

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0833号

南昌市交通投资集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20南昌水投 MTN001”与“20南昌水投 MTN002”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级上调贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时上调“20南昌水投 MTN001”与“20南昌水投 MTN002”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年十月十八日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2022年10月28日

南昌市交通投资集团有限公司主体及 相关债项 2022 年度不定期跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2022/10/28	AA+/稳定	卢宝泽	纪炜

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
20 南昌水投 MTN001	AAA	AA+
20 南昌水投 MTN002	AAA	AA+

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

主体概况

南昌市交通投资集团有限公司是南昌市重要的国有资本投资运营主体，主要从事南昌市的基础设施建设投资、轨道建设和运营，以及汽车研发、制造及销售、房地产开发等相关业务。公司控股股东为南昌市国有资产监督管理委员会，实际控制人为南昌市人民政府。

评级模型

一级指标	二级指标	权重	得分
经营规模	所有者权益	35%	35.0
	业务运营	10%	10.0
盈利与 获现能力	净利润	15%	12.0
	净资产收益率	5%	1.5
	现金收入比	5%	3.5
债务负担和 保障程度	全部债务资本化比率	15%	9.0
	货币资金短债比	5%	3.0
	EBITDA 利息倍数	5%	3.0
	全部债务/EBITDA	5%	2.3

基础评分输出结果	aa	
调整因素	无	
个体信用状况 (BCA)	aa	
外部支持评价	外部支持能力	G1
	外部支持意愿	S1
评级模型结果	AAA	
外部支持调整子级	2	

注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度

注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度

注 3：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

评级观点

东方金诚认为，南昌市经济实力很强；公司业务趋于多元化，区域专营性与职能定位进一步提升，获得了股东及相关各方的有力支持。同时，东方金诚也关注到，公司资产流动性较弱，全部债务规模大幅增加。综上所述，公司的主体信用风险极低，偿债能力极强，“20 南昌水投 MTN001”与“20 南昌水投 MTN002”到期不能偿还的风险极低。

同业比较

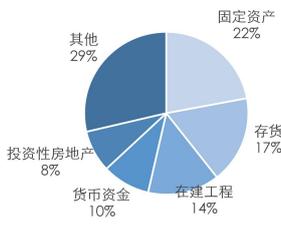
项目	南昌市交通投资集团有限公司	南昌市建设投资集团有限公司	南昌市政公用集团有限公司	乌鲁木齐城市建设投资(集团)有限公司	南通城市建设集团有限公司
地区	南昌市	南昌市	南昌市	乌鲁木齐市	南通市
GDP 总量 (亿元)	6650.5	6650.5	6650.5	3691.6	11026.9
人均 GDP (元)	104788	104788	104788	90703	142642
一般公共预算收入 (亿元)	484.8	484.8	484.8	377.9	710.2
政府性基金收入 (亿元)	411.0	411.0	411.0	224.8	1441.8
地方政府债务余额 (亿元)	1375.5	1375.5	1375.5	1335.5	2030.3
资产总额 (亿元)	2455.79	1320.85	1582.94	1945.03	1053.07
所有者权益 (亿元)	1024.70	403.74	480.58	907.17	414.12
营业收入 (亿元)	102.68	16.18	563.07	49.84	94.21
净利润 (亿元)	6.09	3.23	19.99	1.65	4.77
资产负债率 (%)	58.27	69.43	69.64	53.36	60.68

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据年份均为 2021 年，公司资产总额、所有者权益及资产负债率为 2022 年半年报期初数据

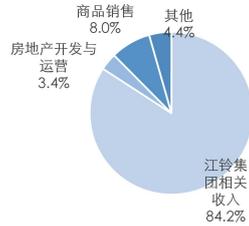
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022年6月末)



公司营业收入构成 (2022年H1)



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年(调整)	2022H1
资产总额	421.21	617.45	2455.79	2422.33
所有者权益	243.22	287.12	1024.70	1017.49
营业收入	35.67	47.79	102.68	338.44
净利润	1.77	2.58	6.09	6.03
全部债务	128.20	223.24	865.17	883.82
资产负债率	42.26	53.50	58.27	58.00
全部债务资本化比率	34.52	43.74	45.78	46.48

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
地区	南昌市		
GDP总量	5596.18	5745.51	6650.53
人均GDP(元)	100415.00	91854.68	104788.00
一般公共预算收入	477.00	483.90	484.84
政府性基金收入	429.90	626.00	411.00
财政自给率	57.19	57.73	55.73
政府负债率	15.05	19.71	20.68

注: 2021年全部债务/EBITDA为调整后全部债务数据

优势

- 南昌市经济发展速度很快, 逐步构建“4+4+X”的新型产业体系, 支柱产业迅速发展, 经济规模在全国省会城市中居中游位置, 经济实力很强;
- 在2022年南昌市属国企整合重组背景下, 公司被南昌市政府定位为以城市交通和文旅为主业的国有资本投资运营平台, 区域专营性与职能定位进一步提升;
- 随着南昌轨交及国控汽车等公司的划入, 公司业务涉及南昌市的基础设施建设投资、轨道建设和运营, 以及汽车研发、制造及销售、房地产开发等领域, 多元化程度显著提升, 抗风险能力进一步增强;
- 公司在资产注入、股权划拨及财政补贴等方面持续获得了股东和相关各方的有力支持。

关注

- 公司资产中变现能力较弱的存货及非流动资产占比较高, 资产流动性仍较弱;
- 随着南昌轨交及国控汽车的划入, 公司对外融资需求持续提升, 全部债务规模大幅增加, 且面临一定短期偿债压力。

评级展望

预计南昌市经济将保持稳定增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营地位, 能够持续获得股东及相关各方的有力支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+	AA+ (20 南昌水投 MTN001)	2022/6/26	卢宝泽 纪炜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA+	AA+ (20 南昌水投 MTN001)	2020/2/10	马丽雅 卢宝泽	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
20 南昌水投 MTN001	2022/6/26	5.00 亿元	2020/04/07~2023/04/07	无	-
20 南昌水投 MTN002	2022/6/26	10.00 亿元	2020/09/10~2025/09/10	无	-

注：“20 南昌水投 MTN001”为固定利率永续中期票据，票面利率每三年重置一次，附递延支付利息条款。“20 南昌水投 MTN001”和“20 南昌水投 MTN002”均附交叉违约条款。

跟踪评级说明

2022年6月，南昌市人民政府推进南昌州市属企业国有资产整合重组，以原南昌水利投资发展有限公司（以下简称“南昌水利”）为基础组建南昌州市交通投资集团有限公司（以下简称“南昌交投”或“公司”），整合相关市属交通、旅游类企业。基于上述整合重组事项，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）根据信用评级相关制度实施了本次不定期跟踪评级。

主体概况

南昌交投原名为南昌水利，是由南昌州市水务局于2006年6月代南昌市人民政府出资成立的国有独资企业，初始注册资本为人民币0.75亿元。2022年6月公司更为现名。截至2022年6月末，公司注册资本和实收资本均为人民币15.44亿元，南昌州市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌州市国资委”）和江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西行政集团”）分别持有公司90.00%的股权和10.00%的股权，南昌市人民政府仍为公司实际控制人。

为推进南昌州市属企业国有资产整合重组，南昌市人民政府批准以南昌水利为基础组建南昌交投，整合相关交通、旅游类企业，具体整合重组事项包括如下方面。

2022年6月，根据洪府办字【2022】382号及洪府办字【2022】383号文，南昌州市国资委将持有的南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨交”）100%股权及江西国控汽车投资有限公司（以下简称“国控汽车”）90.65%股权无偿划转至南昌交投，并于当月完成工商变更。南昌交投因此增加了轨道建设和运营以及汽车研发、制造及销售业务。

2022年6月，根据公司发布《南昌州市交通投资集团有限公司关于股权无偿划转事项的公告》（以下简称“公告”），公司持有的浙江富春江环保热电股份有限公司（以下简称“富春环保”）20.49%股权将无偿划转至南昌州市公用集团有限公司（以下简称“南昌市政”）。同时，南昌市政将其子公司江西长运集团有限公司（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%股权无偿划转至公司。公司因此将新增道路旅客运输与道路货运业务，并不再形成热蒸汽销售、电力销售和冷轧钢板销售收入。

2022年8月，根据洪府办字【2022】497号文，江西南昌旅游集团有限公司（以下简称“南昌旅游集团”）等11家公司全部或部分股权将无偿划转至南昌交投；同时，南昌州市农业控股集团等8家子公司将从南昌交投无偿划出。预计公司将新增旅游项目建设及服务业务，并不再从事农业相关业务。

本次市属国企整合重组前，公司为南昌州市重要的基础设施建设主体，主要从事南昌州市的基础设施建设，同时从事房地产开发与运营、商品销售、委托贷款、热蒸汽销售和电力销售等业务。整合重组后，南昌市人民政府将公司定位为南昌州市重要的国有资本投资运营主体，以城市交通和文旅为主业，整合了市属交通类、旅游类企业。随着南昌轨交及国控汽车的划入，公司目前主要从事南昌州市的基础设施建设投资、轨道建设和运营，以及汽车研发、制造及销售、房地产开发等相关业务。预计随着整合重组事项推进，公司还将新增旅游服务、旅客运输及砂石销售等业务。

本次资产重组后，公司资产规模由重组前的649.21亿元增加至2022年6月末的2422.33

亿元，净资产规模由 284.41 亿元增加 2022 年 6 月末的 1017.49 亿元，公司资产实力大幅增强。

图表 1 南昌交投本次资产重组变更情况

动作	股权划出方 所属单位	划转股权企业名称	划转股权	工商变更情况 (10-25)
划入	南昌市国资委	江西南昌旅游集团有限公司	90.00%	未变更
		南昌轨道交通集团有限公司	100.00%	已变更 (6-27)
		江西国控汽车投资有限公司	90.65%	已变更 (6-30)
		江西长运集团有限公司	100.00%	未变更
		江西长运股份有限公司	16.67%	未变更
		江西南昌公共交通运输集团有限责任公司	100.00%	已变更 (9-21)
	南昌市政公用集团有限公司	南昌市公共交通总公司	100.00%	已变更 (9-23)
		江西华赣文化旅游传媒集团有限公司	84.33%	已变更 (10-17)
		南昌市怡景旅游投资有限公司	100.00%	已变更 (10-12)
		南昌市政公用旅游投资有限公司	100.00%	已变更 (10-14)
		南昌赣昌砂石有限公司	50.00%	已变更 (10-14)
		江西省洪城一卡通投资有限公司	50.50%	未变更
		南昌云鼎市政大数据建设应用有限公司	100.00%	未变更
		南昌万寿宫文化街区运营管理有限公司	100.00%	已变更 (8-12)
南昌市蔬菜贸易总公司	南昌深圳农产品中心批发市场有限公司	24.50%	未变更	
划出	南昌市交通投资集团有限公司	浙江富春江环保热电股份有限公司	20.49%	未变更
		南昌市农业控股集团有限公司	100.00%	未变更
		南昌绿谷文化产业有限公司	51.00%	未变更
		南昌市绿谷现代农业综合开发有限公司	100.00%	未变更
		南昌市赣鄱农业投资发展有限公司	25.00%	未变更
		江西省现代农业博览园有限公司	49.00%	未变更
		南昌联帆环境工程有限公司	100.00%	未变更
		南昌市林业投资发展有限公司	100.00%	已变更 (9-22)
江西南旅粮食产业集团有限公司	100.00%	已变更 (9-26)		

资料来源：公开资料及企业提供，东方金诚整理

截至 2022 年 6 月末，公司纳入合并范围的二级子公司共 14 家（如图表 2 所示），较 2021 年末新增 2 家，为南昌轨交与国控汽车；减少 2 家，系层级调整所致。

图表 2 截至 2022 年 6 月末公司纳入合并范围二级子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	公司简称	实收资本	持股比例	取得方式
南昌水天投资集团有限公司	水天投资	150000.00	100.00	投资设立
南昌南水投资集团有限公司	南水投资	70000.00	100.00	投资设立
南昌水投商务服务集团有限公司	水投商务	41497.00	100.00	投资设立
南昌市第八建筑工程有限公司	南昌八建	214.34	100.00	无偿划拨
南昌农业控股集团有限公司	南昌农控	1100.00	100.00	投资设立
南昌绿谷现代农业综合开发有限公司	绿谷农业	2810.00	100.00	投资设立
南昌市水投物业管理有限公司 ¹	水投物业	1700.00	100.00	投资设立
南昌水投项目管理集团有限公司	水投管理	50000.00	100.00	投资设立
南昌市青美市政建设工程有限公司	青美市政	10000.00	89.00	投资设立

¹ 8 月已更名为南昌市通旅城市服务有限公司。

图表 2 截至 2022 年 6 月末公司纳入合并范围二级子公司情况 (单位: 万元、%)

公司名称	公司简称	实收资本	持股比例	取得方式
抚州市廖坊金川水利投资有限公司	廖坊金川	20812.00	81.00	投资设立
南昌绿谷文化产业有限公司	绿谷文化	4030.20	51.00	投资设立
江西省赣抚尾间整治有限公司	赣抚尾间公司	-	100.00	投资设立
南昌轨道交通集团有限公司	南昌轨交	261518.00	100.00	无偿划拨
江西国控汽车投资有限公司	国控汽车	10000.00	90.65	无偿划拨

资料来源: 公开资料及企业提供, 东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日, 南昌交投公开发行的“20 南昌水投 MTN001”与“20 南昌水投 MTN002”到期利息已按期兑付, 尚未到本金兑付日。截至 2022 年 6 月末, “20 南昌水投 MTN001”与“20 南昌水投 MTN002”募集资金已全部使用完毕。

个体信用状况

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧, 基建稳增长预期仍存, 城投债净融资或将小幅收缩

2021 年, 随着经济持续修复, 城投债发行再创历史新高, 但宽信用政策逐渐退出, 监管政策边际收紧, 城投债净融资规模小幅缩量。政策层面, 2021 年 12 月中央经济工作会议强调, 坚决遏制地方隐性债务风险, 压实企业自救主体责任。城投融资层面, 沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15 号文及补充通知等政策相继出台, 城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下, 预计 2022 年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下, 中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资, “稳增长”有望对基建投资形成资金支撑, 基建稳增长的预期仍然存在。2022 年, 城投整体融资将受益于信用环境改善, 基建发力利于提振城投债净融资需求, 但监管对弱资质城投债审核趋严, 两方因素相抵, 预计城投债净融资将与 2021 年大致持平, 并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著, 债务化解任重道远, 城投转型持续推进

2022 年, 基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调, 以及出于防范系统性金融风险的考虑, 预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下, 化解隐性债务工作持续推进, “全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位, 作为隐性债务重要载体, 城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下, 城投公司信用风险结构性分化加剧, “红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧, 债务滚续压力上升。

国发【2021】5 号文提出, 清理规范地方融资平台公司, 剥离其政府融资职能, 对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算; 叠加 2022 年国企改革三年行动收官, 城投重组整合及清理力度将进一步加大, 城投转型迫在眉睫。此外, 2021 年, 房地产调控政策力度空前, 土地市场降温, 地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响, 城投风险呈现出跨

区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

业务运营

经营概况

受国控汽车及南昌轨交并入影响，公司 2022 年上半年营业收入及毛利润均大幅增长，业务涉及南昌市的基础设施建设投资、轨道建设和运营，以及汽车研发、制造及销售、房地产开发等领域，多元化程度显著提升

2022 年上半年，随着南昌轨交及国控汽车的划入，公司主营业务新增汽车研发、制造及销售、轨道建设和运营等相关业务，同时房地产开发与运营、商品销售收入也有所增长。上述两家企业划转基准日为 2021 年 12 月 31 日，相关收入自 2022 年初起纳入合并报表范围统计，受此影响公司 2022 年 1~6 月营业收入大幅增长，结构转为以江铃汽车集团有限公司（以下简称“江铃集团”）相关收入为主。

图表 3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
工程施工	-	-	8.06	16.86	16.98	16.53	8.05	2.38
房地产开发与运营	9.80	27.47	7.28	15.23	21.01	20.46	11.57	3.42
商品销售	21.41	60.02	28.97	60.61	51.21	49.87	27.02	7.98
委托贷款	3.29	9.21	2.83	5.92	5.03	4.90	1.12	0.33
轨道建设及运营	-	-	-	-	-	-	1.07	0.32
江铃集团相关业务	-	-	-	-	-	-	284.97	84.20
其他	1.18	3.30	0.66	1.39	8.45	8.23	4.66	1.38
营业收入	35.67	100.00	47.79	100.00	102.68	100.00	338.44	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
工程施工	-	-	0.87	10.85	1.09	6.43	0.47	5.80
房地产开发与运营	2.43	24.83	1.89	26.03	6.66	31.67	2.75	23.80
商品销售	1.07	5.00	1.58	5.45	7.19	14.05	3.75	13.87
委托贷款	0.23	6.97	0.00	0.15	-0.04	-0.88	-0.43	-38.40
轨道建设及运营	-	-	-	-	-	-	-2.94	-275.28
江铃集团相关业务	-	-	-	-	-	-	35.85	12.58
其他	0.32	27.07	0.32	48.39	3.33	39.42	2.01	43.11
合计	4.05	11.35	4.67	9.78	18.23	17.75	41.45	12.25

注：江铃集团为国控汽车子公司，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：公司合并财务报表，东方金诚整理

2022 年 1~6 月，公司毛利润大幅上升，结构上主要来自于江铃集团。同期，公司综合毛利率亦随之下降。

此外，本次市属国企整合重组计划中，公司还将划出持有的富春环保 20.49% 股权及 8 家农业相关子公司；同时将划入长运集团 100.00% 股权、长运股份 16.67% 股权、南昌旅游集团 90.00% 股权等。预计随着整合重组事项推进，公司将不再从事热蒸汽销售、电力销售等业务，并新增旅游服务、旅客运输等业务，将对公司收入结构形成较大影响。目前尚未完成股权划转的重点企业经营数据如下表所示。

图表 4 尚未完成股权划转部分重点企业经营数据（单位：亿元）

财务数据	拟划出 富春环保 (2021)	拟划入 长运集团 (2021)	拟划入 南昌旅游集团 (2019)
资产总额	90.67	58.23	165.01
负债总额	47.73	50.23	95.85
营业收入	45.70	18.20	50.82
净利润	3.87	-2.94	0.42

资料来源：公司提供及公开资料，南昌旅游集团 2021 年财务数据暂未获取，东方金诚整理

基础设施建设

2022 年上半年，公司继续从事南昌市内的水利基础设施建设业务，并伴随南昌轨交的划入而新增交通道路类基础设施建设项目，区域专营性进一步提升；但公司在建及拟建项目的尚需投资规模很大，面临较大的资本支出压力

公司继续从事南昌市内的水利基础设施建设，由公司本部负责实施。同时，伴随南昌轨交的划入，公司基础设施建设业务拓展至交通道路类领域，业务区域专营性进一步提升。

公司本部基础设施建设业务模式未发生重大变化，仍为总承包（2017 年以前）、PPP 模式及自建自营模式。南昌轨交承接的项目主要采用委托代建模式。

2022 年上半年，公司未形成基础设施建设收入。截至 2022 年 6 月末，公司主要在建基础设施项目计划总投资 274.62 亿元，已完成投资 77.15 亿元。其中，南昌轨交负责的项目为艾溪湖隧道工程及象山路、叠山路道路综合改造提升工程，计划总投资 26.28 亿元，已完成投资 22.23 亿元。

图表 5 截至 2022 年 6 月末公司在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目	业务模式	计划总投资	已投资	已回款金额
滨江道路改线工程项目	总承包	1.90	1.16	0.88
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	7.35	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	0.99	1.17
艾溪湖隧道工程	委托代建	20.37	16.94	4.00
象山路、叠山路道路综合改造提升工程	委托代建	5.91	5.39	3.90
赣抚尾间水系整治计划	自建自营	170.60	10.43	0.00
合计	-	274.62	77.15	38.90

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年 6 月末，公司参与的 PPP 项目主要为江西省廖坊水利枢纽罐区二期工程、青云谱区“美丽青云谱幸福新家园”环境综合整治一期工程和江西省现代农业博览园 PPP 项目。

截至本报告出具日，上述项目均已完工，主要通过政府付费与可行性缺口补助方式²获得收益，在工程施工收入中统计。

图表 6 截至 2022 年 6 月末公司参与的 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目	总投资额	已投资额	公司角色	回款计划	已确认收入
江西省廖坊水利枢纽灌区二期工程 PPP 项目	12.90	13.19	社会资本方	运营维护期（17 年）内逐年回款	0.81
青云谱区“美丽青云谱幸福新家园”环境综合整治一期工程	5.00	5.00	社会资本方	特许经营期（20 年）内逐年回款	1.08
江西省现代农业博览园 PPP 项目	6.59	6.59	政府方 出资代表	运营期（14 年）内逐年回款	0.03
合计	24.49	24.78	-	-	1.92

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司拟建项目为南昌市水环境综合治理(前湖水系及乌沙河上游段)项目,计划总投资 17.78 亿元,拟采用 PPP 模式建设,目前尚处于前期阶段。综合来看,公司在建及拟建的基础设施建设项目的尚需投资规模很大,面临较大的资本支出压力。

轨道建设及运营

新划入的子公司南昌轨交为南昌市轨道交通建设及运营管理的唯一主体,业务专营性很强

公司轨道建设业务为新增业务,主要由新划入的子公司南昌轨交负责。南昌轨交为南昌市轨道交通建设及运营管理的唯一主体,业务专营性很强。

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、建设和运营。项目资本金由南昌市政府统筹安排资金解决,其余部分由南昌轨交通过国家开发银行项目贷款等融资渠道解决。偿债资金来源主要包括运营票务收入、沿线上盖物业及物业用地的出租和出让收益以及轨道交通专项资金等。此外,南昌轨道交通 3 号线 B 部分采用 PPP 模式运作方式,即由社会资本方参与基础设施建设、运营,特许经营期 28 年,南昌轨交作为政府出资方代表履行出资义务,持有 PPP 项目公司 10.00%的股权,项目公司不纳入公司合并范围。

截至 2022 年 6 月末,公司已开通试运营了 1 号线一期、2 号线一期、2 号线南延³、3 号线和 4 号线一期。上述轨道交通建设项目均按照国家有关规定、银行内部要求完成授信及贷款合同签订,项目建设资金来源已落实。公司已通车轨道交通建设及资本金到位情况详见下表。总体来看,公司轨道交通项目建设周期较长,投资规模很大,面临较大的资本支出压力。

² 可行性缺口补助指使用者付费不足以满足社会资本或项目公司成本回收和合理回报,而由政府以财政补贴、股本投入、优惠贷款和其他优惠政策的形式,给予社会资本或项目公司的经济补助。

³ 2 号线一期和 2 号线南延预计 2021 年转固,故 2020 年仍未确认收入。

图表 7 截至 2022 年 6 月末公司轨道交通建设及资本金到位情况（单位：亿元、公里）

线路名称	总投资	已完成投资	里程	资本金比例	已到位资本金	建设周期
已开通运营线路						
1 号线一期	200.32	216.48	28.80	40%	80.13	2011.05~2015.12
2 号线一期	159.74	159.29	23.78	41%	65.49	2013.11~2019.06
2 号线南延	42.64	28.84	8.50	41%	17.48	2014.08~2017.08
3 号线	215.85	87.82	28.50	20%	31.41	2015.12~2020.12
4 号线一期	308.30	157.81	40.02	25%	59.44	2017.12~2021.12
合计	926.85	650.24	129.60	-	253.95	-
在建线路						
1 号线北延	109.60	3.93	16.97	40%	0.00	2021.9.24~2025.6.30
1 号线东延	24.65	0.72	4.36	40%	0.00	2021.9.24~2025.6.30
2 号线东延	106.76	1.67	10.42	40%	0.00	2021.9.24~2025.6.30
合计	241.01	6.32	31.75	-	0.00	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

南昌轨交目前运营线路较少，尚未形成路网效应，未来运营效益情况仍需关注；随着疫情防控成效逐步显现，2021 年公司客运总量及票务收入同比有所回升

截至 2022 年 6 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 号线由社会资本方负责运营，相关线路运营收入不计入南昌轨交核算；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《南昌市人民政府办公厅抄告单》（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；同时同意对南昌轨交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 至 12 公里范围内单程票价为 3 元，12 至 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。

受疫情影响，2020 年南昌轨交客运总量及票务收入较上年大幅下降，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。

图表 8 南昌地铁全年运营情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~6月
客运总量（万人次）	1.75	1.36	2.60	1.16
日均客运量（万人次）	47.95	37.14	88.16	64.11
票务收入（亿元）	3.70	2.70	3.62	1.80

资料来源：公司提供，东方金诚整理

运营成本方面，南昌轨交轨道线路运营成本主要由人工成本、电耗、维修费、其他直接费用（清洁、安检费用）及运营间接费用（租赁、宣传等费用）等构成，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，2019~2021年，南昌轨交分别收到南昌市政府地铁运营补贴1.50亿元、1.79亿元和3.99亿元。

整车及零部件销售

公司新增整车及零部件销售业务，为公司带来较大规模的收入和利润；运营主体江铃集团在轻型商用车领域保持较高的行业地位，其中轻卡、轻客、皮卡等产品市场竞争力较强；但同时，该业务受制于疫情反复、芯片短缺等因素影响，汽车行业发展存在一定的不确定性

整车及零部件销售业务主要由国控汽车带入的子公司江铃集团负责运营，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。公司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，市场竞争力较强，旗下上市公司江铃汽车股份有限公司（以下简称“江铃汽车”）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。

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。近年来由于部分工程搬迁，公司对应调整产能布局，造成部分车型产能有所变动；截至2021年末，公司拥有4个整车制造基地，整车制造总年产能为47.58万辆。产能利用率方面，虽然皮卡车型受产能提升影响，产能利用率有所下降，但受益于汽车市场整体回暖下公司商、乘用车产销量总体增长，加之部分高智能化生产线通过技改进一步提升生产线生产能力，带动总产能利用率有所增加。

图表 9 公司整车产品产能分布情况及产能利用率情况（单位：万辆、%）

项目	2020年			2021年		
	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
乘用车	25.70	5.39	20.97	11.20	5.84	52.14
其中：新能源纯电动车	10.00	0.08	0.78	5.00	0.41	8.20
其他	15.70	5.31	33.82	6.20	5.43	87.58
商用车	29.38	33.37	113.56	36.38	33.87	93.10
其中：客车	7.38	9.49	128.51	7.38	10.23	138.62

轻卡	11.50	13.26	115.31	11.50	12.66	110.09
皮卡	9.00	10.53	116.94	17.50	10.98	62.74
重卡	1.50	0.09	6.31	-	-	-

注：2021年江铃集团退出重卡市场，故未实现相关销售收入。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020~2021年公司汽车销量持续增长，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。同期，公司乘用车销量亦有所增长；其中，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，2021年销量提升明显，但总体仍处于较低水平。2022年1~6月，芯片短缺加剧使得公司整车销售承压，导致销量同比降低20.59%，销售收入同比降低18.30%。2021年汽车市场回暖带动公司整车销量同比提升，但2022年以来受制于疫情反复、芯片短缺等因素影响，汽车行业发展仍存在不确定性，未来仍需对汽车行业未来发展情况保持关注。

图表 10 公司主要整车产品销量及收入（单位：万辆、亿元）

项目	2020年		2021年		2022年1~6月	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
乘用车	5.25	52.08	6.11	69.05	3.44	37.25
其中：新能源纯电动车	0.14	0.72	0.43	2.82	0.50	3.87
其他	5.11	51.36	5.51	67.00	2.94	33.38
商用车	32.89	302.49	33.96	312.51	12.87	118.63
其中：客车	9.29	106.94	10.36	118.08	3.54	39.73
轻卡	13.12	98.94	12.69	94.59	3.97	29.65
皮卡	10.31	91.97	11.08	99.84	5.36	49.24
重卡	0.17	4.74	-	-	-	-
合计	38.14	354.57	40.07	382.33	16.31	155.88

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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，公司也对外销售部分零部件产品，2021年，受益于汽车市场向好发展，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。

零部件对外采购方面，公司通过产品质量、价格、交货条件、研发实力、管理及工程标准选择供应商，2021年公司前五大零部件供应商采购额占全年采购总额的比重为10.01%，集中度较低。结算模式方面，主要采用现款支付、银行承兑汇票和信用证相结合等方式进行付款，付款周期一般为70天以内。

图表 11 公司汽车零部件销售收入构成情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年1~6月
冲压件	25.79	28.95	14.91
底盘	20.13	26.52	11.02
发动机	14.62	15.73	7.22
其他零部件	70.94	69.92	18.18
合计	131.48	141.12	51.33

资料来源：公司提供，东方金诚整理

商品销售

2022年上半年，国控汽车及南昌轨交的划入为公司带来较大规模商品销售收入，但富春环保股权计划无偿划出，预计对商品销售业务利润造成较大影响

2022年1~6月，国控汽车及南昌轨交的划入为公司带来较大规模金属贸易收入。公司商品销售业务仍主要包含铜、镍等金属贸易业务、码头港务业务、蒸汽和电力销售业务，其中金属贸易业务收入占比大幅增加。

目前，公司商品销售业务主要由子公司南昌水投水利开发有限公司、富春环保、南昌轨交、江铃集团等负责。国控汽车及南昌轨交金属贸易的业务模式与公司原业务类似，仍为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，但该业务收入易受大宗商品价格周期性波动影响。码头港务业务方面，仍主要为赣江货运客户提供码头货物吊装服务。热蒸汽销售、电力销售和冷轧钢板销售等由富春环保负责，是公司商品销售业务利润的主要来源。

2021年各公司商品销售收入规模如下表所示。总体来看，南昌轨交及江铃集团的划入将为公司带来较大规模的商品销售收入。但根据公司公告，其持有的富春环保20.49%股权将无偿划出，预计公司未来将不再形成热蒸汽销售、电力销售和冷轧钢板销售收入。富春环保的划出将大幅削减公司商品销售业务利润，进而影响公司整体利润水平。

图表 12 2021年原南昌交投、江铃集团、南昌轨交商品销售业务情况（单位：亿元、%）

公司	收入规模	毛利率
原南昌交投	51.21	14.05
其中：富春环保	45.70	18.52
南昌轨交	27.78	1.69
江铃集团	84.64	0.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

工程施工

公司工程施工业务较为稳定，收入可持续性较强

公司工程施工业务仍主要继续由南昌市第八建筑工程有限公司（以下简称“南昌八建”）等负责。南昌八建由南昌市人民政府于2020年无偿划入公司。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。

2022年1~6月，公司工程施工业务新签合同量稳步增长，该业务收入可持续性较强。

图表 13 公司工程施工情况（单位：个、亿元）

项目	2020年	2021年	2022年1~6月
新签合同	20	26	11
新签合同金额	12.57	22.11	9.48

资料来源：公司提供，东方金诚整理

房地产开发与运营

国控汽车的划入为公司带来较大规模的在建房地产项目，业务可持续性有所增强，但该业务受项目完工进度与房地产市场影响较大，收入规模存在一定不确定性

国控汽车的划入为公司带来较大规模的在建房地产项目。目前公司房地产开发与运营业务主要由公司本部及南昌森海房地产开发有限公司、南昌水恒置业有限公司、阳新金洋投资开发有限公司、瑞金东投置业有限公司和国控汽车等子公司运营。

公司开发的房地产项目主要为商品房，按市场化模式运作。截至2022年6月末，公司在建房地产项目规模较大，业务可持续性较强。其中，随国控汽车划入项目的计划总投资合计144.90亿元，已投资106.16亿元，主要位于南昌市非中心城区，面临一定的去化压力，且受项目完工进度与房地产市场影响较大，存在一定不确定性。

图表 14 截至2022年6月末公司在建房地产项目情况（单位：亿元、%）

项目	计划总投资	累计投资	预计销售收入	已实现收入	销售进度
南水·京山新园	3.80	3.20	6.60	2.80	66.83
朝阳玖悦府	6.69	4.95	3.77	2.60	75.95
阳新“太阳城”	43.39	44.53	18.99	18.09	98.89
瑞金“太阳城”	15.78	13.15	60.22	57.67	96.88
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
抚州赣东国际汽车城	16.40	8.60	14.00	7.00	90.00
龙江澜庭1号楼	2.20	0.13	2.80	-	-
龙湖云景项目	9.00	4.73	10.00	-	-
龙江商业区	10.00	9.90	13.00	10.20	90.00
合计	214.56	171.99	274.38	162.26	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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。

图表 15 截至 2022 年 6 月末公司主要参股房地产项目情况 (单位: %、亿元)

项目	合作公司	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	8.62	4.93
德兴学仕府	德兴市东融置业有限公司	40.00	9.46	3.04	4.15
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	6.76	0.43
阳新 7#、8#、9# 地块	阳新东投置业有限公司	45.00	13.20	0.76	12.33
江门君逸府	江门力泉嘉房地产开发有限公司	45.00	15.59	13.49	2.06
松阳香逸珑悦	浙江祥沁房地产开发有限公司	45.00	13.28	13.02	0.10
舟山明越台/明越湾	舟山明越台/明越湾	8.00	33.00	15.29	13.32
惠州君逸府	惠州力投房地产开发有限公司	22.05	9.22	2.63	6.46
合计	-	-	114.71	63.61	43.78

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

金融板块

1、委托贷款

公司委托贷款对象以房地产企业以及当地其他建设类民营企业为主, 行业集中度较高, 易受政策、市场等因素变化而存在一定逾期风险

公司委托贷款业务仍主要由子公司南水投资负责。截至 2022 年 6 月末, 公司委托贷款主要委托贷款对象详见下图表。公司委托贷款对象仍包括大量房地产企业以及当地其他建设类民营企业, 存在一定的逾期风险。

图表 16 截至 2022 年 6 月末公司主要委托贷款及资金拆借情况 (单位: 亿元、%)

借款单位	账面价值	利率	期限	是否逾期
进贤县国有资产经营投资有限公司	7.22	7.8	2018.02.02~2028.02.02	否
安义县龙安农村投资管理有限公司	4.00	7.8	2018.02.07~2028.02.06	否
江西水泉房地产开发有限公司	1.08	12	2019.01.14~2022.03.22	否
聊城市赣岳投资有限公司	0.16	12	2017.12.19~2022.12.31	已展期
江西垒旺工业投资有限公司	0.12	15	2016.02.14~2017.02.11	是
江西福泰通达物业有限公司	0.10	15	2016.02.14~2017.02.13	是
江西东方龙陶瓷艺术品投资有限公司	0.20	15	2016.12.29~2017.12.28	是
江西省南水融投项目管理有限公司	2.10	12	2019.11.26~2022.03.21	否
江西金越房地产开发有限公司	0.49	12	2019.08.21~2023.01.09	已展期
厦门联创世纪集团有限公司	1.35	8.5	2018.02.01~2023.01.31	否
江西省佳全置业有限公司	2.50	10	2020.05.02~2022.05.02	已展期
浙江祥沁房地产开发有限公司	2.41	12	2020.11.16~2022.11.15	否
宜春东投置业有限公司	1.89	12	2021.01.13~2023.01.12	否
厦门南水房地产开发有限公司	0.34	10	2020.12.15~2022.12.14	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2.78	12	2021.04.02~2022.04.01	否
江西省南水融投项目管理有限公司	1.28	12	2021.05.18~2022.05.17	否
江西省南水融投项目管理有限公司	0.95	12	2021.04.15~2022.04.14	否
江西省南水融投项目管理有限公司	0.62	12	2021.05.25~2022.05.24	否
瑞金东耀置业有限公司	0.68	12	2021.06.04~2022.06.03	否

图表 16 截至 2022 年 6 月末公司主要委托贷款及资金拆借情况 (单位: 亿元、%)

借款单位	账面价值	利率	期限	是否逾期
瑞金东耀置业有限公司	0.44	12	2021.06.04~2022.06.03	否
赣州力投房地产开发有限公司	1.00	12	2021.04.19~2023.04.18	否
兴国兴曜置业有限公司	0.48	12	2021.06.22~2022.06.21	否
江西旭南置业有限公司	1.16	12	2021.06.18~2022.06.17	否
江西省南水融投项目管理有限公司	2.12	12	2021.07.14~2022.07.13	否
新余东合南兴项目管理有限公司	4.80	9	2021.08.01~2025.08.01	否
福建安溪联创世纪投资有限公司	3.40	7	2021.11.26~2024.11.26	否
乐平市东飞置业有限公司	2.75	12	2021.11.10~2024.11.10	否
合计	46.42	-	-	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2022 年 6 月末, 公司已展期或逾期的委托贷款金额合计 3.58 亿元, 主要为民营房地产、投资等企业。其中已逾期的 3 笔贷款暂未收回, 考虑到上述借款均有担保与抵押措施, 且公司已经开展了诉讼、抵质押物申请执行等方式追偿, 东方金诚将持续关注相关款项回收情况。

2、汽车金融

公司汽车金融业务主要来源于新划入的子公司国控汽车, 不良贷款率处于较低水平, 风险相对可控

国控汽车的划入为公司新增了金融业务板块, 主要包括资金管理、资金融通、投资理财和汽车金融等, 由江铃集团负责运营。公司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, 主要系围绕江铃集团主业开展, 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 年~2021 年及 2022 年 1~6 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 104583 台。截至 2022 年 6 月末, 江铃集团逾期贷款余额为 283.38 万元, 不良贷款率为 0.01%, 风险相对可控。

企业管理

公司整合重组时间较短, 目前主要管理人员已到任, 正在推进相关公司章程及管理制度的重新制定, 以完善对子公司的内部控制及治理结构

截至 2022 年 6 月末, 公司注册资本和实收资本均为人民币 15.44 亿元, 南昌市国资委与江西行政集团分别持有公司 90.00%和 10.00%股权, 南昌市人民政府仍为公司实际控制人。

组织架构方面, 公司对组织架构进行了重新梳理, 并调整为行政部、投资发展部、企业管理部(战略部)、人力资源部、财务资产部、党群工作部(团委)、纪检监察部、安全生产部、法务风控部、工会办公室(离退办)、数字信息部、党办(董办)、招投标中心等 13 个职能部门。

治理结构方面, 本次整合重组后, 公司主要管理人员已到任, 正在修订新公司章程。管理制度方面, 由于南昌轨交和国控汽车划入公司, 公司正在推进所有管理制度的重新梳理, 以完善对子公司的内部控制及治理结构。

财务分析

财务质量

公司提供了 2022 年 1~6 月合并财务报表，未经审计。根据相关政府文件，2022 年 6 月完成变更的南昌轨交及国控汽车的划转基准日为 2021 年 12 月 31 日，受此影响公司 2022 年 1~6 月合并财务报表期初数据系追溯调整所致。同时，本报告财务部分对资产、负债及所有者权益的分析基于追溯调整后的期初数据展开。

截至 2022 年 6 月末，公司纳入合并范围的二级子公司共 14 家（详见图表 2），较 2021 年末新划入 2 家，为南昌轨交及国控汽车；此外，原二级子公司南昌市水投投资有限责任公司及南昌市新磊达实业有限公司层级调整为三级。

图表 17 截至 2022 年 6 月（末）公司及下属重要子公司主要财务数据（单位：亿元）

公司简称	总资产	净资产	营业总收入	净利润
南昌交投（合并口径）	2422.33	1017.49	338.44	6.03
南昌轨交	1065.48	511.89	3.99	-1.10
江铃集团	712.28	221.35	284.97	5.80

资料来源：公开资料，东方金诚整理

资产构成与资产质量

国控汽车和南昌轨交的划入，为公司带来了较大规模的在建项目、固定资产及货币资金，公司资产总额大幅增长，资产实力大幅提升

随着国控汽车和南昌轨交的划入，为公司带来了较大规模的在建项目、固定资产及货币资金，公司资产总额大幅增长至 2422.33 亿元，构成转为以非流动资产为主。2022 年 6 月末，公司流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款、其他流动资产和预付款项构成。

图表 18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2021 年末（调整）	2022 年 6 月末
资产总额	421.21	617.45	649.21	2455.79	2422.33
流动资产	347.96	429.56	433.39	1027.62	963.43
存货	247.62	286.37	274.21	414.44	420.68
货币资金	46.69	44.48	76.78	295.35	229.06
其他应收款	13.47	36.80	43.46	117.12	118.61
其他流动资产	9.97	12.27	8.23	85.45	68.55
预付款项	7.00	12.21	11.03	29.40	50.93
非流动资产	73.25	187.89	215.82	1428.17	1458.90
固定资产	3.14	40.69	34.43	541.13	534.33
在建工程	7.26	24.90	23.85	307.92	342.54
投资性房地产	9.61	13.27	13.84	204.88	201.38
其他非流动资产	24.82	30.34	64.09	167.76	178.94

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款不含应收利息与应收股利，东方金诚整理

2022 年 6 月末，公司存货主要由土地、合同履约成本和开发成本构成，其中公司待开发土地资产账面余额为 167.32 亿元，全部为南昌市国资委无偿注入的划拨地，均已办理土地证，土

地性质为商业或居住，且公司未缴纳土地出让金；合同履约成本为 68.95 亿元，主要为基础设施项目建设成本等；开发成本为 51.92 亿元，主要为在售的房地产项目及在建的 PPP 项目开发成本等。同期末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限规模为 14.53 亿元，主要系保证金受限。

2022 年 6 月末，公司其他应收账款受合并报表范围变化影响大幅增加。期末公司其他应收款应收对象前五名分别为应收轨道交通发展专项资金（地铁融资利息，23.79 亿元）、中油广西田东石油化工总厂（预付购货款，11.33 亿元）、腾退补偿款及电力指标款（补偿款，9.26 亿元）、南昌市国金工业投资有限公司（往来款，7.50 亿元）、东投地产集团有限公司（往来款，3.63 亿元）；同期末，公司其他流动资产主要以待抵扣税金及预缴税金、江铃集团汽车金融业务的短期贷款为主；预付款项以预付工程款为主，随着南昌轨交的划入及赣抚尾间等项目的推进而大幅增加。

2022 年 6 月末，随着合并报表范围的变化，公司非流动资产构成转变为以固定资产、在建工程、投资性房地产和其他非流动资产为主。公司固定资产主要包括完工且试运营期结束后的轨道项目以及公司拥有的房屋建筑物及机器设备；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；投资性房地产主要为公司持有的房屋、建筑物及土地使用权；其他非流动资产主要以南水投资的委托贷款、资金拆借款以及江铃集团汽车金融业务的中长期贷款为主。

2022 年 6 月末，公司受限资产合计 103.44 亿元，占当期末总资产的 4.27%，规模不大。

资本结构

南昌轨交在轨道建设和运营中获得了南昌市人民政府大规模的建设资金等支持，而国控汽车历年经营形成了较大规模的未分配利润，上述两者的划入大幅增加了公司的所有者权益，增强了公司的净资产实力

随着南昌轨交及国控汽车的划入，公司所有者权益大幅增长。其中，实收资本无变化；资本公积主要为南昌市人民政府向公司及子公司南昌轨交、国控汽车无偿划拨的土地使用权和货币资金等资产形成；未分配利润为公司经营利润累积，其中新划入的国控汽车所形成的未分配利润占比较高；其他权益工具为公司发行的永续中期票据。

图表 19 公司所有者权益情况（单位：亿元）

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2021 年末 (调整)	2022 年 6 月末
所有者权益	243.22	287.12	284.41	1024.70	1017.49
实收资本	15.44	15.44	15.44	15.44	15.44
资本公积	171.30	173.74	174.52	703.50	701.83
未分配利润	25.66	26.85	28.84	121.16	120.00
其他权益工具	20.00	8.00	5.00	9.97	5.00
少数股东权益	8.15	60.42	57.94	171.76	172.35

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

南昌轨交及国控汽车的生产经营活动中均形成了较大规模负债，上述两者的划入使得公司负债总额大幅增长，结构也趋于短期化

公司负债总额大幅增长，流动负债占比大幅增长。2022年6月末，公司流动负债主要由应付账款、其他应付款、短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

2022年6月末，公司应付账款主要为应付工程施工款；其他应付款主要由往来款及促销款等构成；短期借款主要为江铃集团等运营所需，以信用借款为主；一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款（21.25亿元）、应付债券（11.03亿元）、长期应付款（6.84亿元）和江铃集团相关借款（39.03亿元）构成。其他流动负债主要为江铃集团汽车金融业务吸收存款及短期应付债券。

图表 20 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2021年末 (调整)	2022年6月末
负债总额	177.99	330.33	364.80	1431.10	1404.84
流动负债	82.30	161.95	131.47	779.26	696.43
应付账款	12.32	28.42	21.25	239.26	215.56
其他应付款	9.46	17.00	19.05	114.29	125.78
短期借款	2.34	31.91	32.19	116.26	107.62
一年内到期的非流动负债	32.31	26.40	26.41	95.53	78.15
其他流动负债	0.00	0.10	1.66	96.52	66.84
非流动负债	95.69	168.38	233.33	651.84	708.41
长期借款	38.26	58.16	53.56	325.36	344.60
应付债券	43.10	86.65	116.65	215.93	257.00
长期应付款	1.06	7.82	42.77	62.69	60.27
其他非流动负债	12.19	12.19	12.19	13.40	13.39

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款未包含应付利息与应付股利，长期应付款未包含专项应付款，东方金诚整理

公司非流动负债大幅增长，仍主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。2022年6月末，公司长期借款以质押借款为主，利率介于4.0%至7.2%；同期末，公司债券融资规模较高，截至2022年9月末存续债券情况如附件三所示；公司长期应付款主要由应付南昌市水利综合服务中心对赣抚尾间水系整治计划的专项资本金（30.00亿元）及融资租赁款（22.48亿元）构成；公司其他非流动负债仍主要为公司取得南昌市滕王阁城市发展基金二期（有限合伙）总额为12.19亿元的融资，期限为10年，年利率为6.75%。

随着南昌轨交及国控汽车纳入合并报表，公司全部债务大幅增加，整体债务率水平有所上升，面临一定短期偿债压力

2022年6月末，随着南昌轨交及国控汽车纳入合并报表范围，公司全部债务大幅增加，短期有息债务亦随之增长，面临一定短期偿债压力。同期末，公司资产负债率水平有所上升。本次重组整合后，公司融资渠道主要包括银行借款、发行债券和少量融资租赁借款，债务资金主要用于项目建设、生产经营、补充流动资金等。从债务分布来看，2021年末公司全部债务合计865.17亿元，其中江铃汽车债务约占20%左右；南昌轨交债务约占50%左右。

图表 21 公司全部债务及债务率情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2021 年末 (调整)	2022 年 6 月末
全部债务	128.20	223.24	250.66	865.17	883.82
长期有息债务	93.55	163.03	187.77	585.11	643.12
短期有息债务	34.65	60.20	62.88	280.06	240.71
资产负债率 (%)	42.26	53.50	56.19	58.27	58.00

资料来源: 公司合并财务报表及公司提供, 未统计永续中票, 东方金诚整理

截至 2022 年 6 月末, 公司对外担保金额为 7.00 亿元, 占同期末净资产的比例为 0.69%, 被担保单位为江西省水利投资集团有限公司, 代偿风险较低。

盈利能力

2022 年上半年, 受国控汽车及南昌轨交并入影响公司营业收入及利润规模大幅增长

2022 年上半年, 受国控汽车及南昌轨交并入影响公司营业收入规模大幅增长, 但同时公司期间费用也受此影响大幅增加。综合来看, 受国控汽车整车及零部件销售等业务毛利率水平较低影响, 公司营业利润率有所下滑, 但利润总额大幅增长。

图表 22 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 H1
营业收入	35.67	47.79	102.68	338.44
营业利润率	5.32	7.91	16.47	10.50
期间费用	3.49	5.22	10.66	38.07
利润总额	2.62	3.10	9.56	7.75
其中: 财政补贴	2.13	1.29	1.00	-
投资收益	2.09	4.13	3.93	-
净利润	1.77	2.58	6.09	6.03
总资本收益率	1.04	1.23	2.07	-
净资产收益率	0.73	0.90	2.14	-

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

现金流

2022 年 1~6 月, 公司经营活动及筹资活动现金流规模均大幅增长, 但受汽车行业景气度等因素影响, 当期公司经营活动获现能力一般

2022 年 1~6 月, 公司经营活动现金流受合并范围变动影响收支规模均大幅增长, 收入结构中新增整车及零部件销售业务、轨道运营等形成的现金流入, 新增业务回款均较为及时, 主营业务回款能力仍很强; 经营活动现金流出主要是基础设施建设、商品购买款、原材料购买以及与相关单位往来款等形成的现金流出。但受芯片短缺等因素影响, 公司整车产销量同比有所减少, 且由于当期购买原材料、支付货款及往来款规模较大, 使得公司 2022 年 1~6 月经营活动现金呈现净流出状态, 公司经营活动获现能力一般。

图表 23 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年H1
经营活动现金流入	59.46	84.69	156.56	387.59
现金收入比率（%）	109.50	119.38	93.77	97.22
经营活动现金流出	75.05	92.25	144.61	416.33
经营活动产生的现金流量净额	-15.58	-7.57	11.95	-28.75
投资活动现金流入	15.29	17.99	30.09	26.56
投资活动现金流出	18.91	44.14	32.42	82.10
投资活动产生的现金流量净额	-3.62	-26.15	-2.34	-55.54
筹资活动现金流入	72.13	92.14	134.03	201.85
筹资活动现金流出	51.02	64.35	113.11	188.72
筹资活动产生的现金流量净额	21.11	27.79	20.92	13.13
现金及现金等价物净增加额	1.91	-5.95	30.54	-71.16

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司投资活动现金流入主要系公司通过购买理财产品进行短期闲置资金保值投资及收回委托贷款等投资所致；投资活动现金流出主要为轨道交通建设、委托贷款等投资支出的现金等。2022年1~6月，受轨道交通项目等的持续投入影响，公司投资活动现金流呈现大幅净流出状态。同期，公司筹资活动前现金流持续为负，公司现金来源对筹资活动依赖仍很大。2022年1~6月，公司现金及现金等价物净增加额为-71.16亿元，现金流状况一般。

偿债能力

考虑到公司承担了南昌市范围内的基础设施建设投资、轨道建设和运营，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，且备用流动性较为充足，具备很强的再融资能力，整体来看公司自身的偿债能力很强

从短期偿债能力指标看，南昌轨交及国控汽车划入后，公司流动比率、速动比率及现金比率均大幅下降，公司流动资产与货币资金对流动负债的保障程度有所下滑；公司货币资金对于短期有息债务覆盖程度仍较好。

从长期偿债能力指标来看，南昌轨交及国控汽车划入后，公司长期债务资本化比率有所下降，全部债务资本化比率较为稳定。

图表 24 公司偿债能力主要指标（单位：%）

指标	2019年	2020年	2021年	2021年（调整）	2022年H1
流动比率	422.81	265.24	329.64	131.87	138.34
速动比率	121.92	88.41	121.07	78.69	77.93
现金比率	56.73	27.47	58.40	37.90	32.89
货币资金短债比（倍）	1.35	0.74	1.22	1.05	0.95
经营现金流动负债比率	-18.94	-4.67	9.09	-	-

长期债务资本化比率	27.78	36.22	39.77	36.35	38.73
全部债务资本化比率	34.52	43.74	46.85	45.78	46.48
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.28	1.04	2.18	-	-
全部债务/EBITDA (倍)	23.81	29.25	14.26	-	-

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

2022年6月末，公司一年以内到期的债务规模为240.71亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款及发行债券）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2021年公司调整前经营性净现金流为11.95亿元、国控汽车为61.53亿元、南昌轨交为0.60亿元，但公司经营活动现金流受往来款、项目款和汽车市场景气度影响较大，未来缺乏稳定性。间接融资方面，公司备用流动性较为充足，截至2022年6月末，公司获得银行授信1663.00亿元，尚未使用额度1028.00亿元。直接融资方面，公司储备了中期票据、PPN等债券批文额度合计有47.00亿元尚未使用。

图表 25 截至 2022 年 6 月末公司债务期限结构情况 (单位: 亿元)

偿还年份	1 年以内到期	1~3 年内到期	3 年以上到期
到期债务规模	240.71	204.69	433.93

注：合计数与全部差额为利息差。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了南昌市范围内的基础设施建设投资、轨道建设和运营，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，且备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至2022年9月20日，公司本部未结清贷款中无不良类贷款信息记录；截至2022年10月10日，南昌轨交已结清及未结清贷款中无不良类贷款信息记录；截至2022年9月9日，国控汽车未结清贷款中无不良类贷款信息记录，已结清贷款中存在12笔关注类贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券或债务融资工具到期本息均已按期支付。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

疫情冲击下，2022年二季度宏观经济再现“增长缺口”，下半年GDP增速有望回归正常增长水平

3月和4月上海、吉林疫情再起，并波及全国，对宏观经济供需两端都造成严重扰动，二季度GDP同比增速为0.4%，大幅低于一季度的4.8%，创2020年初以来最低点。5月之后疫情缓和，加之“国常会33条”为代表的稳住经济大盘措施全面发力，经济转入修复过程。当前经济运行不平衡特征突出，总体上呈现“供强需弱”、“基建强消费弱”的特征，其中房地产下滑正在成为经济下行压力的主要来源。

展望未来，在疫情得到稳定控制的前景下，伴随各项稳增长政策进一步落地显效，三、四季度经济修复过程会明显加快，预计 GDP 增速将分别达到 5.0%和 5.5%左右，基本回到正常增长水平。其中，下半年基建投资有望持续加速，房地产投资将在政策放宽过程中逐步触底回升。受前期居民可支配收入增速下滑、消费心理偏谨慎等因素影响，接下来消费修复将较为温和。我们判断，下半年全球滞胀特征会愈加显现，出口增速恐将波动下行，外需对经济增长的拉动力会明显减弱，稳增长将更加倚重内需。

值得注意的是，受“猪周期”转入价格上升阶段影响，下半年 CPI 同比增速有可能升至 3.0%左右，但扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速有望保持 1.5%左右的低位。这意味着物价形势将保持整体稳定，不会对宏观政策形成较大掣肘。另外，全球经济衰退阴影下，近期包括原油、铜在内的国际大宗商品价格下跌幅度较大，下半年国内 PPI 同比增速将会延续较快下行势头，也会成为稳定整体物价水平的一个积极因素。

当前宏观政策正在全面发力，下半年财政货币政策都将在稳增长方向上保持较高连续性

上半年基建投资同比增速达到 7.1%，显著高于去年全年 0.4%的增长水平；在专项债资金大规模投放、政策性金融支持基建持续加码背景下，三季度基建投资增速有望升至两位数。这标志着当前宏观政策正在朝着稳增长方向全面发力。我们判断，下半年在全球金融环境大幅收紧、国内经济转入修复过程背景下，货币政策动用降息降准“大招”的可能性不大，但仍将延续稳增长取向，其中三季度社融、信贷和 M2 增速都将保持偏强势头，市场利率上行幅度可控，为支持楼市尽快回暖，5 年期 LPR 报价还将有所下调。

财政政策方面，2022 年新增地方政府专项债额度在 6 月底已“基本发完”，二季度退税政策进度较快，截至二季度末已完成 1.85 万亿元，而全年指标是 2.64 万亿元。由此，下半年是否会出现财政政策“空窗期”，成为当前市场关注的焦点。我们判断，视下半年消费、投资修复进度，财政政策还有较大加码空间。主要是为支持消费修复以及基建提速，下半年有可能发行 1-1.5 万亿元特别国债，或将 2023 年部分新增地方政府专项债额度提前至今年下半年发行。考虑到当前楼市遇冷对地方政府国有土地出让金收入影响很大，我们判断尽管近期政策性金融持续发力，分担了地方政府部分基建支出压力，但下半年财政政策存在出台新增量工具的可能。

区域经济和财政状况

南昌市是江西省的省会、长江中游城市群中的重要节点城市，地处我国中部，位于我国第一大淡水湖鄱阳湖西南岸，与长江三角洲、珠江三角洲、海峡西岸经济区相毗邻。截至 2021 年末，南昌市下辖 6 区 3 县，同时设有 1 个国家级新区（赣江新区）、3 个国家级开发区（南昌国家高新技术产业开发区、南昌经济技术开发区和南昌小蓝经济技术开发区），总面积 7402.36 平方公里，常住人口 643.75 万人。

南昌市交通便利、环境优美、区位优势明显。京九、浙赣、皖赣等铁路纵贯城区，4D 级昌北国际机场开通了直通北京、上海、香港、首尔等国内外各大城市 40 多条航线，水路可由鄱阳湖入长江，经上海港直达世界各地。

南昌市自然资源丰富，水能、旅游资源优势明显。南昌市水网密布，赣江、抚河、玉带河、锦江、潦河纵横境内；湖泊众多，拥有青岚湖、军山湖、金溪湖、瑶湖、白沙湖、南塘湖等数

百个大小湖泊。同时，南昌市作为国家历史文化名城，拥有滕王阁、南昌八一起义纪念馆、西山万寿宫、绳金塔、南昌汉代海昏侯国遗址公园、安义古村群、八大山人梅湖景区、梅岭国家级风景名胜等著名景点，旅游资源丰富。

近年来，南昌市经济发展速度很快，逐步构建“4+4+X”的新型产业体系，支柱产业发展迅速，经济规模在全国省会城市中居中游位置，经济实力很强

受益于便利的交通和区位优势，近年来南昌市经济发展速度很快，经济实力很强。2021年，南昌市地区生产总值在中部六省省会城市中排名第5位，在全国省会城市中居中游位置。2020年，受新冠疫情与特大洪涝灾害的双重影响，南昌市经济增速大幅下降，但随着疫情和洪涝灾害得到有效控制，2021年南昌市经济增速大幅回升至8.7%，该增速水平高于全国（8.1%），但略低于江西省（8.8%）。

近年来，南昌市规模以上工业增加值增速保持较高水平，工业经济实力很强。2019年~2021年，南昌市规模以上工业企业实现营业收入6997.07亿元、7346.91亿元和7723.86亿元，同比分别增长6.6%、5.5%和20.7%。近年来，南昌市致力于构建“4+4+X”⁴新型产业体系，2021年八大重点产业完成全年营业收入6227.32亿元，同比增长21.0%。近年来，南昌市航空装备产业、现代针纺产业、机电装备制造产业和新型材料产业发展迅速，2021年产业增加值同比分别增长113.4%、27.6%、13.6%和12.2%。同期，南昌市稳步推进工业投资，2021年工业投资同比增长18.7%，其中中国商飞江西生产试飞中心项目阶段性交付使用，江铃小蓝富山新能源汽车生产基地项目全面投产，欣旺达南昌动力电池生产基地、华勤千亿产业基地、济民新药研发生产基地、华润微电子、美晨手机生产基地、东方雨虹（江西）生产基地、同兴达精密光电摄像头模组等项目加快建设。上述项目的建设，将推动南昌市“4+4+X”新型产业体系的建设和发展。

图表 26 南昌市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

主要指标	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	5596.18	8.0	5745.51	3.6	6650.53	8.7
人均生产总值(元)	100415	-	91855	-	104788	-
三次产业结构	3.8: 47.4: 48.8		4.1: 46.6: 49.3		3.6: 48.4: 48.0	
规模以上工业增加值	-	8.5	-	4.7	-	11.4
第三产业增加值	2729.47	8.4	2833.35	3.4	3194.11	9.1
规模以上固定资产投资	-	10.2	-	8.8	-	11.4
社会消费品零售总额	2369.33	11.2	2452.74	3.0	2878.74	17.4

资料来源：南昌市 2019 年~2021 年统计公报，2020 年人均生产总值按第七次人口普查数据估算，东方金诚整理

近年来，南昌市第三产业保持快速发展，对经济增长的贡献稳步提升。2019年~2021年，南昌市第三产业增加值同比分别增长8.4%、3.4%和9.1%。南昌市旅游资源丰富，共有文化遗址600余处，人文景观18处，自然景观26处，重点文物保护单位50多处，包括滕王阁、海昏侯墓、鄱阳湖、梅岭、绳金塔等。2019年~2021年，南昌市旅游总人次分别为17936.74万、

⁴ 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、现代轻纺、新型材料、机电装备制造）及若干生产性服务业。

15122.30 万和 17795.36 万，实现旅游综合收入分别为 1869.16 亿元、1475.24 亿元和 1743.95 亿元。金融业方面，2021 年末全市金融机构本外币各项存款余额为 14757.42 亿元，同比增长 7.9%；本外币各项贷款余额为 17620.96 亿元，增长 10.1%。批发零售业方面，2021 年南昌市实现批发零售业零售额 2738.78 亿元，同比增长 18.4%；实现批发零售业增加值 516.10 亿元，同比增长 11.6%。

根据初步统计，2022 年上半年，南昌市完成地区生产总值 3409.5 亿元，同比增长 4.3%；规上工业增加值增长 6.7%；固定资产投资增长 10.7%；社会消费品零售总额增长 5.2%。

南昌市一般公共预算收入保持增长，政府性基金收入规模较大，财政实力很强

南昌市一般公共预算收入保持增长，2019 年~2021 年同口径分别增长 3.3%、1.4%和 10.0%。其中，南昌市税收收入占比较高，以增值税、企业所得税、契税和土地增值税为主，收入质量及稳定性较好。同期，南昌市政府性基金收入有所波动，规模呈先升后降；考虑到土地出让易受房地产市场波动和相关政策等因素影响，未来南昌市以土地出让收入为主的政府性基金收入存在一定的不确定性。

近年来，南昌市一般公共预算支出逐年增长，其中 2021 年刚性支出占比 42.1%；同期，政府性基金支出有所波动，主要为国有土地使用权出让收入安排的支出。2019 年以来，南昌市地方财政自给率⁵有所波动，分别为 57.19%、57.73%和 55.73%，但仍维持在较低水平，地方财政收支平衡能力一般。

截至 2021 年末，南昌市地方政府债务余额 1375.5 亿元，其中，一般债务余额 462.9 亿元，专项债务余额 912.6 亿元。

根据初步统计，2022 年上半年，南昌市完成地方一般公共预算收入 247.58 亿元，同口径下降 1.4%，其中税收收入 144.93 亿元，占一般公共预算收入的比重为 58.5%。

图表 27 南昌市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
1 地方财政收入	906.90	1109.90	895.84
一般公共预算收入	477.00	483.90	484.84
其中：税收收入	378.40	370.20	344.50
政府性基金收入	429.90	626.00	411.00
2 上级补助收入	-	-	-
列入一般公共预算的上级补助收入	-	-	-
列入政府性基金的上级补助收入	-	-	-
财政收入 (1+2)	-	-	-
1 地方财政支出	1307.50	1457.00	1400.11
一般公共预算支出	834.10	838.20	870.01
政府性基金支出	473.40	618.80	530.10
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出 (1+2)	1307.50	1457.00	1400.11

⁵ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

图表 27 南昌市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
地方债务限额	1008.20	1299.53	1567.80
地方债务余额	842.45	1132.71	1375.50
政府负债率（%）	15.05	19.71	20.68

资料来源：2019年~2020年南昌市财政决算情况及2021年南昌市预算执行情况，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对南昌市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

支持意愿

本次整合重组后，公司被南昌市政府定位为以城市交通和文旅为主业的国有资本投资运营平台，在资产注入、股权划拨、财政补贴等方面获得了股东和相关各方的有力支持

经整合后，南昌市从事基础设施建设及公用事业的市级国有企业主要有3家，除南昌交投外，还包括南昌市政、南昌市建设投资集团有限公司（以下简称“南昌建投”）。其中，南昌市政以水务、环保和现代农业为主业，定位为产业投资公司；南昌建投以城市建设开发为主业，定位为城市建设开发公司；公司以城市交通和文旅为主业，定位为国有资本投资运营公司，在资产注入、股权划拨及财政补贴等方面获得了股东及相关各方的有力支持。

资产注入方面，2008年，南昌市人民政府将位于南昌市经济开发区范围内总面积为377.79万平方米、评估值为50.80亿元土地使用权注入公司；2009年，无偿划入位于南昌市经济开发区范围内总面积为227.77万平方米、评估值为26.44亿元土地使用权；2010年，无偿划入位于南昌市经济开发区范围内总面积为122.83万平方米、评估值为16.45亿元土地使用权；2011年，无偿划入总面积为26.42万平方米、评估值为10.22亿元土地使用权。资金划拨方面，2018年，南昌市人民政府向公司无偿划入资金9.79亿元；2019年，南昌市人民政府向公司无偿划入资金0.28亿元。2021年，南昌市国资委无偿注入产权0.60亿元，南昌市财政局返还公司国有资本经营收益0.14亿元，注入资本金0.04亿元。

股权划拨方面，2019年，南昌市人民政府将南昌市林业投资发展有限公司股权划转至公司子公司，增加资本公积0.43亿元。2020年，南昌市人民政府将南昌农业控股集团有限公司股权划转至公司子公司，增加资本公积2.47亿元。2022年6月，南昌市人民政府将南昌轨交100.00%股权和国控汽车90.65%股权无偿划入公司。

财政补贴方面，2019年~2021年，公司收到南昌市财政局的财政补贴2.13亿元、1.29亿元和1.00亿元，预计随着南昌轨交的划入，公司未来获得的财政补贴将大幅增加。

考虑到公司将继续在南昌市的基础设施建设及轨道交通建设和运营领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对南昌市的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用很强。

抗风险能力及结论

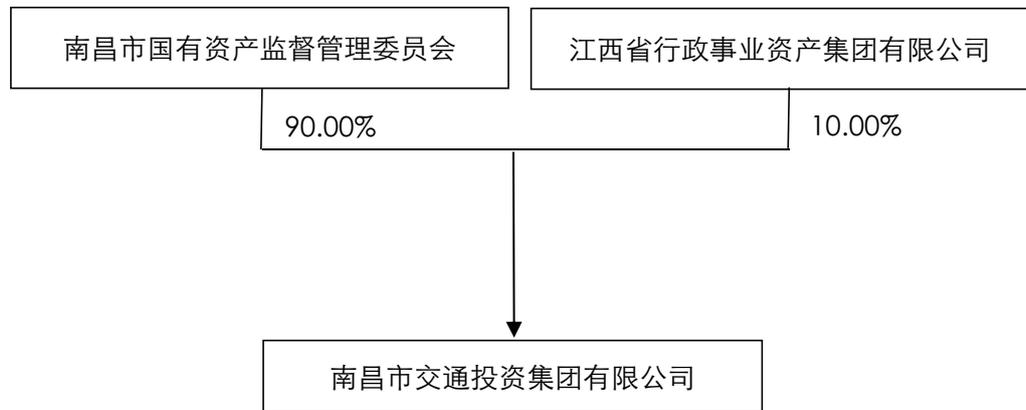
东方金诚认为，在 2022 年南昌市属国企整合重组背景下，公司被南昌市政府定位为以城市交通和文旅为主业的国有资本投资运营平台，区域专营性与职能定位进一步提升；随着南昌轨交及国控汽车等公司的划入，公司业务涉及南昌市的基础设施建设投资、轨道建设和运营，以及汽车研发、制造及销售、房地产开发等领域，多元化程度显著提升，抗风险能力进一步增强。同时，东方金诚也关注到，公司资产中变现能力较弱的存货及非流动资产占比较高，资产流动性仍较弱；随着南昌轨交及国控汽车的划入，公司对外融资需求持续提升，全部债务规模大幅增加，且面临一定短期偿债压力。

近年来，南昌市经济发展速度很快，逐步构建“4+4+X”的新型产业体系，支柱产业发展迅速，经济规模在全国省会城市中居中游位置，经济实力很强；公司在资产注入、股权划拨及财政补贴等方面持续获得了股东和相关各方的有力支持。

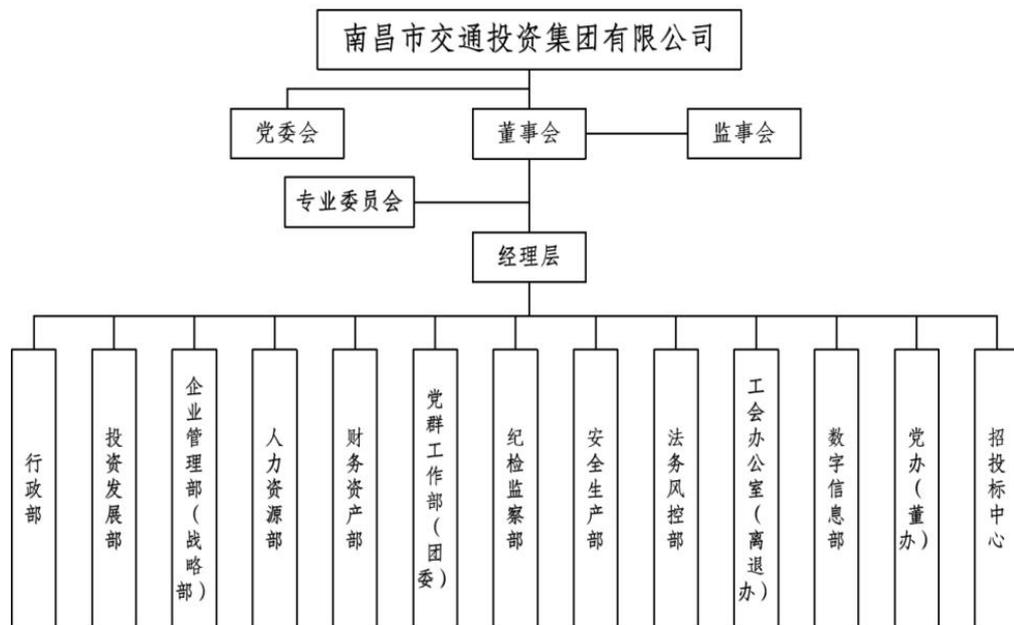
综上所述，公司自身偿债能力很强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险极低，抗风险能力极强，“20 南昌水投 MTN001”与“20 南昌水投 MTN002”到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2022 年 6 月末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2021年 (调整)	2022年6月
主要财务数据 (单位: 亿元)					
资产总额	421.21	617.45	649.21	2455.79	2422.33
固定资产	3.14	40.69	34.43	541.13	534.33
存货	247.62	286.37	274.21	414.44	420.68
在建工程	7.26	24.90	23.85	307.92	342.54
货币资金	46.69	44.48	76.78	295.35	229.06
负债总额	177.99	330.33	364.80	1431.10	1404.84
长期借款	38.26	58.16	53.56	325.36	344.60
应付账款	12.32	28.42	21.25	239.26	215.56
应付债券	43.10	86.65	116.65	215.93	257.00
全部债务	128.20	223.24	250.66	865.17	883.82
其中: 短期有息债务	34.65	60.20	62.88	280.06	240.71
所有者权益	243.22	287.12	284.41	1024.70	1017.49
营业收入	35.67	47.79	102.68	-	338.44
净利润	1.77	2.58	6.09	-	6.03
经营活动产生的现金流量净额	-15.58	-7.57	11.95	-	-28.75
投资活动产生的现金流量净额	-3.62	-26.15	-2.34	-	-55.54
筹资活动产生的现金流量净额	21.11	27.79	20.92	-	13.13
主要财务指标					
营业利润率 (%)	5.32	7.91	16.47	-	10.50
总资本收益率 (%)	1.04	1.23	2.07	-	-
净资产收益率 (%)	0.73	0.90	2.14	-	-
现金收入比率 (%)	109.50	119.38	93.77	-	97.22
资产负债率 (%)	42.26	53.50	56.19	58.27	58.00
长期债务资本化比率 (%)	27.78	36.22	39.77	36.35	38.73
全部债务资本化比率 (%)	34.52	43.74	46.85	45.78	46.48
流动比率 (%)	422.81	265.24	329.64	131.87	138.34
速动比率 (%)	121.92	88.41	121.07	78.69	77.93
现金比率 (%)	56.73	27.47	58.40	37.90	32.89
货币资金短债比 (倍)	1.35	0.74	1.22	1.05	0.95
经营现金流动负债比率 (%)	-18.94	-4.67	9.09	-	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.28	1.04	2.18	-	-
全部债务/EBITDA (倍)	23.81	29.25	14.26	-	-

附件三：截至 2022 年 9 月末公司存续债券情况（单位：%、年、亿元）

简称	发行主体	利率	起息日	发行期限	发行金额	债券余额
19 南昌水投 PPN001	南昌交投	3.90	2019-01-30	5.0	13.00	12.10
19 南昌水投 MTN001	南昌交投	4.70	2019-03-01	5.0	10.00	10.00
20 南昌水投 PPN001	南昌交投	4.00	2020-01-20	5.0	2.00	2.00
20 南昌水投 PPN002	南昌交投	3.75	2020-03-05	5.0	4.00	4.00
20 南昌水投（疫情防控债） PPN003	南昌交投	4.00	2020-03-25	5.0	1.50	1.50
20 南昌水投 MTN001	南昌交投	4.28	2020-04-07	3.0	5.00	5.00
20 南昌水投 PPN004	南昌交投	4.19	2020-06-24	5.0	5.00	5.00
20 赣南昌水投 ZR001	南昌交投	5.50	2020-06-29	3.0	5.00	5.00
20 南昌水投 MTN002	南昌交投	4.62	2020-09-10	5.0	10.00	10.00
20 赣南昌水投 ZR002	南昌交投	5.12	2020-09-25	3.0	2.65	2.65
20 南昌水投 PPN005	南昌交投	4.40	2020-11-04	5.0	8.50	8.50
20 南水 01	南昌交投	4.23	2020-11-11	5.0	4.00	4.00
20 南水 02	南昌交投	4.90	2020-11-11	5.0	11.00	11.00
21 南昌水投 PPN001	南昌交投	4.37	2021-01-06	5.0	4.00	4.00
21 赣南昌水投 ZR001 债	南昌交投	5.50	2021-03-29	3.0	1.00	1.00
21 南水 01	南昌交投	4.78	2021-01-19	5.0	11.00	11.00
21 南水 02	南昌交投	4.27	2021-01-19	5.0	4.00	4.00
21 南昌水投 MTN001	南昌交投	3.90	2021-10-20	3.0	15.00	15.00
21 南昌水投 MTN002	南昌交投	3.65	2021-11-03	3.0	5.00	5.00
22 南水债	南昌交投	3.96	2022-03-07	7.0	12.00	12.00
22 南昌水投 PPN001	南昌交投	3.78	2022-03-16	5.0	10.00	10.00
15 洪轨债 02	南昌轨交	4.30	2015-08-03	15.0	36.00	19.70
18 南昌轨交 MTN001	南昌轨交	6.10	2018-01-29	5.0	5.00	5.00
19 南昌轨交 MTN001	南昌轨交	4.28	2019-01-23	5.0	15.00	15.00
G20 洪轨 1	南昌轨交	3.89	2020-09-21	5.0	20.00	20.00
20 南昌轨交绿色债	南昌轨交	4.35	2020-11-18	10.0	20.00	20.00
21 南昌轨交 MTN001	南昌轨交	3.77	2021-09-22	5.0	10.00	10.00
22 南昌轨交 MTN001	南昌轨交	3.53	2022-02-23	5.0	5.00	5.00
22 南昌轨交 GN002	南昌轨交	2.24	2022-03-28	0.7	5.00	5.00
22 洪轨 01	南昌轨交	3.65	2022-04-01	5.0	15.00	15.00
22 南昌轨交 GN003	南昌轨交	2.00	2022-04-29	0.7	10.00	10.00
22 南昌轨交 MTN002	南昌轨交	3.18	2022-07-29	5.0	5.00	5.00
22 南昌轨交 GN004	南昌轨交	1.50	2022-08-18	0.7	5.00	5.00
20 江铃汽车 MTN001	江铃集团	4.28	2020-10-19	5.0	10.00	10.00

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。