

南昌市政公用投资控股有限责任公司

2015年公司债券(第一期)、南昌市政公用投资控股有限责任公司2016
年公司债券(第一期、第二期)、南昌市政公用投资控股有限责任公司公
开发行2017年公司债券(第一期、第二期)2020年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪第【515】号 01

债券简称:

2015 年第一期: 15 洪市政;
2016 年第一期: 16 洪市政;
2016 年第二期: 16 洪政 02;
2017 年第一期: 17 洪政 01;
2017 年第二期: 17 洪政 02

债券剩余规模:

15 洪市政: 10 亿元; 16 洪市政: 10 亿元; 16 洪政 02: 10 亿元; 17 洪政 01: 10 亿元; 17 洪政 02: 10 亿元

债券到期日期:

15 洪市政: 2022 年 12 月 02 日; 16 洪市政: 2023 年 06 月 20 日; 16 洪政 02: 2023 年 08 月 22 日; 17 洪政 01: 2022 年 07 月 27 日; 17 洪政 02: 2022 年 10 月 24 日

债券偿还方式:

15 洪市政、16 洪市政: 每年付息一次、到期一次还本, 附第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权;

16 洪政 02: 每年付息一次, 到期一次还本, 附第 5 年末公司赎回选择权、上调票面利率选择权及投资者回售选择权;

17 洪政 01、17 洪政 02: 每年付息一次、到期一次还本, 附第 3 年末公司赎回选择权、上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

分析师

姓名:

秦风明 张旻烁

电话: 021-5103 5670

邮箱:

qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司城投公司信用评级方法, 该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.cspengyuan.com

南昌市政公用投资控股有限责任公司 2015 年公司债券 (第一期)、南昌市政公用投资控股有限责任公司 2016 年公司债券 (第一期、第二期)、南昌市政公用投资控股有限责任公司公开发行 2017 年公司债券 (第一期、第二期)

2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	15 洪市政: AAA	15 洪市政: AAA
	16 洪市政: AAA	16 洪市政: AAA
	16 洪政 02: AAA	16 洪政 02: AAA
	17 洪政 01: AAA	17 洪政 01: AAA
	17 洪政 02: AAA	17 洪政 02: AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 28 日	2019 年 06 月 27 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司 (以下简称“中证鹏元”) 对南昌市政公用投资控股有限责任公司 (以下简称“南昌市政”或“公司”) 及其 2015 年 12 月 02 日发行的 2015 年公司债券 (第一期) (以下简称“15 洪市政”)、2016 年 06 月 20 日发行的 2016 年公司债券 (第一期) (以下简称“16 洪市政”)、2016 年 08 月 22 日发行的 2016 年公司债券 (第二期) (以下简称“16 洪政 02”)、2017 年 07 月 27 日发行的 2017 年公司债券 (第一期) (以下简称“17 洪政 01”) 以及 2017 年 10 月 24 日发行的 2017 年公司债券 (第二期) (以下简称“17 洪政 02”) (15 洪市政、16 洪市政、16 洪政 02、17 洪政 01 和 17 洪政 02 合称为“本期债券”) 的 2020 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持 AAA, 发行主体长期信用等级维持 AAA, 评级展望维持稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础, 公司业务多元化程度较高, 承担南昌市供水、公交、燃气等业务, 区域专营性强, 营业收入保持增长且未来可持续性较好, 获得的外部支持力度较大。同时中证鹏元也关注到公司房地产项目仍面临一定的销售压力, 整体资产流动性较弱, 面

临较大的资金压力及偿债压力等风险因素。

正面：

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**南昌市作为江西省的省会，2019 年实现地区生产总值 5,596.18 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.0%，第三产业占比继续提升，固定资产投资、社会消费对经济的拉动作用仍较强，区域经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础。
- **公司业务多元化程度较高，承担南昌市供水、公交、燃气等业务，区域专营性强。**公司作为南昌市最大的国有资本运营主体，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，也是南昌市唯一的公交运营主体和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，覆盖范围广，整体来看，公司业务多元化程度较高，区域专营性强。
- **公司营业收入保持增长且未来可持续性较好。**2019 年公司实现营业收入 426.78 亿元，同比增长 22.74%；截至 2019 年底在建的代建项目、市场化商业项目、房地产项目总投资 606.19 亿元，已投资 401.11 亿元，且水务、燃气板块稳步增长，未来收入可持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2019 年南昌市人民政府办公厅同意将南昌国际体育中心地上建筑物划拨注入公司，增加公司资本公积 15.41 亿元，提升了公司的资本实力，此外，2019 年公司收到石油价格补贴、运营补贴、新能源车政府补贴等合计 13.33 亿元，计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司房地产项目受调控政策影响仍面临一定的销售压力。**截至 2019 年底公司在建房产总投资 321.96 亿元，规模较大，公司在建房地产项目主要集中在南昌、北京、上海等地，部分城市存在限购调控政策，仍面临一定的销售压力。
- **公司资产中土地资产和在建工程占比仍较高，整体流动性较弱。**2019 年末公司无形资产规模 233.38 亿元，占总资产比重的 17.46%，土地使用权账面价值 193.56 亿元，其中政府曾注入公司的 2,000 亩储备土地账面价值 129.22 亿元，且无形资产账面价值的 35.13%因抵押而受限；公司在建工程规模 216.03 亿元，占总资产比重的 16.16%，整体资产流动性较弱。

- 公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。公司在建的代建项目、市场化商业项目、房地产项目尚需投资 218.49 亿元，随着项目的推进，公司未来面临较大的资金压力。
- 公司有息债务规模增长较快，偿债压力较大。截至 2019 年底公司有息债务 662.63 亿元，同比增长 31.23%，增长较快，其中短期有息负债 248.90 亿元，占有息负债总额的 37.56%，短期债务偿还较为集中，且公司 EBITDA 利息保障倍数继续下降，整体来看，公司偿债压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	13,368,931.74	11,616,872.31	9,321,208.17
所有者权益	4,063,948.35	3,577,063.93	3,335,846.74
有息债务	6,626,283.87	5,049,295.93	3,838,242.33
资产负债率	69.60%	69.21%	64.21%
现金短期债务比	0.66	0.42	0.61
营业收入	4,267,800.41	3,477,172.56	2,579,853.86
其他收益	133,286.47	123,712.75	102,719.20
利润总额	215,401.40	183,307.76	141,226.61
综合毛利率	11.19%	10.74%	10.02%
EBITDA	517,571.93	454,621.63	292,267.99
EBITDA 利息保障倍数	1.70	1.81	1.86
经营活动现金流净额	150,655.45	114,708.42	75,969.03
收现比	1.02	1.12	1.03

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年12月02日公开发行7年期10亿元公司债券，于2016年06月20日公开发行7年期10亿元公司债券，于2016年08月22日公开发行7年期10亿元公司债券，于2017年07月27日公开发行5年期10亿元公司债券，于2017年10月24日公开发行5年期10亿元公司债券。

15洪市政募集资金用于偿还到期债务和补充流动资金，16洪市政、16洪政02、17洪政01以及17洪政02募集资金用于偿还到期债务。截至2019年底，15洪市政募集资金已使用完毕；截至2020年3月21日，16洪市政募集资金专户余额为9.05万元，16洪政02募集资金专户余额为18.56万元，17洪政01募集资金专户余额102.96万元，17洪政02募集资金专户余额4.60万元。

二、发行主体概况

2019年公司注册资本、实收资本、股东及实际控制人均无变化，截至2020年3月底，注册资本和实收资本仍为327,068.76万元，南昌市国有资产监督管理委员会仍是公司的唯一股东和实际控制人。

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、公交等公用事业，承担市政工程建设投资，并涉足出租车、房地产、环保、投资等业务领域。2019年公司主要经营业务无重大变化。

2019年，公司新增纳入合并范围的一级子公司2家，截至2019年底纳入合并范围一级子公司共27家，详情见附录二。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2019年新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南昌对外工程有限责任公司	100.00%	10,000.00	承包国内、外工程	同一控制下企业合并
北京昌政大道实业有限公司	100.00%	50,000.00	企业管理、房地产开发	投资设立

资料来源：公司2019年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础

设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期

债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

南昌市经济保持较快增长，区域经济实力进一步增强

2019 年南昌市实现地区生产总值 5,596.18 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.0%，其中，第一产业增加值 212.89 亿元，同比增长 2.9%，第二产业增加值 2,653.82 亿元，同比增长 8.0%，第三产业增加值 2,729.47 亿元，同比增长 8.4%，三次产业结构由 3.6:50.5:45.9 调整至 3.8:47.4:48.8，第三产业占比继续提升。2019 年南昌市人均地区生产总值 100,415 元，是全国人均 GDP 的比值为 141.65%，城市居民生活水平高于全国平均水平。

工业方面，2019 年规模以上工业增加值比上年增长 8.5%；南昌市营业收入过百亿行业 17 个，计算机、通讯和其他电子设备制造业，汽车制造业营业收入超过千亿。江西省工业开发区工业主营业务收入前三名分别为南昌高新技术产业开发区、南昌经济技术开发

区、小蓝经济技术开发区。

固定资产投资及社会消费对经济的拉动作用仍较强，南昌市 500 万元及以上固定资产投资比上年增长 10.2%。其中，工业投资增长 15.7%，但房地产开发投资增速有所放缓，2019 年房地产开发投资增长 2.5%；社会消费方面，2019 年南昌市社会消费品零售总额 2,369.33 亿元，比上年增长 11.2%，汽车类商品消费是南昌市最大的商品类别。此外，南昌市区信贷环境良好，2019 年末存贷款余额分别为 12,096.80 亿元和 14,047.32 亿元，保持较快增速。整体看，南昌市经济保持较快增长，区域经济实力进一步增强。

表2 2018-2019年南昌市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,596.18	8.0%	5,274.67	8.9%
第一产业增加值	212.89	2.9%	190.68	3.2%
第二产业增加值	2,653.82	8.0%	2,660.92	8.5%
第三产业增加值	2,729.47	8.4%	2,423.07	10.1%
规模以上工业增加值	-	8.5%	-	9.5%
500 万以上固定资产投资	-	10.2%	-	10.9%
社会消费品零售总额	2,369.33	11.2%	2,131.63	11.1%
进出口总额	1,061.77	34.8%	787.55	18.2%
存款余额	12,096.80	12.7%	10,733.08	5.9%
贷款余额	14,047.32	15.9%	12,124.64	17.0%
人均 GDP（元）	100,415		99,170	
人均 GDP/全国人均 GDP	141.65%		153.41%	

注：2018 年人均 GDP 根据 GDP 总值和当年户籍人口计算

资料来源：2018-2019 年南昌市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年南昌市全市实现公共财政收入 477.0 亿元，同比增长 3.3%，其中税收收入 378.4 亿元，占公共财政收入比重为 79.3%；2019 年南昌市实现政府性基金收入 429.9 亿元，同比下降 18.0%；同期南昌市全市公共财政支出为 834.1 亿元，同比增长 10.9%，财政自给率 57.19%。

（三）行业环境

由于城市化进程的推进以及人民生活水平的提高，市政公用行业的发展潜力较大

市政公用设施是由城市政府组织实施和运营，建设行政主管部门进行行业管理的公用设施，包括城市供水、供气、供热、公共交通等城市公用事业；城市道路、排水、污水处理、防洪、照明等市政工程；城市市容、公共场所和公共厕所保洁、垃圾和粪便清运处理等市容环境卫生事业；城市园林、绿化等园林绿化业。

水务行业包括供水、排水、污水处理、中水回收利用和水污染防治等多个领域。随着城市化进程的加快，人口的增加和人均拥有水资源的下降，未来水价将存在上升的空间。根据发改委数据显示，居民生活用水价格从2007年末的1.69元/吨增长到2019年末的2.29元/吨，其中2018年底为2.26元/吨；污水处理费从2007年末的0.66元/吨增长到2019年末的0.98元/吨，2019年水价较2018年无变化。水价的涨幅仍低于人均可支配收入的增长，且我国的水价也处于较低的水平，使得水资源的浪费现象较严重。随着人民生活用水量的增长，废水的排放量也快速增长，国家和各级政府重视城市污水处理及其产业化发展，污水处理和再生水等行业也将面临广阔的发展空间，行业发展潜力较大。

燃气行业主要包括利用煤炭、油等能源生产燃气，或外购液化石油气、天然气等进行输配、销售及相关的维修和管理活动。天然气的表观消费量从2008年的774.50亿立方米增长到2019年的3,042.51亿立方米，其中2018年为2,833.09亿立方米，2019年同比增长7.39%，持续增长。截至目前，我国大部分大中城市已经实现管道天然气的基本覆盖，随着城市化的进一步推进，居民生活质量的提高，以及对其他能源的替代作用，城市天然气的需求将继续保持较快增长。

2019 年以来中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，在因城施策的机制下存在一定的结构化宽松空间

2019 年中央层面延续了房地产调控政策的连续性，4 月中央政治局重提“房住不炒”，5 月住建部预警过热城市，银保监会要求商业银行、信托、等金融机构不得违规进行房地产融资，7 月中央政治局提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，12 月中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”，落实因城施策和三稳目标。

2019 年以来，我国经济下行压力持续凸显，GDP 增长率逐季回落，全年 GDP 增速为 6.1%，同比下降 0.5 个百分点。在经济下行压力加大的背景下，地方层面房地产调控政策呈现出松紧结合的特征，上半年区域市场需求依旧旺盛、过热城市的调控政策持续升级加码，丹东、苏州和西安等城市陆续出台了限购及限售政策。2019 年第三季度我国 GDP 同比增长 6%，增速创有历史记录以来的新低，在内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力下，经济下行压力不断加大。进入三季度以来，粤港澳大湾区、天津、南京、徐州和海南等地区纷纷对当地房地产调控政策进行了微调。

2020 年 2 月，央行重提不将房地产作为短期刺激手段，明确表示保持房地产金融政策连续性、一致性及稳定性，落实好房地产长效管理机制。地方层面上，受 COVID-19 疫情影响，地方政府在疫情蔓延压力下存在适度放松房地产调控的动力，各地政府陆续出台延缓土地出让金缴纳、调整预售条件等供给端措施，因城施策将继续深化，预计部分土地

财政依赖度较高、受疫情影响较大的城市存在调控政策进一步边际放松的空间。

四、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、公交等公用事业，承担市政工程建设投资，并涉及房地产、投资等业务领域，业务多元化程度较高。2019 年公司实现营业收入 426.78 亿元，同比增长 22.74%，其中贸易板块、水务板块、建筑工程板块、房地产销售板块、公交出租板块收入分别占总营业收入比重的 39.62%、13.24%、12.42%、11.13%、9.00%，公司其他板块主要为投资、传媒、资产管理等收入，品类较多。毛利率方面，2019 年公司综合毛利率为 11.19%，较上年提升 0.45 个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易板块	169.08	0.42%	147.74	0.33%
水务板块	56.52	20.91%	45.53	19.74%
建筑工程板块	53.02	11.05%	42.88	9.43%
房地产销售板块	47.51	26.10%	15.11	20.19%
公交、出租板块	38.40	-13.44%	35.94	-14.98%
煤气、燃气板块	18.38	21.23%	16.15	22.81%
其他板块	43.86	41.50%	44.36	50.66%
合计	426.78	11.19%	347.72	10.74%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水务板块收入保持较快增长，公司作为南昌市最大自来水供应企业和江西省最大的污水处理企业，垄断地位明显

公司的水务业务由子公司南昌水业集团有限责任公司（以下简称“水业集团”）运营，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。其中水业集团的自来水供应、污水处理以及给排水管道工程主要由其子公司江西洪城水业股份有限公司（股票简称：洪城水业，股票代码：600461）负责运营，截至 2019 年底，公司及其子公司合计持有洪城水业 42.08%的股权。水业集团是南昌市市区唯一的自来水供应企业，处于完全垄断地位。截至 2020 年 3 月底，水业集团共有 11 家水厂，包括青云水厂、朝阳水厂、牛行水厂、下正街水厂、扬子洲水厂、长堽水厂等。

截至 2019 年底，水业集团供水用户为 127.62 万户，较 2018 年末的 117.15 万户增长 8.94%，占全市供水总户数的 99%以上，服务人口近 400 万人。随着供水用户的提升，自

来水售水量稳步增长，实际售水量从 2018 年的 36,212.48 万立方米增长到 2019 年的 37,385.18 万立方米。受益于供水用户的增长，2019 年公司实现供水收入 9.59 亿元，同比增长 25.85%，毛利率为 50.82%，较上年提高 9.23 个百分点。

表4 公司主要水务数据

项目	2019 年	2018 年
供水收入（亿元）	9.59	7.62
供水毛利率	50.82%	41.59%
供水户数（户）	1,276,239	1,171,488
自来水供水量（万立方米）	45,009.00	43,349.66
自来水售水量（万立方米）	37,385.18	36,212.48
漏损率	16.94%	17.56%
污水处理收入（亿元）	9.46	8.11
污水处理毛利率	32.74%	31.03%
污水处理量（万立方米）	85,110.72	79,751.70

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

污水处理方面，公司是江西省最大的污水处理企业，占据整个县级污水市场 80% 以上份额。截至 2020 年 3 月，南昌市内污水处理厂已经运营 8 家，2009 年公司以 29.78 亿元通过投标完成对江西省内 77 个县市的 79 家污水处理厂特许经营权（30 年）的整体收购（截至 2020 年 3 月底 78 家已经办理完移交）。公司还积极开拓省外污水处理市场，先后收购温州洪城水业环保有限公司、温州清波污水处理厂、温州清旭污水处理厂等企业的特许经营权。污水处理的业务模式为公司对污水管道汇集的污水进行净化处理后再直接排入河流。江西省内的污水处理费收费方式趋于一致，主要采取与自来水费合并征收的方式，自来水价格中包括污水处理费。

公司 2019 年实际污水处理量为 85,110.72 万立方米，较上年增长 6.72%；2019 年公司污水处理收入为 9.46 亿元，毛利率为 32.74%，毛利率较上年提升 1.71 个百分点。除供水和污水处理业务收入外，公司水务板块还包括部分水务贸易收入，此外，公司还承接供水排水工程业务和工程安装业务，对公司自来水板块收入形成一定补充。截至 2019 年底，在建的主要供水排水工程包括城市自来水管网改造工程、自来水厂节能降耗及提标改造工程等。

公司是南昌市内最大的天然气经营主体，供气范围覆盖南昌市城区，2019 年煤气、燃气板块业务收入实现稳步增长

公司主要经营南昌市城区内的燃气供应销售（含罐装液化气、管道天然气、管道煤气）、燃气工程设计、施工、安装等业务，主要由子公司南昌市燃气集团有限公司负责运营。公

公司是南昌市内最大的天然气经营主体，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。南昌市引入天然气后，逐步替代了人工煤气，使得人工煤气在2014年之后的业务量都很小。近年来公司燃气用户快速上升，天然气业务稳步增长。公司2019年煤气、燃气板块业务实现收入18.38亿元，毛利率水平21.23%，较上年下降1.58个百分点。

公司天然气销售量从2018年的37,286万立方米增长到2019年的42,737万立方米，增速为14.62%。天然气的采购价由国家发改委制定，销售价由南昌市物价局制定；2019年天然气销售均价上升至2.96元/立方米，天然气的购销差价从2018年的0.68元/立方米上升到2019年的0.69元/立方米。截至2019年底，公司管道燃气居民96.53万户，同比增长10.01%。2019年公司天然气工程施工收入（初装费）5.72亿元，较上年变动不大。

表5 2018-2019年公司天然气业务发展情况

项目	2019年	2018年
工程施工收入（初装费）（亿元）	5.72	5.73
新增用户数（万户）	8.78	10.77
管道燃气用户量（万户）	96.53	87.75
天然气销售量（万立方米）	42,737	37,286
其中：居民用户销售量（万立方米）	13,053	10,938
商业性用户销售量（万立方米）	6,206	5,886
工业用户销售量（万立方米）	23,478	20,462
管网投资金额（亿元）	4.80	4.64
天然气采购均价（元/立方米）	2.27	2.11
天然气销售均价（元/立方米）	2.96	2.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是南昌市唯一的公交运营企业，在南昌市具有区域专营优势，但公交运营业务对财政补贴依赖程度仍较高；随着南昌市地铁陆续开通，公交、出租板块业务仍受到一定客户分流的影响

公司作为南昌市唯一的公交运营企业，同时兼营出租车、汽车维修、广告、加油站和汽车租赁等相关业务。公司2019年公交、出租板块营业收入38.40亿元，占总营业收入比重的9.00%，受价格管控和燃油成本等因素的影响，公交、出租板块毛利率水平低，业务盈利能力不足。

截至2019年底，公司拥有公交营运车辆4,123辆，公交线路322条，线路总长度7,340公里。受南昌市地铁的开通运营影响，公司公交业务的年客运量继续下降，2019年实现公交收入64,210.79万元，同比下降9.95%。能源板块主要为加油、加气业务，2019年收

入规模增长较大。出租车业务板块方面，南昌市出租车目前定价方式为起步价 6-8 元（2 公里），超出按 1.9-2.1 元/公里计算。公司的出租车业务主要由子公司南昌市出租汽车有限公司及其他子公司负责，2019 年实现出租收入 7,515.65 万元，同比增长 7.34%，毛利率提升至 30.49%。

为维持公交、出租板块业务的可持续运营，政府会给予一定的燃油补贴、购车补贴和线路补贴等，政府补助收入成为公司公交、出租板块业务利润的主要来源。整体来看，公司公交、出租板块业务较为稳定，但受价格管控和燃油成本上涨致使公交、出租板块业务的自主盈利能力不足，利润来源主要依靠政府补助；公司的公交、出租板块业务可能进一步受到地铁开通运营而分流客户的影响。

表6 公司公交、出租业务情况

项目	2019 年	2018 年
营运车辆（辆）	4,123	4,318
公交线路（条）	322	295
线路总长度（公里）	7,340	6,444
年客运量（万人次）	38,941	38,970
公交收入（万元）	64,210.79	71,306.24
能源收入（万元）	95,074.73	67,784.58
出租收入（万元）	7,515.65	7,001.67
出租毛利率	30.49%	24.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

长途客运方面，2019 年江西长运股份有限公司实现营业收入 24.13 亿元，同比下降 8.29%。2019 年公司长途客运业务共完成客运量 10,182 万人，但客运周转量下降至 554,100 万人公里，截至 2019 年底，公司拥有客运站 87 个，班线条数 1,782 条，其中省际班线 497 条、跨区班线 632 条、区内班线 653 条，班线覆盖上海、江苏、浙江、湖南、湖北、山东、福建、广东、广西、云南、海南、河南、河北、山西、陕西等省区，在江西省内下属公司所拥一级站、二级站场数量占江西省主要道路运输企业的市场份额分别为 85.71%、62.35%，公司长途客运业务可能受到高铁运营等因素带来的冲击。

表7 公司长途客运业务情况

项目	2019 年	2018 年
客运量（万人）	10,182	8,808
客运周转量（万人公里）	554,100	633,518

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司承担南昌市内重大市政工程建设，业务可持续性较好，但主要在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力

公司主要承担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发行人融资建设，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。

近年公司的政府代建项目未确认收入，公司建筑工程收入均为市场化商业项目收入。2019 年建筑工程业务实现营业收入为 53.02 亿元，建筑工程业务中一般施工项目收入占比 88.38%，公司 BT 项目将逐步完成回款，建筑工程收入将主要来源于一般施工项目。

表8 公司建筑工程板块收入明细情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
市场化商业项目	530,206.66	428,838.78
其中：BT 项目	61,634.30	49,813.66
一般施工项目	468,572.36	379,025.12

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建的市场化商业项目包括南昌高新新兴产业园 EPC 总承包项目、南昌市“阳明路-八一大道（南至坛子口）”建筑立面综合改造 EPC 项目、兆和光电科技园二号厂房建设 EPC 总承包项目以及部分 BT 项目，截至 2019 年底，总投资 97.79 亿元，尚需投资 18.84 亿元；公司主要在建的政府代建项目包括幸福渠工程、红谷隧道工程、火车站东广场改造工程等，计划总投资 186.44 亿元，截至 2019 年底，已投资 138.25 亿元，尚需投资 53.11 亿元，综合考虑公司的市场化商业项目和代建项目，公司建筑工程业务持续性较好，但同时尚需投资规模大，公司面临较大的资金压力。

表9 截至2019年底公司主要在建市场化商业项目情况（单位：亿元）

市场化商业项目		总投资	已投资	尚需投资
一般施工项目	南昌高新新兴产业园 EPC 总承包项目	42.03	50.36	-
	南昌市“阳明路-八一大道（南至坛子口）”建筑立面综合改造 EPC 项目	15.09	1.72	13.37
	兆和光电科技园二号厂房建设 EPC 总承包项目	0.75	0.71	0.04
	兆和光电科技园一号厂房设计施工一体化项目	0.65	0.58	0.07
	高迅大楼改扩建 EPC 总承包项目	0.27	0.26	0.01

BT 项目	南昌高新区航空城拆迁安置房项目工程	35.00	29.79	5.21
	高新区灰场周边、艾溪湖东商业地产等项目配套路网工程	4.00	3.86	0.14
合计		97.79	87.28	18.84

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 截至2019年底代建业务中的主要在建项目情况（单位：亿元）

代建项目	总投资	已投资	尚需投资
南昌市幸福渠水域综合整治工程	98.19	57.70	40.49
红谷隧道工程	42.27	36.40	5.87
火车站东广场改造工程	11.11	6.62	4.49
高新南大道二期工程	2.99	2.15	0.84
青山路道路改造工程	2.72	2.00	0.72
阳明路综合改造工程	2.55	1.85	0.70
沿江北大道与沿江中大道连通工程	19.58	23.49	-
昌九城际铁路南昌站改扩建工程拆迁安置房	4.36	4.48	-
洛阳路立交（隧道）工程	2.44	3.15	-
南昌*中国雕塑艺术博览园	0.23	0.41	-
合计	186.44	138.25	53.11

注：部分项目总投资额有所调整，表格中已投资超过总投资的项目仍在建设中

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

房地产项目受调控政策影响仍面临一定的销售压力，且目前在建房地产尚需投入资金规模较大，存在较大资金压力

公司的房地产业务主要集中在南昌、北京、上海等地，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，合作模式采取与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及商业。2019 年实现房地产销售收入为 47.51 亿元，增长幅度较大，占总营业收入比重的 11.13%。

截至 2019 年底，公司主要在建房地产项目较多，规划总建筑面积 359.54 万平方米，项目预计总投资 321.96 亿元。公司目前主要待售的房地产项目包括宁波财富中心项目、北京香河园 3 号地块项目、衡阳名门国际（一期）等，截至 2019 年底公司六个房地产项目已售面积共 54.66 万平方米，待售面积为 15.13 万平方米。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出售，能为公司带来可观的收入，但南昌、北京、上海等城市存在房产限购调控政策，公司房地产项目仍面临一定的销售压力，同时公司主要在建房地产项目尚需投入 146.54 亿元，存在较大资金压力。

表11 截至2019年底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	是否合并
----	------	--------	-----	-----	------	------

南昌市政公用城	商业及住宅	44.00	28.00	9.16	49.00%	是
北京香河园 3 号地块项目	住宅及商业金融	11.77	41.00	41.16	60.00%	是
滨州东海壹号	住宅及商业	10.38	20.00	6.06	35.00%	是
威隘桥项目	商业	21.06	19.60	13.46	49.00%	是
衡阳名门国际（一期）	商业及住宅	11.97	12.00	3.70	100.00%	是
南昌九珑汇	商业	8.99	6.30	3.36	82.00%	是
济阳澄波府邸	商业及住宅	47.18	31.00	16.60	40.00%	是
齐河观澜府邸	商业及住宅	52.07	33.00	18.66	40.00%	是
南昌公用城二期	商业及住宅	99.72	54.68	16.11	100.00%	是
上海静安映	住宅	10.24	52.58	36.04	35.75%	是
济宁融创滨江壹号	商业及住宅	42.16	23.80	11.27	40.00%	是
合计	-	359.54	321.96	175.58	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至2019年底公司待售房地产项目销售情况（单位：万平方米）

项目	已售面积	待售面积
宁波财富中心项目	6.66	3.52
北京香河园 3 号地块项目	7.52	0.06
衡阳名门国际（一期）	4.86	0.90
南昌市政公用城	8.33	7.07
滨州东海壹号	8.29	0.06
济宁融创滨江壹号	19.00	3.52
合计	54.66	15.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年底，公司拟用于房地产开发的土地总面积 117.69 万平方米，分布在南昌、衡阳、上海、北京等地，土地使用权均是通过招拍挂方式取得的商业、住宅等用地，土地出让金合计 79.73 亿元，公司房地产项目的土地储备较为丰富。

表13 截至2019年底公司拟用于房地产开发的土地情况（单位：万平方米、亿元）

区域	面积	土地出让金	已支付土地出让金	性质
衡阳市	9.31	0.74	0.44	住宅、商业
南昌市	98.32	26.39	26.39	住宅、商业
上海市	2.61	30.51	30.51	住宅
滨州市	1.57	1.31	1.31	住宅
北京市	5.88	20.78	20.30	住宅、基础教育
合计	117.69	79.73	78.95	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司从事以铜和钢为主的大宗商品贸易业务，收入规模较大但盈利水平很低

公司于 2013 年开始从事以铜和钢为主的大宗商品贸易业务，并逐步涉入农产品等大宗商品的贸易。公司利用合作方在大宗商品贸易的经验和客户资源，使得贸易业务迅速成长，2019 年贸易收入为 169.08 亿元，同比增长 14.44%，占营业收入比重的 39.62%，是公司营业收入的主要来源。

表14 公司贸易板块前5大供应商情况（单位：亿元）

年份	供应商	采购金额	占贸易板块营业成本比例	主要商品
2019	上海冀兴国际贸易有限公司	30.80	18.29%	铜
	上海胜握胜林业有限公司	14.62	8.69%	其他
	四川中航路桥国际贸易有限公司	8.68	5.16%	铜
	如东金岭金属材料有限公司	6.41	3.81%	铜
	珠海华发商贸控股有限公司	6.12	3.63%	铜
	合计	66.62	39.57%	铜
2018	江苏易鸿贸易有限公司	19.98	13.57%	铜
	江苏贸金供应链管理有限公司	19.28	13.09%	铜
	上海银轮实业有限公司	13.54	9.20%	铜
	上海胜握胜林业有限公司	10.26	6.97%	其他
	上海冀兴国际贸易有限公司	9.01	6.12%	铜
	合计	72.07	48.94%	

注：其他是指铜以外的其他商品

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 公司贸易板块前5大客户情况（单位：亿元）

年份	客户名称	销售金额	占贸易板块营业收入比例	主要商品
2019	上海中泰多经国际贸易有限责任公司	21.86	12.93%	铜
	上海金克金属贸易有限公司	16.29	9.63%	铜
	河北物流集团金属材料有限公司	15.17	8.97%	铜
	冀中能源集团有限公司销售分公司	11.76	6.96%	铜
	上海铵蓉贸易有限公司	10.05	5.94%	其他
	合计	75.13	44.44%	
2018	顺汇新合国际贸易（上海）有限公司	50.72	34.33%	铜
	中铜矿业资源有限公司	11.99	8.12%	铜
	顺鑫（北京）国际贸易有限公司	10.65	7.21%	铜
	上海金川国际贸易有限公司	7.59	5.14%	铜
	上海华圻实业有限公司	5.51	3.73%	其他
	合计	86.46	58.52%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。从前 5 大供应商和客户的明细来看，公司贸易业务的供应商和客户集中度均有所下降，每年的主要供应商和客户存在一定变动。公司主要采用扩大交易量来赚取更多的利润，贸易业务的毛利率很低，2019 年毛利率为 0.42%，贸易业务的利润对公司的贡献较小。

其他板块业务对公司收入和利润形成一定的补充

其他业务收入主要包括投资业务、传媒业务、资产管理等，业务品类较多但收入规模相对较小，近年来公司对该类业务进行了一定的整合。2019 年公司实现其他业务收入 43.86 亿元，占总营业收入的 10.28%。

公司投资业务主要由河道采砂、委托贷款和购买理财产品等构成；传媒业务主要由江西华赣文化旅游传媒集团有限公司负责，包括广告传媒、旅游投资、影视、文化演艺等，资产管理业务主要由南昌市政公用资产管理有限公司负责，收入主要是对南昌市内的体育场馆、商铺等物业的租赁收入，同时承担该部分资产的维护费用。总体而言，公司其他板块业务近年来通过整合得到一定的发展，对公司的收入和利润形成一定的补充。

公司获得的外部支持较大

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、公交等公用事业，获得的外部支持力度仍较大。根据南昌市人民政府办公厅洪府厅抄字【2019】324号文，同意将南昌国际体育中心地上建筑物划拨注入公司，增加公司资本公积15.41亿元。此外，2019年公司收到石油价格补贴、运营补贴、新能源车政府补贴等合计13.33亿元，计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告、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2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，财务报表采用新会计准则编制。2019年，公司新增纳入合并范围的一级子公司2家，为南昌对外工程有限责任公司和北京昌政大道实业有限公司，截至2019年底纳入合并范围一级子公司共27家，详情见附录。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但整体流动性较弱

截至 2019 年末公司总资产为 1,336.89 亿元，较上年末增长 15.08%，非流动资产仍是资产的主要构成，占比 61.60%。

2019 年末公司货币资金规模 162.27 亿元，同比增长 75.42%，货币资金中 150.26 亿元是银行存款，受限货币资金 15.72 亿元，主要为银行承兑汇票保证金及用于担保的存款，货币资金受限比例 9.69%。公司应收账款主要是应收客户的水费、燃气费和工程结算款等，2019 年末应收账款 43.73 亿元，较上年末增长 13.71%；应收账款余额的前 5 大客户金额 4.74 亿元，占期末账面价值 9.98%。公司预付款项主要系贸易购货时的预付款，2019 年末规模 34.80 亿元，同比增长 55.98%，1 年以内的占比 87.65%。公司其他应收款 107.45 亿元，包括往来款、土储款等，占总资产规模 8.04%，同比增加 15.26%；其中前五大其他应收款对象包括南昌市国金工业投资有限公司、南昌市土地储备中心、江西省行政事业资产集团有限公司、南昌工业控股集团有限公司、长沙市政力锦鸿置业有限公司，合计 17.49 亿元，占期末其他应收款年末余额的 15.84%，对公司营运资金造成一定的占用，且回收时间具有一定不确定性；此外，长沙市政力锦鸿置业有限公司为民营企业，主营房地产开发经营、物业管理等，需关注相关款项的回收风险。公司存货主要为在建的房地产项目，截至 2019 年底余额 126.46 亿元，占总资产 9.46%，同比减少 4.79%，主要系当期在建房地产开发产品减少所致。公司 2019 年底其他流动资产 37.59 亿元，其中当期发放贷款增至 28.06 亿元。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2,014,363.52	13.95%	1,622,742.18	12.14%	925,066.95	7.96%
应收账款	329,933.36	2.28%	437,268.92	3.27%	384,541.01	3.31%
预付款项	438,869.48	3.04%	348,045.63	2.60%	223,134.33	1.92%
其他应收款	1,328,066.09	9.20%	1,074,548.26	8.04%	932,293.36	8.03%
存货	1,659,197.68	11.49%	1,264,604.61	9.46%	1,328,263.86	11.43%
其他流动资产	375,891.36	2.60%	375,891.36	2.81%	207,520.95	1.79%
流动资产合计	6,116,969.81	42.36%	5,133,200.34	38.40%	4,004,656.22	34.47%
可供出售金融资产	649,575.74	4.50%	680,871.40	5.09%	625,741.11	5.39%
长期应收款	1,055,353.49	7.31%	1,227,875.33	9.18%	1,031,171.36	8.88%
投资性房地产	361,056.10	2.50%	355,938.91	2.66%	287,781.46	2.48%
固定资产	1,100,920.21	7.62%	1,116,607.04	8.35%	934,294.93	8.04%

在建工程	2,457,484.70	17.02%	2,160,282.56	16.16%	2,172,185.96	18.70%
无形资产	2,326,299.17	16.11%	2,333,842.10	17.46%	2,217,027.75	19.08%
非流动资产合计	8,325,069.71	57.64%	8,235,731.40	61.60%	7,612,216.10	65.53%
资产总计	14,442,039.53	100.00%	13,368,931.74	100.00%	11,616,872.31	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

非流动资产方面，2019 年底可供出售金融资产 68.09 亿元，系公司参股的股权，同比增长 8.81%，绝大部分按成本计量，主要包括南昌高新置业投资有限公司 30.29 亿元（间接持股）、共青城中政利投资管理合伙企业（有限合伙）11.21 亿元等，2019 年可供出售金融资产实现投资收益 4.60 亿元。2019 年末长期应收款 122.79 亿元，同比增长 19.08%，公司长期应收款主要包括 BT 工程款以及明股实债，BT 工程款将随着工程建设推进而增长，工程完工后分期收回。公司的投资性房地产系政府向公司注入的公用事业建筑物及附属地块，2019 年末规模 35.59 亿元，同比增长 23.68%，主要系当期新购置所致。公司的固定资产主要由房屋建筑及构筑物、设备和管网等构成，截至 2019 年底固定资产规模 111.66 亿元，占总资产 8.35%，同比增长 19.51%，主要系公司房屋建筑物、设备、管网的增加，截至 2019 年底未办妥产权证书的固定资产 0.75 亿元，固定资产中因借款抵押而受限的账面价值 1.29 亿元，占固定资产比例 1.15%。公司在建工程的规模 2019 年末达到 216.03 亿元，同比减少 0.55%，主要是部分在建工程转入固定资产所致。2019 年末公司无形资产为 233.38 亿元，占总资产的 17.46%，主要为南昌市政府注入公司的土地使用权和供水、污水处理等特许经营权，分别为 193.56 亿元和 37.74 亿元，占比分别为 82.94%和 16.17%；2019 年同比增长 5.27%，主要系新增南昌国际体育中心的土地使用权；公司无形资产中政府曾注入公司的 2,000 亩土地属于储备土地，合计 129.22 亿元；截至 2019 年末公司无形资产中因借款抵押而受限的账面价值 81.99 亿元，占比 35.13%。

总体而言，公司资产规模增长较快，但资产中土地资产和在建工程占比较高，且截至 2019 年底，公司受限资产合计 99.00 亿元，占总资产比例 7.41%，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入保持增长，业务覆盖水务、建筑、燃气、贸易等，多元化程度较高；业务盈利能力仍较弱，利润总额对政府补助依赖程度较大

2019 年公司营业收入为 426.78 亿元，较上年增长 22.74%，主要系贸易、水务、建筑工程、房地产销售等板块收入增长所致，2019 年公司营业收入中贸易板块收入占比 39.62%，水务板块占比 13.24%，建筑工程占比 12.42%，房地产销售板块占比 11.13%，多元化程度仍较高。

2019 年公司综合毛利率为 11.19%，较上年提升 0.45 个百分点，毛利率水平仍然不高，占营收比重较高的贸易板块毛利率较低，公司整体盈利能力较弱。2019 年公司资产减值损失 3.26 亿元，其中坏账损失 0.58 亿元、在建工程减值损失 1.27 亿元、商誉减值损失 1.36 亿。2019 年公司其他收益 13.33 亿元，主要系公交运输等补助，占利润总额比重的 61.88%，利润总额对政府补助依赖程度较大。

表17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业收入	781,311.88	4,267,800.41	3,477,172.56
其他收益	12,403.02	133,286.47	123,712.75
营业利润	-16,081.81	212,985.71	174,421.17
营业外收入	469.61	6,386.74	14,838.13
利润总额	-15,886.73	215,401.40	183,307.76
综合毛利率	7.48%	11.19%	10.74%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现尚可，但考虑到在建项目的投资规模较大，公司面临较大的资金压力

2019 年公司收现比 1.02，经营回款情况尚可。2019 年销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金随着公司业务规模增长而上升，公司经营活动现金流入主要为公用事业、房地产和贸易等业务收到的现金以及往来形成的现金流入，公司当期经营活动现金净流入规模较上年有所增加，为 15.07 亿元。

投资活动方面，公司 2019 年在建项目不断推进并且相关工程项目支出较多，投资活动现金流呈现净流出，2019 年净流出 81.42 亿元。筹资活动方面，近年来公司主要通过银行借款、发行债务工具以及吸收投资来筹得资金，2019 年公司取得借款及发行债券收到的现金较多，筹资活动现金净流入 121.84 亿元，融资力度依然较大。

考虑到公司主要在建的代建、市场商业化以及房地产项目尚需投资规模较大，公司面临的资金压力较大。

表18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.02	1.12
销售商品、提供劳务收到的现金	4,332,602.81	3,900,767.37
收到其他与经营活动有关的现金	857,892.74	605,676.02

经营活动现金流入小计	5,200,124.66	4,514,920.62
购买商品、接受劳务支付的现金	3,898,446.57	3,393,470.84
支付其他与经营活动有关的现金	570,116.75	505,079.36
经营活动现金流出小计	5,049,469.21	4,400,212.20
经营活动产生的现金流量净额	150,655.45	114,708.42
投资活动产生的现金流量净额	-814,233.62	-934,273.03
筹资活动产生的现金流量净额	1,218,405.99	646,879.27
现金及现金等价物净增加额	555,021.01	-172,668.70

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快，负债经营程度高，偿债压力较大

截至2019年底，公司所有者权益406.39亿元，同比增长13.61%，主要系当期资产注入及盈余积累所致。2019年公司加大对外融资力度，负债总额上升至930.50亿元，同比增长15.74%。截至2019年底，公司产权比率228.96%，所有者权益对负债的保障程度进一步下降。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	10,388,049.58	9,304,983.40	8,039,808.39
所有者权益	4,053,989.95	4,063,948.35	3,577,063.93
产权比率	256.24%	228.96%	224.76%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2019 年底公司短期借款 167.31 亿元，较上年增长 6.10%，主要以信用借款和保证借款为主，分别为 90.61 亿元和 70.71 亿元。应付账款主要系应付的大宗贸易往来款及工程款项，2019 年底余额 65.10 亿元，同比增长 11.16%；应付账款账龄在 1 年内的占比为 50.90%，1-2 年的占比为 29.70%。预收款项主要系预收工程款、房地产板块的购房款等，截至 2019 年底预收款项规模 43.51 亿元，同比增长 14.42%；公司预收账款包含公司承建的部分国外项目款项，项目后续的回款仍存在一定不确定性。2019 年末公司其他应付款 124.95 亿元，同比下降 20.47%，主要系当期工程、设备款减少所致。一年内到期的非流动负债 32.97 亿元，主要系长期借款和应付债券中一年内需偿还的部分。2019 年底公司其他流动负债规模 36.35 亿元，其中短期应付债券 35.45 亿元。

非流动负债方面，2019 年底公司长期借款 240.74 亿元，同比增长 70.83%，包括质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，占总负债 25.87%。应付债券系公司发行的债券、中票等，2019 年末规模 108.64 亿元，同比增长 36.57%。2019 年公司长期应付款 68.66 亿

元，同比减少 6.16%，主要系专项应付款减少所致。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,839,287.48	17.71%	1,673,114.17	17.98%	1,576,939.15	19.61%
应付账款	595,603.63	5.73%	651,006.92	7.00%	585,626.49	7.28%
预收款项	600,290.09	5.78%	435,086.00	4.68%	380,268.63	4.73%
其他应付款	1,421,601.98	13.68%	1,249,459.74	13.43%	1,571,069.87	19.54%
一年内到期的非流动负债	195,934.95	1.89%	329,727.09	3.54%	259,508.00	3.23%
其他流动负债	463,749.71	4.46%	363,475.23	5.50%	334,983.45	4.17%
流动负债合计	5,462,192.96	52.58%	5,008,245.10	53.82%	4,993,700.49	62.11%
长期借款	2,977,132.66	28.66%	2,407,376.83	25.87%	1,409,263.16	17.53%
应付债券	1,143,252.07	11.01%	1,086,372.01	11.68%	795,467.72	9.89%
长期应付款	685,921.31	6.60%	686,644.55	7.38%	731,687.25	9.10%
非流动负债合计	4,925,856.62	47.42%	4,296,738.30	46.18%	3,046,107.90	37.89%
负债合计	10,388,049.58	100.00%	9,304,983.40	100.00%	8,039,808.39	100.00%
其中：有息债务	-	-	6,626,283.87	71.21%	5,049,295.93	62.80%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，公司 2019 年底资产负债率为 69.60%，较上年增长 0.39 个百分点，债务压力较大。受当期货币资金增长幅度较大的影响，2019 年底现金短期债务比有所上升。2019 年 EBITDA 较上年有所上升，但由于公司当期利息支出增加，利息保障倍数下降至 1.70，息税折旧摊销前收益对利息支出的保障程度有所下降。截至 2019 年底，公司有息负债合计 662.63 亿元，同比增长 31.23%，其中短期有息负债 248.90 亿元，占有息负债总额的 37.56%，短期债务偿还较为集中，偿债压力较大。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	69.60%	69.21%
现金短期债务比	0.66	0.42
EBITDA 利息保障倍数	1.70	1.81
有息债务/EBITDA	12.80	11.11

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月18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；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年底，公司对外担保金额合计为117,200.00万元，占2019年底公司所有者权益比重的2.88%，公司担保对象均为国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表22 截至2019年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
南昌高速公路有限公司	30,000.00	2020.09
南昌高新投资集团有限公司	27,200.00	2021.12
南昌综保置业有限公司	60,000.00	2034.06
合计	117,200.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年公司外部环境较好，南昌市作为江西省的省会，区域经济实力进一步增强，为公司发展提供了良好基础；业务多元化程度较高；公司承担南昌市供水、公交、燃气等重要职能，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，同时是南昌市唯一的公交运营主体和最大的天然气经营主体，区域专营性强；营业收入保持增长且未来可持续性较好；且公司获得的外部支持力度较大。

同时中证鹏元也关注到公司房地产项目受调控政策影响仍面临一定的销售压力，公司资产中土地资产和在建工程占比仍较高，整体流动性较弱，在建项目尚需投资规模较大，面临的较大资金压力和偿债压力等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AAA，维持评级展望为稳定。

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：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	2,014,363.52	1,622,742.18	925,066.95	926,502.84
应收账款	329,933.36	437,268.92	384,541.01	338,849.65
预付款项	438,869.48	348,045.63	223,134.33	152,799.45
其他应收款	1,328,066.09	1,074,548.26	932,293.36	537,931.21
存货	1,659,197.68	1,264,604.61	1,328,263.86	836,191.25
其他流动资产	335,729.04	375,891.36	207,520.95	128,485.09
可供出售金融资产	649,575.74	680,871.40	625,741.11	994,506.93
长期应收款	1,055,353.49	1,227,875.33	1,031,171.36	341,365.88
投资性房地产	361,056.10	355,938.91	287,781.46	264,477.56
固定资产	1,100,920.21	1,116,607.04	934,294.93	526,669.89
在建工程	2,457,484.70	2,160,282.56	2,172,185.96	2,131,138.78
无形资产	2,326,299.17	2,333,842.10	2,217,027.75	1,969,060.06
总资产	14,442,039.53	13,368,931.74	11,616,872.31	9,321,208.17
短期借款	1,839,287.48	1,673,114.17	1,576,939.15	806,327.64
应付账款	595,603.63	651,006.92	585,626.49	513,090.24
预收款项	600,290.09	435,086.00	380,268.63	170,840.91
其他应付款	1,421,601.98	1,249,459.74	1,571,069.87	1,095,079.36
一年内到期的非流动负债	195,934.95	329,727.09	259,508.00	506,034.20
其他流动负债	463,749.71	363,475.23	334,983.45	201,946.43
长期借款	2,977,132.66	2,407,376.83	1,409,263.16	1,061,724.78
应付债券	1,143,252.07	1,086,372.01	795,467.72	625,311.62
长期应付款	685,921.31	686,644.55	731,687.25	693,565.82
总负债	10,388,049.58	9,304,983.40	8,039,808.39	5,985,361.43
有息债务	-	6,626,283.87	5,049,295.93	3,838,242.33
所有者权益	4,053,989.95	4,063,948.35	3,577,063.93	3,335,846.74
营业收入	781,311.88	4,267,800.41	3,477,172.56	2,579,853.86
其他收益	12,403.02	133,286.47	123,712.75	102,719.20
营业利润	-16,081.81	212,985.71	174,421.17	199,796.42
净利润	-23,782.12	139,460.84	115,958.77	87,681.39
经营活动产生的现金流量净额	67,350.32	150,655.45	114,708.42	75,969.03
投资活动产生的现金流量净额	-295,508.71	-814,233.62	-934,273.03	-616,738.68
筹资活动产生的现金流量净额	600,557.68	1,218,405.99	646,879.27	801,421.27
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	7.48%	11.19%	10.74%	10.02%

收现比	1.22	1.02	1.12	1.03
产权比率	256.24%	228.96%	224.76%	179.43%
资产负债率	71.93%	69.60%	69.21%	64.21%
现金短期债务比	-	0.66	0.42	0.61
EBITDA（万元）	-	517,571.93	454,621.63	292,267.99
EBITDA 利息保障倍数	-	1.70	1.81	1.86
有息债务/EBITDA	-	12.80	11.11	13.13

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2019年底纳入合并范围一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	实收资本	持股比例	业务性质
南昌水业集团有限责任公司	12,936.32	100.00%	集中供水、污水运营
南昌市公共交通总公司	18,960.00	100.00%	公共交通运输
南昌市政公用房地产集团有限公司	50,000.00	100.00%	房地产开发
南昌蓝海商业经营管理有限公司	2,000.00	100.00%	自有房租赁、物业管理
南昌市煤气公司	4,218.00	100.00%	煤气经销
南昌市政工程开发集团有限公司	30,000.00	100.00%	市政工程开发
南昌市政公用建设有限公司	20,000.00	100.00%	城市基础设施项目建设和经营
南昌市怡景旅游投资有限公司	500.00	100.00%	旅游开发、投资及管理
南昌市政公用旅游投资有限公司	20,000.00	100.00%	旅游开发、投资及管理
安义县市政公用小额贷款有限公司	10,000.00	40.00%	办理各项小额贷款
南昌市幸福渠水域治理有限公司	2,200.00	90.91%	水污染治理、市政工程
南昌市金振国有资产运营有限责任公司	500.00	100.00%	资产管理、房屋租赁、实业投资、房地产开发
南昌市政投资集团有限公司	100,000.00	100.00%	投资与资产管理
江西华赣文化旅游传媒集团有限公司	15,000.00	76.33%	设计、制作、发布、代理国内各类广告
南昌市政公用资产管理有限公司	30,000.00	100.00%	实业投资及相关投资和资产管理
江西南昌公共交通运输集团有限责任公司	143,200.00	100.00%	公共交通运输
江西省洪城一卡通投资有限公司	10,000.00	50.50%	IC 卡制作以及相关服务
南昌市红谷隧道有限公司	20,000.00	75.00%	隧道工程设计、施工及维护
南昌市政鼎创资本管理有限公司	50,000.00	100.00%	实业投资、投资管理、投资咨询
南昌市市政建设集团有限公司	13,000.00	50.77%	实业投资、国内贸易、市政工程
南昌万寿宫文化街区运营管理有限公司	15,000.00	100.00%	旅游项目开发
南昌市政公用工程项目管理有限公司	88,893.00	100.00%	工程管理服务
南昌市政公用海外投资管理有限公司	20,000.00	100.00%	投资
南昌市政公用主题公园管理有限公司	1,000.00	100.00%	主题公园管理服务
江西长运集团有限责任公司	12,845.20	100.00%	交通运输
南昌对外工程有限责任公司	10,000.00	100.00%	承包国内外工程
北京昌政大道实业有限公司	50,000.00	100.00%	企业管理、房地产开发

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{其他流动负债有息部分} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款有息部分}$

附录四 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、债务人主体长期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、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。