



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2016】394 号

大公国际资信评估有限公司通过对南昌城市建设投资发展有限公司及“10 南昌城投债/10 南昌债”、“13 南昌城投债/PR 南城投”、“14 南昌城投 MTN001”、“16 南昌城投 MTN001”的信用状况进行跟踪评级，确定南昌城市建设投资发展有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“10 南昌城投债/10 南昌债”、“13 南昌城投债/PR 南城投”、“14 南昌城投 MTN001”、“16 南昌城投 MTN001”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年六月二十四日



南昌城市建设投资发展有限公司主体与相关 债项 2016 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2016】394 号

主体信用

跟踪评级结果：**AA+** 评级展望：**稳定**上次评级结果：**AA+** 评级展望：**稳定**

债项信用

| 债券简称 | 额度(亿元) | 年限(年) | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|
| 10 南昌城投债/10 南昌债 | 12 | 7 | AA+ | AA+ |
| 13 南昌城投债/PR 南城投 | 13 | 7 | AA+ | AA+ |
| 14 南昌城投 MTN001 | 20 | 5 | AA+ | AA+ |
| 16 南昌城投 MTN001 | 10 | 5+N | AA+ | AA+ |

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

| 项目 | 2016.3 | 2015 | 2014 | 2013 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 565.46 | 539.00 | 455.05 | 363.57 |
| 所有者权益 | 204.12 | 194.50 | 188.58 | 186.53 |
| 营业收入 | 4.01 | 21.82 | 25.96 | 30.40 |
| 利润总额 | 0.09 | 2.88 | 3.45 | 4.99 |
| 经营性净现金流 | -7.80 | 1.66 | -10.65 | 4.31 |
| 资产负债率 (%) | 63.90 | 63.91 | 58.56 | 48.70 |
| 债务资本比率 (%) | 61.80 | 61.36 | 53.42 | 43.04 |
| 毛利率 (%) | 12.15 | 14.36 | 13.14 | 11.19 |
| 总资产报酬率 (%) | - | 2.44 | 0.97 | 1.65 |
| 净资产收益率 (%) | 0.04 | 1.32 | 1.61 | 2.14 |
| 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) | - | 0.16 | -0.98 | 0.50 |
| 经营性净现金流/总负债 (%) | -2.21 | 0.54 | -4.80 | 3.04 |

注：2016 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：李晓然

评级小组成员：彭艳

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

南昌城市建设投资发展有限公司（以下简称“南昌城投”或“公司”）主要从事南昌市城市基础设施投融资建设和国有资产经营管理等业务。评级结果反映了公司在南昌市城市建设中仍居重要地位，南昌市经济总量快速增长，公司继续获得地方政府的有力支持等有利因素；同时也反映了公司未来面临一定的资本支出压力，有息债务规模大幅增加等不利因素。公司以其合法拥有的国有土地使用权对“10 南昌城投债/10 南昌债”提供抵押担保仍具有一定的增信作用。

综合分析，大公对公司“10 南昌城投债/10 南昌债”、“13 南昌城投债/PR 南城投”、“14 南昌城投 MTN001”、“16 南昌城投 MTN001”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司作为南昌市基础设施建设的重要主体，承担着南昌市大量重点建设项目，在南昌市城市发展中具有重要地位；
- 2015 年南昌市经济总量快速增长，整体经济和财政实力仍很强，为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司得到南昌市政府财政补助、融资代建收入等方面的有力支持；
- 公司以其合法拥有的国有土地使用权为“10 南昌城投债/10 南昌债”提供抵押担保，仍有一定的增信作用。

不利因素

- 公司在建项目较多，未来面临一定的资本支出压力；
- 公司有息债务规模大幅增加且在总负债中占比很高，资产负债率明显提高，债务负担有所加重。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的南昌城投存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公司对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

南昌城投是经江西省人民政府《关于同意设立南昌城市建设投资发展有限公司的批复》（赣府字【2002】61号文件）批准，于2002年8月注册成立的国有独资公司，公司成立时注册资本为2.10亿元人民币。2010年5月和2010年12月，南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）对公司增资1.00亿元和14.00亿元，2015年，国开发展基金公司（以下简称“国开基金”）、中国农发重点建设基金（以下简称“农发基金”）分别注资1,862万元、1,117万元。截至2016年3月末，公司实收资本为173,979万元人民币，南昌市国资委持有公司98.29%股权，国开基金持有1.07%股权，农发基金持有0.64%股权。公司实际控制人仍为南昌市人民政府。

根据国开基金、南昌市国资委和南昌城投在2015年8月31日签署的《国开发展基金投资合同》，国开基金对南昌城投注资1.30亿元以建设南昌市棚户区改造二期（青云谱区象湖东安置小区、万象华庭安置小区）工程项目。2017~2035年，国开基金按每年1.33%的投资收益率在每年3月30日通过现金分红、回购溢价等方式取得投资收益；项目建设期届满后，国开基金将实现投资回收，由南昌市国资委在2017~2034年每年的8月31日向国开基金支付680万元股权转让价款对价，2035年支付剩余的760万元。2015年12月10日，国开基金对南昌城投增资0.70亿元以建设南昌市西湖区孺子路周边、抚生路周边棚户区改造项目，投资收益率为1.20%，南昌市国资委在2018年~2034年每年的12月10日向国开基金支付380万元、2035年12月9日支付540万元进行标的股权转让。根据农发基金、南昌市国资委和南昌城投在2015年9月11日签署的《中国农发重点建设基金投资协议》，农发基金对南昌城投注资1.20亿元用于建设南昌市地下管廊建设工程项目。在投资期限内，公司每年的3月20日、6月20日、9月20日和12月20日需支付农发基金的每期投资收益，每期投资收益按农发基金投资额的1.20%乘以上一期支付投资收益日至本期投资收益日之间的存续天数除以360天计算。项目建设期届满后，农发基金将实现投资回收，由南昌国资委在2025年9月12日向农发基金支付1.20亿元标的股权转让价款对价。

根据南昌市国资委出具的《关于国开发展基金公司、中国农发重点建设基金增资入股南昌城市建设投资发展有限公司的批复》，国开基金共投资2.00亿元，其中1,862万元计入实收资本，18,138万元计入资

本公积；农发基金投资 1.20 亿元，1,117 万元计入实收资本，10,883 万元计入资本公积。

公司是南昌市重要的城市基础设施投融资建设主体，主要从事城市基础设施项目建设管理、城市综合开发和对市政府授权的资产实施资产经营管理等业务。截至 2016 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司仍为 16 家（详见附件 3）。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

| 债券简称 | 发行额度 | 发行期限 | 募集资金用途 | 进展情况 |
|-----------------|-------|----------------------------------|-------------------------|------------|
| 10 南昌城投债/10 南昌债 | 12 亿元 | 2010.04.30 ~ 2017.04.30 | 用于南昌市朝阳洲(水厂路以南)基础工程项目建设 | 已按募集资金要求使用 |
| 13 南昌城投债/PR 南城投 | 13 亿元 | 2013.02.20 ~ 2020.02.20 | 用于南昌市利字街棚户区改造项目建设 | |
| 14 南昌城投 MTN001 | 20 亿元 | 2014.06.25 ~ 2019.06.25 | 用于归还集团本部金融机构借款 | |
| 16 南昌城投 MTN001 | 10 亿元 | 2016.02.25~于发债主体依照发行条款约定赎回之前长期存续 | 用于南昌市绕城南外环工程项目建设 | |

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

现阶段我国传统制造行业产能过剩，市场需求疲软，经济处于下行趋势，财税增收困难进一步加大，2015 年主要经济指标增速继续放缓，部分指标出现下降，未来短期内我国经济下行压力仍较大，长期来看经济将稳定增长，但经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段我国传统制造行业产能过剩，市场需求疲软，主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算，2015 年，我国实现 GDP67.67 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.9%，较 2014 年下降 0.4 个百分点，持续下降，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，增速同比下降 2.2 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比名义增长 10.0%，较 2014 年的 15.7% 降幅明显，其中房地产开发投资仅增长 1.0%。此外，近年来国际国内需求增长减慢，2015 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.7%，进出口总额同比下降 7.0%。2015 年，全国公共财政预算收入同比增长 8.4%，增速较上年有所下滑，政府性基金收入同比下降 21.8%。2016 年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP 同比增速为 6.7%，较上年同期下降 0.3 个百分点；全国公共财政预算收入 3.89 万亿元，同比增长 6.5%，增速较去年同期增加 2.6 个百分点；政府性基金预算收入为 0.90 万亿元，同比增长 4.6%。针对经济下行压力增大、



财政增收困难，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，深入实施区域发展总体战略和主体功能区战略，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度。2015年底的中央经济工作会议指出，结构性改革将是2016年经济工作的重心，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板是工作的五大任务，国家将继续通过金融、财税、投资等重点领域的改革来确保经济运行处于合理区间。预计未来短期内，我国经济下行压力依然较大，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

随着新型城镇化战略的实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；国家在地方政府债务管理、城建融资模式方面的政策调整对地方投融资平台运作模式产生深刻影响

2011年以来我国全社会固定资产投资保持较快增长，基础设施建设不断推进，未来随着城镇化战略的推进，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间。地方政府投融资平台在我国城市建设领域发挥重要作用，其开展投融资业务所形成的债务是地方政府性债务的重要组成部分，截至2014年末，地方政府三类债务合计24.0万亿元。2014年以来国务院、财政部等在地方政府债务管理、平台融资模式等方面进行多次政策调整，调整城市建设投融资模式，推进地方政府债务甄别，明确融资平台各类债务的偿债主体，长期来看投融资平台面临整体的转型压力，转型过程中面临一定的风险分化，但由于融资平台在以往的经营过程中积累了大量的资源且具备良好的运行基础，过渡期内仍将发挥一定的投融资职能，融资平台债务整体仍将维持较高的安全度。

2015年，南昌市整体经济财政实力继续增强，主要经济指标仍居江西省首位

2015年以来，南昌市整体经济财政实力继续增强。2015年，南昌市实现地区生产总值4,000.01亿元，按不变价格计算同比增长9.6%。规模以上工业增加值同比增长9.4%，其中汽车制造业、生物医药、食品、计算机、通信和其他电子设备制造业等支柱产业增速均高于全市平均水平。全社会固定资产投资仍保持较快增长，从投资主体看，非国有经济投资对全社会固定资产投资的增幅贡献较大，2015年全市实现非国有经济投资3,212.21亿元，同比增长21.4%。同期，南昌市一般公共预算收入仍保持较快发展。

表 2 2013~2015 年南昌市主要经济指标（单位：亿元、%）

| 项目 | 2015 年 | | 2014 年 | | 2013 年 | |
|-------------|---------------|------|---------------|------|---------------|------|
| | 数值 | 增速 | 数值 | 增速 | 数值 | 增速 |
| 地区生产总值 | 4,000.01 | 9.6 | 3,667.96 | 9.8 | 3,336.03 | 10.7 |
| 人均地区生产总值（元） | 75,879 | 8.3 | 70,373 | 8.7 | 64,678 | 9.7 |
| 一般预算收入 | 389.22 | 13.7 | 342.21 | 17.2 | 291.91 | 21.6 |
| 规模以上工业增加值 | 1,451.84 | 9.4 | 1,380.64 | 11.9 | 1,159.48 | 12.9 |
| 全社会固定资产投资 | 4,000.07 | 17.0 | 3,434.25 | 18.6 | 2,909.76 | 21.6 |
| 社会消费品零售总额 | 1,662.87 | 12.5 | 1,429.21 | 12.5 | 1,270.01 | 13.7 |
| 进出口总额（亿美元） | 114.64 | -6.2 | 122.26 | 25.9 | 97.22 | 17.3 |
| 三次产业结构 | 4.3:54.5:41.2 | | 4.5:55.0:40.5 | | 4.7:55.5:39.8 | |

资料来源：2013~2015 年南昌市国民经济和社会发展统计公报

作为江西省省会，2015 年南昌市与江西省其他城市相比经济指标优势明显，主要经济指标均居江西省首位。

表 3 2015 年江西省各地市主要经济指标对比（单位：亿元）

| 城市 | 地区生产总值 | 财政总收入 | 公共财政 预算收入 | 全社会固定 资产投资 | 社会消费品 零售总额 | 规模以上工 业增加值 |
|------------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 全省 | 16,723.80 | 3,021.50 | 2,165.50 | 16,993.90 | 5,896.00 | 7,268.90 |
| 南昌市 | 4,000.01 | 628.79 | 389.22 | 4,000.07 | 1,662.87 | 1,451.80 |
| 赣州市 | 1,973.87 | 353.32 | 245.51 | 1,892.21 | 705.21 | 753.30 |
| 九江市 | 1,902.68 | 385.61 | 247.20 | 2,119.92 | 578.56 | 1,035.60 |
| 上饶市 | 1,650.81 | 290.16 | 222.37 | 1,560.23 | 637.23 | 690.50 |
| 宜春市 | 1,621.02 | 308.77 | 215.04 | 1,588.14 | 530.66 | 870.50 |
| 吉安市 | 1,328.52 | 219.99 | 161.72 | 1,486.95 | 396.48 | 730.20 |
| 抚州市 | 1,105.14 | 165.18 | 126.82 | 1,099.67 | 428.20 | 364.20 |
| 新余市 | 946.80 | 132.86 | 98.80 | 822.60 | 213.75 | 320.00 |
| 萍乡市 | 912.39 | 130.48 | 106.07 | 1,026.74 | 303.06 | 429.20 |
| 景德镇市 | 772.06 | 111.56 | 90.59 | 690.88 | 268.26 | 271.00 |
| 鹰潭市 | 639.26 | 112.43 | 83.01 | 531.56 | 171.71 | 358.60 |

数据来源：江西省统计局网站

总体来说，2015 年南昌市经济继续保持快速发展，城市综合实力仍居江西省首位。

地方政府财政分析

财政收入分析

2015年，南昌市一般预算收入持续保持较快增长，其中税收收入占比仍较高，政府性基金收入的大幅下降导致南昌市财政本年收入有所下降

2015年，南昌市财政本年收入764.45亿元，同比下降4.04%。同期，南昌市全市地方一般预算收入389.34亿元，同比增长13.77%。一般预算收入中税收收入占比为81.11%，比重基本保持稳定；税收收入同比增长9.83%，主要税种增值税、营业税、企业所得税和土地增值税分别完成35.06亿元、120.79亿元、39.96亿元和28.49亿元，分别占南昌市一般预算收入的11.10%、38.25%、12.66%和9.02%。

2015年，南昌市实现政府性基金收入在地方财政收入（不包含预算外收入）中占33.25%，比重同比下降13.36个百分点；受房地产市场及宏观经济政策影响，以土地使用权出让收入为主的政府性基金收入同比下降35.07%。

表4 2013~2015年南昌市地方财政本年收支表（单位：亿元）

| 项 目 | 全市 | | | 市本级 | | | |
|--------|---------|--------|--------|--------------------|--------|--------|--------|
| | 2015年 | 2014年 | 2013年 | 2015年 ¹ | 2014年 | 2013年 | |
| 财政本年收入 | 本年收入合计 | 764.45 | 796.60 | 745.41 | - | 382.91 | 328.33 |
| | 地方财政收入 | 583.32 | 644.01 | 604.95 | - | 357.95 | 318.50 |
| | 一般预算 | 389.34 | 342.21 | 291.91 | 149.76 | 134.51 | 114.08 |
| | 其中：税收收入 | 315.79 | 287.53 | 245.35 | 122.40 | 114.83 | 93.97 |
| | 基金预算 | 193.98 | 298.76 | 308.57 | - | 221.79 | 203.18 |
| | 预算外 | - | 2.67 | 4.46 | - | 1.65 | 1.25 |
| | 转移性收入 | 181.13 | 152.56 | 140.46 | - | 24.96 | 9.83 |
| 财政本年支出 | 本年支出合计 | 794.24 | 806.57 | 716.60 | - | 401.77 | 318.11 |
| | 地方财政支出 | 769.52 | 781.43 | 694.24 | - | 391.23 | 309.10 |
| | 一般预算 | 543.18 | 473.16 | 419.37 | 181.45 | 171.15 | 149.90 |
| | 基金预算 | 226.34 | 305.85 | 270.29 | - | 218.44 | 157.74 |
| | 预算外 | - | 2.43 | 4.59 | - | 1.65 | 1.45 |
| | 转移性支出 | 24.72 | 25.14 | 22.36 | - | 10.53 | 9.01 |

数据来源：2013~2015年数据根据南昌市财政局提供资料整理

2015年，南昌市市本级地方一般预算收入149.76亿元，同比增长11.34%，其中税收收入完成122.40亿元，同比增长6.59%。

总体来看，2015年在宏观经济快速发展的带动下，以税收收入为

¹ 公司只提供了2015年度南昌市本级一般公共预算收支决算总表。

主的一般预算收入稳定增长。同期，受房地产市场及宏观经济政策影响，政府性基金收入的大幅下降导致 2015 年南昌市财政本年收入有所下降。

财政支出及政府债务

2015 年，南昌市财政支出规模进一步扩大；截至 2014 年末南昌市本级地方政府债务规模很高

2015 年以来，由于加大对城乡社区事务、教育及社会保障和就业等民生投资，南昌市财政支出规模进一步扩大。2015 年全市地方一般公共预算支出 543.18 亿元，同比增长 29.52%；其中，狭义刚性支出 248.12 亿元，在一般预算支出中的占比为 45.68%，比重较为稳定。

表 5 2013~2015 年南昌市一般公共预算支出中刚性支出（单位：亿元、%）

| 项目 | 2015 年 | | 2014 年 | | 2013 年 | |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 狭义刚性支出 ² | 248.12 | 45.68 | 216.10 | 45.67 | 192.79 | 45.97 |
| 社会保障和就业 | 61.76 | 11.37 | 46.37 | 9.80 | 44.63 | 10.64 |
| 医疗卫生 | 56.42 | 10.39 | 46.04 | 9.73 | 37.45 | 8.93 |
| 教育 | 85.46 | 15.73 | 81.40 | 17.20 | 73.43 | 17.51 |
| 一般公共服务 | 44.48 | 8.19 | 42.29 | 8.94 | 37.28 | 8.89 |
| 广义刚性支出 ³ | 289.04 | 53.21 | 257.76 | 54.48 | 230.39 | 54.94 |
| 一般公共预算支出 | 543.18 | 100.00 | 473.16 | 100.00 | 419.37 | 100.00 |

数据来源：2013~2015 年数据根据南昌市财政局提供资料整理；

公司未提供 2014~2015 年末南昌市全市及 2015 年末市本级地方政府债务数据。截至 2013 年末，南昌市全市政府负有偿还责任的债务余额 657.52 亿元，负有担保责任的债务余额 93.19 亿元，可能承担一定救助责任的债务余额 170.18 亿元，负有偿还责任债务规模较高。截至 2014 年末，南昌市市本级政府负有偿还责任的债务余额 280.12 亿元，负有担保责任的债务余额 254.81 亿元，可能承担一定救助责任的债务余额 203.01 亿元。

经营与政府支持

公司营业收入仍主要来源于项目开发经营业务和融资代建业务，受融资代建项目建设及结算周期影响，2015 年营业收入有所下降

公司作为南昌市重要的城市基础设施投融资建设主体，主要从事南昌市城市基础设施建设、土地出让、房地产开发、高速公路收费、物业管理和房屋出租等业务。2015 年，公司营业收入和利润均有所减

² 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。

³ 广义刚性支出包括除包括狭义刚性支出外，还包括一般公共预算支出中的外交、国防、公共安全、科学技术、文化与传媒和环境保护，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和资源勘探电力信息事务等科目。

少，主要受项目建设及结算周期影响，融资代建项目收入同比减少。

表 6 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016 年 1~3 月 | | 2015 年 | | 2014 年 | | 2013 年 | |
|-------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 营业收入 | 4.01 | 100.00 | 21.82 | 100.00 | 25.96 | 100.00 | 30.40 | 100.00 |
| 项目开发经营 | 0.54 | 13.62 | 5.23 | 23.96 | 3.89 | 14.99 | 3.97 | 13.04 |
| 车辆通行费 | 0.32 | 8.00 | 1.24 | 5.70 | 0.91 | 3.52 | 0.67 | 2.22 |
| 融资代建 | 3.00 | 74.81 | 13.39 | 61.36 | 19.37 | 74.63 | 23.82 | 78.35 |
| 混凝土业务 | 0.00 | 0.00 | 0.62 | 2.85 | 0.71 | 2.75 | 0.82 | 2.69 |
| 管片业务 | 0.01 | 0.13 | 0.61 | 2.80 | 0.43 | 1.65 | 0.70 | 2.29 |
| 其他业务 | 0.14 | 3.44 | 0.73 | 3.33 | 0.64 | 2.46 | 0.43 | 1.42 |
| 毛利润 | 0.49 | 100.00 | 3.13 | 100.00 | 3.41 | 100.00 | 3.40 | 100.00 |
| 项目开发经营 | 0.08 | 16.40 | 0.60 | 19.21 | 0.61 | 17.97 | 0.59 | 17.37 |
| 车辆通行费 | 0.09 | 17.90 | 0.56 | 17.75 | 0.45 | 13.24 | 0.29 | 8.60 |
| 融资代建业务 | 0.23 | 47.95 | 1.04 | 33.28 | 1.53 | 44.78 | 1.86 | 54.52 |
| 混凝土业务 | 0.00 | 0.00 | 0.09 | 2.77 | 0.12 | 3.43 | 0.08 | 2.35 |
| 管片业务 | 0.00 | 0.19 | 0.16 | 5.16 | 0.10 | 3.05 | 0.20 | 5.84 |
| 其他业务 | 0.09 | 17.56 | 0.68 | 21.83 | 0.60 | 17.53 | 0.39 | 11.32 |
| 毛利率 | 12.15 | | 14.36 | | 13.14 | | 11.19 | |
| 项目开发经营 | 14.63 | | 11.52 | | 15.75 | | 14.91 | |
| 车辆通行费 | 27.18 | | 44.74 | | 49.47 | | 43.42 | |
| 融资代建业务 | 7.79 | | 7.79 | | 7.88 | | 7.79 | |
| 混凝土业务 | 0.00 | | 13.96 | | 16.38 | | 9.80 | |
| 管片业务 | 17.58 | | 26.50 | | 24.23 | | 28.58 | |
| 其他业务 | 62.13 | | 94.06 | | 93.53 | | 89.46 | |

数据来源：根据公司提供资料整理

项目开发经营和融资代建业务仍然是公司收入主要来源。其中，项目开发经营业务主要包括承建施工业务和房地产销售业务。2015 年，项目开发经营收入同比增长 34.35%，主要是由于承建施工业务收入稳定增加。项目开发经营业务毛利润较为稳定。融资代建业务主要来自于公司本部及子公司承建的市政基础设施建设业务。2015 年，融资代建业务收入同比下降 30.90%，主要是受项目建设及结算周期影响，公司确认的融资代建收入减少。

车辆通行、管片和混凝土等业务对公司营业收入形成有益补充。公司车辆通行收入主要来自于子公司南昌高速公路有限公司（以下简称“南昌高速”）西外环高速公路的通行费收入。2015 年，车辆通行费收入同比增长 36.16%，主要是西外环高速车流量增加所致。管片收入主要来自于子公司南昌城建构件有限公司（以下简称“城建构件”），城建构件作为专门为南昌市地铁建设而成立的配套公司，生产的管片



主要用于南昌市地铁管网的构建。随着南昌市地铁建设的发展，2015年管片收入有所增加。混凝土收入主要来自于下属全资子公司江西久隆混凝土有限公司，受房地产和建筑行业不景气的影响，同期混凝土收入同比减少。公司其他业务收入主要包含物业费、朝阳新城地下通信管道工程的管网收入等，占公司营业收入比例较小。

2016年1~3月，公司实现营业收入4.01亿元，同比增长16.23%，主要是融资代建业务收入有所增加。2016年1~3月，公司实现融资代建收入3.00亿元，占营业收入的74.81%。

2015年，由于毛利润占比较大的其他业务毛利润有所增长，而公司营业收入同比下降，因此公司毛利率同比上升。同期，项目开发经营业务毛利率有所下降，主要是毛利率较低的经济适用房销售占比增加。2015年，融资代建业务毛利率基本维持稳定。

综合来看，公司营业收入仍主要来源于项目开发经营业务和融资代建业务。受公司签订的融资代建项目已近完工，后期收入减少的影响，公司营业收入有所下降。

● 项目开发经营业务

公司项目开发经营收入主要包括承建施工收入和房地产销售收入；2015年，房地产销售收入同比有所增加，主要是由于公司实现了城投大厦销售收入

公司项目开发经营收入主要来源于承建施工业务和房地产销售业务。承建施工业务主要是子公司南昌城建实业发展有限公司（以下简称“城建实业”）承建江西省建工集团有限责任公司、南昌经济技术开发区投资控股有限公司等单位的施工项目。城建实业具有市政公用工程施工总承包一级、机电设备安装工程专业承包二级、房屋建筑工程施工总承包二级等七项行业专业资质，业务主要采取自营模式。公司承建施工业务稳定增长，2015年公司实现承建施工收入4.37亿元，同比增长33.05%。2016年1~3月，承建施工收入为0.55亿元。

房地产销售业务主要以商品房开发和经济适用房开发为主。2015年，公司分别实现商品房和经济适用房开发收入8,449.90万元和117.84万元，均有所增加。其中，商品房开发收入同比增长2,917.84万元，主要是新增了城投大厦的销售收入。经济适用房开发收入规模较小，主要来源于盛世洪城等项目的尾款收入。2016年1~3月，房地产销售收入为1.20万元。

● 融资代建业务

作为南昌市重要的基础设施投融资建设主体，2015年公司继续承担了南昌市重大项目的投融资建设任务；公司在建项目较多，未来仍面临一定的资本支出压力

公司作为南昌市重要的城市基础设施投融资建设主体，根据市政

政府的安排承担南昌市部分重点市政基础设施的建设业务，项目资本金由财政资金先行拨付，公司负责筹集剩余资金；项目建成后，再由南昌市政府安排财政资金支付公司垫付的工程费用，并按项目投资概算支付公司一定比例的融资代建费（一般为8%左右）。2015年继续承担南昌市重大项目的投融资建设任务。2015年及2016年一季度，公司已完成建设昌南大道东延工程、九洲大街下穿象湖隧道工程等工程建设，实现融资代建收入13.39亿元。

表7 截至2016年3月末公司主要在建项目、拟建项目情况（单位：万元）

| 在建项目 | | | |
|----------------------------|---------------|------------------|----------|
| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 预计完工时间 |
| 老动物园道路及地下停车场工程(人民公园扩建提升改造) | 2.80 | 2.72 | 2016年4月 |
| 港口大道(昌九大道)工程 | 32.16 | 31.17 | 2016年4月 |
| 大象湖湿地公园昌南大道以南湿地生态保护景观建设工程 | 4.67 | 3.72 | 2016年5月 |
| 七里岗互通立交(昌九大道)工程 | 3.39 | 2.40 | 2016年6月 |
| 九洲高架工程 | 25.07 | 23.16 | 2016年6月 |
| 志敏大道改造工程(西外环高速互通-庐山大道) | 8.26 | 3.66 | 2016年12月 |
| 沿江中南大道快速路工程 | 14.50 | 11.97 | 2016年12月 |
| 南昌市绕城高速公路南外环建设工程 | 71.10 | 37.00 | 2017年6月 |
| 沿江北大道快速路工程 | 25.00 | 8.73 | 2017年9月 |
| 赣江东岸防洪堤南延(沿江中南大道南延)工程 | 20.00 | 2.71 | 2017年12月 |
| 昌东大道南延工程 | 18.00 | 2.51 | 2017年12月 |
| 象湖隧道九洲高架安置房工程 | 4.41 | 1.62 | 2018年4月 |
| 合计 | 229.36 | 131.36 | - |
| 拟建项目 | | | |
| 序号 | 概算投资 | 项目建设时间 | |
| 南昌市洪都大道快速路改造(九洲高架二期延伸)工程 | 35.00 | 2016年9月~2019年06月 | |
| 南昌市昌南大道快速路改造工程 | 35.00 | 2016年9月~2019年06月 | |
| 合计 | 70.00 | - | |

数据来源：根据公司提供资料整理

截至2016年3月末，公司主要承担在建项目13项，计划总投资额约229.36亿元，已完成投资额为131.36亿元，占计划总投资额的57.27%。截至本报告出具日，老动物园道路及地下停车场工程（人民公园扩建提升改造）、大象湖湿地公园昌南大道以南湿地生态保护景观建设工程、七里岗互通立交(昌九大道)工程和九洲高架工程尚未完工。

在建项目中，南昌市绕城高速公路南外环建设工程项目是江西省规划的南昌市绕城高速公路的闭合段之一，该项目的建设对完善南昌市环城高速网功能、缓解东西过境交通压力、方便城市车辆快捷出城上下高速，构建南昌市现代综合交通运输枢纽，助推南昌打造核心增长极均具有十分重要的意义，总投资约71.10亿元，该工程项目于2014



年6月动工，截至2016年3月末，已完成项目计划投资52.11%。截至2016年3月末，公司拟建项目2个，拟建项目预计总投资额70.00亿元。

总体而言，2015年公司继续承担大量的路、桥、管网以及旧城改造建设，在完善城市建设、提高民生质量、促进经济社会发展等方面都起到重要的作用。公司为南昌市基础设施建设筹集了大量的资金，并承担了南昌市大量重点项目建设，未来面临一定的资本支出压力。

● 政府支持

2015年，公司得到南昌市在政府财政补助、融资代建收入等方面的有力支持

公司作为南昌市重要的城市基础设施建设的主体，自成立以来就承担南昌市重大项目的投融资建设任务。截至2015年末，南昌市重点支持南昌城投、南昌市政公用投资控股（集团）有限责任公司（以下简称“市政控股”）、南昌市轨道交通有限公司（以下简称“轨道公司”）和南昌水利投资发展有限公司（以下简称“南昌水投”）四大基础设施建设主体的发展。在资产和业务规模上看，市政控股最大，公司位居第二位。从业务分类上看，四大基础设施建设主体在南昌市基础设施建设上各有分工：市政控股主要从事南昌市供水、污水处理、供气、公共交通以及市政工程等项目；轨道公司于2008年10月成立，以城市轨道交通建设为经营主业；南昌水投主要负责水利基础设施领域；公司主要承接南昌市基础设施建设项目，负责的工程大多数是省市重点建设项目。由于四大融资主体在市政业务上基本不存在重叠，并不形成相互竞争态势。

南昌市政府重视基础设施建设主体在城市基础设施建设中的重要作用，2015年，公司继续得到南昌市政府财政补贴、融资代建收入等方面的有力支持。

财政补助方面，2015年，根据南昌市人民政府洪府抄字【2012】245号及391号、洪府抄字【2013】798号文件，公司确认城市棚户区改造补助资金收入1.40亿元。此外，根据洪字【2015】39号文，孙公司城建实业于2015年10月10日收到拨付关于核心增长极突出贡献奖补助资金30.00万元。

融资代建收入方面，2015年公司继续承担了南昌市重大项目的投融资建设任务，按照项目投资概算的8%获得融资代建费，公司确认融资代建收入13.39亿元。

总体来看，公司作为南昌市重要的基础设施投融资建设主体，继续得到南昌市政府的有力支持。

公司治理与管理

南昌城投是经江西省人民政府批准，由南昌市国资委出资，于2002

年8月注册成立的国有独资公司。截至2016年3月末，公司注册资本为173,979万元人民币，南昌市国资委持有公司98.29%股权，国开基金持有1.07%股权，农发基金持有0.64%股权。根据公司最新章程，公司新增1名董事会成员，南昌市人民政府仍为公司实际控制人。管理方面，公司各项管理制度较为稳定，仍能对公司各业务流程进行有效管控。

作为南昌市重要的城市基础设施投融资建设主体，公司积极加强与政府部门的沟通，强化公司的市政建设的职能，并得到南昌市政府各方面有力支持，公司仍具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了2015年审计报告及2016年1~3月财务报表。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2015年的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2016年1~3月份财务数据未经审计。

资产质量

2015年以来，受公司应收南昌市土储中心的棚户区改造款项大幅增加的影响，公司总资产规模继续较快增长；以土地使用权和项目开发成本为主的存货在公司资产中占比仍较大

2015年以来，公司资产规模大幅增长。从资产结构来看，公司资产绝大部分仍为流动资产。

表8 2013~2015年末及2016年3月末公司资产构成情况(单位:亿元、%)

| 项目 | 2016年3月末 | | 2015年末 | | 2014年末 | | 2013年末 | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 50.47 | 8.93 | 44.40 | 8.24 | 44.66 | 9.81 | 46.19 | 12.71 |
| 其他应收款 | 54.05 | 9.56 | 51.48 | 9.55 | 61.72 | 13.56 | 74.80 | 20.57 |
| 存货 | 231.69 | 40.97 | 221.11 | 41.02 | 199.89 | 43.93 | 178.79 | 49.18 |
| 其他流动资产 | 17.87 | 3.16 | 17.98 | 3.34 | 22.32 | 4.91 | 1.80 | 0.50 |
| 流动资产合计 | 362.60 | 64.12 | 342.86 | 63.61 | 335.90 | 73.82 | 305.11 | 83.92 |
| 可供出售金融资产 | 2.38 | 0.42 | 2.38 | 0.44 | 2.38 | 0.52 | - | - |
| 长期股权投资 | 7.73 | 1.37 | 7.73 | 1.43 | 7.92 | 1.74 | 9.16 | 2.52 |
| 投资性房地产 | 25.14 | 4.45 | 25.18 | 4.67 | 25.31 | 5.56 | 26.19 | 7.20 |
| 固定资产 | 17.38 | 3.07 | 17.74 | 3.29 | 18.34 | 4.03 | 17.99 | 4.95 |
| 其他非流动资产 | 149.37 | 26.42 | 142.25 | 26.39 | 64.32 | 14.14 | 3.50 | 0.96 |
| 非流动资产合计 | 202.86 | 35.88 | 196.14 | 36.39 | 119.15 | 26.18 | 58.46 | 16.08 |
| 总资产 | 565.46 | 100.00 | 539.00 | 100.00 | 455.05 | 100.00 | 363.57 | 100.00 |

公司流动资产仍以货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产为主。2015年末，公司货币资金基本维持稳定，货币资金中用于担保



的定期存款 3.00 亿元、保函保证金 1.24 亿元；2016 年 3 月末，货币资金增加至 50.47 亿元，主要是因为新收到财政置换债券资金。2015 年末，公司其他应收款主要为应收南昌市财政局往来款，在其他应收款中占比为 92.71%；其他应收款同比减少 16.59%，主要是南昌市土地储备中心（以下简称“土储中心”）的往来款有所减少；其他应收款账龄主要集中在 1~2 年期，在其他应收款中占比为 58.28%；公司其他应收款采用账龄分析法提坏账准备 0.11 亿元，占比较小。公司存货仍以政府无偿划拨的土地使用权和项目开发成本为主，在总资产中占比较大；2015 年末，存货规模同比增长 10.62%，主要是由于新增南昌市绕城高速公路南外环建设工程等项目开发成本；2016 年 3 月末，存货规模继续有所增长。

非流动资产在公司总资产中占比有所上升，2015 年比重为 36.39%，同比增长 10.21 个百分点。非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和其他非流动资产构成。公司投资性房地产仍为部分房屋建筑物和土地使用权，。固定投资仍主要为房屋建筑物及部分机器设备、运输工具等；2015 年末，根据洪府厅抄字【2016】143 号文，政府将原划拨公司的 3,000.00 万元土地收回，公司固定资产规模同比减少 3.30%。2015 年末，其他非流动资产大幅增加，主要是新增应收土储中心 80.23 亿元棚户区改造项目资金。此外，非流动资产中还包括可供出售金融资产、长期股权投资。2015 年末，可供出售金融资产和长期股权投资基本保持稳定。

2015 年末，公司受限资产规模较大，其中抵押资产主要为账面价值 55.71 亿元土地使用权，同比减少 68.12%，主要是由于公司大量抵押借款已偿还，抵押资产已解除。质押资产主要包括 1.24 亿元保函保证金、3.00 亿元用于担保的定期存款，以及公司 131.70 亿元长期借款的质押物南昌市棚户区改造一期工程项目所有权益与收益和西外环高速公路收费权。2015 年末，公司抵押的土地使用权、保函保证金及用于担保的定期存款占总资产的 11.12%，占净资产的 30.82%。

总体来看，2015 年以来，受公司应收南昌市土储中心的棚户区改造款项大幅增加的影响，公司总资产规模继续较快增长。

资本结构

2015 年以来，公司负债规模大幅提高，资产负债率相应增长较快；有息债务规模大幅增加，在总负债中占比有所提高，债务负担加重

2015 年以来，随着公司融资规模的扩大，公司负债规模大幅增加。2015 年末，公司负债总额同比大幅增加 29.28%。从负债结构看，仍以非流动负债为主。

流动负债仍主要以短期借款、应付账款、其他应付款和一年以内到期的非流动负债为主。公司短期借款由保证借款和信用借款构成，在短期借款中占比分别为 12.77%和 87.23%；2015 年末，短期借款略有

增长，主要是保证借款同比增加 1.00 亿元。2015 年末，应付账款主要为应付江西际洲建设工程有限公司、江西省建工集团公司、九江市第二建筑工程公司、江西建工第一建筑有限责任公司和湖南长大建设集团股份有限公司的工程款；应付账款为 14.65 亿元，同比减少 11.64%，主要是由于公司结算的竣工项目工程款较多；应付账款账龄较短，1 年以内应付账款占比为 68.88%。同期，公司其他应付款主要为应付土储中心、江西省电力公司、南昌市财政局、南昌市进贤县财政局和江西丰华广告有限公司往来款项；其他应付款为 11.91 亿元，同比增长 137.39%，主要是新增与土储中心 1.86 亿元未结算款，该笔款项在其他应付款中占比为 74.95%；从账龄看，其他应付款主要集中为 1 年以内和 1~2 年期，在其他应付款中占比分别为 71.31%和 15.19%。2015 年末，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，主要是公司需偿还的一年内到期长期借款增加较多。

表 9 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司负债构成情况(单位: 亿元、%)

| 项目 | 2016 年 3 月末 | | 2015 年末 | | 2014 年末 | | 2013 年末 | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 负债合计 | 361.34 | 100.00 | 344.50 | 100.00 | 266.47 | 100.00 | 177.05 | 100.00 |
| 流动负债合计 | 64.61 | 17.88 | 71.90 | 20.87 | 50.54 | 18.97 | 79.57 | 44.94 |
| 非流动负债合计 | 296.73 | 82.12 | 272.60 | 79.13 | 215.93 | 81.03 | 97.48 | 55.06 |
| 有息债务合计 | 330.18 | 91.38 | 308.92 | 89.68 | 216.25 | 81.15 | 140.94 | 79.60 |
| 短期有息债务 | 37.83 | 10.47 | 40.70 | 11.82 | 22.83 | 8.57 | 50.28 | 28.40 |
| 短期借款 | 11.73 | 3.25 | 11.81 | 3.43 | 11.63 | 4.36 | 24.98 | 14.11 |
| 应付票据 | 0.03 | 0.01 | - | - | 0.05 | 0.02 | 0.05 | 0.03 |
| 一年内到期的非流动负债 | 26.07 | 7.21 | 28.90 | 8.39 | 11.15 | 4.18 | 25.25 | 14.26 |
| 长期有息债务 | 292.35 | 80.91 | 268.22 | 77.86 | 193.42 | 72.59 | 90.65 | 51.20 |
| 长期借款 | 216.37 | 59.88 | 199.64 | 57.95 | 145.44 | 54.58 | 47.92 | 27.07 |
| 应付债券 | 54.27 | 15.02 | 46.87 | 13.61 | 46.87 | 17.59 | 26.20 | 14.80 |
| 长期应付款(付息项) | 21.71 | 6.01 | 21.71 | 6.30 | 1.11 | 0.42 | 16.53 | 9.34 |
| 资产负债率 | 63.90 | | 63.91 | | 58.56 | | 48.70 | |

公司非流动负债仍主要以长期借款、应付债券和长期应付款为主。2015 年末，长期借款同比增长 37.26%，主要是质押借款大幅增加，质押借款中公司以南昌市棚户区改造一期工程项目所有权与收益为质押物从国家开发银行取得的贷款同比增长 80.23 亿元；同期，抵押借款同比减少 14.54 亿元，主要是公司已偿还中江国际信托股份有限公司、中航信托股份有限公司抵押借款。公司应付债券仍为 2010 年发行的 12 亿元公司债券、2013 年发行的 13 亿元公司债券及 2014 年发行的 20 亿元中期票据及应付利息。2015 年末，公司长期应付款同比增长 19.74%，是因为 2015 年 8 月南昌市财政局借予公司的 4.70 亿元地方

政府债券资金用于南昌快速路网建设项目，另根据洪财预【2015】185号、洪财预【2015】198号文公司获得南昌市财政局2.92亿元置换债券；2016年3月末，长期应付款仍为23.69亿元。

2015年末，公司有息债务308.92亿元，同比增长42.85%，在总负债中的占比为89.67%，有息债务规模及占比均有所增加。公司有息债务仍以长期有息债务为主，2015年末，长期有息债务同比大幅增长38.67%，在总有息债务中的占比为86.82%。2016年3月末，公司有息债务继续增长，主要为五年以上的有息债务，短期内的有息债务压力较小。

表 10 截至 2016 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

| 项目 | ≤1年 | (1,2]年 | (2,3]年 | (3,4]年 | (4,5]年 | >5年 | 合计 |
|----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 金额 | 37.83 | 31.57 | 19.42 | 49.34 | 7.83 | 184.19 | 330.18 |
| 占比 | 11.46 | 9.56 | 5.88 | 14.94 | 2.37 | 55.79 | 100.00 |

2015年末，公司流动比率和速动比率分别为4.77倍、1.69倍；受公司短期有息债务增加的影响，流动比率和速动比率均大幅下降。2016年3月末，流动比率和速动比率分别为5.61倍、2.03倍；2015年末及2016年3月末，公司长期资产适合率分别为238.15%和246.89%，长期资本对长期资产的覆盖程度很好。同期，公司资产负债率分别为63.91%和63.90%，债务负担有所加重。

2015年末及2016年3月末，公司所有者权益分别为194.50亿元和204.12亿元，规模继续增加；2015年末，资本公积为158.11亿元，同比增加2.15%，主要是公司分别收到国开基金、农发基金1.81亿元和1.09亿元投资资本金。

截至2016年3月末，公司对外担保余额合计3.10亿元，全部为对南昌高新区创业投资有限公司（以下简称“高新创投”）提供的信用担保，担保期限自2014年2月8日起至2019年1月28日⁴止。高新创投由南昌高新技术产业开发区管理委员会和南昌高新开发区创业服务中心于2007年共同成立，主要经营对外投资、国内贸易、房地产开发、房屋租赁、综合土地开发、基础设施建设工程等。2015年末，高新创投总资产39.15亿元，净资产7.57亿元，资产负债率80.67%。从盈利方面看，2015年，高新创投实现主营业务收入957.14万元，净利润306.37万元。

2015年以来，公司负债规模大幅提高，资产负债率相应增长较快，公司债务负担加重。

⁴ 公司对南昌高新区创业投资有限公司提供的信用担保期限原为自2014年2月8日起至2016年2月7日止，之后公司与南昌高新区创业投资有限公司续签对外担保合同，将担保期限延展至2019年1月28日止。

盈利能力

2015年，公司收入、利润总额和净利润均有所下降；政府补贴收入仍是公司利润的重要补充

2015年，公司营业收入和利润仍主要来源于项目开发经营业务和融资代建业务。受融资代建业务建设和结算周期的影响，营业收入同比下降15.97%。同期，毛利率有所增长。

2015年，公司期间费用为2.15亿元，占营业收入的9.85%。期间费用仍主要以管理费用和财务费用为主，2015年末，公司财务费用大幅增加，主要是由于公司有息债务增加使得应付利息增加；公司计入财务费用的利息支出为1.20亿元，资本化利息支出为861万元。同期，投资收益同比增长27.17%，主要是增加0.59亿元委托贷款理财产品收益。2015年，随着营业收入下降，公司营业利润继续下降。同期，因公司承担的市政基础设施、公用设施及民生工程项目，南昌市政府确认公司1.40亿元财政补贴，占利润总额的48.68%，政府补贴收入仍是公司利润的重要补充。同时，公司总资产报酬率有所上升，净资产收益率为有所下降，2015年分别为2.44%和1.32%。

表 11 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司收入及盈利指标（单位：万元、%）

| 项目 | 2016年1~3月 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|---------|-----------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 40,067 | 218,164 | 259,619 | 304,004 |
| 毛利率 | 12.15 | 14.36 | 13.14 | 11.19 |
| 期间费用 | 3,570 | 21,498 | 15,160 | 16,388 |
| 其中：销售费用 | 45 | 123 | 41 | 84 |
| 管理费用 | 2,689 | 11,447 | 9,656 | 8,274 |
| 财务费用 | 836 | 9,928 | 5,463 | 8,030 |
| 投资收益 | - | 11,886 | 9,347 | 3,483 |
| 营业利润 | 948 | 14,742 | 15,072 | 34,895 |
| 补贴收入 | - | 14,026 | 19,125 | 15,212 |
| 利润总额 | 922 | 28,811 | 34,453 | 49,865 |
| 净利润 | 907 | 25,636 | 30,438 | 39,827 |
| 总资产报酬率 | - | 2.44 | 0.97 | 1.65 |
| 净资产收益率 | 0.04 | 1.32 | 1.61 | 2.14 |

2016年1~3月，公司营业收入4.01亿元，同比增加0.55亿元；同期，营业利润、利润总额和净利润分别为948万元、922万元和907万元。

总体来看，2015年公司营业收入、利润总额和净利润均有所下降；政府补贴收入仍是公司利润的重要补充。

现金流

2015年，公司经营性净现金流转为净流入，经营性净现金流对债务的保障有所提升

2015年，公司经营性净现金流转为净流入，主要是因为公司收到财政局偿付的往来款较多。同期，公司经营性净现金流利息保障倍数为0.16倍，经营性净现金流对债务的保障有所提升。

由于2015年公司部分理财产品投资到期，理财产品投资支出大幅减少，且投资收益得以兑付，公司投资性净现金流由净流出转为净流入。2015年，公司自身融资大幅减少，筹资性净现金流转为净流出。

表 12 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司现金流概况（单位：亿元）

| 项目 | 2016年1~3月 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|------------------|-----------|--------|--------|-------|
| 经营性净现金流 | -7.80 | 1.66 | -10.65 | 4.26 |
| 投资性净现金流 | -0.08 | 5.36 | -24.49 | -8.98 |
| 筹资性净现金流 | 21.29 | -11.49 | 33.61 | 34.29 |
| 经营性净现金流/流动负债（%） | -11.43 | 2.71 | -16.37 | 8.08 |
| 经营性净现金流/总负债（%） | -2.21 | 0.54 | -4.80 | 2.93 |
| EBITDA 利息保障倍数（倍） | - | 1.33 | 0.46 | 0.74 |
| 经营性净现金流利息保障倍数（倍） | - | 0.16 | -0.98 | 0.49 |

2016年1~3月，经营性净现金流大幅流出，主要是公司年初项目投资增加所致；同期投资性净现金流转为净流出，公司经营和投资活动仍主要依赖筹资性现金流。

总体来看，2015年公司经营性净现金流转为净流入，对债务的保障有所提升。

偿债能力

2015年以来，随着公司承建项目的不断推进，公司负债规模不断增加，资产负债率有所增加。公司的营业收入和利润主要来自于项目开发经营业务和融资代建业务，受融资代建业务建设及结算周期的影响，营业收入有所有所下降；公司作为南昌市重要的基础设施建设主体之一，承担了市内大量重点项目的建设，得到了南昌市政府在财政补贴等方面的有力支持。因此，公司具有很强的偿债能力。

债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2016年5月30日，公司本部已结清贷款中有6笔关注类贷款。其中4笔关注类贷款发生于2004年，由于南昌市财政未及时向公司注入还款资金，且公司申请的贷款展期未及时得到批复，造成公司对中国银行南昌市叠山路支行贷款逾期，后已正常归还。另外2笔关注类贷款发生于2008年，受宏观政策及当地政府项目规划改变的影响，公司计划内经营性项目收入未能及

时实现，引起公司对中国工商银行南昌分行贷款逾期，后已正常归还。

截至本报告发布日，公司 2010 年发行的 12 亿元 7 年期“10 南昌城投债/10 南昌债”已按时兑付利息，该期债券设置第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，根据公司发布公告，该期债券回售金额为 0，债券存续期后 2 年票面年利率维持 6.13% 并固定不变。公司 2013 年发行的 13 亿元 7 年期“13 南昌城投债/PR 南城投”已按时兑付利息，并于 2016 年 2 月 20 日偿还 20% 本金，债券余额为 10.40 亿元。公司 2014 年发行的 20 亿元 5 年期“14 南昌城投 MTN001”已按时兑付利息；2016 年发行的 10 亿元“16 南昌城投 MTN001”为永续债，暂未到付息日。

担保分析

公司以其合法拥有的国有土地使用权为“10 南昌城投债/10 南昌债”提供抵押担保，仍具有一定的增信作用

2015 年以来南昌土地价值保持增长，用于“10 南昌城投债/10 南昌债”抵押的土地资产价值相应增加。同时公司于 2011 年 5 月将用于“10 南昌城投债/10 南昌债”抵押的土地中第四地块（洪土国用【登西 2008】第 692 号）进行了释放，该地块面积 12.73 万平方米，原评估价值 5.35 亿元。

根据南昌鑫华资产评估事务所有限责任公司出具的《资产评估报告书》（洪鑫华评字【2016】第 002 号）用于抵押的剩余 4 宗土地使用权的评估价值共计 52.28 亿元（估价基准日为 2016 年 4 月 30 日），抵押资产的价值与“10 南昌城投债/10 南昌债”未偿还本息比率为 4.11 倍，抵押资产的价值与“10 南昌城投债/10 南昌债”本金的比率为 4.36 倍。

表 13 抵押土地评估价值⁵（单位：万平方米、亿元）

| 序号 | 土地证号 | 宗地位置 | 面积 | 2016 年评估价值 |
|-----------|----------------------|-------------|--------------|--------------|
| 1 | 洪土国用（登西 2008）第 689 号 | 西湖区朝阳片（地块一） | 10.46 | 10.05 |
| 2 | 洪土国用（登西 2008）第 690 号 | 西湖区朝阳片（地块二） | 24.38 | 23.43 |
| 3 | 洪土国用（登西 2008）第 692 号 | 西湖区朝阳片（地块四） | 12.73 | - |
| 4 | 洪土国用（登西 2008）第 693 号 | 西湖区朝阳片（地块五） | 9.84 | 9.45 |
| 5 | 洪土国用（登西 2008）第 694 号 | 西湖区朝阳片（地块六） | 9.73 | 9.35 |
| 合计 | - | - | 67.14 | 52.28 |

公司用于作为“10 南昌城投债/10 南昌债”抵押资产的土地使用权价值仍能较好的覆盖本期债券本息余额，对“10 南昌城投债/10 南

⁵ 原评估价值根据江西同致房地产土地估价咨询有限公司出具的《土地估价报告》（评估基准日为 2008 年 12 月 31 日）。2016 年评估价值根据南昌鑫华资产评估事务所有限责任公司出具的《资产评估报告书》（评估基准日为 2016 年 4 月 30 日）。



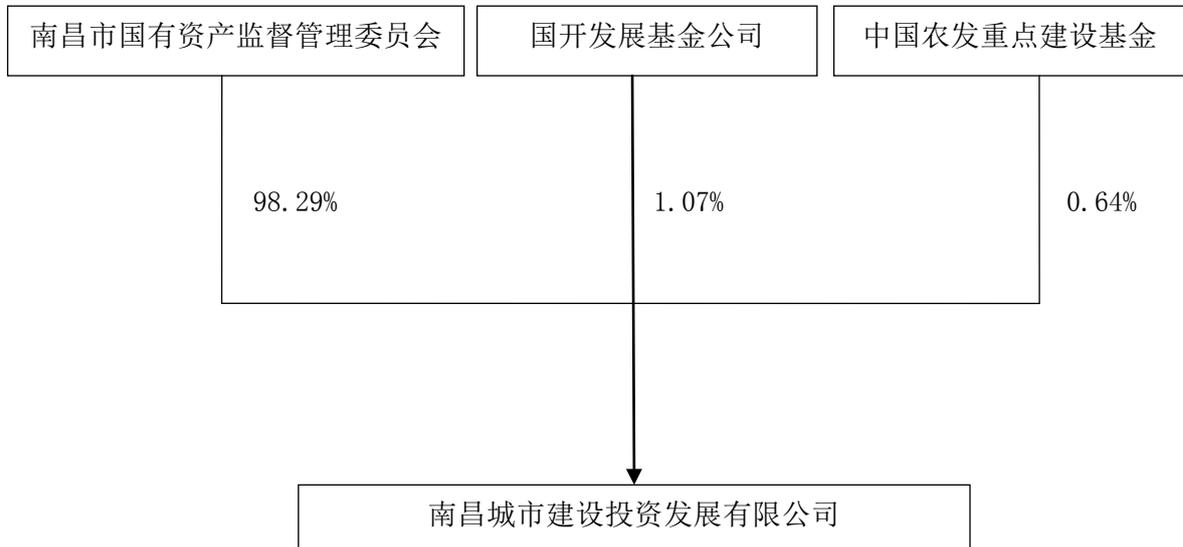
昌债”仍有一定的增信作用。

结论

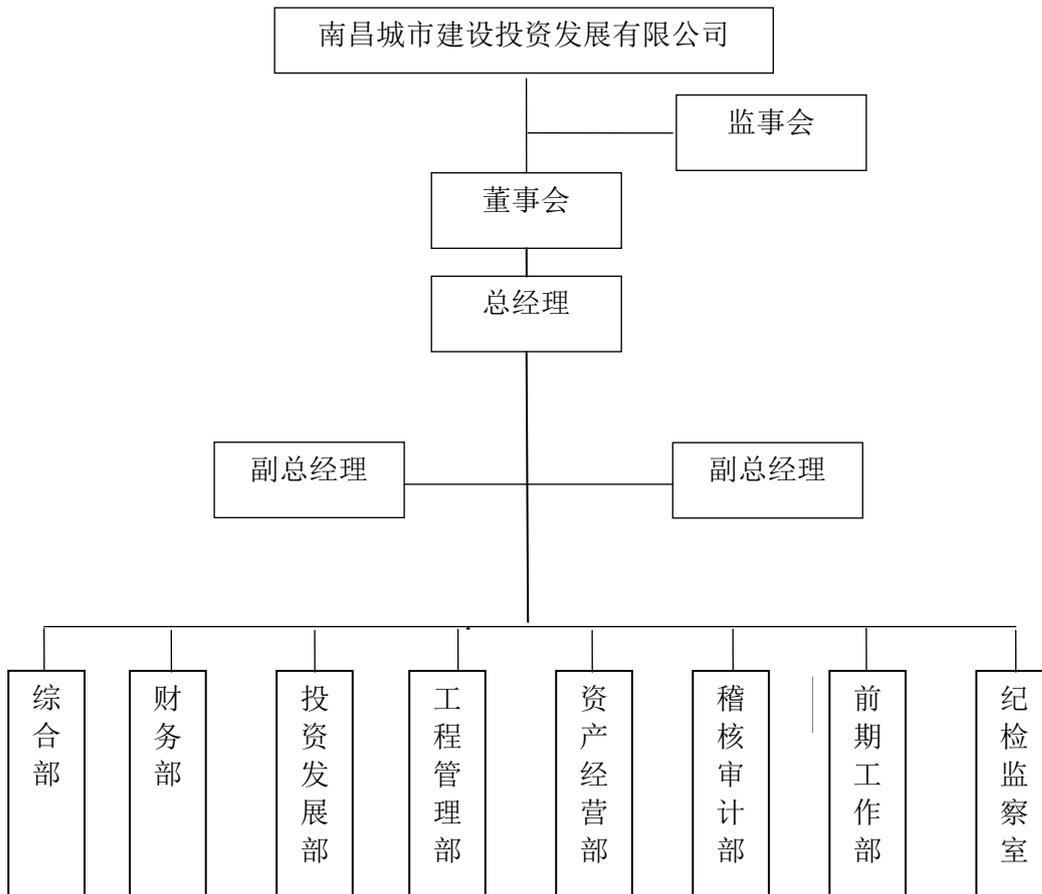
综上所述，2015年南昌市地区经济继续保持较快发展，主要经济指标在江西省各地级市中位居首位，南昌市总体财政实力仍很强。公司作为南昌市重要的城市基础设施投融资建设主体，继续承担着南昌市重大重点新建项目建设，在南昌市城市建设和经济社会发展中起到重要作用，并得到南昌市政府的大力支持。另一方面，公司承担大量基础设施项目，未来面临一定资本支出压力；公司有息债务规模仍较大，利息负担较重。公司以其合法拥有的国有土地使用权为“10南昌城投债/10南昌债”提供抵押担保，仍有一定的增信作用。预计未来1~2年，公司作为南昌市重要的基础设施投融资建设主体的地位不会改变，将继续在南昌市城市建设领域发挥重要作用。

综合分析，大公对公司“10南昌城投债/10南昌债”、“13南昌城投债/PR南城投”、“14南昌城投MTN001”和“16南昌城投MTN001”信用等级维持AA+，主体信用等级维持AA+，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2016 年 3 月末南昌城市建设投资发展有限公司股权结构图



附件2 截至2016年3月末南昌城市建设投资发展有限公司组织结构图





附件3 截至2016年3月末南昌城市建设投资发展有限公司纳入合并范围的子公司情况

| 序号 | 企业全称 | 注册资本（万元） | 持股比例（%） |
|----|-------------------|----------|---------|
| 1 | 南昌城投置业有限公司 | 2,000 | 100.00 |
| 2 | 南昌新兴物业管理有限公司 | 300 | 100.00 |
| 3 | 南昌城投基础设施开发有限公司 | 800 | 100.00 |
| 4 | 南昌高速公路有限公司 | 5,000 | 100.00 |
| 5 | 南昌城投资产管理有限公司 | 5,000 | 100.00 |
| 6 | 南昌城投纵达工程项目管理有限公司 | 1000 | 100.00 |
| 7 | 南昌城投管网工程有限公司 | 100 | 51.00 |
| 8 | 南昌城建构件有限公司 | 3,200 | 60.00 |
| 9 | 南昌城建公路工程有限公司 | 3,000 | 65.00 |
| 10 | 南昌城建置业有限公司 | 1,000 | 100.00 |
| 11 | 南昌城建桥梁工程有限公司 | 2,000 | 80.00 |
| 12 | 南昌城建混凝土有限公司 | 1,000 | 100.00 |
| 13 | 南昌城市建设投资集团 | 5100 | 100.00 |
| 14 | 南昌融泽房地产开发有限责任公司 | 800 | 100.00 |
| 15 | 南昌市金城国有资产运营有限责任公司 | 500 | 100.00 |
| 16 | 南昌大桥有限责任公司 | 71,686 | 100.00 |

附件 4 南昌城市建设投资发展有限公司主要财务指标

单位：万元

| 年 份 | 2016 年 3 月 (未经审计) | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|-------------------|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| 资产类 | | | | |
| 货币资金 | 504,728 | 443,964 | 446,590 | 461,920 |
| 应收账款 | 66,389 | 40,893 | 58,626 | 13,043 |
| 其他应收款 | 540,464 | 514,838 | 617,228 | 748,048 |
| 预付款项 | 18,453 | 37,453 | 14,253 | 22,085 |
| 存货 | 2,316,866 | 2,211,092 | 1,998,902 | 1,787,893 |
| 其他流动资产 | 178,707 | 179,843 | 223,205 | 18,000 |
| 流动资产合计 | 3,625,986 | 3,428,617 | 3,359,043 | 3,051,124 |
| 可供出售金融资产 | 23,836 | 23,836 | 23,836 | 0 |
| 长期股权投资 | 77,278 | 77,278 | 79,190 | 91,568 |
| 投资性房地产 | 251,380 | 251,783 | 253,058 | 261,933 |
| 固定资产 | 173,800 | 177,393 | 183,440 | 179,865 |
| 其他非流动资产 | 1,493,719 | 1,422,469 | 643,232 | 35,000 |
| 非流动资产合计 | 2,028,644 | 1,961,413 | 1,191,470 | 584,588 |
| 资产总计 | 5,654,630 | 5,390,029 | 4,550,512 | 3,635,713 |
| 占资产总额比 (%) | | | | |
| 货币资金 | 8.93 | 8.24 | 9.81 | 12.71 |
| 应收账款 | 1.17 | 0.76 | 1.29 | 0.36 |
| 其他应收款 | 9.56 | 9.55 | 13.56 | 20.57 |
| 预付款项 | 0.33 | 0.69 | 0.31 | 0.61 |
| 存货 | 40.97 | 41.02 | 43.93 | 49.18 |
| 其他流动资产 | 3.16 | 3.34 | 4.91 | 0.50 |
| 流动资产合计 | 64.12 | 63.61 | 73.82 | 83.92 |
| 可供出售金融资产 | 0.42 | 0.44 | 0.52 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 1.37 | 1.43 | 1.74 | 2.52 |
| 投资性房地产 | 4.45 | 4.67 | 5.56 | 7.20 |
| 固定资产 | 3.07 | 3.29 | 4.03 | 4.95 |
| 其他非流动资产 | 26.42 | 26.39 | 14.14 | 0.96 |
| 非流动资产合计 | 35.88 | 36.39 | 26.18 | 16.08 |
| 负债类 | | | | |
| 短期借款 | 117,280 | 118,080 | 116,280 | 249,780 |
| 应付账款 | 113,307 | 146,509 | 165,814 | 126,823 |
| 预收款项 | 31,699 | 27,388 | 42,259 | 81,399 |
| 其他应付款 | 105,371 | 119,139 | 50,186 | 61,083 |

附件 4 南昌城市建设投资发展有限公司主要财务指标(续表 1)

单位：万元

| 年 份 | 2016 年 3 月 (未经审计) | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|-------------------|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| 负债类 | | | | |
| 应交税费 | 17,406 | 18,672 | 18,652 | 23,426 |
| 一年内到期的非流动负债 | 260,700 | 288,950 | 111,500 | 252,500 |
| 流动负债合计 | 646,127 | 719,006 | 505,417 | 795,652 |
| 长期借款 | 2,163,693 | 1,996,365 | 1,454,394 | 479,230 |
| 应付债券 | 542,705 | 468,705 | 468,705 | 262,006 |
| 长期应付款 | 236,906 | 236,906 | 197,850 | 186,593 |
| 非流动负债合计 | 2,967,322 | 2,725,994 | 2,159,263 | 974,804 |
| 负债合计 | 3,613,449 | 3,445,000 | 2,664,680 | 1,770,455 |
| 占负债总额比 (%) | | | | |
| 短期借款 | 3.25 | 3.43 | 4.36 | 14.11 |
| 应付账款 | 3.14 | 4.25 | 6.22 | 7.16 |
| 预收账款 | 0.88 | 0.80 | 1.59 | 4.60 |
| 其他应付款 | 2.92 | 3.46 | 1.88 | 3.45 |
| 应交税费 | 0.48 | 0.54 | 0.70 | 1.32 |
| 一年内到期的非流动负债 | 7.21 | 8.39 | 4.18 | 14.26 |
| 流动负债合计 | 17.88 | 20.87 | 18.97 | 44.94 |
| 长期借款 | 59.88 | 57.95 | 54.58 | 27.07 |
| 应付债券 | 15.02 | 13.61 | 17.59 | 14.80 |
| 长期应付款 | 6.56 | 6.88 | 7.42 | 10.54 |
| 非流动负债合计 | 82.12 | 79.13 | 81.03 | 55.06 |
| 权益类 | | | | |
| 少数股东权益 | 3,464 | 3,765 | 3,300 | 3,070 |
| 实收资本(股本) | 173,979 | 173,979 | 171,000 | 171,000 |
| 资本公积 | 1,581,615 | 1,581,115 | 1,547,840 | 1,547,063 |
| 盈余公积 | 12,782 | 12,782 | 11,032 | 9,376 |
| 未分配利润 | 169,341 | 173,389 | 152,661 | 134,748 |
| 归属于母公司所有者权益 | 2,037,718 | 1,941,265 | 1,882,533 | 1,862,187 |
| 所有者权益合计 | 2,041,181 | 1,945,029 | 1,885,832 | 1,865,257 |
| 损益类 | | | | |
| 营业收入 | 40,067 | 218,164 | 259,619 | 304,004 |
| 营业成本 | 35,197 | 186,828 | 225,506 | 269,972 |
| 管理费用 | 2,689 | 11,447 | 9,656 | 8,274 |
| 财务费用 | 836 | 9,928 | 5,463 | 8,030 |
| 投资收益 | - | 11,886 | 9,347 | 3,483 |

附件 4 南昌城市建设投资发展有限公司主要财务指标(续表 2)

单位：万元

| 年 份 | 2016 年 3 月 (未经审计) | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|------------------|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| 营业利润 | 948 | 14,742 | 15,072 | 34,895 |
| 利润总额 | 922 | 28,811 | 34,453 | 49,865 |
| 净利润 | 907 | 25,636 | 30,438 | 39,827 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | - | 25,171 | 29,929 | 39,392 |
| 占营业收入比 (%) | | | | |
| 营业成本 | 87.85 | 85.64 | 86.86 | 88.81 |
| 管理费用 | 6.71 | 5.25 | 3.72 | 2.72 |
| 财务费用 | 2.09 | 4.55 | 2.10 | 2.64 |
| 营业利润 | 2.37 | 6.76 | 5.81 | 11.48 |
| 投资收益 | 0.00 | 5.45 | 3.60 | 1.15 |
| 利润总额 | 2.30 | 13.21 | 13.27 | 16.40 |
| 净利润 | 2.26 | 11.75 | 11.72 | 13.10 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | - | 11.54 | 11.53 | 12.96 |
| 现金流类 | | | | |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -77,984 | 16,587 | -106,483 | 43,063 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -820 | 53,592 | -244,948 | -19,289 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 212,940 | -114,913 | 336,083 | 35,477 |
| 财务指标 | | | | |
| EBIT | - | 131,312 | 44,051 | 59,872 |
| EBITDA | - | 137,704 | 49,578 | 64,128 |
| 总有息债务 | 3,301,769 | 3,089,201 | 2,162,490 | 1,409,351 |
| 毛利率 | 12.15 | 14.36 | 13.14 | 11.19 |
| 营业利润率 | 2.37 | 6.76 | 5.81 | 11.48 |
| 总资产报酬率 | - | 2.44 | 0.97 | 1.65 |
| 净资产收益率 | 0.04 | 1.32 | 1.61 | 2.14 |
| 资产负债率 (%) | 63.90 | 63.91 | 58.56 | 48.70 |
| 债务资本比率 (%) | 61.80 | 61.36 | 53.42 | 43.04 |
| 长期资产适合率 (%) | 246.89 | 238.15 | 339.50 | 485.82 |
| 流动比率 (倍) | 5.61 | 4.77 | 6.65 | 3.83 |
| 速动比率 (倍) | 2.03 | 1.69 | 2.69 | 1.59 |
| 保守速动比率 (倍) | 0.78 | 0.62 | 0.88 | 0.58 |
| 存货周转天数 (天) | 5,789.02 | 4,056.13 | 3,022.64 | 2,231.47 |
| 应收账款周转天数 (天) | 120.49 | 82.11 | 49.69 | 7.72 |
| 经营性现金净流/流动负债 (%) | -11.43 | 2.71 | -16.37 | 8.76 |

附件 4 南昌城市建设投资发展有限公司主要财务指标(续表 3)

| 年 份 | 2016 年 3 月 (未经审计) | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|-------------------|----------------------|--------|--------|--------|
| 经营性净现金流/总负债 (%) | -2.21 | 0.54 | -4.80 | 3.04 |
| 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) | - | 0.16 | -0.98 | 0.50 |
| EBIT 利息保障倍数 (倍) | - | 1.27 | 0.41 | 0.69 |
| EBITDA 利息保障倍数 (倍) | - | 1.33 | 0.46 | 0.74 |
| 现金比率 (%) | 78.15 | 61.78 | 88.40 | 58.07 |
| 现金回笼率 (%) | 57.03 | 127.70 | 74.33 | 87.14 |
| 担保比率 (%) | 1.52 | 1.59 | 1.62 | 2.68 |

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁶ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁷ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁶ 一季度取 90 天。

⁷ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 6 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 7 短期债券信用等级符号和定义

- A-1 级：**为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
- A-2 级：**还本付息能力较强，安全性较高。
- A-3 级：**还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
- B 级：**还本付息能力较低，有一定的违约风险。
- C 级：**还本付息能力很低，违约风险较高。
- D 级：**不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。