

南昌市政公用投资控股有限责任公司2020年公开发行公司债券(第一期)(品种二)、2021年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)(品种一、品种二)、(第二期)、(第三期)(品种一)、2022年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

南昌市政公用投资控股有限责任公司¹2020年公开发行公司债券(第一期)(品种二)、2021年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)(品种一、品种二)、(第二期)、(第三期)(品种一)、2022年公开发行公司债券(面向专业投资者)(第一期)2024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
20 洪政 02	AAA	AAA
21 洪政 02	AAA	AAA
21 洪政 03	AAA	AAA
21 洪政 04	AAA	AAA
22 洪政 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：南昌市经济总量为省内排头兵，区域经济保持较快增长，发展动能较好，而南昌市政公用集团有限公司（以下简称“南昌市政”或“公司”）作为南昌市市属国企四大集团之一，业务多元化程度较高，在市政公用领域区域专营性强，南昌市政府在资金注入和财政补贴等方面为公司业务发展持续提供有力支撑；但中证鹏元也关注到，公司房地产销售收入持续大幅减少，项目存在一定的去化压力和减值风险，较多资金沉淀于项目建设成本及往来款等资产，整体资产流动性较弱，项目建设及债务滚续使得公司面临一定的资金压力，近年总债务规模持续扩张，存在较大的偿债压力等风险因素。

评级日期

2024年6月27日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：张睿婕
zhangrj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022
总资产	1,675.22	1,620.07	1,592.59
所有者权益	490.76	487.10	499.89
总债务	--	772.72	758.82
营业收入	123.65	612.40	589.72
净利润	1.03	14.11	11.69
经营活动现金流净额	-17.30	19.82	27.65
总债务/EBITDA	--	16.85	17.43
EBITDA 利息保障倍数	--	1.51	1.45
总债务/总资本	--	62.32%	62.73%
经营活动现金流净额/总债务	--	2.57%	3.64%
EBITDA 利润率	--	7.49%	7.38%
总资产回报率	--	2.31%	2.23%
现金短期债务比	--	0.38	0.57
销售毛利率	6.89%	8.52%	8.52%
资产负债率	70.71%	69.93%	68.61%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 公司名称已于 2022 年 6 月 15 日更名为“南昌市政公用集团有限公司”。

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。2023 年，南昌市 GDP 和一般公共预算收入分别同比增长 4% 和 9.3%。
- **公司是南昌州市属国企四大集团之一，业务多元化程度较高，区域专营性强。**公司是南昌市最大的自来水供应企业和江西省最大的污水处理企业，也是南昌市最大的天然气经营主体，在市政公用领域有垄断性竞争优势；同时还涉及城市基础设施建设、房地产开发、贸易等多元化业务，覆盖范围广。此外，公司在建的代建项目较多，待结转成本规模较大，业务持续性较好，且公用事业板块业务持续稳步发展。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2023 年，南昌市政府向公司注入资金 10.00 亿元，并无偿划入多家国企股权，合计增加公司资本公积 12.43 亿元；同时，公司收到政府补助 2.44 亿元，占同期利润总额的比例为 12.60%，对公司利润形成一定补充。

关注

- **公司房地产项目仍存在一定的去化压力和减值风险。**2023 年公司房地产销售收入大幅减少，目前在建房产总投资规模较大，项目主要集中在南昌、北京、上海等地，受地产景气度下行和居民信心不足等因素影响，公司房地产开发项目存在一定去化压力，若项目无法顺利完成开发，公司还将面临减值风险。
- **公司较多资金沉淀于房产和建筑工程项目及往来款等，整体资产流动性较弱。**公司存量资产以房地产项目和建筑工程项目建设投入、土地资产及国企往来款为主，其中房地产项目去化受市场行情影响较大，土地资产中包含大量政府注入的储备地，与政府单位及国企的往来款回款时间存在一定的不确定性。
- **项目建设及债务滚续使得公司面临一定的资金压力。**2023 年，公司投资活动现金流净流出金额仍较大，为满足在建的代建项目、市场化商业项目、房地产项目资本投入以及存量债务的滚续要求，公司对外融资需求仍较大。
- **债务规模持续扩张，公司偿债压力较大。**随着公司发行多只债券并新增较多银行借款，2023 年末总债务规模持续增长至 772.72 亿元，资产负债率高位上升至 69.93%，且现金短期债务比仅为 0.38，现金类资产对短期债务保障程度较弱。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为南昌州市属国企四大集团之一，能够维持在供水、污水处理、燃气等业务方面的区域专营性，业务可持续性较好。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
地方产业投资（运营）企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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
业务状况	区域环境	6/7	财务状况	杠杆状况	4/9
	经营状况	7/7		盈利状况	中
				流动性状况	4/7
业务状况评估结果		优秀	财务状况评估结果		较大
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					aa-
外部特殊支持					3
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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 **aa-**，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是南昌市最大的国有资本运营主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南昌市政府提供特殊支持的意愿极其强，体现为：一方面，公司实际控制人为南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”），将供水、燃气等特许经营业务授予公司负责，南昌市政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，且近年南昌市政府在资产注入和财政补贴方面提供了较大力度的支持；另一方面，公司承担南昌市供水、污水处理、燃气等公用事业，如果要取代公司则需付出很高的成本，公司在税收、就业、基础设施建设等方面对南昌市政府贡献很大，公司违约会对当地的金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为南昌市政府提供支持的能力极强，主要体现为：南昌市作为江西省省会城市，经济总量及综合财政实力为省内排头兵，近年 GDP 保持较快增长，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，为当地经济增长持续提供良好基础。

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
20 洪政 02	10.00	10.00	2023-6-28	2025-12-01
21 洪政 02	2.00	2.00	2023-6-28	2026-01-29
21 洪政 03	10.00	10.00	2023-6-28	2026-04-29
21 洪政 04	10.00	10.00	2023-6-28	2024-09-01
22 洪政 01	10.00	10.00	2023-6-28	2027-03-17

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、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年12月发行20洪政02、2021年1月发行21洪政02、2021年4月发行21洪政03、2021年9月发行21洪政04、2022年3月发行22洪政01，募集资金扣除发行费用后计划全部用于偿还公司债务。截至2024年5月31日，20洪政02、21洪政02募集资金专户余额合计为249.22万元，22洪政01募集资金专户余额为12.64万元；截至2024年6月17日，21洪政03、21洪政04募集资金专户余额合计为22.31万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本仍为32.71亿元，南昌市国资委持有公司90%股权，仍是公司的控股股东和实际控制人，江西省行政事业资产集团有限公司持有公司10.00%股权。

公司仍是南昌市最大的国有资本运营主体，经营管理南昌市供水、污水处理、燃气等公用事业，承担市政工程建设，并涉及贸易、房地产、投资等业务领域，业务多元化程度较高。2023年，公司合并报表范围新增16家子公司，主要来自公司新设立和南昌市政府划入；公司因注销和一致行动协议解除等原因减少6家子公司，同期末公司合并范围内的一级子公司共29家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024 年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023 年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023 年 7 月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12 个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至 2023 年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等 29 地发行特殊再融资债券规模合计约 1.4 万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础

设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

行业及区域环境

（一）地方产业投资（运营）环境

基于政策引导和企业发展内生需求，基础设施投资类企业转型加速，各地的地方产业投资（运营）企业陆续涌现，并围绕产业投资或城市运营布局，其信用风险受其所在区域的资源禀赋和政策支持力度差异而分化

当前，全国各地陆续涌现出地方产业投资（运营）企业，究其原因，是政策引导和企业发展内生需求的综合结果。一方面是传统的基础设施投资类企业自身盈利能力难以覆盖偿债本息，在经济高质量发展新阶段中需要承担新的使命。但更重要的是，近年来政策自上而下的推动基础设施投资类企业转型。2014年《预算法》修订打开了地方政府举债的限制，并明确地方政府债券为地方政府举债融资的唯一合法渠道。随后多部委陆续发布政策，要求融资平台合规承接政府公益性项目，实现市场化经营，自负盈亏。2021年，原银保监会发布15号文，从债务管控的角度入手，要求银行不得对隐债主体新增流贷。2023年，“35号文”后管控进一步升级，从管债务升级到了管主体。自此地方基础设施投资类企业转型由可选项成为必选项，推动各地政府筹建地方产业投资（运营）企业。

表1 基础设施投资类企业转型政策概述

时间	政策概述	相关文件
2014年	划清市场和政府的边界 ；开正门、堵偏门；剥离平台政府融资功能	国发（2014）43号文
2015年	大力推动 融资平台公司与政府脱钩 ，进行市场化改制，健全完善公司治理结构，对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作项目	国办发【2015】42号

2015年	取消融资平台公司的政府融资职能 ，推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制	财预【2015】225号
2017年	推动融资平台公司尽快转型为 市场化运营的国有企业 、依法合规开展 市场化融资	财预【2017】50号
2018年	分类稳步推进地方融资平台公司 市场化转型 ， 剥离政府融资职能 ，支持转型中的融资平台公司及转型后的公益类国企依法合规承接政府公益类项目	发改规划【2018】406号
2021年	支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏	国办发【2018】101号
2021年	对于 承担地方政府隐性债务 的客户， 不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资	银保监发【2021】15号
2023年	财政部门加强 全口径地方债务监管 ，推动融资平台转型发展，加快融资平台兼并整合	国办发【2023】35号

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

当前，传统的基础设施投资类企业正从“融资平台”向地方产业投资（运营）企业转型，围绕城市的生活、产业属性，以市场化的手段贯彻地方政府战略意图，承担促进区域产业发展、保障民生等职能，致力于服务地方产业转型升级和改善营商环境。围绕城市运转方面，传统的基础设施投资类企业正转型为城市综合运营服务商或房地产开发商，如开展供水、供电、供气业务、污水处理、垃圾处理、高速和铁路等交通建设运营、矿产和文旅等资源建设运营等；围绕产业发展方面，传统的基础设施投资类企业正在向园区综合服务商、产业控股或金融控股平台发展等转变，如建设厂房及园区配套生活设施以获取厂房租金和其他服务收入，投资入股产业园区内企业、与园区企业共发展等，发挥产业投资企业对地区经济发展的引领和带动作用。

整体而言，基础设施投资类企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，有望获得地方政府较大的业务和资源倾斜力度。同时，地方产业投资（运营）企业仍将继续扎根于本地，故而当地的资源禀赋和政策支持力度很大程度上影响了其盈利和自身造血能力，从而使得信用风险有所分化。

（二）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，综合财政实力较强，但财政自给能力偏低

区位特征：江西省会城市，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。2023年末南昌市常住人口为656.82万人，拥有全省14.55%的人口，比2022年末增加3.01万人，是省内少数实现人口正增长且增幅最大的城市，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，经济发展水平较高，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2021-2022年占全省GDP的比重均在22%以上，2023年GDP增速接近全省平均水平，南昌市三次产业结构由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2 2023 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	20,011.65	5.7%	1,601.20	6.40%	14.53
长沙市	14,331.98	4.8%	1,227.07	7.03%	13.63
郑州市	13,617.80	7.4%	1,165.85	3.10%	10.47
合肥市	12,673.78	5.8%	929.60	2.20%	12.86
南昌市	--	4%	500.20	9.30%	11.10*
太原市	5,573.74	3.8%	449.24	2.70%	10.26

注：（1）人均GDP=GDP/常住人口，其中太原市常住人口为2022年末数据；（2）“--”表示数据未公布；（3）标“*”数据为2022年数据。

资料来源：各省会城市财政数据、公开数据，中证鹏元整理

表3 南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	--	4%*	7,203.50	4.1%	6,650.53	8.7%
规模以上固定资产投资	--	--	-	7.6%	-	11.1%
社会消费品零售总额	--	6.5%*	3,012.00	4.6%	2,878.74	17.4%

进出口总额	1,112.90	--	1,345.56	4.3%	1,293.56	12.3%
人均 GDP (元)	--	--	111,031	--	104,788	--
人均 GDP/全国人均 GDP	--	--	129.56%	--	129.41%	--

注：“--”表示数据未公布；“*”表示预计数。

资料来源：2021-2022年南昌市国民经济和社会发展统计公报，南昌市 2023 年政府工作报告，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，2023年全市规模以上工业营收突破6,500亿元。

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业收入分别达6227.3亿元和6,054.10亿元，2023年全市规模以上工业营业收入预计突破6,500亿元。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，包括江铃集团、江西五十铃汽车有限公司和江西凯马百路佳客车有限公司，汽车年产能58万辆，在建产能27万辆；电子信息产业2023年营业收入突破2,400亿元，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2024年5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33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。

财政实力：南昌市综合财政实力较强，但财政自给能力偏低，政府性基金收入维持下滑趋势。作为江西省省会城市，南昌市整体的财政实力较强，2023年南昌市一般公共预算收入同比增长9.3%，其中2022年留抵退税导致基数较低是主要因素，但和2021年相比，2023年南昌市税收收入小幅下滑。2023年南昌市财政自给率略有提升，但仍处于偏低水平。受房地产市场低迷影响，2023年南昌市政府性基金收入继续下行。

表4 南昌市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	500.20	457.68	484.80
税收收入占比	65.99%	60.26%	71.06%
财政自给率	54.04%	48.74%	55.72%
政府性基金收入	270.8	290.10	411.05

资料来源：南昌市 2021-2023 年财政预算执行情况、南昌市财政局，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是南昌市最大的国有资本运营主体，经营管理南昌市供水、污水处理、燃气等公用事业，承担市政工程建设，并涉及贸易、房地产、投资等业务领域，业务多元化程度较高，且在区域内的竞争能力较强

公司是南昌市最大的国有资本运营主体，目前主业已形成公用事业、建筑工程、房地产销售、贸易、现代农业等五大板块，业务多元化程度较高。其中，公用事业板块具体由水务、煤气、燃气、热电联产和固废及危废处理等业务板块构成，贸易板块以铜及其他大宗商品贸易为主。2023年，公司营业收入小幅增长，主要受益于公用事业和贸易业务的持续扩张，公司销售毛利率基本与上年持平。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
公用事业板块	45.78	37.02%	17.19%	193.66	31.62%	18.44%	173.56	29.43%	19.67%
建筑工程板块	11.98	9.69%	5.70%	83.80	13.68%	5.59%	71.62	12.14%	6.76%
房地产销售板块	0.17	0.14%	-263.78%	52.03	8.50%	10.82%	95.61	16.21%	6.30%
贸易板块	53.69	43.42%	0.00%	253.33	41.37%	0.01%	231.87	39.32%	0.32%
现代农业	10.90	8.81%	0.99%	20.47	3.34%	2.04%	7.18	1.22%	0.28%
其他板块	1.14	0.92%	28.46%	9.11	1.49%	62.54%	9.89	1.68%	44.93%
合计	123.65	100.00%	6.89%	612.40	100.00%	8.52%	589.72	100.00%	8.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）公用事业板块

公司公用事业板块主要包括水务、煤气、燃气、热电联产和固废及危废处理等，在南昌市的水务、燃气、环保事业等领域处于重要地位，拥有较强的竞争优势，随着服务用户的增加，2023年公用事业板块收入持续增长

公司的公用事业板块主要由全资子公司南昌水业集团有限责任公司下属上市子公司江西洪城环境股份有限公司（以下简称“洪城环境”，股票代码：600461.SH）和浙江富春江环保热电股份有限公司（以下简称“富春环保”，股票代码：002479.SZ）运营，其中洪城环境负责水务、煤气、燃气板块及部分固废及危废处理板块；富春环保负责热电联产板块和部分固废及危废处理板块。截至 2024 年 3 月末，公司及其子公司合计持有洪城环境 47.29% 的股权，持有股权的 21.09% 已质押；同期末，公司持有富春环保 20.49% 的股权，持有股权无质押。

水务板块方面，洪城环境主要从事自来水供应、污水处理以及水务工程，兼营水设备的销售、二次供水、污泥处置等业务，在南昌市供水市场上居垄断地位，供应范围覆盖南昌 90% 以上的区县，供水客

户以居民用户为主，居民用户用水量接近 60%，主要工业用水客户为洪都钢铁厂、英能水电和欧菲光等企业。污水处理方面，公司是江西省最大的污水处理企业，在江西省市场占有率超 80%。

南昌市供水价格受政府严格管制，由南昌市发展与改革委员会直接制定。近年来南昌市自来水价格和污水处理价格较为稳定，但污水处理收入系公司按实际污水处理量和污水处理成本上报南昌市政府相关部门，南昌市政府相关部门对公司申报的年度污水处理量和处理成本进行监审，并按监审后确定各年应该核拨给公司的污水处理费用，据此确认收入。

2023 年，洪城环境供水能力相对平稳，污水处理量有所提升，2024 年 3 月末洪城环境拥有 11 家水厂和实际运营的污水处理厂共 105 家（江西省省内 96 家）。随着售水量和污水处理量的提高，洪城环境水务收入持续增长，且毛利率维持在较高水平，其中自来水销售毛利率小幅上升主要系供水成本下降所致。

表6 南昌市自来水供应价格（单位：元/立方米）

用水性质	自来水价格	污水处理费	到户水价
居民生活用水	一级用水	2.03	2.98
	二级用水	3.05	4.00
	三级用水	6.09	7.04
	合表用户	2.05	3.00
非居民生活用水	3.05	1.40	4.45
特种行业用水	10.15	1.40	11.55

注：该表系 2018 年 11 月 1 日调价后南昌市自来水供应价格。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 洪城环境水务业务主要指标

指标名称	2023 年	2022 年
期末水厂数量（座）	11	11
日供水能力（万立方米）	194	194
期末管网长度（公里）	8,204	7,933
售水总量（万立方米）	39,570	39,426
自来水销售收入（亿元）	9.66	9.34
自来水销售毛利率	44.67%	41.60%
污水处理总量（万立方米）	116,123	115,076
污水处理收入（亿元）	23.98	22.93
污水处理毛利率	41.54%	40.26%

注：1) “-”表示数据未披露；2) 2023 年末管网长度=2022 年末管网长度+2023 年新建管网。

资料来源：洪城环境 2022-2023 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

煤气、燃气板块方面，主要由洪城环境的下属子公司南昌市燃气集团有限公司负责运营，该公司是集设计、施工、输配、销售为一体的专业燃气公司，随着煤气用户的逐步置换，目前公司已停止煤气相关业务。公司是南昌市内最大的天然气经营主体，拥有南昌市主要行政区域的管道燃气特许经营权，南昌市天然气主要来源于“西二气”和“川气”，采购价由国家发展和改革委员会制定，销售价由南昌市

物价局制定，每年根据国际市场价格变动情况做相应调整，截至2023年末，居民天然气销售价格为3.20元/立方米，公福用户销售价格3.36元/立方米，非居民用户销售价格4.43元/立方米（非居民用户销售价格会受上游采购价格的变化而实时调整），公司拥有燃气管道长度7,478公里，管道燃气居民用户数量134.48万户，非居民用户8,366户。

随着公司经营的管道长度和服务用户数量增加，天然气业务稳步发展，2023年及2024年1-3月分别实现燃气板块收入22.94亿元和6.33亿元，毛利率分别为17.92%和10.58%，燃气板块毛利率受天然气采购价格影响有所波动。整体来看，2023年燃气板块收入及毛利率同比均小幅提升。

表8 公司天然气业务发展情况

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
购气量（亿立方米）	1.76	5.37	5.26
销气量（亿立方米）	1.68	5.25	5.13
其中：非居民（亿立方米）	1.02	3.33	3.28
居民（亿立方米）	0.66	1.92	1.85
燃气管道长度（公里）	7,478	7,414	6,930
供应非居民（户）	8,366	8,021	6,543
供应居民（万户）	134.48	132.06	122.32
采购均价（元/立方米）	2.97	2.90	2.95
平均出厂售价（不含税）（元/立方米）	3.52	3.60	3.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

热电联产板块方面，主要由富春环保负责。热电联产业务主要通过燃煤等产生的热量加热锅炉，使锅炉中的水变成水蒸汽，利用蒸汽推动汽轮发电机组发电，汽轮机排出蒸汽通过供热管网提供给用热客户，实现热电联产。该业务的主要产品为蒸汽和电力，电力产品根据与国网供电公司并网协议全部并入国家电网当地公司，蒸汽产品则用于园区内造纸企业、化工企业、医药企业、食品企业和纺织企业等下游客户在生产过程中的加热、烘干等用途。

2023年及2024年1-3月，公司热电联产业务分别产生营业收入27.58亿元和5.80亿元，毛利率分别为23.80%和12.50%，清洁电能和清洁热能产销率均维持在较高水平。整体来看，2023年该业务实现的营业收入同比小幅增长，毛利率也明显提升，主要受益于发电的煤价格下降所致。

表9 公司热电联产业务产品情况

产品名称	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
清洁电能	产量（万千瓦时）	35,103.95	140,879.80	125,137.21
	销量（万千瓦时）	28,793.02	114,545.62	103,635.31
	业务收入（万元）	12,270.34	48,217.88	43,608.41
	业务成本（万元）	8,534.37	30,763.83	36,930.85
	毛利润（万元）	3,735.98	17,454.05	6,677.56
	毛利率	30.45%	36.20%	15.31%

清洁热能	产量（万蒸吨）	243.42	1,045.99	827.41
	销量（万蒸吨）	219.00	991.70	791.40
	业务收入（万元）	45,714.58	227,581.88	213,777.10
	业务成本（万元）	42,203.83	179,382.78	173,428.72
	毛利润（万元）	3,510.74	48,199.10	40,348.38
	毛利率	7.68%	21.18%	18.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

固废及危废处理板块方面，该板块由洪城环境与富春环保共同负责，一般分为固危废处理与有色金属固危废处理两类。对于一般固危废处理，主要涵盖生活垃圾焚烧发电、工业固废处理、危险废物处理、餐厨垃圾处理、市政污泥处理、飞灰填埋、渗滤液处理等。对于有色金属固危废处理，在对其进行一般的无害化处理后，进一步对其内含的有色金属资源进行回收和综合利用。对于一般固危废处理，公司除了收取垃圾处理费作为主要收入来源之外，通过对垃圾的焚烧，可以产生电力并将电输送给国家电网作为一部分收入；通过对餐厨垃圾的发酵厌氧处理，亦可以产生沼气并售卖获取一部分收入。对于有色金属固危废处理，公司在对含有色金属危固废进行无害化处置后，通过湿法和火法等工艺流程对原料中有色金属的富集和提炼，产出资源化产品，如精锡及部分贵金属等；对于资源化后包含公司无法进一步提炼的有色金属物料，则有价出售给其他危固废深度资源化利用的公司。

2023年，公司固废及危废处理业务实现收入11.01亿元，同比明显减少；毛利率下降至16.97%，主要系精锡等有色金属价格回落所致。2023年公司有色金属类主要产成品精锡产量和销量分别为2,905.74吨、2,920.23吨。

（二）建筑工程板块

公司承担南昌市内代建和市场化的重大市政工程项目建设，施工资质较高，业务可持续性较好，但主要在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力，2023年盈利水平受施工行业竞争激烈影响略有降低

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

2023年，公司建筑工程收入主要来自市场化商业项目，受益于工程结算量的增加，建筑工程板块收

入同比增长 17.01%，但毛利率略有下降，系施工行业竞争激烈以及工程项目总承包占比下降所致。

截至 2024 年 3 月末，公司主要在建的政府代建项目计划总投资 348.61 亿元，已投资 265.67 亿元，合同资产中待结算工程款规模较大，公司建筑工程业务持续性较好，但同时尚需投资规模大，公司面临一定的资金压力。

表10 截至 2024 年 3 月末主要代建业务在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
南昌市幸福渠水域综合整治工程	162.21	117.21
二七隧道（一期）工程	37.97	10.01
前湖大道快速路(西外环-朝阳大桥)工程	33.40	33.40
昌九大道快速路改造二期（延伸段）工程	26.43	24.83
海昏（旅游景观）大道工程	19.69	18.15
南昌汉代海昏侯国遗址博物馆（考古研究中心、展示服务中心及配套设施）	19.02	18.71
南昌市市民中心工程	13.00	13.00
昌西大道工程	12.53	10.06
火车站东广场改造工程	11.11	9.17
南昌市军事装备展示中心	6.30	5.43
南昌市前湖大道快速路前湖立交工程	5.54	4.73
南昌市“三纵三横”公交专用道工程	1.41	0.97
合计	348.61	265.67

注：1）除前两个项目外，公司大部分代建项目已完工，但尚未竣工结算；2）2023 年，南昌市幸福渠水域综合整治工程主要对已完工的部分项目运营管理，故新增投入较少；3）二七隧道（一期）工程因规划调整，项目暂缓。

资料来源：公司提供

表11 截至 2024 年 3 月末主要市场化商业项目在建情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	已回款	运营模式
南昌高新区航空城拆迁安置房项目工程	47.71	35.61	16.81	BT
南昌高新区航空城市政基础设施配套工程	10.92	15.42	10.87	BT
合计	58.63	51.03	27.68	-

注：部分项目已投资超总投资。

资料来源：公司提供

（三）房地产销售板块

公司在建房地产尚需投入资金规模较大，存在较大资金压力，且房地产项目受景气度下行和居民信心不足等影响面临一定的去化压力和减值风险，2023年销售收入持续大幅减少

房地产板块主要由子公司南昌市政公用房地产集团有限公司来运营，房地产业务分布在南昌、宁波、滨州、昆山、上海、北京、天津等地，在南昌本地项目以自主开发为主，异地项目以合作开发为主，合作模式主要采取与融创房地产集团有限公司或当地房地产商共同合作开发房地产项目，公司房地产开发品种包括住宅、商业、办公以及配套的车位，其中住宅类合同销售金额与合同销售面积在公司房地产业务中占比最高，一直保持在 75% 以上。2023 年，公司房地产销售收入同比减少 45.58%，主要受宏观经

济下行影响，房地产市场低迷需求不足，产品销售价格亦有所下降；毛利率上升主要系房地产融资利率下降带动资金成本减少所致。

截至 2024 年 3 月末公司主要在建房地产项目较多，分布在江西、江苏、上海、浙江、山东等地，项目总投资 560.01 亿元，其中有多个项目为公司与融创房地产集团有限公司合作开发，除青藤雅苑已计划清盘退出外，其余合作开发项目销售进度较好，仅剩尾盘。考虑到公司在建房地产项目规模较大，随着房地产的陆续完工及销售，能为公司带来相应的收入，但受地产景气度下行和居民信心不足等影响，公司房地产开发项目销售存在一定去化压力，若公司房地产开发项目无法顺利完成开发，公司还将面临减值风险，同时公司主要在建房地产项目仍需投入较大规模的资金，存在较大资金支出压力。

表12 截至 2024 年 3 月末公司主要在建房地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目	项目类型	规划建筑面积	总投资	已投资	持股比例	销售进度
杭州森与海之城项目（杭州融阳政、融泓政）	住宅、商业	142.89	131.16	85.20	39%	91%
市政公用城二期	住宅、商业	99.72	51.28	30.25	100%	82%
金陵星图（南京银浦）	住宅、公寓、酒店等	67.92	100.35	66.39	25%	48%
市政公用城（桂语江南）	住宅、商业	44.00	30.72	23.56	49%	75%
济宁融创滨江壹号	住宅、商业	42.16	27.52	23.77	40%	91%
市政公用城三期	住宅、商业、教育	25.61	16.48	7.08	100%	4%
威隘桥项目	商业	21.06	30.72	21.07	49%	25%
青藤雅苑（盐城融政通）	住宅、商业	18.37	28.28	15.39	34%	0.25%
山水江南（无锡政融城市建设）	住宅	16.50	38.58	30.86	49%	37%
滨江望园（南京昌融）	住宅	13.83	56.98	53.78	49%	95%
名门国际	商业及住宅	12.79	6.37	5.40	100%	37%
东海壹号	住宅及商业	10.38	9.74	8.73	35%	97%
九珑汇*	商业、商务用地	8.99	6.50	3.90	82%	-
璀璨湖畔（上海招政嘉）	住宅	8.50	25.32	17.94	51%	97%
合计	-	532.72	560.01	393.31	-	-

注：由于政府对九龙湖周边规划调整等客观原因致使九珑汇项目自 2016 年 5 月至今一直处于停工状态。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）贸易板块

贸易板块仍为公司营业收入的主要来源，但盈利水平很低，对公司利润贡献较小

公司于 2013 年开始从事铜及其他大宗商品贸易业务，该板块主要由三级子公司南昌市市政公用项目投资建设有限公司运营，主要经营品种为铜、木材、钢材、镍等，近年铜产品占比持续超 90%。公司利用合作方在大宗商品贸易的经验和客户资源，贸易业务迅速成长，贸易业务的上游主要是生产商和贸易商，下游客户主要是贸易商和加工企业，公司主要是赚取货物的差价，一般先确定客户需求，再向供

应商询价，按供应商的报价加上一定的佣金作为销售价格与下游客户签订销售协议，公司贸易业务系根据销售订单确定采购，故无铜贸、钢贸库存。公司主要采用仓单交易的方式，交易过程方便快捷高效，一般采用款到发货，对于长期合作的大客户给予一定的账期，一般为 30 天内。

2023 年，公司贸易业务规模快速增长，占公司收入比重提升至 41.37%，已成为公司营业收入的主要来源。从前 5 大客户和供应商的明细来看，2023 年公司贸易业务主要供应商和客户仍以贸易类公司为主，存在一定变动，集中度不高。公司主要采用扩大交易量来赚取更多的利润，但由于公司经营品种大部分为标准件，市场价格透明，利润空间有限，导致贸易业务的盈利水平很低，对公司利润贡献较小。

表13公司贸易板块前5大客户/供应商情况（单位：亿元）

期间	类型	客户/供应商	金额	占贸易板块营业收入/营业成本比例
2023年	销售	江铜国际贸易有限公司	39.27	15.50%
		上海天元锰业有限公司	14.95	5.90%
		上海勒韦国际贸易有限公司	14.66	5.79%
		河北物产金属材料有限公司	14.52	5.73%
		江西省旅游集团九州供应链管理有限公司	12.41	4.90%
		合计	95.81	37.82%
	采购	上海紫盟铜业有限公司	27.77	10.96%
		东阳市花园万鑫贸易有限公司	23.52	9.28%
		上海金克金属贸易有限公司	13.28	5.24%
		均和控股有限公司	12.28	4.85%
中新金牛物贸（上海）有限公司		11.81	4.66%	
	合计	88.66	35.00%	
2022年	销售	江铜国际贸易有限公司	46.25	22.08%
		冀中能源集团有限责任公司销售分公司	8.43	4.02%
		河北物产金属材料有限公司	7.17	3.42%
		南昌市鼎淞贸易有限公司	5.70	2.72%
		湖北国贸供应链管理有限公司	5.01	2.39%
		合计	72.56	34.63%
	采购	浙江花园铜业有限公司	16.30	7.78%
		上海均和集团国际贸易有限公司	12.72	6.07%
		均和（厦门）控股有限公司	12.61	6.02%
		上海笙威供应链有限公司	11.60	5.54%
江西省鑫荣实业有限公司		11.09	5.29%	
	合计	64.32	30.70%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得南昌市政府较大力度的支持

公司是南昌市最大的国有资本运营主体，经营管理南昌市供水、污水处理、燃气等公用事业，2023

年继续获得较大力度的外部支持。资产注入方面，南昌市政府向公司注入资金10.00亿元，用于支持城区的排水单元建设，作为南昌市城市排水有限公司的注册资本金；同时向公司无偿划入南昌市地下空间开发利用有限公司、南昌市水利电力建设集团有限公司、南昌市建筑科学研究所有限公司等多家国企股权，增加资本公积2.43亿元。政府补助方面，2023年公司收到其他收益和营业外收入中的政府补助2.44亿元，占同期利润总额的比例为12.60%，对公司利润形成一定补充。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2022-2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023 年公司合并范围变化新增 16 家子公司，减少 6 家子公司，因上述子公司规模不大，未对报表可比性造成重大影响。

资本实力与资产质量

随着公司扩大外部融资，2023 年末公司资产规模有所增加，财务杠杆高位上升，存量资产以房地产项目和建筑工程项目建设投入、土地资产及国企往来款为主，整体资产流动性较弱

2023年，公司发行多只债券并新增较多银行借款，债务规模持续扩张，加之所有者权益因部分永续债赎回而减少，使得产权比率高位上升至233%，所有者权益对负债的保障程度很低。公司所有者权益主要为政府划拨资金、土地、股权等资产形成的资本公积以及少数股东权益。

图 2 公司资本结构

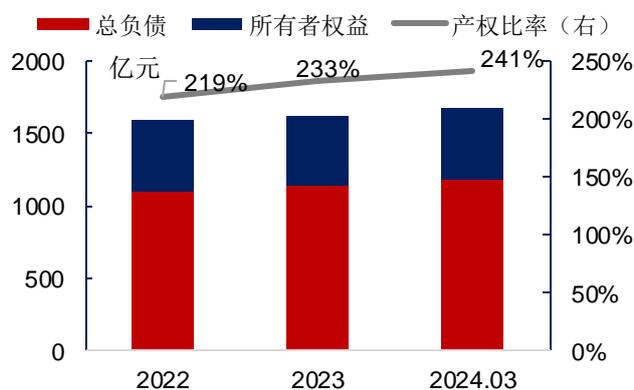
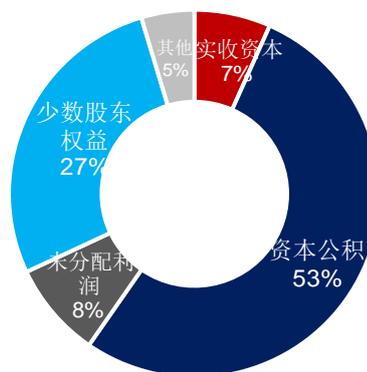


图 3 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司主要业务为供水、污水处理、燃气等公用事业以及工程建设、房地产建设等，资产主要由前述业务形成的存货、合同资产、固定资产、在建工程及应收款项等构成。存货主要为在建和已完工的房地

产开发产品，2023年末存货有所增长主要系房地产项目持续增加投入所致，若房地产市场复苏不及预期，开发项目利润下滑或项目无法顺利完成开发，公司将面临存货去化压力和跌价损失风险；此外，同期末74.61亿元的存货中因借款抵押受限。合同资产主要由建筑施工项目工程款构成，因建造合同投入成本增多而增长。公司在建工程主要为政府工程和幸福渠系列工程，随着项目建设的持续推进，在建工程规模有所增加。公司固定资产主要由房屋建筑及构筑物、机器设备和管网等构成，因采购的机器设备增加，2023年末固定资产规模增长，因借款抵押而受限的固定资产账面价值为8.33亿元。应收款项方面，公司应收账款对象分散，账龄以1年内为主，2023年末应收账款规模增加主要系公用事业板块及建筑工程板块业务量增长所致；其他应收款欠款对象相对分散，2023年末前五大分别为南昌市房地产交易市场有限公司、南昌市液化石油气公司、江西祥瑞置业集团有限公司（3.36亿元）、昆山大道房地产开发有限公司²（3.34亿元）、天津力高大道置业发展有限公司（2.70亿元），借款合计数为58.79亿元，对公司资金形成一定占用，且部分应收对象系房地产开发企业，在房地产市场景气度下行的环境下，如相关房企地产项目销售状况不及预期，公司可能面临一定的应收款项回收风险；公司长期应收款主要包括南昌市政工程施工开发公司垫付的BT项目款、代建项目款及明股实债款，2023年末主要因项目回款导致规模有所减少。

其他资产方面，截至2023年末，公司有6.42亿元货币资金因司法诉讼、银行承兑汇票保证金、农民工保证金等原因而受限，在公司货币资金账面价值中占比4.85%。无形资产主要为特许经营权（99.82亿元）和土地使用权（175.96亿元；以2010年政府“作价出资”的2,000亩土地为主），其中129.24亿元属于储备土地，截至2023年末公司无形资产中因借款抵押而受限的账面价值13.33亿元。

受限资产方面，公司受限资产以业务开展及对外融资而抵质押的不动产资产为主，主要来自存货、固定资产和无形资产，截至2023年末公司受限资产账面价值合计为105.46亿元，占总资产的6.51%，受限比例尚可。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	154.71	9.24%	132.35	8.17%	171.27	10.75%
应收账款	40.09	2.39%	36.22	2.24%	29.01	1.82%
其他应收款	141.13	8.42%	152.19	9.39%	154.79	9.72%
存货	247.15	14.75%	230.83	14.25%	222.22	13.95%
合同资产	84.78	5.06%	80.86	4.99%	70.17	4.41%
一年内到期的非流动资产	0.43	0.03%	0.43	0.03%	0.65	0.04%
流动资产合计	759.19	45.32%	716.36	44.22%	728.58	45.75%
固定资产	120.56	7.20%	121.87	7.52%	110.30	6.93%
在建工程	292.65	17.47%	281.05	17.35%	261.63	16.43%

² 昆山大道房地产开发有限公司系公司房地产合作开发项目公司。

长期应收款	77.36	4.62%	79.46	4.90%	88.53	5.56%
无形资产	281.71	16.82%	276.40	17.06%	277.33	17.41%
非流动资产合计	916.03	54.68%	903.71	55.78%	864.01	54.25%
资产总计	1,675.22	100.00%	1,620.07	100.00%	1,592.59	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

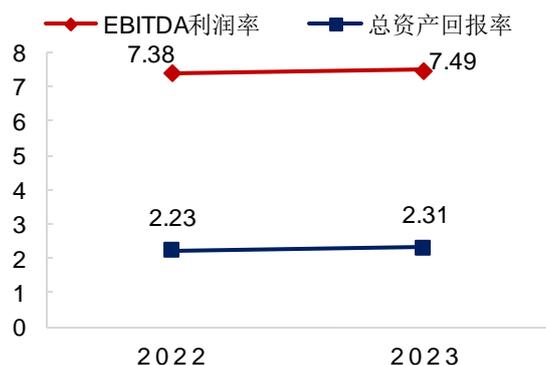
盈利能力

公司业务多元化程度高，其中在市政公用领域有垄断性竞争优势且盈利能力较强，2023 年营业收入同比小幅增长，业务可持续性较好，政府补助和投资收益提高了公司盈利水平

公司业务覆盖公共事业、建筑、房地产、贸易等，多元化程度较高，是南昌市最大的自来水供应企业、江西省最大的污水处理企业、南昌市最大的天然气经营主体，在市政公用领域有垄断性竞争优势且该业务盈利能力较强，公司业务的可持续性较好。2023 年，在公用事业规模扩张以及铜贸易增加等因素的影响下，公司营业收入同比增长 3.85%。

盈利能力方面，公司利润除业务经营收益外，政府补助和投资收益对利润形成一定补充，2023 年公司计入其他收益和营业外收入的政府补助占利润总额的比重为 12.60%，提升了公司盈利水平。同期投资收益占利润总额的比重为 8.21%，主要为债权投资持有期间的利息收益、处置交易性金融资产取得的收益，对公司利润有一定贡献。2023 年，随着公司收入增长且毛利率较为稳定，EBITDA 利润率和总资产回报率均小幅上升，盈利能力略有提高。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公用事业板块具有垄断性优势且回款周期较短，近年公司经营活动现金流持续净流入，主业现金生成能力较强；随着公司新发债券并新增较多银行借款，2023 年公司债务规模持续扩张，偿债压力加大，项目建设及债务偿还对外部融资存在较强的依赖性

受房地产和工程项目投资规模增加的影响，加之到期债务规模较大，2023年公司对外融资力度持续增长，发行多只债券并新增较多银行借款。公司债务类型主要包括银行借款和债券融资等，其中银行借款主要为信用贷款，部分需抵质押等担保措施；债券融资主要为短融（超短融）、中票和公司债，但2023年末还有计入其他权益工具中19.99亿元永续债。从主要债务到期分布情况来看，2024年3月末公司一年内到期规模约301.75亿元、占比约36.70%；2023年末短期债务比重有所提升。

除上述金融性负债外，公司主要经营性负债还涉及应付账款、应付票据、其他应付款和合同负债等科目。截至2023年末，公司应付账款主要为公司应付施工单位的项目建设等款项；应付票据主要为商业承兑汇票，规模因贸易业务减少票据结算而下降；其他应付款规模有所减少，主要系暂收暂付款项减少所致；合同负债主要由预收工程款、预收货款和预收服务款构成，受预收工程款及货款增加影响，合同负债规模明显增长。

表15 截至 2024 年 3 月末公司主要债务到期分布情况（单位：亿元）

期限	金额	占比
1 年以内	301.75	36.70%
1-2 年	26.65	3.24%
2-3 年	206.55	25.12%
3 年以上	287.19	34.93%
合计	822.14	100.00%

注：主要债务包括短期借款、长期借款、应付债券、其他流动负债中的短期应付债券、长期应付款有息部分和其他权益工具等。

资料来源：公司提供

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 1-3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	266.42	22.49%	250.30	22.09%	179.10	16.39%
应付票据	9.47	0.80%	15.63	1.38%	40.40	3.70%
应付账款	122.84	10.37%	123.27	10.88%	125.12	11.45%
合同负债	74.61	6.30%	58.16	5.13%	49.35	4.52%
其他应付款	144.51	12.20%	148.03	13.07%	154.62	14.15%
一年内到期的非流动负债	91.58	7.73%	116.16	10.25%	115.16	10.54%
其他流动负债	36.52	3.08%	31.52	2.78%	10.17	0.93%
流动负债合计	766.51	64.71%	769.37	67.91%	706.87	64.69%
长期借款	231.55	19.55%	207.27	18.29%	203.56	18.63%
应付债券	171.80	14.50%	141.74	12.51%	169.40	15.50%
非流动负债合计	417.96	35.29%	363.60	32.09%	385.84	35.31%
负债合计	1,184.47	100.00%	1,132.96	100.00%	1,092.70	100.00%
总债务	-	-	772.72	68.20%	758.82	69.44%

其中：短期债务	-	-	402.21	35.50%	334.66	30.63%
长期债务	-	-	370.51	32.70%	424.16	38.82%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司是南昌市最大的自来水供应企业、江西省最大的污水处理企业、南昌市最大的天然气经营主体，在市政公用领域有垄断性竞争优势，该主营业务板块现金生产能力强，回款周期相对较短，2023 年公司经营活动现金持续净流入。随着公司扩大外部融资规模以及赎回永续债，2023 年末资产负债率小幅上升；但受益于公司业务规模扩大且毛利率较为稳定，2023 年 EBITDA 有所增加，使得 EBITDA 利息保障倍数小幅上升，但 EBITDA 对利息的覆盖程度仍较为一般。整体来看，公司面临较大的偿债压力。

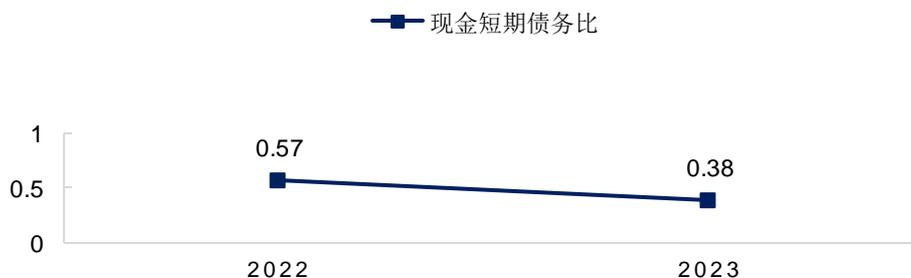
表 17 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	-17.30	19.82	27.65
资产负债率	70.71%	69.93%	68.61%
总债务/EBITDA	--	16.85	17.43
EBITDA 利息保障倍数	--	1.51	1.45
总债务/总资本	--	62.32%	62.73%
经营活动现金流净额/总债务	--	2.57%	3.64%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，2023 年公司新增较多银行短期借款，导致 2023 年末现金短期债务比下滑至 0.38，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍较低。考虑到公司投资活动现金流净流出金额仍较大，需新增较多外部融资以覆盖项目资本支出，同时存量债务存在滚续压力，公司面临较大的资金需求，预计公司债务规模将持续扩大。截至 2024 年 3 月末，公司在银行获得的重要授信额度合计 642.11 亿元，其中已用额度为 468.41 亿元，剩余额度为 173.71 亿元，备用流动性尚可。此外，公司作为南昌市市属国企四大集团之一，预计公司债务融资渠道将保持畅通，并且能够持续获得较大力度的外部支持，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

图 5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）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

环境因素

根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年内公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年内公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。但公司业务多元化，公共事业板块的生产经营过程中，面临因各种自然灾害或者人为因素导致的水源污染和燃气泄漏、起火、爆炸等严重威胁生产安全的风险；市政工程项目和房地产项目建设周期较长，在项目建设期间，可能遇到不可抗拒的自然灾害、意外事故，突发状况等对工程进度以及施工质量造成影响。

公司治理

治理和管理方面，公司设股东会，由南昌市国有资产监督管理委员会行使股东会职权，公司董事会根据国有资产监督管理机构的授权行使股东会的一部分职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、分立、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券及重要的子公司合并、分立、解散、申请破产的，应当由南昌市国有资产监督管理委员会审核后，报南昌市人民政府批准。公司非职工董事及非职工监事由南昌市国资委任命，2024年3月公司法人由邓建新变更为万义辉，除此之外，董监高变动较小；2021年至今未发现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司子公司较多，且每年合并范围均有变化，管理方面存在一定难度，对内部控制制度的有效性要求较高。此外，公司还建立了与自身业务相适应的内部管理制度和组织架构，下设董事会办公室、综合部、宣传部、计划财务部、工程管理部、团委、安监部、企业规划管理部、投资部、法务审计部、人力资源部等11个职能部门，详见附录三。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日³，公司本部、南昌水业集团有限责任公司、南昌市政公用房地产集团有限公司、南昌市政投资集团有限公司均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿

³ 公司本部、南昌水业集团有限责任公司、南昌市政公用房地产集团有限公司、南昌市政投资集团有限公司的报告查询日分别为2024年6月13日、2024年5月21日、2024年6月14日、2024年5月22日。

付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2024年6月23日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保金额合计为19.09亿元，占同期末公司所有者权益比重的3.92%，担保对象为当地国有企业，未设置反担保，对外担保风险相对可控。

表18 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保期限	担保方式
南昌综保置业有限公司	地方国企	54,200.00	2019.06-2034.06	连带责任保证
南昌市国金工业投资有限公司	地方国企	70,000.00	2020.03-2026.03	连带责任保证
南昌万寿宫文化街区运营管理有限公司	地方国企	66,700.00	2020.06-2034.12	连带责任保证
合计	-	190,900.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他

本次评级公司个体信用状况为 aa-，较上次评级下调 2 个级别，主要是由于评级方法模型变更所引起，上次评级适用评级方法模型为《基础设施投资类企业信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2024V1.0）。

八、外部特殊支持分析

南昌市国资委直接持有公司90%股权，是当地政府重要下属企业，中证鹏元认为南昌市政府提供支持的能力极强，主要考虑到南昌市作为江西省省会城市，经济总量及综合财政实力为省内排头兵，近年GDP保持较快增长，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，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，为当地经济增长持续提供良好基础。

中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南昌市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与南昌市政府的联系非常紧密。南昌市国资委系公司实际控制人，对公司董事会和管理层进行任命与考核，并将供水、燃气等特许经营业务授予公司负责，因此南昌市政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权。公司主要从事南昌市供水、污水处理、燃气等公用事业以及市政工程建设、贸易、房地产、投资等业务，从政府和政府相关单位获得的业务有一大部分，且近年来在资产注入和政府补贴等方面获得南昌市政府支持的次数较多且力度较大，预计未来公司与南昌市政府的联系比较稳定。

(2) 公司对南昌市政府非常重要。公司承担了南昌市供水、污水处理、燃气等公用事业职能，提供一些公共产品和服务，也使得南昌市政府在付出很高的成本的情况下才可以取代公司。公司作为南昌市最大的国有资本运营主体，也承担了当地较多的市政工程项目，在税收、就业、基础设施建设等方面对南昌市政府贡献很大。此外，公司作为南昌市的发债主体，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

经评估，南昌市政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调2个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加2个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+1”调整为“+3”。

九、结论

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，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。公司是南昌市最大的自来水供应企业和江西省最大的污水处理企业，也是南昌市最大的天然气经营主体；同时还涉及城市基础设施建设、房地产开发、贸易等业务。近年公司总债务规模持续扩张，资产负债率高，短期偿债压力有所加大。但公司区域专营性强，业务多元化程度较高，业务可持续性较好，回款情况及经营现金流表现较好，且近年持续获得较大规模的政府注资和补贴。总体来看，公司抗风险能力极强。

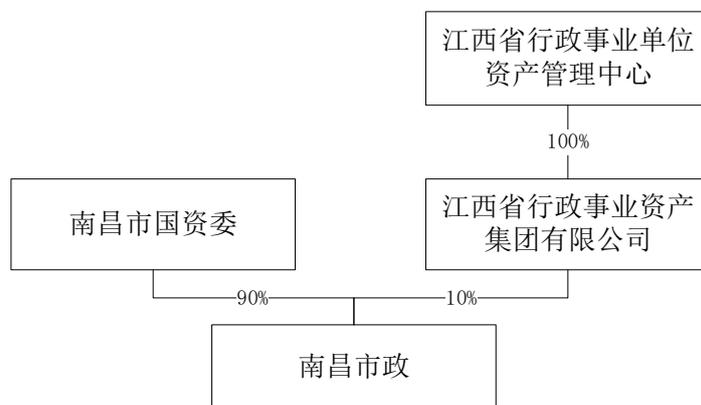
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AAA，维持评级展望为稳定，维持“20 洪政 02”、“21 洪政 02”、“21 洪政 03”、“21 洪政 04”、“22 洪政 01”信用等级均为 AAA。

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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	154.71	132.35	171.27	174.63
其他应收款	141.13	152.19	154.79	110.96
存货	247.15	230.83	222.22	196.24
合同资产	84.78	80.86	70.17	57.60
流动资产合计	759.19	716.36	728.58	675.56
固定资产	120.56	121.87	110.30	127.31
在建工程	292.65	281.05	261.63	284.75
长期应收款	77.36	79.46	88.53	114.59
无形资产	281.71	276.40	277.33	285.65
非流动资产合计	916.03	903.71	864.01	907.38
资产总计	1,675.22	1,620.07	1,592.59	1,582.94
短期借款	266.42	250.30	179.10	165.18
应付账款	122.84	123.27	125.12	110.16
合同负债	74.61	58.16	49.35	63.51
其他应付款	144.51	148.03	154.62	167.60
一年内到期的非流动负债	91.58	116.16	115.16	41.23
流动负债合计	766.51	769.37	706.87	653.24
长期借款	231.55	207.27	203.56	237.38
应付债券	171.80	141.74	169.40	151.62
非流动负债合计	417.96	363.60	385.84	449.12
负债合计	1,184.47	1,132.96	1,092.70	1,102.36
所有者权益	490.76	487.10	499.89	480.58
营业收入	123.65	612.40	589.72	563.07
营业利润	2.08	19.17	17.92	29.34
其他收益	0.35	2.39	2.84	13.98
利润总额	2.05	19.36	17.91	29.88
经营活动产生的现金流量净额	-17.30	19.82	27.65	2.72
投资活动产生的现金流量净额	-17.63	-70.53	-30.69	-66.60
筹资活动产生的现金流量净额	57.70	25.72	13.79	14.92
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	6.89%	8.52%	8.52%	10.84%
资产负债率	70.71%	69.93%	68.61%	69.64%
短期债务/总债务	--	52.05%	44.10%	35.36%
现金短期债务比	--	0.38	0.57	0.72
EBITDA（亿元）	--	53.02	50.13	68.66
EBITDA 利息保障倍数	--	1.75	1.67	1.70

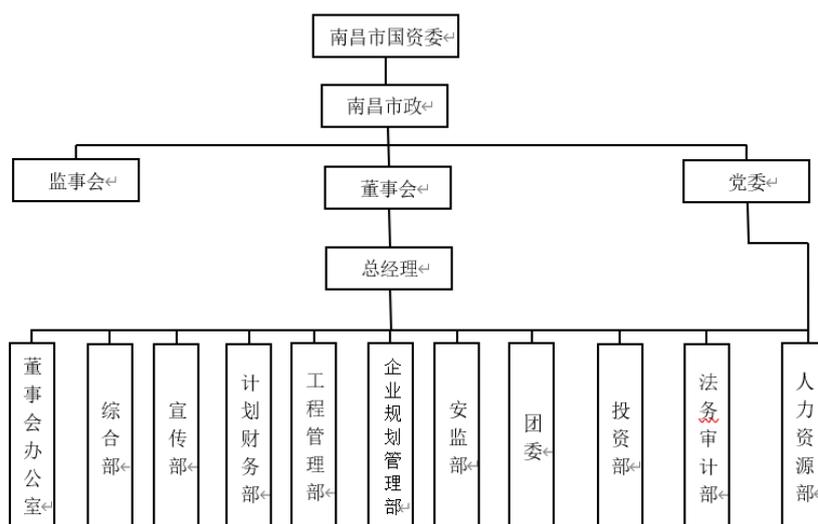
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：%、万元）

序号	子公司名称	持股比例	表决权比例	实收资本
1	南昌水业集团有限责任公司	100.00	100.00	21,772.27
2	南昌市政公用房地产集团有限公司	100.00	100.00	50,000.00
3	南昌蓝海商业经营管理有限公司	100.00	100.00	2,000.00
4	南昌市煤气公司	100.00	100.00	4,218.00
5	南昌市政工程开发集团有限公司	100.00	100.00	30,000.00
6	南昌市政公用建设有限公司	100.00	100.00	20,000.00
7	安义县市政公用小额贷款有限公司	80.00	80.00	10,000.00
8	南昌市幸福渠水域治理有限公司	90.91	100.00	2,200.00
9	南昌市金振国有资产运营有限责任公司	100.00	100.00	500.00
10	南昌市政投资集团有限公司	100.00	100.00	100,000.00
11	南昌市政公用资产管理集团有限公司	100.00	100.00	25,000.00
12	南昌市红谷隧道有限公司	75.00	75.00	20,000.00
13	南昌市政鼎创资本管理有限公司	100.00	100.00	50,000.00
14	南昌市政建设集团有限公司	50.77	50.77	13,000.00
15	南昌市政公用工程项目管理有限公司	100.00	100.00	100,000.00
16	南昌市政公用主题公园管理有限公司	100.00	100.00	1,000.00
17	中珺建设发展集团有限公司	50.95	50.95	15,685.41
18	北京昌政大道实业有限公司	100.00	100.00	50,000.00
19	南昌鼎投建筑工程有限公司	100.00	100.00	2,010.00
20	南昌东站开发建设有限公司	100.00	100.00	51,000.00
21	江西达途数字技术有限公司	100.00	100.00	3,760.00
22	南昌农业发展集团有限公司	100.00	100.00	25,000.00
23	南昌绿谷文化产业有限公司	51.00	51.00	4,030.20
24	南昌绿谷现代农业综合开发有限公司	100.00	100.00	2,810.00
25	南昌联帆环境工程有限公司	100.00	100.00	500.00
26	南昌市地下空间开发利用有限公司	100.00	100.00	10,000.00
27	南昌市水利电力建设集团有限公司	100.00	100.00	8,000.00
28	南昌市建筑科学研究所有限公司	100.00	100.00	2,000.00
29	浙江富春江环保热电股份有限公司	20.49	20.49	86,500.00

注：1）安义县市政公用小额贷款有限公司主发起人，安义县市政公用小额贷款有限公司董事会由九名董事组成，其中五名由公司派任。公司能控制安义县市政公用小额贷款有限公司，将其纳入合并范围；2）南昌市幸福渠水域治理有限公司收到国开发展基金名股实债 1.5 亿元，其中增加注册资本 200 万元，其余增加资本公积。国开发展基金不参与南昌市幸福渠水域治理有限公司生产经营，公司对南昌市幸福渠水域治理有限公司表决权比例仍为 100%；3）公司拥有子公司浙江富春江环保热电股份有限公司持股比例小于 50%，但浙江富春江环保热电股份有限公司为上市公司，公司为其大股东，股权分散能够实施控制。

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，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
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
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+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+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，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。

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。