

2022年南昌水利投资发展有限公司公司债券 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，但不对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

2022年南昌水利投资发展有限公司¹公司债券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
22南水债	AAA	AAA

评级观点

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

评级日期

2024年07月30日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司仍是南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，业务具有持续性且预计公司将持续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	2,755.51	2,788.51	2,682.55	2,638.47
所有者权益	1,054.52	1,055.29	1,009.38	997.23
总债务	1,163.97	1,133.80	1,014.20	925.17
资产负债率	61.73%	62.16%	62.37%	62.20%
现金短期债务比	0.76	0.92	0.94	0.99
营业收入	173.34	819.02	825.48	930.94
其他收益	5.60	37.21	37.89	38.57
利润总额	-0.86	5.58	12.95	33.15
销售毛利率	9.90%	10.34%	9.40%	11.56%
EBITDA	--	49.34	54.39	79.31
EBITDA利息保障倍数	--	2.62	4.07	5.27
经营活动现金流净额	-25.83	47.99	-8.88	88.40

资料来源：2022-2023年审计报告及2024年1-3月财务报表，公司在2022年审计报告对同一控制下的重大资产重组进行了追溯调整，为增强财务报表分析可比性，2021年数据采用2022年期初数/上期数，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

¹ 公司名称已于2022年6月14日变更为“南昌市交通投资集团有限公司”。

优势

- 南昌市近年经济保持较快发展，发展动能较好。**南昌市为江西省省会，经济总量为省内排头兵，区域经济保持较快增长，已构建“4+4+X”新型工业产业体系，其中电子信息、汽车和新能源汽车、航空装备、生物医药四大新兴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%。
- 公司平台地位非常突出，业务多元化程度较高，公益性业务持续性较好，整车业务市场竞争力较强。**公司是南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，本部是南昌市重要的水利基础设施建设投资主体，子公司南昌轨交为南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体，国控汽车子公司江铃汽车集团有限公司（以下简称“江铃集团”）2023 年中国 500 强企业名单中排名第 249 位，位列江西省第四，南昌市第一；业务涉及基础设施建设、轨道交通运营及建设、整车及零部件销售、房地产开发、贸易等业务，业务多元化程度较高，同时公司在建基础设施建设及轨道交通建设项目较多，业务持续性较好，且整车销售业务市场竞争力仍较强。
- 公司持续获得外部较大力度的支持。**2023 年，南昌市政府及南昌市财政局继续向公司及子公司划拨的各项资产及轨道交通建设资金，合计净增加公司资本公积 52.63 亿元；同时，公司收到各类政府补助 37.56 亿元，是同期利润总额的 6.73 倍，显著改善了公司利润水平。

关注

- 公司汽车及房地产业务面临一定行业波动风险。**公司整车及零部件销售业务收入占比较高，但汽车行业易受宏观经济波动及行业竞争变化影响，2023 年整车销售收入有所增长但市场份额同比有所下降，且产能利用率仍有较大提升空间，预计未来公司整车及零部件销售业务仍承压；此外，公司自行开发及与民营房企合作开发的房地产项目剩余货值规模均较大，项目去化能力易受当地房地产市场行情影响，且部分合作民营房企已被列入被执行人，预计 2024 年公司房地产项目去化情况仍承压。
- 公司项目投入资金沉淀较重，资产流动性较弱。**公司资产以水利基础设施建设项目及轨道交通建设项目投入成本、未缴纳土地出让金的政府划拨用地、汽车生产线设备及厂房及为主，其中水利基础设施建项目自 2019 年以来未结算，未来其结算受政府结算安排影响存在较大不确定性，轨道交通项目投入成本及未缴纳土地出让金的政府划拨用地变现难度较大且周期较长，且部分优质厂房已用于抵押。
- 公司偿债压力加大且资本支出压力较大。**随着公司轨道交通项目和基础设施建设项目的推进，公司资本开支缺口加大，公司加大了对外融资力度，2023 年公司总债务规模同比增长 11.79%，达 1,133.80 亿元，且现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数均有所下降，偿债压力有所增加。此外，公司主要在建项目的资本开支需求仍较大，未来仍需通过再融资平衡。
- 公司委托贷款业务存在较大的回收风险。**公司委托贷款业务主要发放对象为公司参股公司及业务合作方，以房地产企业及当地建设类民企为主，受房地产景气度下行影响，房地产企业普遍存在项目去化及资金周转压力较大，使得公司发生代偿、坏账计提情况，委托贷款业务毛利率持续为负，且当期较多委托贷款处于展期、协商还款过程中，回收风险较大。

同业比较（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	职能定位
南昌交投	南昌市国资委	1,055.29	62.16%	819.02	南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体
南昌轨交	南昌交投	573.11	55.38%	29.34	南昌市地铁项目投资建设运营管理唯一主体
南昌市政	南昌市国资委	487.10	69.93%	612.40	南昌市重要的国有资产运营主体，经营南昌市供水、污水、燃气等公用事业，承担市政工程投资等业务
南昌建投	南昌市国资委	398.64	70.62%	35.90	南昌市市政道路、隧道、高架桥等基础设施建设，南昌市高速公路建设与运营主体

南昌产投	南昌市人民政府	420.07	47.94%	94.52	南昌市重要的产业投资和国有资产运营主体
------	---------	--------	--------	-------	---------------------

注：1)以上各指标均为2023年数据；2)南昌市政系南昌市政公用集团有限公司简称，南昌轨交系南昌轨道交通集团有限公司简称，南昌建投系南昌市建设投资集团有限公司简称，南昌产投系南昌市产业投资集团有限公司简称。

资料来源：iFind数据库，公司提供；中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类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
区域状况	区域状况评分	7/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	6/7
	ESG因素				0
调整因素	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					1
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

- 公司南昌市属国企四大集团之一，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资委，将水利投资、轨道交通建设等业务授予公司负责，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，尽管公司本部不承担各类公用事业职能，但要取代公司仍需付出一定成本，同时公司及子公司在税收、就业、基础设施建设等方面对南昌市政府贡献均很大，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
22南水债	12.00	12.00	2023-06-28	2029-03-07

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年3月发行7年期12.00亿元公司债券“22南水债”，募集资金计划用于南昌港东新港区姚湾作业区综合码头工程项目及补充公司营运资金。截至2024年3月31日，“22南水债”募集资金专项账户余额为0.00元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2024年6月末，公司注册资本及实收资本仍为15.44亿元，控股股东及实际控制人仍为南昌市国资委，股权结构图见附录二。

截至2024年6月末，公司仍是南昌市属四大集团之一，是南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，跟踪期内仍主要从事南昌市的水利基础设施建设投资、轨道建设和运营、汽车研发制造及销售、交通运输、旅游、房地产开发、贸易等相关业务。

2023年合并报表范围变化情况见表1，截至2023年末，公司纳入合并范围一级子公司合计25家，详见附录四。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2023年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	控制性质
南昌恒成置业有限公司	100%	1,000.00	房地产开发及投资	新设立
南昌肉联食品集团有限公司	100%	20,000.00	冷链仓储物流	同一控制下企业合并
江西大众交通运输有限公司	100%	800.00	出租运输	非同一控制下企业合并
江西旭云交通信息技术有限公司	40%	5,000.00	信息系统集成服务	新设立
深圳唯恩枫和置业合伙企业（有限合伙）	100%	166,000.00	金融投资	非同一控制下企业合并
南昌交投出租旅游运输集团有限公司	100.00%	9,000.00	出租运输	同一控制下企业合并

2、2023年内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
华泰建设工程有限公司	40.00%	16,697.00	建筑施工	一致行动人协议到期

瑞金东投置业有限公司	40.00%	1,667.00	房地产	一致行动人协议到期
南昌市云栖谷房地产开发有限公司	45.00%	2,222.00	房地产	一致行动人协议到期
阳新金洋投资开发有限公司	45.00%	5,000.00	房地产	一致行动人协议到期
云南嘉铃汽车服务有限公司	100.00%	1,000.00	租赁业	注销
南昌赣昌新材料有限公司	51.00%	500.00	批发业	2023年8月已股权转让

资料来源：公司2023年审计报告、公开查询，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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。

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

2023年公司净资产及营业收入等指标仍位列南昌市四大市属平台首位，公司业务多元化程度较高且业务竞争力较强，平台地位非常突出，其中本部仍是南昌市重要的水利基础设施建设投资主体，子公司南昌轨交为南昌市唯一的轨道建设及运营主体，国控汽车子公司江铃集团的商用车业务处于行业靠前位置

公司仍主要从事南昌市的水利基础设施建设投资、轨道建设和运营、汽车研发制造及销售、交通运输、旅游、房地产开发、贸易等相关业务。2023年，公司营业收入有所下滑，主要系业务方向调整及房地产市场景气度下滑导致的商品贸易及房地产收入减少。此外，公司建筑工程板块收入亦有明显下降，主要系当期代建及工程施工业务确认收入均有所下降。但子公司国控汽车旗下江铃集团2023年整车及汽车零部件收入均有所增长，同时随着旅游及日常出行需求的增加，2023年交通运输及票务业务收入实现较好增长。其他业务主要包括资源类业务、旅游服务、港口服务、物业租赁、广告经营、文化产品等，2023年合计收入增长较快。

毛利率方面，2023年公司各业务板块毛利率波动均不大，其中整车及零部件毛利率有所上升，同时商品贸易业务规模及占比有所下降，带动商品销售业务毛利小幅提升，此外，其他业务规模及占比大幅提升且毛利率较高以及交通运输和票务等公益性业务亏损幅度有所减小，综合影响下，公司毛利率有所上升。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
商品销售	678.21	82.81	10.87	702.91	85.15	10.63
建筑工程	8.26	1.01	5.84	38.78	4.70	4.31

房地产	0.00	0.00	0.00	13.76	1.67	31.11
交通运输	14.11	1.72	-75.00	12.02	1.46	-107.00
票务业务	8.22	1.00	-75.03	5.39	0.65	-77.48
资源类业务	4.68	0.57	-0.44	6.27	0.76	-0.32
其他业务	105.54	12.89	25.84	46.35	5.62	30.02
合计	819.02	100.00	10.34	825.48	100.00	9.40

注：2022年营业收入采用2023年审计报告上期数。

资料来源：公司2023年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）工程施工业务

公司仍是南昌市重要的水利及轨道交通基础设施建设投资主体，基础设施建设业务具有持续性，但2023年收入下降明显，业务收入实现仍受政府结算安排影响，存在较大不确定性，且在建及拟建项目投资规模较大，公司面临较大资本支出压力

1. 基础设施建设业务

公司建造合同收入来源包括基础设施建设业务及工程施工业务。基础设施建设业务由公司本部和南昌轨交经营，公司本部为南昌市重大水利工程建设项目建设管理单位，自成立以来承担了环鄱阳湖南昌赣江区域水利建设项目（一期）、玉带河水系截污提升工程、南昌市象湖抚河截污工程等大量的水利基础设施项目。2017年以前，公司以项目工程承包方的身份负责南昌市重大水利建设项目，包括项目资金的筹集、工程管理等，并根据工程进度确认工程收入，形成对南昌市财政局的应收账款。同时报送南昌市财政局申请拨款，南昌市财政局根据当年财政预算安排拨付相应资金。公司2017年以前承接的主要存量基础设施建设项目业务模式为总承包，新承接项目业务模式主要为EPC。

截至2024年3月末，公司主要在建基础设施项目总投资规模达259.75亿元，已投资97.60亿元，其中赣抚尾闾水系整治计划项目已到位资本金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，公司面临较大资本支出压力。

表6 截至2024年3月末公司在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	累计已投资	累计已回款金额
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

赣抚尾闾水系整治计划	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段）	EPC	11.41	4.60	2.98
合计	-	259.75	97.60	52.77

注：象湖、抚河截污工程项目累计已投资超过计划总投资，主要系增加附属工程所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

南昌轨交方面，其负责的艾溪湖隧道工程项目已于2023年1月完工并移交，截至2024年3月末，该项目实际完成投资18.13亿元，其中南昌市财政局已拨付资本金4亿元，已确认收入14.95亿元，仍有近10.95亿元款项待回收，此外，南昌轨交还承接了象山路、叠山路道路综合改造提升工程，截至2024年3月末累计已投资5.41亿元，南昌轨交已于2023年将该项目移交至政府部门，由于该项目建设资金由财政资金覆盖，因此不确认收入，受此影响，2023年南昌轨交仅确认代建收入0.41亿元，较上年同比下降97.23%。整体来看，目前南昌轨交无重大在建及拟建代建项目，代建项目储备量较低。

公司2023年代建收入全部来自于南昌轨交，公司本部自2019年以来未确认基础设施建设收入，但公司本部作为南昌市重要的水利基础设施建设投资主体，承担了大量水利基础设施项目的建设，对南昌市水体及环境的提升做出较大的贡献，且在建的赣抚尾闾水系整治计划项目规模较大，公司基础设施建设业务具有持续性。但考虑到2019年后公司均未有水利基建项目确认收入，且未来收入主要来源于砂石销售及工程供水，收入的实现仍存在一定不确定性。

2016-2017年公司探索PPP模式，2017年后新增水利基础设施建设项目均以PPP模式承接，公司作为社会资本方参与承接了江西省廖坊水利枢纽灌区二期工程PPP项目和青云谱区“美丽青云谱幸福新家园”环境综合整治一期工程项目。PPP业务模式为由政府出资和社会资本方共同出资成立项目公司，按约定的出资比例完成出资，社会资本方在项目建设期及运营维护期内负责建设运营及项目的融资工作，政府出资方主要负责对建设及运营进行监督，运营期结束后，社会资本方需将PPP项目移交给政府。收益方式分为两种：1、政府付费机制，包括项目可行性服务费（包括总投资、合理回报）、运营维护服务费，项目完工后按照年度付费。2、可行性缺口补助，当使用者付费不足以满足成本回收和合理回报时，政府以财政补贴、股本投入等方式补足资金缺口。

公司参与的2个PPP项目均已完工，自2019年开始逐步根据完工进度计入长期应收款，回款时冲减长期应收款，不确认收入。截至2024年3月末已回款3.05亿元。

表7 公司已完工 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	公司角色	总投资	已投资额	累计已回款金额	所占股份	收益方式
江西省廖坊水利枢纽灌区二期工程 PPP 项目	社会资本方	12.90	15.22	1.93	81.00%	政府付费机制
青云谱区“美丽青云谱幸福新家园”环境综合整治一期工程	社会资本方	5.00	4.97	1.12	89.00%	可行性缺口补助
合计		17.90	20.19	3.05	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2. 工程施工

公司工程施工业务主要由南昌市第八建筑工程有限公司（以下简称“南昌八建”）、南昌南水投资集团有限公司（以下简称“南水投资”）等公司经营。南昌八建由南昌市人民政府于2020年无偿划入，为同一控制下企业合并。南昌八建主营房屋建筑、基础设施等工程施工，承建的房建项目以公共建筑、城市商业综合体为主。公司按照工程进度对项目进行结算和回款，在项目竣工结算之时，要求业主支付项目进程款的70%至75%；项目竣工验收合格后付至80%至90%；项目完全结算之后，按照国家相关规定预留3%至5%的工程款作为质量保证金，质量保证金预留的时间因具体项目的不同而异，通常为2至3年，如果在预留期间，未出现质量问题，公司将及时要求业主支付质量保证金。项目建设资金来源为业主的按期确认的工程款以及自有资金投入。

2023年，受宏观经济及外部因素影响，公司工程施工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，主要系已竣已结存量项目结利增多，且企业实行降本增效所致。从新项目拓展情况来看，2023年公司工程施工新签合同数量及合同金额均实现增长，业务持续性有望延续。

表8 公司工程施工新签合同情况（单位：份、亿元）

项目	2024年1-3月	2023年	2022年
新签合同	6	26	24
新签合同金额	5.06	19.40	17.94

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）轨道建设及运营业务

子公司南昌轨交是南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体，在建轨道线路投资规模较大，每年具有一定规模的项目投资支出，业务可持续性很强，但后续仍需关注项目资本金到位情况以及公司的资本支出压力；随着旅游及日常出行需求的增加，2023年南昌市轨道交通客运量及票务收入均实现大幅增长，同期客运强度排名第十位，尽管目前仍主要依靠政府拨付的运营补贴弥补运营亏损，但未来随着在建线路的逐步开通，南昌轨交的轨道项目运营效益仍有一定提升空间。

南昌轨交为南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体。业务模式上，根据南昌轨交与南昌市人民政府就单个项目签订的建设运营协议，南昌轨交负责轨道交通项目投融资、建设及运营，并通过公开招投标方式确定施工方。项目资本金由南昌市政府统筹安排资金解决，通常是按照项目建设进度及银行贷款要求匹配的资本金分期到位，其余部分由南昌轨交通过银团贷款等融资渠道解决，未来依靠票务收入、沿线上盖物业及物业用地的出租、出让收益及轨道交通专项资金等实现资金平衡。

截至2024年3月末，南昌轨交已开通试运营的轨道线路有1号线一期、2号线一期、2号线南延线、3号线以及4号线一期，其中3号线B部分由社会资本方负责运营，相关线路运营收入不计入公司核算。

表9 截至2024年3月末南昌轨交已通车试运营轨道线路情况（公里、亿元）

线路名称	总投资	里程	建设期间	资本金比例	计划资本金	已到位资本金	已完成投资
1号线一期	200.32	28.80	2011.05~2015.12	40%	80.13	80.13	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，中证鹏元整理

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

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

随着旅游及日常出行需求的增加，2023年客运总量及日均客运量均同比大幅增长。由于轨道交通具有较强的公益性，南昌轨交运营收入难以覆盖其运营成本，南昌市政府每年给予公司一定的运营补贴以保障其基本运营，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，其中2023年南昌轨交收到南昌市政府地铁运营补贴2.49亿元。

表10 近年来南昌轨交全年运营情况

年份	客运总量（亿人次）	日均客运量（万人次）	票务收入（亿元）
2022	1.91	52.42	3.06
2023	3.09	84.59	4.91
2024.1-3	0.81	88.90	1.25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年3月末，除3号线B部分采用PPP模式运营外，南昌轨交在建的轨道线路共3条，总投资241.01亿元，资本金比例均为40%，未来南昌轨交尚需投入自有资金124.97亿元，仍面临较大的资本支出压力。

表11 截至 2024 年 3 月末南昌轨交在建轨道线路项目情况（单位：公里、亿元）

线路名称	起止位置	里程	建设期间	总投资	资本金比例	已到位资金	已完投资	尚需投资
1 号线北延	起自昌北机场站，终止于 1 号线一期起始站双港站（不含该站）	16.97	2021.9.24~2025.6.30	109.60	40%	22.41	28.66	80.94
1 号线东延	起自 1 号线一期终点站瑶湖西站（不含该站），终止于麻丘站	4.36	2021.9.24~2025.6.30	24.65	40%	5.04	7.79	16.86
2 号线东延	起自 2 号线一期站点站辛家庵站（不含该站），终止于南昌东站	10.42	2021.9.24~2025.6.30	106.77	40%	21.63	32.27	74.50
合计	-	31.75	-	241.02	-	49.08	68.72	172.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，轨道交通业务对于地区基础设施建设及经济发展具有重大作用，南昌轨交作为南昌市轨道交通投资、建设和运营管理的唯一主体，具备非常强的重要性，同时，南昌轨交目前在建轨道线路投资规模较大，业务持续性很强。但轨道交通具备较强的公益性，且目前运营线路较少，尚未形成路网效应，仍需要一定财政补贴以满足日常的基本运营，但值得关注的是，截至2023年末，南昌市地铁运营里程仅排名全国第22位，但同期客运强度排名全国第十位，为0.81（万人次/每公里/每日），且其余各项指标表现均较好，未来随着在建线路的逐步开通，南昌轨交的轨道项目运营效益仍有一定提升空间。

（三）商品销售业务

公司商品销售业务主要为金属贸易业务、整车及零部件销售业务，提升了公司业务多元化程度，其中贸易业务收入有所下降，整车及零部件收入则有所增长；在行业竞争日益激烈的背景下，江铃集团商用车整车市场份额有所减少，但在部分细分市场的竞争力仍存，同时江铃集团负责的整车及零部件销售业务仍具备较好的市场竞争力且江铃集团对当地经济发展仍具有较高的重要性，未来仍需持续关注行业竞争及宏观经济环境对公司整车及零部件销售板块经营业绩的影响

公司商品销售业务主要包含铜、镍等金属贸易业务、整车及零部件销售业务，其中金属贸易业务主要由子公司南昌水投水利开发有限公司（以下简称“南昌水投水利”）、国控汽车子公司南昌市鼎淞贸易有限公司（以下简称“鼎淞贸易”）运营，其中鼎淞贸易占比较高，2023年实现商品贸易业务收入150.00亿元，较上年有所下降。业务模式上，公司根据下游订单情况联系上游采购，采用以销定购的贸易模式来赚取购销差价，供应商和客户主要为国有企业且2023年集中度尚可，整体风险较为可控，但该业务收入易受大宗商品价格周期性波动影响，后续需关注该业务的波动性及盈利能力。

整车及零部件销售业务主要来自国控汽车子公司江铃集团，江铃集团主要业务包括乘用车、商用车和汽车零部件的研发、制造和销售，以及整车进出口等业务，下属整车企业包括中外合资的江铃汽车（000550.SZ）、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。江铃集团整车生产及销售涵盖SUV、MPV、新能源纯电动车、客车、轻

卡、以及皮卡等商、乘用车型，其中，商用车产品谱系较为丰富，2023年，江铃汽车实现商用车销量20.01万辆（仅江铃汽车），位居全国商用车生产企业第9位，排名较2022年有所下降，轻卡（含皮卡）和轻客销量分别位居各细分市场第6位和第3位，此外，江西五十铃轻卡（含皮卡）销量位居市场第十一位），整体来看，尽管市场份额有所下降，但江铃集团在轻型商用车市场仍保持了较好的市场竞争力。

销售方面，2023年，公司汽车销量同比增长9.33%，具体来看，商用车中各细分品种销量整体稳定，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%，整体来看，公司商用车销量增速低于全国平均水平及主要竞争对手；而乘用车在稳增长、促消费等政策拉动下市场需求有所提升，同时海外出口乘用车数量增加亦较多，综合影响下，公司乘用车销量及收入全年实现一定增长。

表12 近年来江铃集团主要产品销量及收入（万辆、亿元）

项目	2024年1-3月		2023年		2022年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
乘用车	2.71	25.94	11.88	119.13	8.79	93.36
其中：新能源纯电动车	0.23	1.06	1.00	6.56	0.95	8.55
其他	2.47	24.88	10.88	112.57	7.84	84.81
商用车	5.77	56.80	24.59	239.07	24.56	231.63
其中：客车	1.90	22.10	8.39	97.18	7.92	90.78
轻卡	1.54	11.04	7.22	54.58	7.05	53.36
皮卡	2.33	23.66	8.97	87.30	9.59	87.49
合计	8.48	82.74	36.46	358.20	33.35	324.99

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

截至2023年末，公司拥有4大整车制造基地，整车制造总产能为52.65万辆，总产能较上年明显提升，产能增量主要来源于乘用车中的新能源纯电动车，而商用车则略有下降，系根据市场需求调整了产能布局。产能利用率方面，2023年公司整体产能利用率略有上升，其中乘用车其他车型产能利用情况有所提升，但新能源纯电动车产量水平仍较低，产能消化难度较大，商用车则保持稳定，仍处于较高水平。整体来看，江铃集团在乘用车方面产能利用率仍有较大提升空间，但其生产线的折旧摊销对盈利能力形成一定拖累。此外，江铃集团正在推进江铃重型汽车有限公司的重组工作，以进一步提升资产效率。

表13 近年来江铃集团主要产品产能情况（万辆）

项目	2023年			2022年		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
乘用车	25.00	11.96	47.86%	20.70	8.67	41.90%
其中：新能源纯电动车	10.00	1.10	11.02%	5.00	1.01	20.13%

其他	15.00	10.86	72.42%	15.70	7.67	48.83%
商用车	27.65	24.41	88.28%	27.96	24.66	88.21%
其中：客车	7.15	8.23	115.13%	7.46	8.17	109.62%
轻卡	10.55	7.26	68.83%	10.09	6.84	67.83%
皮卡	9.95	8.92	89.61%	10.41	9.64	92.63%
合计	52.65	36.37	69.09%	48.66	33.33	68.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除整车外，江铃集团具有较完整的生产、供应产业链条，冲压件、底盘和发动机等主要零部件可实现自主生产。除自用外，江铃集团也对外销售部分零部件产品，2023年受益于公司零部件业务市场拓展情况较好，公司各类零部件收入均有所提升，带动汽车零部件收入同比增长6.69%。

表14 近年来江铃集团零部件业务收入构成情况（亿元）

项目	2023年	2022年
冲压件	36.04	31.50
底盘	27.71	24.69
发动机	20.13	18.96
其他零部件	83.80	82.01
合计	167.68	157.16

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，江铃集团在商用车领域具备一定市场竞争力，部分细分市场份额较为稳固，在2023年中国500强企业名单中排名第249位，位列江西省第四，南昌市第一，对当地经济发展具有较强的重要性。2023年汽车及商用车行业市场竞争日益激烈，公司整体市场份额呈下滑趋势，需持续关注行业竞争及宏观经济对公司整车及零部件销售板块经营业绩的影响。

（四）房地产业务

受市场行情及项目交付节奏影响，2023年公司未实现房地产销售收入，目前公司在建房地产项目体量较大，存在一定投资压力，且部分参股地产项目合作方被列入失信被执行人名单，后续需持续关注合作方经营情况和房地产市场行情对公司房地产项目去化能力的影响

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

从业务开展情况来看，2023年公司房地产项目因未实现正式交付，因此未确认房地产销售业务收入。

截至2024年3月末，公司在建房地产项目规模较大，该业务收入未来具有一定的上升空间，但亦需关注市场行情对该业务的影响。目前公司经济适用房项目已基本销售完毕，公司无在建及拟建经济适用房项目，而存量商品房项目体量较大。

截至2024年3月末，子公司江铃集团拥有一块储备土地，面积为47.00亩，分别位于南昌市青云谱区广州路和南昌市迎宾大道，目前土地用途已确定，投资计划尚在制定过程中；整体来看公司房地产项目尚需投入规模较大，存在一定投资压力，截至2024年3月末公司主要参股房地产项目剩余货值规模较大，目前合作公司中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。后续亦需关注房地产市场行情对公司房地产项目去化能力的影响以及公司对参股公司可能出现的担保代偿风险。

表15 截至 2024 年 3 月末公司在建及在售房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计销售收入	已实现销售收入
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，中证鹏元整理

表16 2024 年 3 月末公司主要参股房地产项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	合作公司	公司参股比例	总货值	剩余货值	累计回款
南昌县东投正荣府	南昌县旭正置业有限公司	20.00	13.71	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，中证鹏元整理

（五）其他业务

1、委托贷款及资金拆借业务

公司委托贷款发放对象主要为房地产企业及当地建设类民企，回收风险较大，2023年末到期及未偿还委托贷款规模有所下降，未来仍需持续关注该业务后续的款项回收及展期协议签订情况

公司委托贷款业务由子公司南昌市水投投资有限责任公司、南水投资、南昌水投项目管理集团有限公司负责，展业资金主要为自有资金，主要客户为公司参股公司、下游施工单位及业务合作方，其中房地产企业及当地建设类民企较多。受展期、逾期等影响，近年毛利率持续为负²。

公司经营性委托贷款业务主要余额明细如表下表，其中对江西省南水融投项目管理有限公司借款合计达9.52亿元，占公司本部期末委贷余额比例较高，较为集中，相关贷款是公司与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，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。

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0.42亿元，逾期贷款均有相关抵质押措施且正处于执行阶段；此外，公司已到期贷款目前借款单位正与公司沟通展期事项，涉及金额3.24亿元，较上年有所下降，但仍存在较大的回收风险。中证鹏元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17 截至 2024 年 3 月末公司主要的委托贷款及资金拆借明细（单位：万元、%）

借款单位	起止时间	账面价值	利率	担保方式	是否逾期
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

² 该部分 2022 年营业收入及营业成本参考 2023 年审计报告附录营业收入部分期初数。

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；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

汽车金融业务主要系围绕江铃集团主业开展，开展汽车金融业务的资金来源主要为吸收江铃集团成员单位企业存款，为客户提供逐车贷、逐笔贷、商票贴现等组合金融产品，截至2024年3月末，合作经销商有1,498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。整体来看，公司汽车金融业务的开展有利于江铃集团主业持续发展但对信用风险管理要求较高且对资金需求较大，需持续关注汽车金融业务的信用风险情况。

2、其他业务

公司交通运输等其他业务收入规模有所增长，对公司营业收入实现较好补充

交通运输业务主要由长运集团等主体负责，具有较强公益属性，其中长运集团主要经营汽车客运、货物运输等业务，旗下子公司江西长运（600561.SH）是一家具有道路旅客运输一级资质的企业，是江

西省公路客运行业的龙头企业，主要从事道路客运、客运站点建设及维护运营、物流、汽车租赁和物业管理等业务，在江西省11个地级市中已拥有除赣州和宜春外9个地级市的站场资源和班线资源。2023年公司交通运输板块营业收入14.11亿元，毛利率为-75.00%，同比有所减亏，但仍对公司盈利有所拖累。随着经济的持续复苏，未来亏损情况有望缓解。

公司其他业务主要包括资源类业务、旅游服务、港口服务、物业租赁、广告经营、文化产品等，2023年合计收入增长较快，同时整体毛利率保持较高水平。其中港口服务业务主要由公司本部运营，主要为赣江货运客户提供码头货物吊装服务，2023年公司实现港口服务业务1.07亿元，同比增长385.22%。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，预计2024年12月底完工，建成后预计靠泊能力为2,000吨级。

表18 截至2024年3月末公司在建码头项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资
姚湾综合码头工程	25.66	11.85

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司还包含旅游及酒店业务，主要由南昌旅游集团等主体负责，随着旅游业的持续复苏，2023年公司旅游及酒店业务收入及利润分别实现同比增长751.55%和599.58%，2024年有望进一步增长。

（六）政府支持

公司继续在资产注入、财政补贴等方面持续获得较大的外部支持

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

2023年，公司收到南昌人民政府向公司及子公司划拨的各项资产及南昌市财政局划拨的轨道交通建设资金等事项，资本公积合计增加58.34亿元，同时因资产划出、项目移交等事项减少资本公积5.71亿元，合计净增加52.63亿元。

2023年，公司收到其他收益中和营业外收入中各类政府补助37.56亿元，是同期利润总额的6.73倍，显著改善了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的北京国富会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

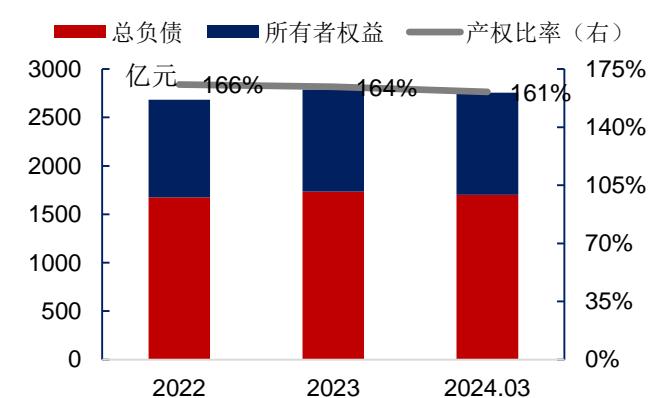
2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增子公司6家，减少子公司6家，整体来看，对公司财务报表可比性影响较小。

资本实力与资产质量

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

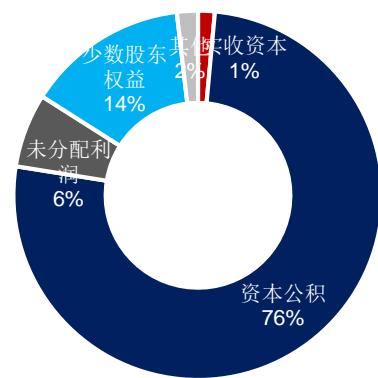
作为南昌市四大市属平台之一，2023年公司及子公司继续收到轨道建设资本金等各方面的各类支持，所有者权益有所增长，同时公司债务融资亦有所增长；综合影响下，公司产权比率小幅下降，所有者权益对负债的保障能力仍较为一般。从权益结构来看，所有者权益主要为政府划拨资金、股权、债权形成的资本公积以及少数股东权益。

图 2 公司资本结构



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

图 3 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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

具体来看，公司资产以货币资金、存货等流动性资产及固定资产、在建工程、投资性房地产和其他非流动资产等非流动资产为主，2023年末合计占总资产的比重达78.18%。货币资金主要为银行存款，其中国控汽车占比较大，2023年公司货币资金规模较上年小幅下降，其中16.52亿元使用受限，主要系银行承兑汇票及履约保证金，货币资金受限比例为6.25%，受限比例较低。存货主要由土地、合同履约成本和开发成本构成，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，其余主要为国控汽车生产的半成品及在产品。固定资产、在建工程和投资性房地

产主要为南昌轨交在轨道建设业务开展过程中形成，此外国控汽车整车制造形成的厂房、设备亦形成较大规模固定资产，其中在建工程主要为南昌轨交处于试运营及建设阶段的轨道项目和国控汽车处于建设阶段的厂房，完工且试运营期结束后的轨道项目以及完工后的厂房项目均转入固定资产，其中2023年固定资产大幅增长且在建工程大幅减少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。而投资性房地产主要为南昌轨交及其子公司持有的房屋、建筑物及土地使用权，采用公允价值计量模式计量。此外，公司其他非流动资产还包括99.17亿元委托贷款及资金拆借形成的对外借款，其中委托贷款借款对象主要为房地产企业及当地建设类民营企业，规模较大集中度较高，部分项目已展期、逾期，存在较大的回收风险及资产减值风险，2023年末增长部分主要系南昌轨交业务形成的土地及拆迁补偿款增加所致。

其他资产构成方面，应收账款主要公司本部和南昌轨交应收南昌市财政局、南昌高新技术产业开发区管委会等政府单位工程款项及国控汽车应收下游客户销售款及补贴款，前五大应收款方集中度不高，坏账计提比例为10.28%，应收账款存在一定坏账风险。2023年末其他应收款主要为轨道交通发展专项资金（融资利息52.02亿元）和公司与国有企业及民营企业往来款、预付购货款及项目垫款，其中前五大应收方均来自政府及相关部门和国有企业，前五大合计占比45.86%，2023年规模增长主要系地铁融资利息增长较大，整体来看，公司其他应收款规模较大，组成较为复杂，仍存在一定回收风险，同时对资金有所占用。

受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产合计189.63亿元，占同期末总资产的6.80%，受限比例尚可。整体来看，公司拥有大量可用于出租的土地、房产以及整车及汽车配件生产线，资产收益性尚可，但非流动资产占比较高，且流动资产中含有较大规模未缴纳土地出让金的政府划拨用地，资产流动性较弱。

表19 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	217.76	7.90%	264.45	9.48%	276.22	10.30%
应收账款	79.02	2.87%	101.21	3.63%	97.97	3.65%
其他应收款	171.53	6.23%	174.86	6.27%	146.12	5.45%
存货	454.54	16.50%	448.35	16.08%	455.16	16.97%
流动资产合计	1,076.34	39.06%	1,135.86	40.73%	1,143.76	42.64%
投资性房地产	218.65	7.93%	218.74	7.84%	214.00	7.98%
固定资产	871.45	31.63%	870.37	31.21%	662.43	24.69%
在建工程	162.06	5.88%	146.38	5.25%	280.13	10.44%
其他非流动资产	239.65	8.70%	231.97	8.32%	179.10	6.68%
非流动资产合计	1,679.17	60.94%	1,652.64	59.27%	1,538.79	57.36%
资产总计	2,755.51	100.00%	2,788.51	100.00%	2,682.55	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 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，业务可持续性较好，较多公益性业务涉及当地经济及民生，能持续获得较多政府补助

公司业务覆盖水利基础设施建设投资、轨道建设和运营、汽车研发制造及销售、交通运输、旅游、房地产开发、贸易等相关业务，多元化程度高，2023年公司营业收入有所下滑，主要系商品贸易、建筑施工及房地产收入有所下滑。毛利率方面，在整车及零部件销售毛利率上涨、商品贸易业务规模及占比下降、高毛利的其他业务规模及占比大幅提升和交通运输和票务等公益性业务亏损幅度有所减小等因素的共同影响下，公司毛利率有所提升。截至 2024 年 3 月末，公司主要在建的基础设施建设项目、轨道交通建设项目总投资规模均较大，整车及汽车零部件仍保持一定产能及产销水平，公司业务可持续性较好。

需注意的是，2023年公司资产减值损失和信用减值损失较大，分别为7.41亿元和4.04亿元，主要为存货、固定资产、在建工程形成的减值和坏账减值较上年大幅增加，对公司利润形成明显拖累。此外，公司本部及子公司包含较多公益性业务，对当地经济及民生均具有重大作用，近年持续收到政府较大力度的补贴，2023年公司合计收到各类政府补助37.56亿元，是同期利润总额的6.73倍，政府补助对公司的利润贡献仍较大。

表20 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
营业收入	173.34	819.02	825.48
营业利润	-0.85	6.88	11.58
其他收益	5.60	37.21	37.89
利润总额	-0.86	5.58	12.95
销售毛利率	9.90%	10.34%	9.40%

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

偿债能力

2023年公司债务规模继续增长，财务杠杆水平较为稳定，但仍面临一定的短期偿债压力

随着经营业务的持续发展、项目建设的持续投入，公司外部债务融资需求继续提升，2023年末，公司总债务较上年末增长11.79%，达1,133.80亿元，其中子公司南昌轨交占比最高，其次为公司本部及国控汽车。长短期债务比分别为71.75%和28.25%，短期债务集中度有所下降，但公司仍面临一定短期偿债压力。

公司对外融资渠道较为多样，其中银行借款占比最高，公司及子公司与各大银行均有一定业务往来，长期银行借款占比较高。债券融资方面，截至2024年6月末，公司及各子公司存续债券共41只，存续规

模较上年有所提升。此外，公司存在一定规模非标借款，主要为融资租赁借款，融资成本相对较高，但整体占比较低，在10%以内。整体来看，公司融资规模持续增长且规模较大，但债务期限结构相对合理。

经营性债务方面，公司应付账款占比较大，主要为子公司南昌轨交尚未结算的工程款及国控汽车应付货款，其中国控汽车备货规模相对稳定，而随着地铁线路建设的持续推进，2023年南昌轨交应付工程款大幅增加。此外，公司其他应付款中还有较大规模往来款，2023年规模有所下降。合同负债主要来自房地产板块的预收房款，近年规模较为稳定。其他应付款则主要为公司应付往来款及暂借款及国控汽车加大营销力度产生的促销费，其他流动负债则主要为子公司国控汽车开展汽车金融业务吸收江铃集团成员单位的存款。

表21 公司主要负债构成情况（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
短期借款	152.08	8.94%	158.26	9.13%	166.63	9.96%
应付账款	233.11	13.70%	256.63	14.81%	213.93	12.79%
合同负债	56.46	3.32%	59.01	3.40%	59.64	3.56%
其他应付款	63.44	3.73%	140.48	8.11%	150.90	9.02%
一年内到期的非流动负债	113.05	6.65%	126.99	7.33%	58.57	3.50%
其他流动负债	116.01	6.82%	44.03	2.54%	76.78	4.59%
流动负债合计	787.68	46.31%	843.50	48.67%	815.78	48.76%
长期借款	435.24	25.59%	416.01	24.00%	391.38	23.39%
应付债券	263.89	15.51%	260.94	15.06%	269.37	16.10%
长期应付款	173.41	10.19%	121.18	6.99%	131.80	7.88%
非流动负债合计	913.30	53.69%	889.72	51.33%	857.39	51.24%
负债合计	1,700.99	100.00%	1,733.21	100.00%	1,673.17	100.00%
总债务	1,163.97	68.43%	1,133.80	65.42%	1,014.20	60.62%
其中：短期债务	325.67	19.15%	320.27	18.48%	304.92	18.22%
长期债务	838.31	49.28%	813.53	46.94%	709.28	42.39%

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

2023年公司资产负债率波动较小，杠杆水平较为稳定。同时，公司短期债务及现金类资产规模变化均不大，因此现金短期债务比略有下降，公司仍面临一定短期偿债压力。受资产及信用减值损失增加影响，2023年公司利润总额有所下降，带动当期EBITDA规模下降，但政府补贴对公司利润总额的支持力度仍较强，公司EBITDA对债务利息的保障程度仍较好，但亦有所下滑。

公司流动性需求主要来自于债务还本付息及项目开支。公司经营活动现金流表现较差，难以覆盖项目资本支出，考虑到项目回收周期较长以及公司存量债务还本付息压力，公司仍需新增较多外部融资。截至2024年3月末，公司银行授信总额及未使用额度分别为1,844.57亿元和1,008.72亿元，备用流动性较为充足。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
资产负债率	61.73%	62.16%	62.37%
现金短期债务比	0.76	0.92	0.94
EBITDA 利息保障倍数	--	2.62	4.07

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

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无明显负面影响

公司治理方面，公司按照《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，建立了包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的治理体系。根据公司章程，公司设股东会，其中江西省行政事业资产集团有限公司所持公司股权对应的表决权归南昌市国资委行使，南昌市国资委根据市政府授权，代表市政府对公司履行出资人职责；董事会和监事会分别为5名成员，其中职工代表大会各选举出1名职工董事和2名职工监事，其余由南昌市国资委委派。人员变动方面，2023年7月，公司新增王恒栋和崔爱平2名外部董事；2023年10月，公司原党委书记、董事长陈洪海涉嫌严重违纪违法，主动向组织交代问题，目前正接受南昌市纪委监委纪律审查和监察调查，2023年12月，根据南昌市人民政府发文，免去陈洪海董事长职务，任命章勇为新任董事长。

截至2024年6月末，公司设有投资发展部、财务资产部、安全生产部、招投标中心等13个职能部门，负责公司各项业务的开展及财务等职能工作运营，组织架构图如附录三所示。

此外，未发现公司在环境和社会因素方面存在负面信息。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日2024年6月21日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司担保对象部分为关联方房企，且无反担保措施，面临较大或有负债风险

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。此外，浙江祥沁房地产开发有限公司因房屋买卖合同及借款纠纷已被列为被执行人，根据最新的（2024）

赣01执499号，公司子公司南水投资已被列为被执行人，执行标的2.72亿元。此外，2024年7月，公司新增一起中国农业发展银行江西省分行营业部与江西省斐然生态农业科技开发有限公司（以下简称“斐然科技”）等金融借款合同纠纷，案号为（2024）赣0113民初10426号，系公司对斐然科技有0.9亿左右的担保，因此被列为共同被告，目前正等待开庭。

整体来看，公司诉讼风险主要集中在对外担保，公司面临较大或有负债风险。

表23 截至2024年3月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
江西省水利投资发展有限公司	国企	70,000.00
南昌水投供应链管理有限公司	国企	191.25
南昌县旭正置业有限公司	民企	11,600.00
浙江祥沁房地产开发有限公司	民企	13,500.00
华泰建设工程有限公司	国企	5,600.00
南昌科陆公交新能源有限责任公司	国企	5,400.00
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，中证鹏元整理

其他

本次评级公司个体信用状况为aa+，较上次评级下降1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《城投公司信用评级方法和模型》（版本号:cspy_ffmx_2022V1.0）、《外部特殊支持评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）。

八、外部特殊支持分析

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

(1) 公司与南昌市人民政府的联系非常紧密。公司由南昌市国资委直接持股90%，南昌市国资委对公司董事会和管理层进行任命与考核，因此南昌市人民政府对公司经营战略和业务运营具有绝对的控制权，且从利润角度一大部分业务来自政府及其相关单位，同时近五年政府部门在股权划拨、资产注入、财政补贴等方面对公司支持次数较多且力度较大，公司与南昌市人民政府的联系比较稳定。

(2) 公司对南昌市人民政府非常重要。公司提供的公益性及准公益性产品和服务包括基础设施建设业务、轨道交通建设及交通运输业务，近年为扶持上述业务发展，南昌市政府持续给予公司较多补贴。综合来看，尽管公司市场化业务较多，但从利润构成来看，最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务。公司在水利基础设施建设和轨道交通建设方面对政府贡献很大，且子公司江铃

集团为当地重要国企，在税收、就业等方面对政府贡献亦很大；尽管公司目前非当地最大最核心城投，且本部无公用事业业务，但政府仍需付出一定成本才能取代公司；此外，考虑到公司及子公司均已发债，若其违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

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1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1个级别，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，依据《外部特殊支持评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），外部特殊支持由上次评级的“+0”调整为“+1”。

九、结论

公司地处南昌市，是江西省的省会，也是全省的政治、经济、文化、科技中心，近年来南昌市在全省范围内具有领先的经济实力，重点产业保持高速增长，区域经济稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。公司是南昌市属四大平台之一，主要负责南昌市的水利基础设施建设投资、轨道建设和运营、汽车研发制造及销售、交通运输及旅游等业务。尽管公司资产流动性较弱，且2023年偿债压力有所加大，还面临较大资金压力及委托贷款回收风险，同时汽车及房地产业务面临一定行业竞争及项目去化压力，但考虑到公司是南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，子公司南昌轨交为南昌市轨道线路投资建设及运营管理的唯一主体，子公司江铃集团2023年中国500强企业名单中排名第249位，位列江西省第四、南昌市第一，公司的平台地位非常突出，且业务多元化程度较高，同时公益性业务持续性较好，整车销售业务市场竞争力较强，同时南昌市市政府在资金注入以及财政补贴等方面持续为公司提供较大力度的支持。整体来看，公司抗风险能力很强。

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

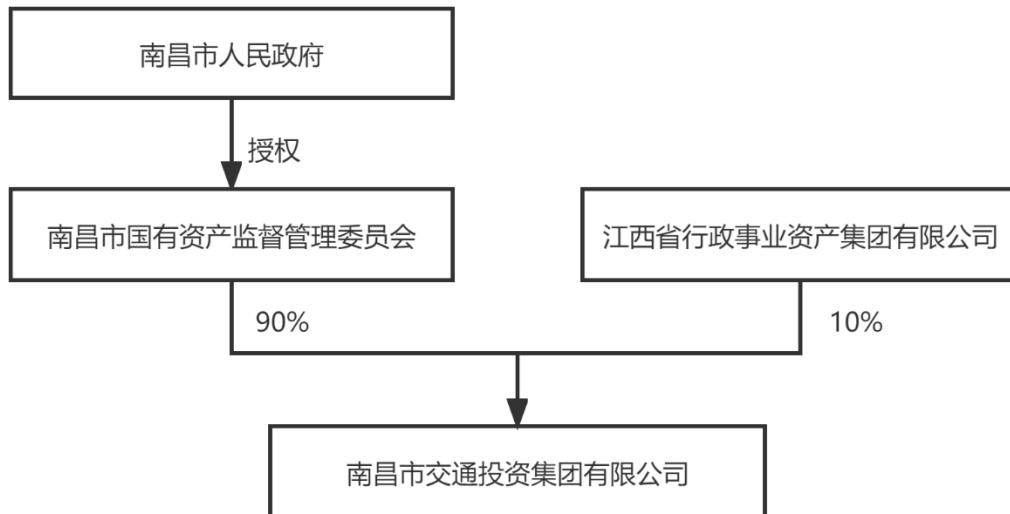
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	217.76	264.45	276.22	325.49
应收票据及应收账款	85.49	105.05	105.96	87.84
其他应收款（合计）	171.53	175.88	147.21	148.83
其他应收款	171.53	174.86	146.12	147.64
存货	454.54	448.35	455.16	452.04
流动资产合计	1,076.34	1,135.86	1,143.76	1,196.51
投资性房地产	218.65	218.74	214.00	212.73
固定资产	871.45	870.37	662.43	562.28
1.固定资产	871.45	870.36	662.42	562.26
在建工程	162.06	146.38	280.13	312.93
1.在建工程	162.06	146.38	280.13	312.93
其他非流动资产	239.65	231.97	179.10	149.05
非流动资产合计	1,679.17	1,652.64	1,538.79	1,441.96
资产总计	2,755.51	2,788.51	2,682.55	2,638.47
短期借款	152.08	158.26	166.63	160.73
应付票据及应付账款	258.66	281.43	263.65	284.36
应付账款	233.11	256.63	213.93	243.62
合同负债	56.46	59.01	59.64	32.55
其他应付款（合计）	63.44	141.24	152.17	157.02
其他应付款	63.44	140.48	150.90	156.14
一年内到期的非流动负债	113.05	126.99	58.57	100.36
其他流动负债	116.01	44.03	76.78	88.56
流动负债合计	787.68	843.50	815.78	907.28
长期借款	435.24	416.01	391.38	319.80
应付债券	263.89	260.94	269.37	215.93
长期应付款（合计）	173.41	170.03	150.66	150.25
长期应付款	173.41	121.18	131.80	130.98
非流动负债合计	913.30	889.72	857.39	733.96
负债合计	1,700.99	1,733.21	1,673.17	1,641.24
总债务	1,163.97	1,133.80	1,014.20	925.17
所有者权益	1,054.52	1,055.29	1,009.38	997.23
营业收入	173.34	819.02	825.48	930.94
营业利润	-0.85	6.88	11.58	27.80
其他收益	5.60	37.21	37.89	38.57
利润总额	-0.86	5.58	12.95	33.15
经营活动产生的现金流量净额	-25.83	47.99	-8.88	88.40

投资活动产生的现金流量净额	-37.11	-143.54	-126.30	-114.79
筹资活动产生的现金流量净额	17.44	101.29	72.28	50.51
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	9.90%	10.34%	9.40%	11.56%
资产负债率	61.73%	62.16%	62.37%	62.20%
现金短期债务比	0.76	0.92	0.94	0.99
EBITDA（亿元）	--	49.34	54.39	79.31
EBITDA利息保障倍数	--	2.62	4.07	5.27

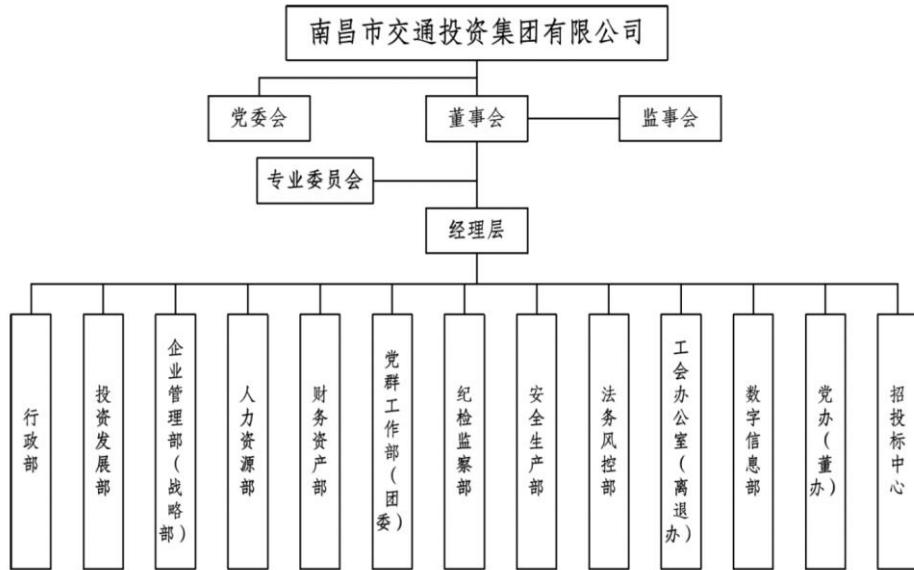
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月财务报表，2021 年数据采用 2022 年期初数，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围一级子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	实收资本	持股比例	享有表决比例	主营业务
江西长运集团有限公司	40,388.12	100.00	100.00	交通运输、仓储和邮政业
江西南昌公共交通运输集团有限责任公司	157,070.00	100.00	100.00	交通运输
江西南昌旅游集团有限公司	59,193.00	90.00	90.00	旅游服务
南昌赣昌砂石有限公司	3,000.00	80.00	80.00	河道采砂
南昌水投项目管理集团有限公司	50,000.00	100.00	100.00	港口服务
南昌南水投资集团有限公司	70,000.00	100.00	100.00	房地产开发及投资
南昌水天投资集团有限公司	150,000.00	100.00	100.00	金融投资
江西国控汽车投资有限公司	10,000.00	90.65	90.65	汽车及相关产业
南昌市第八建筑工程有限公司	214.35	100.00	100.00	建筑工程
江西省洪城一卡通投资有限公司	10,000.00	90.50	90.50	IC 卡制作及服务
江西华赣文化旅游传媒集团有限公司	15,000.00	84.33	84.33	文化传媒
南昌市青美市政建设工程有限公司	10,000.00	89.00	89.00	市政工程
抚州市廖坊金川水利投资有限公司	20,812.00	81.00	81.00	水利建设
南昌市通旅城市服务有限公司	1,700.00	100.00	100.00	物业服务
南昌云鼎市政大数据建设应用有限公司	5,000.00	100.00	100.00	网络安全及软件开发
南昌市怡景旅游投资有限公司	500.00	100.00	100.00	商务服务
江西省赣抚尾闾整治有限公司	-	100.00	100.00	建筑
南昌市交投建材有限公司	10,000.00	65.00	65.00	工程建设、装修
南昌轨道交通集团有限公司	261,518.00	100.00	100.00	轨道工程投资建设
国营南昌肉类联合加工厂	1,644.34	100.00	100.00	冷链仓储物流
南昌交投出租旅游运输集团有限公司	500.00	100.00	100.00	出租运输
南昌雄州商业管理有限公司	500.00	100.00	100.00	管理服务
南昌交投水运有限公司	17,000.00	100.00	100.00	水路运输
江西旭云交通信息技术有限公司	750.00	40.00	40.00	信息系统集成服务
南昌市东南物流产业园发展有限公司	10,000.00	100.00	100.00	物流集成运输

资料来源：公司 2023 年审计报告，公开查询，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

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

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

四、展望符号及定义

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