

中证鹏元资信评估股份有限公司

中证鹏元公告【2022】457号

中证鹏元关于上调南昌市交通投资集团有限公司主体及相关债项信用等级的公告

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）决定将南昌市交通投资集团有限公司¹（以下简称“南昌交投”或“公司”）主体信用等级由 AA+ 上调为 AAA，评级展望维持为稳定，同时将公司发行的 2022 年南昌水利投资发展有限公司公司债券（以下简称“22 南水债”）信用等级由 AA+ 上调为 AAA。

本次调级主要基于以下因素：

一、南昌市是江西省省会，经济发展态势良好，为公司发展提供了良好的外部环境。

南昌市是江西省的政治、经济、文化、科教和交通中心，2021 年及 2022 年 1-6 月南昌市分别实现地区生产总值 6,650.53 亿元和 3,409.51 亿元，同比分别增长 8.7% 和 4.3%；2021 年实现一般公共预算收入 484.80 亿元，同比增长 10%，区域经济和财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境。

¹公司名称于 2022 年 6 月 14 日由“南昌水利投资发展有限公司”变更为现名。

二、公司最新定位为南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，平台重要性获得进一步提升，整合重组后，资本实力及利润水平亦大幅提升

随着公司定位提升为南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，得到南昌市人民政府的大力支持，南昌市人民政府将南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨道”）与江西国控汽车投资有限公司（以下简称“国控汽车”）划入公司，后续还将陆续划入相关交通、旅游类资产，整合重组后，公司资本实力及利润水平大幅提升。

（1）平台重要性进一步提升，平台地位非常突出

为推进南昌市市属企业国有资产整合重组，2022年3月南昌市人民政府批准以南昌水利投资发展有限公司为基础，同时将南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）持有的南昌轨道100%股权、国控汽车90.65%股权无偿划转至公司，组建南昌交投。截至2022年6月末，南昌轨道100%股权、国控汽车90.65%股权划转事项已完成工商变更。

2022年6月，南昌市人民政府同意将南昌市政公用集团有限公司（以下简称“南昌市政”）持有的江西长运集团有限公司²（以下简称“长运集团”）100%股权及江西长运股份有限公司（以下简称“长运股份”）16.67%股权无偿划转至

²长运集团主营公路客运、货运、出租车等业务，2021年末资产总额为58.23亿元，资产负债率为86.26%，2021年营业收入18.20亿元，净利润-2.59亿元，经营活动现金净流量为4.14亿元。长运集团业务主要由核心子公司长运股份开展，其资产也主要来自长运股份。

公司，截至 2022 年 10 月 18 日，长运集团 100%股权、长运股份 16.67%股权划转尚未完成工商变更。此外，根据南昌市人民政府对市属国有企业整合重组规划，公司未来预计仍将有一定规模的资产划入及划出，整合重组进展及其对公司未来经营状况的影响值得关注。

本次整合重组前，公司为南昌市重要的水利基础设施建设投资主体，主要从事南昌市的水利基础设施建设投资，整合重组后，公司定位为南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体，平台重要性进一步提升，同时，公司各项主要财务指标位列南昌市四大市属平台之首，平台地位非常突出。

表 1 重组后南昌市主要市属平台情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
南昌市交通投资集团有限公司	南昌市国资委	1,024.70	58.27%	813.39	878.49	南昌市重要的城市交通和文旅板块资本投资运营主体
南昌市政公用投资控股有限责任公司	南昌市国资委	480.58	69.64%	563.07	632.82	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
南昌产业投资集团有限公司	南昌市国资委	406.81	54.91%	105.91	262.74	南昌市重要的产业投资和国有资产运营主体
南昌市建设投资集团有限公司	南昌市国资委	403.74	69.43%	16.18	753.32	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

注：均采用各公司 2021 年度数据。

资料来源：合并后公司 2021 年审计报告（模拟）、公开信息及公司提供，中证鹏元整理

（2）资本实力及利润水平大幅提升

本次整合重组划入主要子公司为南昌轨道和国控汽车。

截至 2021 年末，南昌轨道和国控汽车总资产分别为 1,060.69

亿元和 755.33 亿元，所有者权益分别为 520.94 亿元和 225.57 亿元，具备很强的资本实力。2021 年分别实现营业收入 35.10 亿元和 675.59 亿元，分别实现净利润 16.69 亿元和 7.50 亿元，营业收入规模较大且利润水平尚可。

表 2 本次并入子公司情况（亿元）

名称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
南昌轨道	1,060.69	520.94	50.89%	35.10	16.69
国控汽车	755.33	225.57	70.14%	675.59	7.50

资料来源：南昌轨道、国控汽车 2021 年审计报告，中证鹏元整理

受益于南昌轨道和国控汽车并表，合并后公司 2021 年末总资产和所有者权益分别增长至 2,455.79 亿元和 1,024.70 亿元，分别同比增长 2.78 倍和 2.60 倍；合并后 2021 年公司营业收入和利润总额分别增长至 813.39 亿元和 39.07 亿元，分别同比增长 6.92 倍和 3.08 倍；同时，南昌轨道和国控汽车均为地区重要国有企业，合并后 2019-2021 年公司分别收到政府补助 19.66 亿元、22.21 亿元和 25.76 亿元，较合并前同期数据增长超 15 倍，政府支持力度很大。合并后，公司债务规模增长较快，但受益于公司极强的资本实力，财务杠杆仍处于适中水平；合并后公司现金短期债务比、EBITDA 利息保障倍数和经营获现能力表现仍较好，公司偿债能力稳中有升。整体来看，公司资本实力大幅提升，经营规模及利润水平显著增长。

表 3 主要财务指标对比情况（单位：亿元）

项目	2022.6	合并后 2021	合并后 2020	合并前 2021	合并前 2020
----	--------	-------------	-------------	-------------	-------------

总资产	2,422.33	2,455.79	2,254.72	649.21	617.45
所有者权益	1,017.49	1,024.70	987.14	284.41	287.12
总债务	807.32	878.49	771.28	256.23	231.24
资产负债率	58.00%	58.27%	56.22%	56.19%	53.50%
现金短期债务比	1.16	1.11	1.44	1.25	0.80
营业收入	338.44	813.39	687.90	102.68	47.79
其他收益	6.83	25.56	21.63	1.00	1.28
利润总额	7.75	39.07	18.67	9.56	3.10
销售毛利率	12.25%	13.29%	14.58%	17.75%	9.78%
EBITDA	--	73.25	48.30	17.68	7.63
EBITDA 利息保障倍数	--	4.40	3.57	2.19	1.72
经营活动现金流净额	-28.75	74.97	78.38	11.95	-7.57

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，合并后公司 2021 年审计报告（模拟），2020 年数据采用 2021 年年初数，中证鹏元整理

三、公司业务多元化程度大幅提升，且新增整车及零部件销售业务具备较好的市场竞争力，轨道交通业务具有非常强的地区重要性，公司抗风险能力加强

重组前公司主要从事南昌市的水利基础设施建设投资，同时经营商品销售、房地产开发等业务，其中商品销售主要包含镍及电解铜等商品贸易业务、码头港务业务、蒸汽和电力销售业务等，蒸汽和电力销售业务主要由浙江富春江环保热电股份有限公司（以下简称“富春环保”，股票代码：002479.SZ）负责，富春环保自 2020 年 12 月纳入合并范围，2020 年 12 月及 2021 年分别实现商品销售收入 4.28 亿元及 39.03 亿元。

2022 年 6 月，南昌市人民政府同意将公司子公司南昌水天投资集团有限公司（以下简称“水天集团”）持有的富春环保 20.49% 股权无偿划转至南昌市政，本次股权无偿划转完

成后，富春环保将不再纳入公司并表范围。截至 2022 年 10 月 18 日，富春环保 20.49% 股权无偿划转事项尚未完成工商变更登记手续。

表 4 重组前公司 2019~2021 年营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商品销售	53.90	15.94%	28.97	5.45%	20.20	3.47%
房地产	21.01	31.67%	7.28	26.03%	9.80	24.83%
建造业务	16.98	6.43%	8.06	10.85%	4.09	11.71%
委托贷款及利息	5.03	-0.88%	2.83	0.15%	3.29	6.97%
其他	5.76	33.56%	0.66	48.39%	1.18	47.42%
合计	102.68	17.75%	47.79	9.78%	38.56	11.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整合重组后，公司在原有水利基础设施建设业务的基础上，增加了轨道交通建设及运营、整车及零部件销售、汽车金融等业务板块，同时房地产开发及商品销售业务中的贸易业务规模大幅增加。

表 5 重组后公司 2020~2021 年及 2022 年 1~6 月营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1-6 月		2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商品销售	27.01	13.87%	693.01	12.09%	595.38	13.33%
江铃集团	284.97	12.58%	-	-	-	-
票务业务	1.07	-275.28%	2.72	-154.66%	1.65	-194.63%
房地产开发及销售业务	11.57	23.80%	48.21	22.41%	25.59	24.34%
建造业务	8.05	5.80%	17.01	6.46%	8.07	10.88%
委托贷款及利息	1.12	-38.40%	5.17	1.85%	3.31	1.26%
其他	4.66	43.11%	47.27	34.96%	53.90	31.58%
合计	338.44	12.25%	813.39	13.29%	687.90	14.58%

注：1、由于公司未提供江铃集团 2022 年 1-6 月的营业收入构成，故当期将江铃集团营业收入单独列示。

资料来源：合并后公司 2021 年度审计报告（模拟），公司 2022 年 1-6 月财务报表及附注，中证鹏元整理

（1）商品销售业务

重组后公司商品销售业务收入主要新增整车及零部件销售和金属贸易业务，均来自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”），其中江铃集团占合并后 2021 年金属贸易业务收入的比例为 75.34%。

整车及零部件销售业务亦来自江铃集团，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，其中，整车和汽车零部件生产及销售是江铃集团收入的主要来源。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，2021 年，江铃集团轻卡及皮卡销量分别位居细分市场第 4 位和第 2 位，具备较强的市场竞争力。

江铃集团旗下上市公司江铃汽车股份有限公司（以下简称“江铃汽车”，股票代码：000550.SZ）在轻型商用车市场亦保持了较高的行业地位，2021 年江铃汽车实现商用车销量 28.58 万辆，位居全国商用车生产企业第 7 位，江铃汽车轻卡（含皮卡）和轻客销量分别位居各细分市场第 5 位和第 1 位。

截至 2021 年末，江铃集团拥有 4 个整车制造基地，整车制造总年产能为 47.58 万辆。2019-2021 年江铃集团汽车销售量持续增长，具体来看，商用车除轻卡车型受国六标准切换透支、治超治限等因素影响导致 2021 年销量同比小幅下

降外，其余车型销量均呈现逐年增长态势；其中，轻客车型销量持续增长主要系双循环、电商、精品旅游和定制客运的快速发展下市场需求持续增加所致。

乘用车方面，2020年，江铃集团乘用车销量受疫情影响有所下降，其中新能源纯电动车销量受补贴退坡政策影响较大；2021年，新能源纯电动车受新能源汽车行业高速发展，市场需求大幅增加影响，销量提升明显，但总体仍处于较低水平。

2022年1-6月，受芯片短缺及疫情反复的影响，使得江铃集团整车销售承压，销量同比降低20.59%，销售收入同比降低18.30%。

表6 近年来江铃集团主要产品销量及收入（万辆、亿元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
乘用车	3.44	37.25	5.94	69.82	5.25	52.08	6.85	82.02
其中：新能源纯电动车	0.50	3.87	0.43	2.82	0.14	0.72	1.24	12.91
其他	2.94	33.38	5.51	67.00	5.11	51.36	5.61	69.11
商用车	12.87	118.63	34.13	312.51	32.89	302.49	27.04	267.08
其中：客车	3.54	39.73	10.36	118.08	9.29	106.94	8.28	98.89
轻卡	3.97	29.65	12.69	94.59	13.12	98.94	9.58	77.51
皮卡	5.36	49.24	11.08	99.84	10.31	91.97	9.07	87.32
重卡	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17	4.74	0.11	3.37
合计	16.31	155.88	40.07	382.33	38.14	354.57	33.89	349.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

江铃集团具有较完整的生产、供应产业链条，冲压件、底盘和发动机等主要零部件可实现自主生产。除自用外，江铃集团也对外销售部分零部件产品，2019-2021年受益于汽

车市场的持续向好，各主要零部件销售收入均有所提升，带动零部件业务收入亦同比增长。

表 7 近年来江铃集团零部件业务收入构成情况（亿元）

年份	2022.1-6	2021	2020	2019
冲压件	14.91	28.95	25.79	19.35
底盘	11.02	26.52	20.13	15.38
发动机	7.22	15.73	14.62	12.07
其他零部件	18.18	69.92	70.94	41.32
合计	51.33	141.12	131.48	88.11

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，2019-2021 年相关业务收入稳定增加且市场份额稳中有升，在 2022 年中国 500 强企业名单中排名第 239 位，位列江西省第三，南昌市第一，对当地经济发展具有较强的重要性。

（2）轨道交通业务

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

截至 2022 年 6 月末，南昌轨道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 8 截至 2022 年 6 月末南昌轨道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	216.48
2 号线一期	159.74	23.78	2013.11~2019.06	41%	65.49	65.49	159.29
2 号线南延线	42.64	8.50	2014.08~2017.08	41%	17.48	17.48	28.84
3 号线	215.85	28.50	2015.12~2020.12	20%	31.41	31.41	87.82
4 号线一期	308.30	40.02	2017.12~2021.12	25%	77.08	59.44	157.81
合计	926.85	129.60	-	-	271.59	253.95	650.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受疫情影响，2020 年南昌轨道客运总量及票务收入有所下降，但随着 2021 年疫情防控成效逐步显现，当期客运总量及票务收入同比有所回升，但后续仍需关注疫情对轨道运营效益的影响。

表 9 近年来南昌轨道全年运营情况

年份	客运总量（亿人次）	日均客运量（万人次）	票务收入（亿元）
2019	1.75	47.95	3.70
2020	1.36	37.14	2.70
2021	2.60	88.16	3.62
2022.1~6	1.16	64.11	1.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2022 年 6 月末，除 3 号线 B 部分采用 PPP 模式运营外，南昌轨道在建的轨道线路共 3 条，总投资 241.01 亿元，资本金比例均为 40%，未来南昌轨道尚需投入自有资金 138.29 亿元，仍面临较大的资本支出压力。

表 10 截至 2022 年 6 月末南昌轨道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	已到位资本金	已完成投资	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%	0.00	3.93	105.67
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%	0.00	0.72	23.93
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	106.76	40%	0.00	1.67	105.09
合计	-	31.75	-	241.01	-	0.00	6.32	234.69

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，南昌轨道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，南昌轨道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，未来将持续关注南昌轨道的轨道项目运营效益情况。

（3）房地产开发业务

重组后公司房地产开发业务收入大幅增长，2021 年实现业务收入 48.21 亿元，较合并前增长 1.29 倍，新增部分主要由江铃集团负责，项目类型主要为商品房，按市场化模式运作。

从业务开展情况来看，近年公司房地产销售收入随着交付进度的推进而快速增长，截至 2022 年 6 月末，公司在建

房地产项目规模较大，目前在建项目预计销售收入 184.80 亿元，已实现收入 81.10 亿元，未来收入较有保障。

表 11 截至 2022 年 6 月末公司重组后新增主要在建房地产项目情况（亿元、%）

项目名称	计划总投资	已投资	预计销售收入	已实现收入	销售进度
江铃新城（瓦良格）	24.30	23.90	47.00	20.60	71.00
新力臻园	50.00	35.90	54.00	26.20	78.00
江铃时代城	33.00	23.00	44.00	17.10	60.00
抚州赣东汽车城	16.40	8.60	14.00	7.00	90.00
龙江澜庭 1 号楼	2.20	0.13	2.80	0.00	0.00
龙湖云景项目	9.00	4.73	10.00	0.00	0.00
龙江商业区	10.00	9.90	13.00	10.20	90.00
合计	144.9	106.16	184.8	81.10	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，新增房地产项目规模较大，尽管未来存在一定资本支出压力，但未来仍可实现较多收入，中证鹏元将持续关注房地产市场行情对该业务的影响。

（4）其他业务

重组后公司其他业务收入新增部分主要来源于江铃集团的汽车金融业务，汽车金融业务主要系围绕江铃集团主业汽车销售开展，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 2022 年 6 月末，合作经销商有 375 家。2019-2022 年 6 月江铃集团库存融资累计投放额为 480.60 亿元，消费金融累计投放额为 84.36 亿元，车辆投放台数为 104,583 台。截至 2022 年 6 月末，江铃集团逾期贷款余额为 283.38 万元，逾期贷款余额同比减少 0.47%，不良贷款率为 0.01%，风险相对可控。

整体来看，公司新增其他业务收入盈利性较好，且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，中证鹏元将持续关注汽车金融业务的信用风险情况。

综上，中证鹏元认为公司在本次南昌市市属企业国有资产整合重组中平台重要性获得明显提升，得到了地方政府的大力支持，重组后公司资本实力大幅增强，业务多元化程度明显提升，抗风险能力增强。因此，中证鹏元决定将公司主体信用等级由 AA+ 上调为 AAA，评级展望维持为稳定，同时将公司发行的“22 南水债”信用等级由 AA+ 上调为 AAA。

特此公告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二〇二二年十月二十四日

附录一 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	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	7/7		财务状况	7/7
	行政层级	4/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aaa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AAA

注：本次评级适用评级方法和模型分别为城投公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）、外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站。

附录二 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、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。