，江门力泉嘉房地产开发有限公司出现票据承兑逾期，后续需持续关注参股地产项目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。

表 14：截至 2024 年 3 月末公司在建房地产项目情况（亿元、%）

项目名称	计划总投资	已投资	预计销售收入	已实现收入
京山新园	3.80	3.20	3.73	2.66
朝阳玖悦府	6.69	4.95	4.65	2.84
阳新太阳城	43.39	44.53	46.72	46.46
瑞金太阳城	15.78	13.15	18.98	18.13
高新未来社区	13.31	10.00	15.19	-
江铃新城（瓦良格）	24.30	29.20	47.00	27.15
江铃新力臻园	50.00	39.16	54.00	38.08
江铃时代城	33.00	23.41	44.00	25.07
抚州赣东国际汽车城	16.40	9.18	14.00	7.45
龙江商业区	8.80	9.90	13.00	10.82
江铃澜庭一号楼	2.20	1.12	2.80	2.39
江铃龙湖云璟	7.59	7.80	9.50	-
江铃祥云瑞园	12.70	7.31	13.00	-
江铃新力铂萃中央（铂萃华庭）	23.04	13.40	17.84	3.97
江铃祥云学府	6.97	3.33	7.15	-

合计	267.97	219.64	311.56	185.02
----	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 15：截至 2024 年 3 月末公司主要参股房地产项目情况（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	7.60	6.22
德兴学仕府	德兴市东融置业有限公司	40.00	9.46	0.32	8.81
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	4.28	2.19
阳新 7#、8#、9#地块	阳新东投置业有限公司	45.00	13.20	0.77	10.97
江门君逸府	江门力泉嘉房地产开发有限公司	45.00	15.59	11.84	2.54
松阳香逸珑悦	浙江祥沁房地产开发有限公司	45.00	13.28	12.83	0.53
舟山明越台/明越湾	舟山市旭顺置业有限公司	8.00	33.00	11.11	19.49
惠州君逸府	惠州力投房地产开发有限公司	22.05	9.22	1.18	7.62
合计	--	--	114.71	49.93	58.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

委贷及利息业务，公司委贷及利息业务收入仍主要来源于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（以下简称“水投项目公司”）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，发放对象主要为参控股公司、下游施工单位以及业务合作公司等。

2023 年公司委托贷款利息收入下降，主要系上年计提以前的委贷利息收入较多所致，但值得关注的是，受展期逾期等因素影响，当期该业务为亏损状态。截至 2024 年 3 月末，公司委托贷款累计逾期贷款共 3 笔，涉及金额 4,223.25 万元，逾期贷款均有相关抵质押措施且正处于执行阶段；此外，公司已到期贷款借款单位正与公司沟通展期事项，涉及金额 32,387.32 万元。中诚信国际后续将持续关注公司委贷及利息业务后续的款项回收及展期协议签订情况。

表 16：截至 2024 年 3 月末公司主要委托贷款及资金拆借情况（万元、%）

借款单位	起止时间	账面价值	利率	担保方式	是否逾期
江西水泉房地产开发有限公司	2019.01.08~2022.06.17	7,554.32	12	信用	沟通展期中
聊城市赣岳投资有限公司	2017.12.20~2024.12.31	1,248.93	12	信用	否
江西金越房地产开发有限公司	2019.08.21~2022.01.09	4,900.00	12	保证	沟通展期中
浙江祥沁房地产开发有限公司	2020.11.16~2022.11.15	19,933.00	12	信用	沟通展期中
厦门南水房地产开发有限公司	2020.12.15~2024.12.14	6,396.00	10	信用	否
兴国兴曜置业有限公司	2021.07.23~2024.07.22	2,336.99	12	信用	否
江西旭南置业有限公司	2021.08.06~2024.08.05	5,584.60	12	信用	否
新余东合南兴项目管理有限公司	2021.08.30~2025.08.29	48,000.00	9	质押、保证	否
福建安溪联创世纪投资有限公司	2021.11.26~2024.11.26	34,000.00	7	保证担保	否
乐平市东飞置业有限公司	2021.11.10~2024.11.10	18,167.26	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2021.03.02~2024.03.01	8,842.82	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2021.04.02~2024.04.01	22,786.62	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2021.04.15~2024.04.14	3,360.00	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2021.05.18~2024.05.17	10,301.40	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2021.06.10~2024.06.09	557.30	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2021.06.18~2024.06.17	3,840.00	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2021.06.04~2024.06.03	4,174.40	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2021.06.22~2024.06.21	494.00	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2021.07.14~2024.07.13	10,580.83	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2022.06.30~2024.06.29	4,900.00	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2022.09.23~2024.09.22	12,012.10	12	信用	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2022.09.23~2024.09.22	13,400.00	12	信用	否
江西垒旺工业投资有限公司	2016.02.14~2017.02.11	1,220.25	15	抵押	是
江西福泰通达物业有限公司	2016.02.14~2017.02.13	1,000.00	15	保证	是
江西东方龙陶瓷艺术品投资有限公司	2016.12.29~2017.12.28	2,003.00	15	抵押、保证	是

合计

247,593.82

注：上表中部分贷款已于 2024 年 3 月末之前到期，目前双方正在沟通展期事项，但相关展期协议尚未签订，故对应到期日暂未更新；上表中江西省南水融投项目管理有限公司相关贷款是公司在地产项目合作方江西东旭投资集团有限公司（以下简称“东旭投资”）形成的，根据子公司南水投资与东旭投资签订的《和解协议》，约定东旭投资将在协议约定时间内不限于以现金、股权转让等各种方式偿还合作项目债务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。汽车金融业务包括库存融资及消费金融业务，截至 2024 年 3 月末合作经销商共 1498 家；其中开展库存融资业务的为 347 家，包括逐车贷、逐笔贷、商票贴现等组合金融产品。近三年，公司库存融资累计投放额为 368.16 亿元；同期消费金融累计投放额为 57.84 亿元，累计投放台数为 91,997 台。截至 2024 年 3 月末，公司累计逾期贷款余额为 99.28 万元，不良贷款率为 0.0006%，风险相对可控。中诚信国际认为，汽车金融业务的开展有利于公司主业持续发展，但对信用风险管理要求较高，且对资金需求较大，中诚信国际将对汽车金融业务的信用风险情况保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府的大力支持，2023 年公司所有者权益保持增长，具备极强的资本实力；同期公司经营性业务利润增加导致 EBITDA 上升，EBITDA 始终能够对利息形成有效覆盖；但随着基础设施建设项目和轨道交通项目建设工程的逐步推进，公司债务规模持续扩张，财务杠杆亦呈上升态势。

资本实力与结构

跟踪期内公司资产规模整体保持增长态势，截至 2024 年 3 月末，公司资产总额为 2,755.51 亿元，较 2023 年末小幅下降，主要系支付较多往来款项所致。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，南昌轨道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，公司整体呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重接近 60%。具体来看，公司在建工程主要为南昌轨道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，2023 年末公司在建工程同比大幅减少，主要系地铁 4 号线等项目转入固定资产；存货主要由土地、合同履约成本和开发成本构成，其中截至 2023 年末，公司待开发土地资产账面余额为 167.41 亿元，全部为划拨地，且公司未缴纳土地出让金；同期末公司其他应收款为 175.88 亿元，同比增长 19.48%，主要为应收轨道交通发展专项资金和对中油广西田东石油化工总厂有限公司的预付购货款等款项；公司货币资金主要为银行存款，截至 2023 年末，受限规模为 16.51 亿元，主要系保证金受限；同期末公司固定资产同比增长 31.39% 至 870.37 亿元，主要是主要系南昌轨交地铁 4 号线项目及 1 号线北延项目完工转固所致。2023 年末公司其他非流动资产大幅增加，主要系土地及拆迁补偿款增加所致。从资产流动性来看，公司资产中土地资产、轨道线路工程投入以及房产建筑占比较高，资产变现周期相对较长，且土地资产变现能力较弱，资产流动性较弱。但从资产收益性来看，公司拥有较大规模的可用于出租的房产，参股房地产项目亦能够产生一定规模的投资收益，跟踪期内轨道线路等交通运输相关的票务收入稳步增长，且整车及零部件销售收入规模较大，能够产生可观的现金流，公司资

产收益性尚可，总体来看公司资产质量一般。

跟踪期内，公司债务规模持续上升，主要系随着轨道交通项目、基础设施建设项目和厂房项目建设的推进，以及对整车及零部件生产的投资增加，公司对外融资需求进一步提升所致。公司债务以银行借款、发行债券为主，且银行借款大部分以南昌市轨道交通工程项目产生的收益作为质押，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；2023 年以来公司短期债务占比有所下滑，债务仍以长期为主，债务期限结构较为合理。跟踪期内受益于政府在轨道建设资本金等方面的持续支持，公司资本公积持续增长，带动经调整的所有者权益³增长。由于债务规模的持续扩张，公司财务杠杆水平整体呈上升趋势，随着项目建设的逐步推进，未来公司净债务和财务杠杆率预计还将有所增长。

表 17：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	6 个月以内	6 个月（不含）至 1 年（含）	超过 1 年（不含）	金额
公司信用类债券	47.10	20.00	261.35	328.45
银行贷款	124.80	83.19	416.01	624.00
非银行金融机构贷款	-	-	13.63	13.63
其他有息债务	5.29	3.68	46.14	55.11
合计	177.19	106.87	737.13	1,021.19

注：上述债务统计口径不包含应付票据、永续债等；尾差系四舍五入所致。

资料来源：《南昌市交通投资集团有限公司公司债券年度报告（2023 年）》，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流跟踪期内有所改善，转为大规模净流入，主要由于江铃集团业务投入资金同比减少以及收到其他公司往来款较上年有所增加所致，公司经营活动净现金流对利息的保障能力有所提升。2023 年公司收现比小幅下降，但仍保持在 1 左右，整体收入质量尚可。跟踪期内受轨道交通项目、基础设施建设项目和厂房等项目的持续投入影响，公司投资活动现金流仍呈现大幅净流出状态，资金缺口为 143.54 亿元。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，同时，受益于股东的持续支持，2023 年公司吸收投资收到的现金为 21.53 亿元，亦是其资金补充的重要渠道，2023 年公司筹资活动现金流净流入规模进一步扩大。2023 年公司经营业务利润增加，因此 EBITDA 有所增加，但公司同期债务持续上升，利息支出随之增加，导致 EBITDA 对利息支出的覆盖能力下降，但当期 EBITDA 仍能够有效覆盖利息。

截至 2024 年 3 月末，公司银行授信总额为 1,844.57 亿元，尚未使用授信额度为 1,008.72 亿元，备用流动性充足；此外，得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，同期末在手债券批文约 70 亿元额度未使用。

表 18：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	325.49	276.22	264.45	217.76
其他应收款	148.83	147.21	175.88	171.53
存货	452.04	455.16	448.35	454.54
投资性房地产	212.73	214.00	218.74	218.65
固定资产	562.28	662.43	870.37	871.45
在建工程	312.93	280.13	146.38	162.06

³经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具，截至 2024 年 3 月末调整项金额为 13.63 亿元（占比 1.29%左右）。

其他非流动资产	149.05	179.10	231.97	239.65
资产总计	2,638.47	2,682.56	2,788.51	2,755.51
经调整的所有者权益合计	987.26	1,004.38	1,041.66	1,040.89
总债务	951.50	1,034.17	1,133.58	1,163.97
短期债务占比	39.97	32.59	28.23	27.98
资产负债率	62.20	62.37	62.16	61.73
总资本化比率	49.08	50.73	52.11	52.79
经营活动产生的现金流量净额	88.40	-8.88	47.99	-25.83
投资活动产生的现金流量净额	-114.79	-126.30	-143.54	-37.11
筹资活动产生的现金流量净额	50.51	72.28	101.29	17.44
现金及现金等价物净增加额	24.07	-63.03	5.78	-45.45
EBITDA	84.72	62.54	72.24	--
EBITDA 利息保障倍数	3.40	2.34	1.89	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	3.55	-0.33	1.26	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产规模为 189.63 亿元，占当期末总资产的 6.88%，主要为用于借款抵押的固定资产及投资性房地产，存在一定的抵质押融资空间。

或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保金额为 11.34 亿元，占同期末净资产的比例为 1.08%，被担保单位中存在民营企业，其中被担保单位旭正置业的关联方正荣地产控股股份有限公司已出现债务违约，浙江祥沁房地产开发有限公司因房屋买卖合同纠纷被列为被执行人，合计被执行金额为 168 万元，并且其法人被限制高消费，公司存在一定或有负债风险。此外，截至 2024 年 3 月末，公司子公司南昌轨道涉及 2 笔重大未决诉讼，其中，子公司南昌轨道交通资产经营有限公司起诉南京钦城能源有限公司、王林、徐驰、丁蓓、赵忠新、王磊、常州金坛玉见餐饮文化有限公司、镇江市佳钦商贸有限公司、常州佳钦商贸有限公司、廊坊中油华通油品销售有限责任公司、江苏盈丰收农副产品有限公司合同纠纷一案【案号：（2021）赣 01 民初 1279 号】，南昌轨道交通资产经营有限公司起诉被告返还款项及资金占用费，案涉标的 263,207,534.25 元，江西省南昌市中级人民法院已受理，目前案件正在审理中；另外，子公司供应链公司起诉被告田东公司、田东销售公司合同纠纷一案，江西省南昌市中级人民法院判令被告向供应链公司返还款项 2.90 亿元，截至 2024 年 3 月末，供应链公司收回前述部分款项，仍有 1.82 亿元未收回。中诚信国际将持续关注该事项的进展。

表 19：截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保方	企业性质	担保金额
1	江西省水利投资发展有限公司	国企	70,000.00
2	南昌水投供应链管理有限公司	国企	191.25
3	南昌县旭正置业有限公司	民企	11,600.00
4	浙江祥沁房地产开发有限公司	民企	13,500.00
5	华泰建设工程有限公司	国企	5,600.00
6	南昌科陆公交新能源有限责任公司	国企	5,400.00
7	江西凯马百路佳客车有限公司	国企	7,145.09
合计		-	113,436.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 6 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

跟踪期内，南昌市经济财政实力及增长能力在江西省各地级市中领先。公司维持区域重要性，实际控制人为南昌市国资委，股权结构和业务开展均与市政府具有很高的关联性，近年来上级股东主要从项目建设专项资金拨付、资金注入、政府补助及国有资本收益返等维度对公司进行支持，对公司资本支出和还本付息提供了有力支撑。2023 年子公司南昌轨道获得政府拨付的轨道建设资本金为 50.60 亿元，同期收到国有资本收益返还资金 3.80 亿元作为轨道建设资本金。此外，2023 年公司收到政府扶持资金 17.55 亿元。综上，跟踪期内南昌市政府具备很强的支持能力，同时保持对公司很强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

跟踪债券信用分析

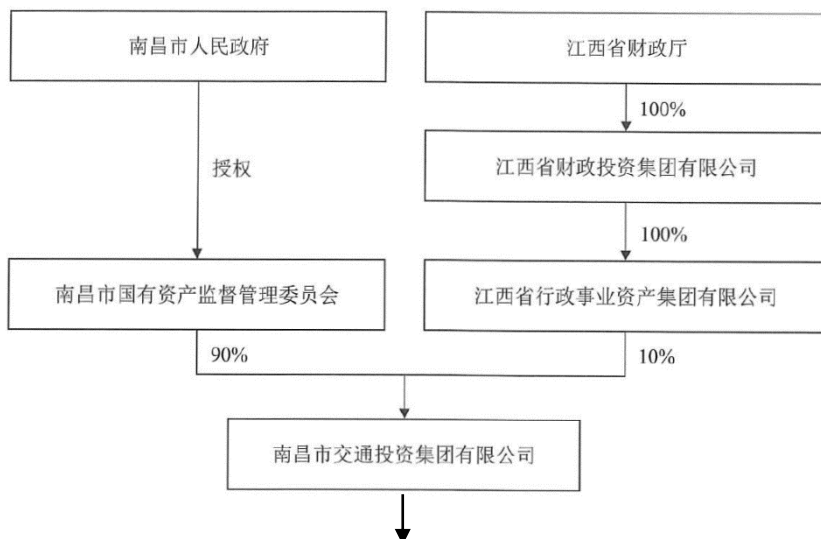
“23 南交 01”募集资金 12 亿元，募集资金用途为 10.54 亿元用于偿还有息债务，剩余资金用于补充流动资金，截至目前上述债券募集资金均已使用完毕。“24 南交 02”募集资金 18 亿元，募集资金用途为 16 亿元用于偿还有息债务，剩余资金用于补充流动资金，截至 2024 年 5 月末上述募集资金已使用 15.57 亿元，已按用途使用。

“23 南交 01”和“24 南交 02”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高。

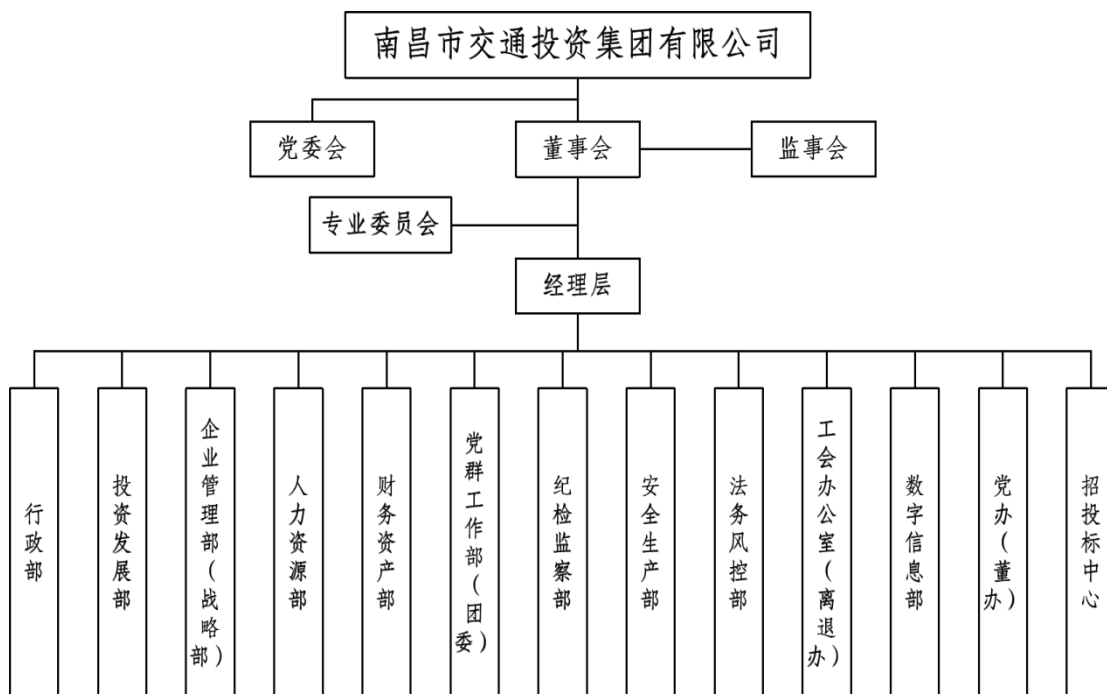
评级结论

综上所述，中诚信国际维持南昌市交通投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“23 南交 01”、“24 南交 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：南昌市交通投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



序号	主要一级子公司名称	注册资本（亿元）	持股比例（%）
1	南昌轨道交通集团有限公司	26.15	100.00
2	江西国控汽车投资有限公司	9.00	90.65
3	江西长运集团有限公司	4.08	100.00
4	南昌南水投资集团有限公司	7.00	100.00
5	南昌水投项目管理集团有限公司	5.10	98.04
6	江西南昌旅游集团有限公司	5.92	90.00



资料来源：公司提供

附二：南昌市交通投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	3,254,912.94	2,762,174.01	2,644,548.64	2,177,601.63
非受限货币资金	3,051,859.25	2,421,570.09	2,479,382.11	2,012,435.10
应收账款	837,657.66	979,693.59	1,012,103.86	790,191.12
其他应收款	1,488,294.04	1,472,085.41	1,758,774.11	1,715,338.38
存货	4,520,445.17	4,551,644.51	4,483,494.11	4,545,428.83
长期投资	1,037,084.01	997,862.40	831,622.36	863,796.10
在建工程	3,129,280.00	2,801,251.86	1,463,767.55	1,620,573.64
无形资产	459,666.29	469,926.80	529,094.84	539,502.93
资产总计	26,384,676.68	26,825,597.60	27,885,056.38	27,555,098.87
其他应付款	1,570,171.13	1,521,693.48	1,412,362.86	634,435.83
短期债务	3,803,358.71	3,370,719.66	3,200,568.01	3,256,691.22
长期债务	5,711,613.69	6,970,935.22	8,135,261.72	8,383,057.74
总债务	9,514,972.40	10,341,654.88	11,335,829.73	11,639,748.96
负债合计	16,412,381.47	16,731,755.87	17,332,134.77	17,009,858.63
利息支出	249,308.90	267,128.95	382,300.61	--
经调整的所有者权益合计	9,872,566.72	10,043,841.74	10,416,621.61	10,408,940.24
营业总收入	9,309,372.57	8,254,836.63	8,190,232.01	1,733,391.52
经营性业务利润	310,786.87	91,413.74	167,219.24	-12,161.95
其他收益	385,709.97	378,935.15	372,103.96	55,969.12
投资收益	36,661.23	34,653.18	37,992.32	9,248.06
营业外收入	62,600.94	23,005.46	11,177.75	1,651.62
净利润	260,038.66	88,619.48	60,160.53	-4,385.97
EBIT	535,035.22	340,218.03	415,878.16	--
EBITDA	847,203.78	625,378.27	722,373.23	--
销售商品、提供劳务收到的现金	9,691,250.51	8,662,376.74	8,114,736.55	1,765,842.90
收到其他与经营活动有关的现金	3,615,547.93	1,733,845.52	1,767,261.87	293,687.41
购买商品、接受劳务支付的现金	8,730,933.49	7,657,402.29	6,438,099.98	1,547,097.30
支付其他与经营活动有关的现金	2,566,636.13	1,999,492.74	2,027,991.96	498,653.94
吸收投资收到的现金	447,728.59	329,994.15	496,599.08	1,570.00
资本支出	1,269,201.86	1,371,882.73	1,343,881.50	291,878.68
经营活动产生的现金流量净额	883,993.04	-88,844.36	479,907.73	-258,303.66
投资活动产生的现金流量净额	-1,147,935.01	-1,262,988.22	-1,435,357.79	-371,114.12
筹资活动产生的现金流量净额	505,111.01	722,811.40	1,012,870.06	174,364.37
现金及现金等价物净增加额	240,656.53	-630,289.16	57,812.02	-454,545.91
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	11.56	9.40	10.34	9.90
期间费用率（%）	10.73	11.14	11.01	11.60
应收类款项占比（%）	9.48	9.60	10.17	9.30
收现比（X）	1.04	1.05	0.99	1.02
资产负债率（%）	62.20	62.37	62.16	61.73
总资本化比率（%）	49.08	50.73	52.11	52.79
短期债务/总债务（%）	39.97	32.59	28.23	27.98
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	3.55	-0.33	1.26	--
总债务/EBITDA（X）	11.23	16.54	15.69	--
EBITDA/短期债务（X）	0.22	0.19	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.40	2.34	1.89	--

注：1、中诚信国际根据南昌交投提供的其经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 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、为准确计算公司债务，将长期应付款和其他权益工具中的有息债务计入长期债务，将其他流动负债中的有息债务计入短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2008]43号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn