

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0773号

南昌市建设投资集团有限公司：

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南昌城投 MTN001”和“23南昌建投 MTN008”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“20南昌城投 MTN001”和“23南昌建投 MTN008”的信用等级均为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二四年七月二十六日

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”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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。其中主体评级结果有效期自2024年7月26日至2025年7月25日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2024年7月26日

南昌市建设投资集团有限公司
主体及相关债项 2024 年度跟踪评级报告

| 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 | | | 2024/7/26 | AAA/稳定 | 孟洁 | 吴奉颖 |
| 债项信用 | | | 评级模型 | | | |
| 债项简称 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 | 一级指标 | 二级指标 | 权重 | 得分 |
| 20 南昌城投 MTN001 | AAA | AAA | 经营风险 | 区域环境 | 100.0% | 87.0 |
| 23 南昌建投 MTN008 | AAA | AAA | | 业务运营 | 100.0% | 76.0 |
| 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”。 | | | 财务风险 | 盈利与获现能力 | 45.0% | 24.0 |
| 主体概况 | | | | 债务负担 | 20.0% | 6.0 |
| 公司是南昌市重要的基础设施建设主体，主要从事南昌市市政道路、隧道、高架桥和配套设施等基础设施建设，以及南昌市高速公路建设与运营等业务。南昌市国有资产监督管理委员会为其控股股东和实际控制人。 | | | | 债务保障程度 | 35.0% | 9.0 |
| | | | 调整因素 | 无 | | |
| | | | 个体信用状况 (BCA) | a+ | | |
| | | | 评级模型结果 | AAA | | |
| | | | 外部支持调整子级 | 4 | | |
| | | | 注：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，跟踪期内，南昌市经济实力依然很强；公司业务仍具有较强的区域专营性，继续获得股东及相关各方的有力支持，实际债务水平较低。同时，东方金诚也关注到，公司仍面临较大的资本支出压力，资产流动性依然较弱，资金来源对筹资活动仍较为依赖。综合考虑，公司主体信用风险极低，偿债能力依然极强，“20 南昌城投 MTN001”和“23 南昌建投 MTN008”到期不能偿还的风险均极低。

同业对比

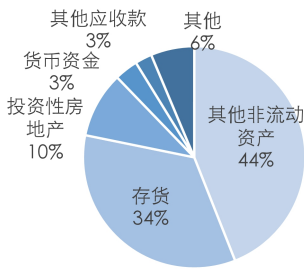
| 项目 | 南昌市建设投资集团有限公司 | 南昌市政公用集团有限公司 | 上饶投资控股集团有限公司 | 汉江国有资本投资集团有限公司 |
|---------------|---------------|--------------|--------------|----------------|
| 地区 | 南昌市 | 南昌市 | 上饶市 | 襄阳市 |
| GDP 总量 (亿元) | - | - | 3401.6 | 5842.9 |
| 人均 GDP (元) | - | - | 53020 | 111000 |
| 一般公共预算收入 (亿元) | 500.2 | 500.2 | 270.7 | 265.6 |
| 政府性基金收入 (亿元) | 270.8 | 270.8 | 244.1 | - |
| 地方政府债务余额 (亿元) | 1678.6 | 1678.6 | 1328.1 | 1199.0 |
| 资产总额 (亿元) | 1357.05 | 1620.1 | 3031.8 | 2289.3 |
| 所有者权益 (亿元) | 398.64 | 487.1 | 1232.4 | 823.3 |
| 营业收入 (亿元) | 35.90 | 612.4 | 134.1 | 129.4 |
| 净利润 (亿元) | 2.42 | 14.1 | 12.3 | 31.0 |
| 资产负债率 (%) | 70.62 | 70.0 | 59.4 | 64.0 |

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 2023 年

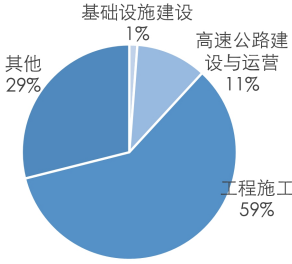
注 2：经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2023年)



公司营业收入构成 (2023年)

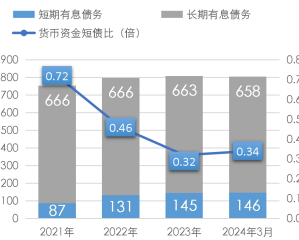


公司财务指标 (单位: 亿元、%)

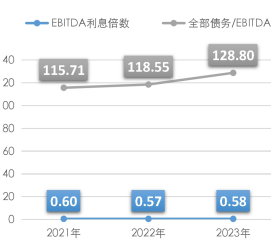
| | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年3月 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 资产总额 | 1320.85 | 1388.83 | 1357.05 | 1373.99 |
| 所有者权益 | 403.74 | 410.21 | 398.64 | 410.23 |
| 营业收入 | 16.18 | 37.54 | 35.90 | 6.68 |
| 净利润 | 3.23 | 2.55 | 2.42 | 0.12 |
| 全部债务 | 753.32 | 797.49 | 808.26 | 804.04 |
| 资产负债率 | 69.43 | 70.46 | 70.62 | 70.14 |
| 全部债务资本化比率 | 65.11 | 66.03 | 66.97 | 66.22 |

注: 公司全部债务中包含转贷的棚户区改造贷款。

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、%)

| | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|------------|---------|---------|--------|
| 地区 | 南昌市 | | |
| GDP 总量 | 6650.53 | 7203.50 | - |
| 人均 GDP (元) | 104788 | 111031 | - |
| 一般公共预算收入 | 484.80 | 457.70 | 500.20 |
| 政府性基金收入 | 411.00 | 290.10 | 270.80 |
| 财政自给率 | 55.72 | 48.75 | 54.04 |

优势

- 跟踪期内, 南昌市经济保持增长, 逐步构建“4+4+N”的新型产业体系, 经济实力依然很强;
- 公司继续从事南昌市范围内的基础设施建设、高速公路建设与运营等业务, 区域专营性仍较强且业务多元化程度较高;
- 公司作为南昌市重要的基础设施建设主体, 在资产注入、财政补贴等方面继续获得了实际控制人和相关各方的有力支持;
- 作为南昌市唯一的棚户区改造贷款转贷主体, 公司相关贷款偿付纳入南昌市财政预算, 实际债务水平较低。

关注

- 公司在建及拟建项目后续投资规模很大, 仍面临较大的资本支出压力;
- 公司资产结构以非流动资产为主, 且流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高, 资产流动性依然较弱;
- 跟踪期内, 公司筹资前现金流仍持续净流出, 资金来源对筹资活动仍较为依赖。

评级展望

预计南昌市经济将保持增长, 公司基础设施建设等业务区域专营性较强, 能够得到实际控制人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 (RTFU002202404)》

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 |
|--------|----------------------|-----------|------------|---------------------------------------|------|
| AAA/稳定 | AAA (23 南昌建投 MTN008) | 2024/1/22 | 孟洁 吴奉颖 | 《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》 | - |
| AAA/稳定 | AAA (18 南昌城投 MTN001) | 2019/6/6 | 刘贵鹏 孟洁 卢宝泽 | 《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015年)》 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | AA+ (18 南昌城投 MTN001) | 2018/8/24 | 刘贵鹏 谭笑 | 《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015年)》 | 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/主体信用等级/评级展望 |
|--------------|-----------|----------|-----------------------|------|-----------------|
| 20南昌城投MTN001 | 2023/7/25 | 5.00 亿元 | 2020/2/21~2025/2/21 | - | - |
| 23南昌建投MTN008 | 2024/1/22 | 10.00 亿元 | 2023/12/13~2025/12/13 | - | - |

注：20 南昌城投 MTN001 附交叉违约、事先约束条款；23 南昌建投 MTN008 附时点赎回条款、有条件赎回条款、延期条款、调整票面利率条款、续期选择权、持有人救济条款

跟踪评级说明

根据监管相关要求及南昌市建设投资集团有限公司（以下简称“南昌建投”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

公司是经江西省人民政府批准，由南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）出资于2002年8月成立的国有独资企业。2022年6月，公司由南昌城市建设投资发展有限公司更为现名。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股东和实际控制人均未发生变化。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为18.85亿元，按注册资本计算，南昌市国资委、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”）和国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）分别持有公司82.18%、9.13%和8.69%的股权；南昌市国资委仍为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司作为南昌市重要的基础设施建设主体，继续从事南昌市市政道路、隧道、高架桥和配套设施等基础设施建设业务，以及南昌市高速公路建设与运营，同时开展工程施工、混凝土生产与销售、管片生产和销售等其他业务。

截至2023年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共14家，较2022年末未发生变化。

图表1 截至2023年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

| 子公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 取得方式 |
|-----------------------|----------|--------|------|
| 南昌城投置业有限公司 | 2000.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌新兴物业管理有限公司 | 300.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌市建设投资集团基础设施项目管理有限公司 | 800.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌高速公路有限责任公司 | 35000.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌城投资产管理有限公司 | 5000.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌城投纵达工程项目管理有限公司 | 6000.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌市建设投资集团房建项目管理有限公司 | 24800.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌市金城国有资产运营有限责任公司 | 500.00 | 100.00 | 其他 |
| 南昌市建设投资集团房地产开发有限公司 | 7600.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌城投运营管理有限公司 | 900.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌城投供应链金融管理有限公司 | 20000.00 | 100.00 | 投资设立 |
| 南昌象湖梅湖风景区投资开发有限公司 | 10000.00 | 60.00 | 投资设立 |
| 南昌三建建设集团有限公司 | 30000.00 | 100.00 | 无偿划转 |
| 南昌市城市规划设计研究总院集团有限公司 | 632.00 | 100.00 | 无偿划转 |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

债项本息兑付及募集资金使用情况

截至2024年6月末，公司发行的“20南昌城投MTN001”到期利息已按期偿付，暂未到本金兑付日；“23南昌建投MTN008”暂未到本息兑付日。同期末，上述中期票据募集资金均已使用完毕。

个体信用状况

行业分析

城投行业政策重心转向系统性化债新阶段，城投债融资逐步趋严，发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资将更多向强区域、强主体倾斜

2023年以来，城投行业政策在坚守严禁新增隐性债务的底线不变前提下，重心逐步转向以“一揽子化债”为主的系统性化解债务新阶段。国家及地方层面为有序降低高负债地区风险水平，采取了包括发行特殊再融资券、债务展期重组及专项债券管理强化等措施。2023年城投债全年发行有所回升、净融资小幅增长，但四季度以来受特殊再融资债券置换及新增融资审批趋严等影响净融资明显收缩，且发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资更多向强区域、强主体倾斜。

2024年预计“一揽子化债”与监管政策收紧仍是主基调，城投债市场将仍以稳控为主线，融资端表现可能趋于收紧，发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投行业信用风险总体可控但分化加剧，市场化转型成必然趋势，应深耕区域特色，谋求稳健发展

2024年，随着“一揽子化债”措施继续落地，地方债务风险逐步缓释，城投行业信用风险总体可控，预计城投公司公募债违约的概率依然很低。但隐性债务控制与化解压力、土地市场疲软、融资难度增加以及到期债务高峰等因素，共同推高了部分城投公司的信用风险，尤其是尾部企业面临更大的偿债挑战。

当前环境下，市场化转型已成为城投公司的必由之路，以适应监管政策变迁、市场调整及经济增长方式的转变。一方面，“一揽子化债”政策的推行有效地缓解了地方债务危机，城投公司得以暂时解决流动性紧张的问题，进而腾出资源和精力专注于自身的战略转型。另一方面，在融资政策的持续收紧以及宏观经济向高质量发展阶段转变的背景下，城投公司面临的不仅是化解债务的紧迫任务，更是发展模式的根本转型。与此同时，城投公司转型应依托城市、赋能城市，充分考虑所在区域的发展阶段和产业特点，避免非理性扩张带来的经营风险。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入规模同比小幅下降，毛利润及综合毛利率均有所增长

跟踪期内，公司作为南昌市重要的基础设施建设主体，继续从事南昌市的基础设施建设、高速公路建设与运营、工程施工、混凝土生产和销售、管片生产和销售等业务。

2023年，公司营业收入同比小幅下降。从收入构成来看，2023年基础设施建设收入有所增长；同期，高速公路建设与运营收入略有增长；工程施工收入略有下降；公司其他业务主要包括规划勘察设计、房地产开发、混凝土生产和销售、管片生产和销售和棚户区改造贷款转贷融资收入、加油站收入和管线改迁收入等，2023年小幅下降主要系混凝土生产和销售业务整体调整业务方向当期仅发生一笔业务所致。

2023年，公司毛利润有所增长，主要系公司工程施工及高速公路建设与运营业务利润回升

所致；受工程施工及高速公路建设与运营业务毛利率增长影响，公司综合毛利率水平有所增长。

图表 2 公司营业收入、毛利润及综合毛利率构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2021年 | | 2022年 | | 2023年 | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 数值 | 占比 | 数值 | 占比 | 数值 | 占比 |
| 基础设施建设 | 0.74 | 4.60 | 0.37 | 0.99 | 0.43 | 1.21 |
| 高速公路建设与运营 | 3.71 | 22.93 | 3.57 | 9.50 | 3.82 | 10.65 |
| 工程施工 | 4.99 | 30.82 | 22.55 | 60.08 | 21.26 | 59.22 |
| 其他业务 | 6.74 | 41.65 | 11.04 | 29.42 | 10.38 | 28.92 |
| 合计 | 16.18 | 100.00 | 37.54 | 100.00 | 35.90 | 100.00 |
| 项目 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 |
| | | | | | | |
| 基础设施建设 | 0.74 | 100.00 | 0.37 | 100.00 | 0.43 | 100.00 |
| 高速公路建设与运营 | 2.23 | 60.18 | 1.92 | 53.88 | 2.28 | 59.69 |
| 工程施工 | 0.72 | 14.40 | 0.95 | 4.23 | 1.36 | 6.41 |
| 其他业务 | 3.13 | 46.51 | 4.90 | 44.33 | 4.38 | 42.20 |
| 合计 | 6.83 | 42.21 | 8.14 | 21.70 | 8.46 | 23.56 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024年1~3月，公司实现营业收入6.68亿元，实现毛利润1.36亿元，毛利率为20.43%。

基础设施建设

公司继续从事南昌市市政道路、隧道、高架桥和配套设施等基础设施项目建设，业务仍具有较强的区域专营性；公司在建及拟建基础设施项目后续投资规模很大，仍面临较大的资本支出压力

受南昌市政府委托，公司继续从事南昌市市政道路、隧道、高架桥和配套设施等基础设施项目建设，区域专营性较强。该业务仍由直接控股子公司南昌市建设投资集团基础设施项目管理有限公司（以下简称“城投基础”）负责。

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化，仍以委托代建和自建自营为主，具体负责基础设施项目的融资、建设以及相关管理工作。其中，公司采用自建模式的在建项目为南昌市城市地下综合管廊建设工程，建成后由公司自行经营，可通过收费等方式获取一定收益。

近年来，公司已完工的基础设施建设项目主要有青山湖南大道二期、昌东大道二期工程、艾溪湖大桥工程、象湖隧道工程和九洲高架快速路工程等。2023年，公司形成基础设施建设收入0.43亿元，毛利率仍为100.00%。

截至2024年3月末，公司采用委托代建模式的在建项目主要包括南昌市绕城高速公路西二环（厚田至乐化段）工程及北二环二期（公铁大桥合建段立交互通工程）等，计划总投资285.23亿元，累计已投资172.08亿元。公司在建项目后续资金来源主要为政府拨付、自有资金和抵押贷款等。

图表 3 截至 2024 年 3 月末公司主要在建的基础设施项目情况 (单位: 亿元)

| 项目 | 计划总投资 | 累计已投资 |
|--------------------------------|---------------|---------------|
| 南昌市绕城高速公路西二环(厚田至乐化段)工程 | 118.50 | 85.57 |
| 抚州大街西延工程(复兴大道) | 12.76 | 9.73 |
| 南昌市洪腾高架工程(九洲高架东延工程) | 62.8 | 47.99 |
| 广州路下穿京九铁路隧道工程 | 14.25 | 0.68 |
| 南昌东站至南昌东环高速公路新建工程 | 9.39 | 3.51 |
| 北二环一期工程(隆兴大桥南及连接线工程) | 12.21 | 1.69 |
| 北二环二期(公铁大桥合建段立交互通工程) | 14.82 | 0.64 |
| 北二环下庄湖桥(秀先路至金山互通段)建设项目 | 6.28 | 2.01 |
| 上海路南延工程 | 3.77 | 3.35 |
| 新建京港高速铁路九江至南昌段南昌扬子洲赣江公铁合建段大桥工程 | 30.45 | 16.91 |
| 合计 | 285.23 | 172.08 |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末, 公司拟建项目包括南昌北二绕城高速公路建设项目、南昌市高新大道快速化工程和南昌南绕城东延塔城至进贤高速公路新建工程等, 计划总投资 307.01 亿元。

图表 4 截至 2024 年 3 月末公司拟建的基础设施项目情况 (单位: 亿元)

| 项目 | 计划总投资 |
|--------------------------|---------------|
| 省军区南昌第一干休所莲塘服务站老干部住房还建项目 | 1.32 |
| 南昌北二绕城高速公路建设项目 | 107.00 |
| 南昌南绕城东延塔城至进贤高速公路新建工程 | 64.70 |
| 汇贤大道西延项目 | 5.60 |
| 南昌市高新大道快速化工程 | 70.00 |
| 高新大道强电迁改工程 | 6.99 |
| 南昌市机场高速新建工程 | 30.00 |
| 南昌市北二环三期工程 | 21.40 |
| 合计 | 307.01 |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

综合来看, 公司在南昌市基础设施建设领域具有重要地位, 未来仍将继续承担南昌市快速路网等重要基础设施建设项目。但公司在建及拟建基础设施建设项目后续投资规模很大, 仍面临较大的资本支出压力。

高速公路建设与运营

公司继续从事南昌市部分高速公路的建设、运营与维护, 业务仍具有较强的区域专营性

公司负责南昌市部分高速公路的建设、车辆通行管理和道路维护工作, 区域专营性较强。该业务具体由子公司南昌高速公路有限责任公司承接。

公司高速公路建设资金来源主要包括自有资金、外部融资和财政补贴。项目竣工决算后, 经交通部门批准, 公司继续负责后续的车辆通行管理和道路维护, 并获得高速公路通行费收费权。按照南昌市财政管理要求, 公司收取的车辆通行费纳入南昌市财政专户, 由南昌市财政局根据公里数向公司返还一定比例, 公司据此确认车辆通行收入。高速公路成本主要由人员费用、公路养护与维修费用、水电费、固定资产折旧及其他支出构成。

截至 2023 年末，公司车辆通行费收入仍主要来自南外环和西外环高速。跟踪期内，公司形成车辆通行费收入 3.82 亿元，毛利率 59.69%，车辆通行费收入及毛利率同比均略有上升。

图表 5 公司高速公路建设与运营业务收入确认情况（单位：万辆、万元）

| 路段 | 2021 年 | | 2022 年 | | 2023 年 | |
|-----|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| | 车流量 | 通行费 | 车流量 | 通行费 | 车流量 | 通行费 |
| 西外环 | 651.47 | 32685 | 480.74 | 30799 | 701.8 | 30243 |
| 南外环 | 584.65 | 4417 | 456.25 | 4617 | 996.4 | 7989 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

工程施工

跟踪期内，公司工程施工收入略有下降，毛利润及毛利率均有所增长，仍为公司营业收入的重要来源

公司工程施工业务仍主要由子公司南昌城建集团有限公司（全文简称“城建集团”）和南昌三建负责。城建集团拥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、建筑装修装饰工程专业承包二级、钢结构工程专业承包三级、土石方工程专业承包三级和建筑智能化工程专业承包三级共 7 项行业专业资质。南昌三建具有建筑工程、市政公用工程施工总承包一级资质，公路工程施工总承包二级资质，钢结构工程、消防设施工程、建筑装修装饰工程、建筑机电安装工程、古建筑工程专业承包一级资质并具有对外独立承包工程资质。公司技术力量很强，项目施工经验丰富。

公司主要通过公开招投标等市场化竞争方式获取南昌市多项市政工程项目，一般采取工程总承包方式，业主单位定期根据合同约定金额和进度支付公司项目工程款。跟踪期内，工程施工收入依然是公司营业收入的重要来源。2023 年，公司实现工程施工收入 21.26 亿元，毛利润与毛利率均有所增长。截至 2023 年末，公司房屋建筑工程施工业务主要在手合同 20 个，合同金额 42.28 亿元，其中 15 个位于江西省内，5 个位于江西省外。截至 2024 年 3 月末，公司在建工程施工项目总投资 27.85 亿元，已累计投资 2.00 亿元，暂无拟建的工程施工项目。

图表 6 截至 2024 年 3 月末公司主要在建的工程施工项目情况（单位：亿元）

| 项目 | 计划总投资 | 累计已投资 |
|-----------------------|-------|-------|
| 北二环项目二期及三期 | 21.10 | 0.10 |
| 南昌出入境边防检查站办公和业务技术综合大楼 | 0.75 | 0.58 |
| 桐城六尺巷项目 | 6.00 | 1.32 |
| 合计 | 27.85 | 2.00 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

棚户区改造贷款转贷

公司作为南昌市唯一的棚户区改造贷款转贷主体，相关贷款偿付纳入南昌市财政预算，对公司不形成实质的债务负担

自 2014 年起，随着南昌市棚户区改造工程的推进，公司开始承接国家开发银行棚户区改造贷款转贷职能，资金来源主要包括财政资金、国家开发银行棚户区改造专项贷款等。

公司作为棚户区改造贷款承接主体，与国家开发银行签订质押贷款合同，贷款期限一般为25年。公司取得贷款后转给南昌市土地储备中心（以下简称“南昌土储中心”），由南昌土储中心具体负责资金分配及使用。南昌市重点工程领导小组办公室以政府采购的形式向公司支付还本付息所需的偿债资金，偿债资金全部纳入南昌市财政预算。公司按贷款金额收取1.00%的融资服务费，计入其他收入。

根据国家棚改政策变化，公司该项业务应贷款总额将不再增长。截至2023年末，公司棚户区改造项目资金为560.25亿元，计入其他非流动资产。

东方金诚认为，尽管公司因承接棚户区改造贷款而导致债务规模大幅增加，但其还本付息所需的偿债资金主要来自于纳入各级政府财政预算的政府采购资金，债务到期不能偿还风险极低，对公司也不形成实质的债务负担。

其他业务

1. 规划勘察设计

2023年，公司规划勘察设计业务收入有所增长，仍为公司营业收入的主要来源之一，毛利率较高

公司规划勘察设计业务由直接控股子公司南昌城规院负责，主要包括规划设计、测绘、咨询图审等，业务区域以南昌市为主、覆盖周边县市。2023年，公司实现规划勘察设计收入4.68亿元，仍为公司营业收入的主要来源之一；毛利率40.19%，仍处于较高水平。

2. 混凝土生产和销售

公司生产的混凝土主要用于南昌市楼房、地铁和市政工程等，跟踪期内该业务产品销量大幅下降，且由于该业务盈利能力较弱，公司未来或将不再从事该业务

公司混凝土生产和销售业务仍由子公司南昌城建混凝土有限公司（以下简称“城建混凝土”）负责。城建混凝土成立于2011年4月，为城建集团的下属子公司，近三年销售市场全部集中于南昌市。

混凝土生产的原材料主要有水泥、砂石等，由公司从距离生产地较近的水泥、砂石生产企业采购，结算方式主要为现金。公司生产的混凝土主要用于南昌市建筑楼房、地铁施工和市政工程等。2023年，公司前四大供应商分别为江西省恒瑞交通科技有限公司、庐山市旺新石材有限公司、江西省曙光新型建材有限公司和湖南格林朗科技有限公司。由于公司混凝土业务整体调整业务方向并升级产线，导致2023年混凝土板块整体收入同比大幅下降，仅发生一笔业务，产能利用率大幅下降；且由于该业务盈利能力较弱，公司未来或将不再从事该业务。

3. 管片生产和销售

公司生产的管片主要用于南昌市地铁管网建设，随着南昌市在建地铁项目的实施，未来收入具有一定的可持续性

公司管片生产和销售业务主要由间接控股子公司南昌城建构件有限公司（以下简称“城建构件”）负责。城建构件成立于2009年11月，注册资本3200.00万元，为子公司城建集团的

下属子公司。

公司生产的管片主要用于南昌市地铁管网建设。公司与南昌轨道交通有限公司（以下简称“南昌轨交”）签订生产供应合同，独家向南昌轨交供应管片。2023年，公司实现管片业务收入0.64亿元，同比略有下降。随着南昌市在建地铁项目的实施，公司将继续获得南昌轨交管片订单，该业务收入具有一定的可持续性。

企业管理

截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为18.85亿元，较2022年末未发生变化；南昌市国资委、江西行政集团和国开基金分别持有公司82.18%、9.13%和8.69%的股权；南昌市国资委仍为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司本部组织架构变更为13个职能部门，分别为合约部（采购阳光平台）、信息管理部、工程管理部、纪检监察室（派驻纪检监察组）、财务部、投资发展部、党群工作部（工会、团委）、综合部（人民武装部、城投协会）、企业管理部（董事会办公室）、审计部、人力资源部、安全管理部和资产管理部；公司治理结构未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2023年合并财务报表与2024年一季度合并财务报表。深圳久安会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年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。公司2024年一季度合并财务报表未经审计。跟踪期内，公司审计机构由大华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为深圳久安会计师事务所（特殊普通合伙）。

截至2023年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共14家（详见图表1），较2022年末未发生变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长，以非流动资产为主，且流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大，资产流动性依然较弱

跟踪期内，公司资产总额有所下降，仍以非流动资产为主。2023年末，公司与南昌市土储中心签订棚户区改造购买服务协议形成的资产为560.25亿元，计入其他非流动资产科目。鉴于该资产主要为偿还棚户区改造贷款，将其剔除后公司资产规模为796.80亿元，较2022年末（781.28亿元）有所增长。

图表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年末 | 2022年末 | 2023年末 | 2024年3月末 |
|-------|---------|---------|---------|----------|
| 资产总额 | 1320.85 | 1388.83 | 1357.05 | 1373.99 |
| 流动资产 | 554.47 | 581.44 | 594.19 | 611.48 |
| 其中：存货 | 459.04 | 440.23 | 463.99 | 480.33 |
| 货币资金 | 63.09 | 60.84 | 46.46 | 50.08 |
| 其他应收款 | 21.18 | 26.59 | 33.39 | 27.93 |
| 合同资产 | - | 17.81 | 16.29 | 15.25 |

| | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 预付款项 | 1.76 | 18.83 | 12.51 | 14.10 |
| 非流动资产 | 766.38 | 807.39 | 762.85 | 762.51 |
| 其中：其他非流动资产 | 621.26 | 647.42 | 597.22 | 597.24 |
| 投资性房地产 | 119.32 | 130.00 | 130.19 | 130.07 |

资料来源：公司合并财务报表，2021~2023年末其他应收款不包含应收利息与应收股利、2024年3月末包含，东方金诚整理

跟踪期内，公司流动资产规模有所增长，主要由存货、货币资金、其他应收款和合同资产构成。公司存货主要为土地使用权与未结转的基础设施建设成本、在建基础设施和工程施工项目成本等，跟踪期内有所增长。2023年末，公司货币资金大幅下降，其中使用权受限的货币资金1.84亿元。公司其他应收款有所波动，2023年末主要为应收南昌市财政局（13.82亿元，占比40.84%）、南昌市土地储备中心（5.74，占比16.96%）、南昌市机关事务管理局（2.37亿元，占比7.00%）及施工单位的往来款。公司合同资产略有下降，2023年末主要包括已完工未结算施工项目16.31亿元和勘察规划设计项目0.03亿元；同期末，预付款项有所下降，主要系工程项目收到发票结转成本所致，2023年末主要为昌九城际铁路股份有限公司（8.00亿元）。

跟踪期内，公司非流动资产规模有所下降，仍主要由其他非流动资产和投资性房地产构成。公司其他非流动资产主要为公司与南昌重点建设项目办签订的棚户区改造项目政府购买服务协议形成的资产。2023年末，公司其他非流动资产中的棚户区改造项目资金为560.25亿元，应收南昌经城综合建设开发有限公司的工程款为30.43亿元。公司投资性房地产主要为南昌市政府向公司注入的房产以及用于出租的房屋建筑物，跟踪期内规模略有增长，其中未办妥产权证书的为城建广场商业楼及出租办公楼1.14亿元，其权证正在办理中。

受限资产方面，2023年末公司受限资产合计7.47亿元，占资产总额的比例为0.55%。

资本结构

受所发行永续债到期影响，跟踪期内公司所有者权益有所下降；公司负债总额和全部债务继续增长，但剔除棚户区改造贷款后，公司实际债务压力较小

跟踪期内，受所发行永续债到期影响，公司所有者权益有所下降。跟踪期内，公司实收资本未发生变化；资本公积主要为南昌市政府向公司无偿划拨的土地使用权、两房房产以及货币资金等，跟踪期内增长主要系公司收到间接子公司南昌市房地产交易市场有限公司、南昌市土地测绘工程有限公司和南昌市公路勘察设计院有限公司股权，子公司南昌三建根据章程规定获得长沙洪城企业管理合伙企业（有限合伙）60%表决权进而将其纳入合并范围，以及南昌市财政局返还国有资本经营收益所致；未分配利润主要为历年经营的净利润累积。

图表 8 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年末 | 2024 年 3 月末 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 所有者权益 | 403.74 | 410.21 | 398.64 | 410.23 |
| 实收资本 | 18.85 | 18.85 | 18.85 | 18.85 |
| 其他权益工具 | 71.00 | 63.00 | 39.00 | 50.50 |
| 资本公积 | 282.30 | 283.13 | 287.17 | 287.17 |
| 未分配利润 | 27.79 | 35.95 | 38.86 | 38.94 |

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司其他权益工具主要由永续中票构成，跟踪期内受多只永续债券到期及新发行“24 南昌

建投 MTN001”影响，其他权益工具有所波动，详情见下表。

图表 9 截至 2024 年 3 月末公司存续永续中票情况（单位：%、亿元）

| 债券简称 | 票面利率（当期） | 起息日 | 发行期限 | 发行金额 | 募集资金用途 |
|----------------|----------|------------|------|--------------|--------|
| 21 南昌城投 MTN003 | 3.70 | 2021-05-10 | 2+N | 3.00 | 偿还有息债务 |
| 21 南昌城投 MTN004 | 3.57 | 2021-05-28 | 2+N | 7.00 | 偿还有息债务 |
| 21 南昌城投 MTN005 | 3.42 | 2021-07-29 | 2+N | 10.00 | 偿还有息债务 |
| 21 南昌城投 MTN006 | 3.57 | 2021-09-17 | 2+N | 10.00 | 偿还有息债务 |
| 21 南昌城投 MTN007 | 3.29 | 2021-12-04 | 2+N | 11.00 | 偿还有息债务 |
| 22 南昌城投 MTN001 | 3.23 | 2022-04-08 | 2+N | 12.00 | 偿还有息债务 |
| 23 南昌建投 MTN001 | 4.25 | 2023-01-11 | 2+N | 11.00 | 偿还有息债务 |
| 23 南昌建投 MTN003 | 3.67 | 2023-02-28 | 2+N | 6.00 | 偿还有息债务 |
| 23 南昌建投 MTN008 | 3.30 | 2023-12-13 | 2+N | 10.00 | 偿还有息债务 |
| 24 南昌建投 MTN001 | 2.70 | 2024-03-12 | 2+N | 11.50 | 偿还有息债务 |
| 合计 | - | - | - | 91.50 | - |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额有所波动，债务结构上仍以非流动负债为主。公司流动负债有所波动，2023 年末主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、其他应付款和应付账款构成。公司一年内到期的非流动负债有所增长，2023 年末一年内到期的长期借款 15.85 亿元，一年内到期的应付债券 55.54 亿元。公司短期借款有所增加，2023 年末主要由保证借款 66.36 亿元及信用借款 4.37 亿元构成。公司其他应付款主要为应付相关单位往来款和保证金，2023 年末有所增长。跟踪期内，公司应付账款持续下降，主要系公司结算部分工程款所致。

图表 10 公司负债主要构成及全部债务情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年末 | 2024 年 3 月末 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 负债总额 | 917.11 | 978.62 | 958.41 | 963.75 |
| 流动负债 | 152.87 | 206.73 | 216.83 | 215.69 |
| 其中：一年内到期的非流动负债 | 45.92 | 64.37 | 73.96 | 73.92 |
| 短期借款 | 37.81 | 67.16 | 70.89 | 71.92 |
| 其他应付款 | 34.20 | 31.04 | 36.98 | 36.73 |
| 应付账款 | 27.05 | 37.90 | 29.19 | 27.61 |
| 非流动负债 | 764.24 | 771.90 | 741.58 | 748.06 |
| 其中：长期借款 | 607.14 | 619.89 | 607.65 | 607.24 |
| 长期应付款 | 95.17 | 99.64 | 78.34 | 86.45 |
| 应付债券 | 58.88 | 46.30 | 50.97 | 50.97 |
| 全部债务 | 753.32 | 797.49 | 808.26 | 804.04 |
| 其中：短期有息债务 | 87.30 | 131.30 | 144.82 | 145.84 |
| 长期有息债务 | 666.02 | 666.19 | 663.45 | 658.20 |
| 资产负债率 | 69.43 | 70.46 | 70.62 | 70.14 |

注：表内全部债务不包括永续债

资料来源：公司合并财务报表，2021~2023 年末其他应付款不含应付利息与应付股利、长期应付款不含专项应付款，2024 年 3 月末包含，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动负债有所波动，主要由长期借款、长期应付款和应付债券构成。2023 年末，公司长期借款（包含一年内到期部分）中质押贷款合计 587.09 亿元，质押物主要为公司

与南昌市重点建设项目办签订的《政府购买服务协议》项下的全部收益权、南昌市棚户区改造一期及二期工程项目所有权及收益权等；抵押借款 8.47 亿元；保证借款 17.30 亿元。2023 年末，公司长期应付款主要为预收政府筹措的各类项目资金，规模有所下降，主要系公司支付了部分工程款所致。公司应付债券主要为公司发行的各类债券，包括专项债、企业债、中期票据等品种。

跟踪期内，公司全部债务规模有所波动，仍以长期有息债务为主。其中，公司短期有息债务规模有所增长，2023 年末占全部债务的比重为 17.92%，短期有息债务由短期借款 70.89 亿元、一年内到期的非流动负债 73.94 亿元构成。截至 2024 年 3 月末，公司其他权益工具中的永续债为 50.50 亿元；如若包含永续债，同期末公司全部债务规模为 854.54 亿元。跟踪期内，公司资产负债率略有波动，仍处于较高水平。

尽管公司名义上的债务负担很重，但是考虑到公司棚户区改造贷款的偿债资金来源为南昌重点项目办纳入南昌市财政预算的政府购买服务资金，偿债资金来源具有很强的稳定性和可靠性。截至 2023 年末，公司全部债务中由国开行通过公司转贷市土储中心使用的贷款余额为 560.25 亿元，剔除棚户区改造贷款形成的负债，实际由公司承担偿债责任的全部债务规模为 248.01 亿元，实际债务压力较小。

截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 10.72 亿元，占净资产比率为 2.61%，被担保对象为南昌市政公用集团有限公司（以下简称“南昌市政”）和南昌市第一建筑工程有限责任公司、南昌市建筑工程集团有限公司和江西赣铁建工集团有限公司，均为国有企业，对外担保风险可控。

盈利能力及获现能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，净资产收益率等盈利指标仍处于较低水平，盈利能力依然较弱；公司筹资前现金流仍持续净流出，资金来源对筹资活动仍较为依赖

2023 年，公司营业收入有所下降，但营业利润率略有增长。同期，公司期间费用同比有所增长，主要为管理费用与财务费用，占营业收入的比重有所增长。同期，公司利润总额及净利润均略有下降，其中公司财政补贴占利润总额的比重依然很小。从盈利能力指标看，公司总资产收益率及净资产收益率仍保持在较低水平，盈利能力仍较弱。

跟踪期内，公司经营性现金流仍持续净流出，经营活动现金流易受波动较大的往来款影响，未来缺乏稳定性；公司投资活动净流入规模有所增长；公司筹资活动现金流由净流出转为净流入。公司筹资前现金流仍持续净流出，预计随着在建项目的持续投入，资金来源对筹资活动仍较为依赖。公司现金收入比率有所下降，主营业务获现能力有所降低。

图表 11 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年1~3月 |
|--------------|--------|--------|--------|-----------|
| 营业收入 | 16.18 | 37.54 | 35.90 | 6.68 |
| 营业利润率 | 40.44 | 20.79 | 22.09 | - |
| 期间费用 | 2.90 | 3.90 | 4.56 | 1.06 |
| 利润总额 | 4.02 | 3.57 | 3.18 | 0.25 |
| 其中：财政补贴 | 0.01 | 0.05 | 0.03 | - |
| 净利润 | 3.23 | 2.55 | 2.42 | 0.12 |
| 总资本收益率 | 0.36 | 0.30 | 0.32 | - |
| 净资产收益率 | 0.80 | 0.62 | 0.61 | - |
| 经营活动现金流净额 | -27.18 | -15.75 | -21.31 | -4.84 |
| 投资活动现金流净额 | -0.16 | 0.79 | 2.67 | -1.27 |
| 筹资活动现金流净额 | 53.75 | -1.90 | 3.81 | 9.74 |
| 现金收入比率 | 138.60 | 96.10 | 73.60 | 109.60 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 26.41 | -16.86 | -14.83 | 3.63 |

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

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，业务区域专营性较强，业务稳定性及可持续性很强，备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率波动增长，速动比率和现金比率波动下降，处于较低水平，对流动负债的保障程度较弱。同期，货币资金对短期有息债务的保障倍数有所下降，货币资金对流动负债及短期有息债务的保障程度较弱。此外，公司经营现金流动负债比率持续为负，未来经营活动现金流对流动负债的保障具有一定的不确定性。

从长期偿债能力指标来看，2023年末，公司长期债务资本化比率水平同比略有增长，全部债务资本化比率同比略有上升，EBITDA对全部债务和利息的保障能力仍较弱。但是考虑到公司棚户区改造贷款的偿债资金来源为南昌重点项目办纳入南昌市财政预算的政府购买服务资金，剔除这部分棚户区改造贷款形成的负债，实际由公司承担偿债责任的有息债务规模较小，偿债压力较小。

图表 12 公司偿债能力主要指标（单位：%）

| 项目 | 2021年(末) | 2022年(末) | 2023年(末) | 2024年3月(末) |
|----------------|----------|----------|----------|------------|
| 流动比率 | 362.70 | 281.26 | 274.04 | 283.50 |
| 速动比率 | 62.42 | 68.31 | 60.05 | 60.81 |
| 现金比率 | 41.27 | 29.43 | 21.43 | 23.22 |
| 货币资金短债比(倍) | 0.72 | 0.46 | 0.32 | 0.34 |
| 经营现金流动负债比率 | -17.78 | -7.62 | -9.83 | - |
| 长期债务资本化比率 | 62.26 | 61.89 | 62.47 | 61.60 |
| 全部债务资本化比率 | 65.11 | 66.03 | 66.97 | 66.22 |
| EBITDA利息倍数(倍) | 0.60 | 0.57 | 0.58 | - |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 115.71 | 118.55 | 128.80 | - |

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

以 2023 年末公司全部债务为基础，若无其他新增债务，则公司 2024 年到期债务规模为 144.82 亿元，主要以银行借款为主，公司拟通过新增子公司授信、续贷、存续额度发债等方式对短期有息债务进行偿还，其中国家开发银行棚户区改造专项贷款偿债资金全部纳入南昌市财政预算。2023 年末，公司非受限的货币资金为 44.62 亿元，系偿债资金的首要来源，但对短期有息债务无法形成有效覆盖。经营活动所得资金方面，2023 年公司经营性净现金流为-21.31 亿元，且经营活动现金流易受波动较大的往来款影响，未来缺乏稳定性。公司备用流动性较为充足，间接融资方面，截至 2024 年 3 月末，公司未使用银行授信余额 279.92 亿元；直接融资方面，公司储备了尚未使用债券额度 39.50 亿元。

过往债务履约及其他信用记录

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 2024 年 5 月 28 日，公司本部已结清贷款中有 8 笔关注类贷款及 4 笔不良类贷款，均因贷款逾期造成，后续均已正常还款；未结清款项均为正常类贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的已到期债券均如期兑付，存续债券均按期支付本息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2024 年二季度经济出现下行波动，有效需求不足现象进一步凸显，背后是房地产行业持续调整，居民消费和民间投资偏弱

二季度 GDP 同比增长 4.7%，增速较一季度回落 0.6 个百分点，不及市场普遍预期。背后的主要原因有两个：首先是房地产行业延续调整态势，楼市量价低迷，房地产投资下滑加剧；更为重要的是，在房价加速下跌影响下，居民消费信心下滑，民间投资增速在零增长附近。这导致国内有效需求不足问题进一步凸显，并直接体现在物价水平偏低等方面，是二季度 GDP 增速回落幅度较大的主要原因。其次，在一季度稳增长政策前置发力后，二季度进入政策观察期，加之金融“挤水分”导致贷款大幅少增，基建投资、制造业投资都有所下行。二季度经济运行的亮点有两个：一是受外需回暖、稳外贸政策发力显效带动，以美元计价，二季度出口额同比增速达到 5.9%，较一季度加快 4.5 个百分点。当季外需对 GDP 增长的拉动率为 0.6 个百分点，与上季度基本持平。二是在市场需求及政策支持带动下，二季度高技术制造业生产和投资增速保持较高水平，新质生产力发展势头较强。

整体上看，上半年 GDP 增速达到 5.0%，与今年全年“5.0%左右”的增长目标基本持平，外需回暖、稳增长政策前置发力、新质生产力较快发展提供较强增长动力，但在房地产行业持续调整背景下，国内有效需求不足问题有待进一步解决。展望未来，综合上年同期基数变化及下阶段经济运行态势，预计三季度 GDP 同比增速会小幅反弹至 4.9% 左右，下半年经济增速将在 5.0% 附近，稳增长政策适时发力下，具备完成全年增速目标的条件。

2024 年三季度稳增长政策将再度发力，货币政策降息降准都有空间，政府债券发行将会提速，但下半年宏观政策大收大放的可能性仍然不大，房地产政策还将以渐进调整为主，政策重

心仍将聚焦发展新质生产力

在二季度经济再现下行波动后，预计三季度稳增长政策会再度发力。首先，三季度降息降准窗口有望打开，其中降息的迫切性高于降准。背后是下半年CPI同比涨幅还将在1.0%以下的低位运行，PPI同比转正难度较大，计入物价因素后，企业和居民的实际贷款利率偏高，需要适度下调政策利率引导实际贷款利率下行。在MLF政策利率色彩淡化后，预计下半年央行将通过下调7天期逆回购利率，引导LPR报价下调，也不排除单独下调LPR报价的可能。另外，受融资需求偏弱、金融“挤水分”，以及监管层强调克服信贷投放“规模情结”等影响，预计三季度新增信贷还将比较温和，降准的迫切性相对较低。财政政策方面，三季度政府债净融资规模将达到4.1万亿，较二季度增加约2万亿，也较去年同期高1.5万亿，这将带动基建投资增速回稳向上；后期以中央政府加杠杆为代表，财政政策还有较大扩张区间。“5.17”房地产新政后，6月楼市边际回暖。但考虑到居民实际房贷利率下调幅度有限，后期楼市回暖的可持续性有待观察。预计下半年房地产支持政策会进一步发力。但在政策面将发展新质生产力作为核心的背景下，下半年房地产政策大收大放的可能性不大，还将以渐进调整为主。

区域经济和财政状况

跟踪期内，南昌市经济保持增长，逐步构建“4+4+N”的新型产业体系，经济实力依然很强

跟踪期内，南昌市经济保持增长，经济实力依然很强。2023年，南昌市经济增速达4.0%，该增速水平略低于江西省（4.1%）。

南昌市规模以上工业增加值保持增长，但增速小幅下降。2023年，南昌市规模以上工业营业收入突破6500亿元，规模以上工业增加值增速为4.0%，工业是全市经济增长的有力支撑。南昌市继续构建“4+4+X”¹新型产业体系，2023年1~11月，规上战略性新兴产业、高技术制造业、装备制造业增加值分别增长7.0%、8.1%、8.3%。项目方面，2023年华创新材锂电铜箔、中微半导体生产基地等项目建成投产，华勤千亿产业园、华润微MEMS传感器产业园二期、欣旺达动力电池、传烁科技等项目快速推进。

南昌市服务业保持发展，对经济增长的贡献稳步提高。南昌市旅游资源丰富，包括滕王阁、海昏侯墓、鄱阳湖、梅岭、绳金塔等。2023年，南昌市旅游总人次为1.9亿，同比增长16.9%；实现旅游综合收入1977.79亿元，同比增长41.3%。金融业方面，2023年末南昌市金融机构人民币各项存款余额为17266.14亿元，同比增长7.17%；人民币各项贷款余额为19894.37亿元，同比增长4.99%。

经初步统计，2024年一季度，南昌市完成地区生产总值1605.69亿元，同比增长2.2%。

¹ 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。

图表 13 南昌市主要经济指标情况 (单位: 亿元、%)

| 主要指标 | 2021 年 | | 2022 年 | | 2023 年 | |
|------------|-----------------|------|-----------------|-----|--------|-----|
| | 数值 | 增速 | 数值 | 增速 | 数值 | 增速 |
| 地区生产总值 | 6650.53 | 8.7 | 7203.50 | 4.1 | - | 4.0 |
| 人均生产总值 (元) | 104788 | - | 111031 | 1.8 | - | - |
| 三次产业结构 | 3.6: 48.4: 48.0 | | 3.4: 48.4: 48.2 | | - | |
| 规模以上工业增加值 | - | 11.4 | - | 6.0 | - | 4.0 |
| 第三产业增加值 | 3194.11 | 9.1 | 3470.29 | 3.7 | - | - |
| 规模以上固定资产投资 | - | 11.1 | - | 7.6 | - | - |
| 社会消费品零售总额 | 2878.74 | 17.4 | 3012.00 | 4.6 | - | 6.5 |

资料来源: 南昌市 2021 年~2022 年统计公报, 2024 年南昌市政府工作报告, 东方金诚整理

跟踪期内, 南昌市一般公共预算收入有所上升, 政府性基金收入小幅下降, 财政实力仍很强

2023 年, 南昌市一般公共预算收入规模有所上升, 同比增长 9.3%。其中, 税收收入大幅回升, 主要系 2022 年实施大规模增值税留抵退税政策导致基数较低所致; 税收收入占比亦有所回升。同期, 受房地产市场遇冷影响, 南昌市土地市场下行, 政府性基金收入有所下降。

财政支出方面, 跟踪期内, 南昌市一般公共预算支出规模小幅下降, 政府性基金支出有所增加, 地方财政自给率小幅回升至 54.04%。

截至 2023 年末, 南昌市地方政府债务余额 1678.6 亿元, 其中一般债务余额 569.8 亿元, 专项债务余额 1108.8 亿元; 余额未超过核定限额。政府债务管理方面, 近年来南昌市积极采取各项措施加强对地方政府债务的管理, 陆续印发《关于加强人大对政府债务审查监督的实施意见》和《南昌市政府性债务风险应急处置预案》等文件, 构建政府债务风险防控体系, 防范和化解财政金融风险。

图表 14 南昌市财政收支情况 (单位: 亿元、%)

| 项目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|
| 1 地方财政收入 | 895.80 | 747.80 | 771.00 |
| 一般公共预算收入 | 484.80 | 457.70 | 500.20 |
| 其中: 税收收入 | 344.50 | 275.80 | 330.10 |
| 政府性基金收入 | 411.00 | 290.10 | 270.80 |
| 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 | 1400.10 | 1194.90 | 1189.30 |
| 一般公共预算支出 | 870.00 | 938.80 | 925.60 |
| 政府性基金支出 | 530.10 | 256.10 | 263.70 |
| 2.上解上级支出 | - | - | - |
| 财政支出 (1+2) | 1400.10 | 1194.90 | 1189.30 |
| 财政自给率 | 55.72 | 48.75 | 54.04 |
| 地方债务限额 | 1567.83 | 1607.92 | 1732.80 |
| 地方债务余额 | 1375.56 | 1481.74 | 1678.60 |

| | | | |
|-------|-------|-------|---|
| 政府负债率 | 20.68 | 20.57 | - |
| 政府债务率 | - | - | - |

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：2021年~2022年南昌市财政决算情况及2023年南昌市预算执行情况，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

经初步统计，2024年一季度，南昌市完成一般公共预算收入160.00亿元，同比增长1.7%，其中，税收收入102.77亿元。

支持意愿

公司作为南昌市重要的基础设施建设主体，在资产注入、财政补贴等方面继续获得了实际控制人和相关各方的有力支持

目前，南昌市（不含开发区）从事基础设施建设及公用事业和国有资产运营的国有企业主要有4家，分别为南昌市交通投资集团有限公司（以下简称“南昌交投”）、南昌市产业投资集团有限公司（以下简称“南昌产投”）、南昌市政和公司。其中，南昌交投以城市交通和文旅为主业，定位为国有资本投资运营公司；南昌产投以产业投资为主业，定位为国有资本运营公司；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；公司主要从事南昌市政道路、隧道、高架桥等基础设施建设和高速公路建设与运营等业务。公司作为南昌市重要的基础设施建设主体，在资产注入及财政补贴等方面获得了实际控制人及相关各方的有力支持。

资产注入方面，2023年，公司合计收到南昌市财政局返还的国有资本经营收益0.15亿元；收到南昌市土地开发经营中心有限公司、南昌市土地测绘工程有限公司及南昌市公路勘察设计院有限公司、南昌市房地产交易市场有限公司100%股权；以及子公司南昌三建根据章程规定获得了长沙洪城企业管理合伙企业（有限合伙）60%的表决权，将其及其子公司纳入公司合并范围。2023年，上述事项合计增加公司资本公积6.06亿元。

财政补贴方面，2023年，公司收到南昌市政府注入的财政补贴0.03亿元。

考虑到公司将继续在南昌市基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人及相关方将继续给予公司有力支持。

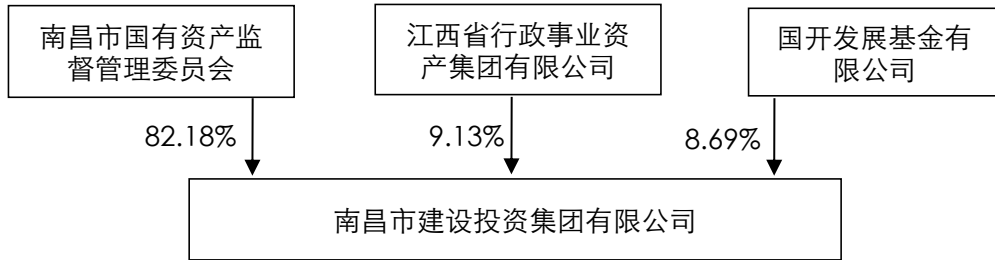
基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚认为公司所在地方政府具备很强的支持能力，实际控制人及相关方对公司具有很强的支持意愿，可对公司提供的支持作用很强。

抗风险能力及结论

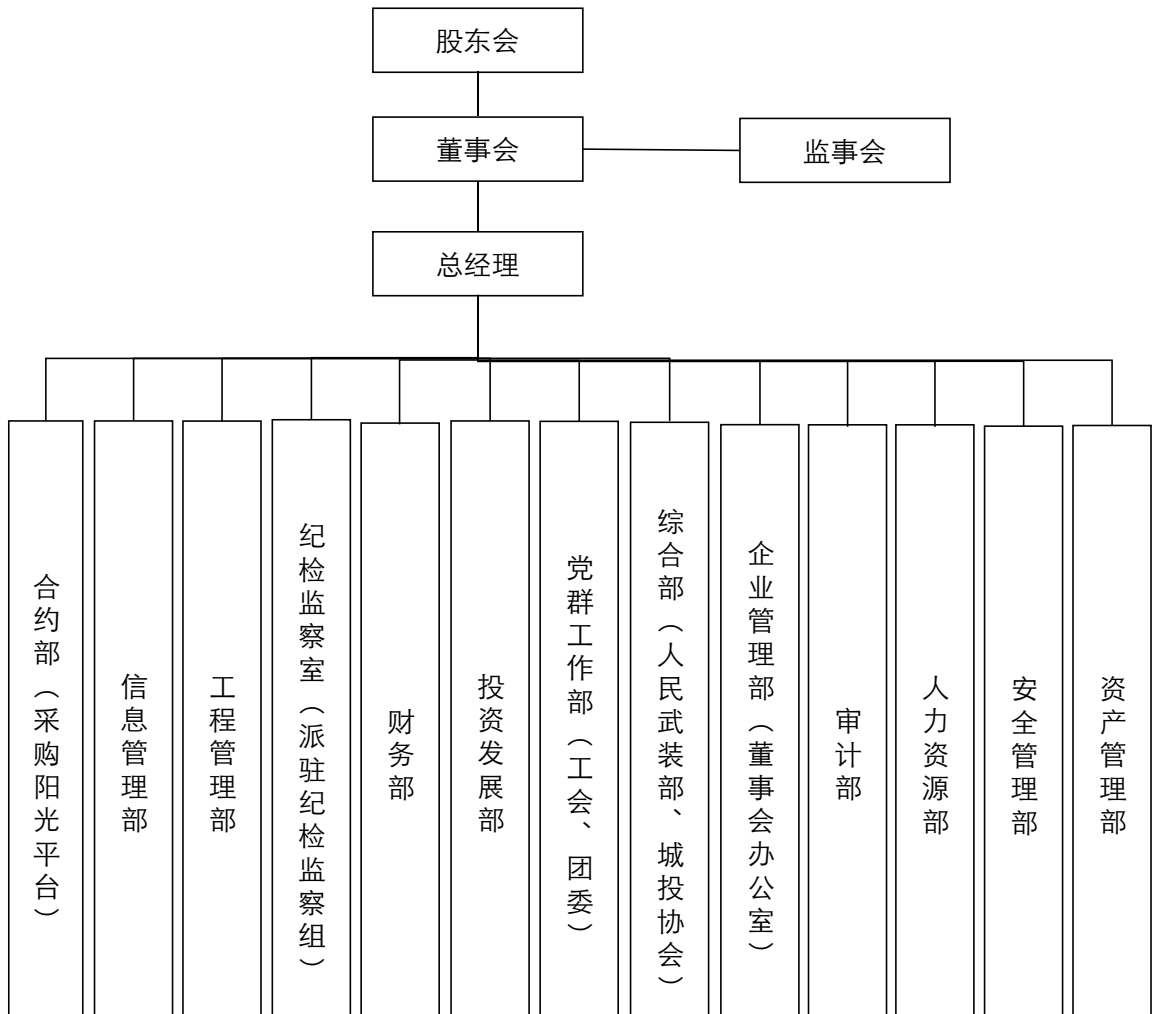
基于对公司个体信用状况、外部支持等方面的综合评价，东方金诚认为，公司自身偿债能力较强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险极低，抗风险能力极强，“20南昌城投MTN001”和“23南昌建投MTN008”到期不能偿还的风险均极低。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构图和组织架构图

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 | 2021年(末) | 2022年(末) | 2023年(末) | 2024年3月(末) |
|----------------------|----------|----------|----------|------------|
| 主要财务数据(单位:亿元) | | | | |
| 资产总额 | 1320.85 | 1388.83 | 1357.05 | 1373.99 |
| 其他非流动资产 | 621.26 | 647.42 | 597.22 | 597.24 |
| 存货 | 459.04 | 440.23 | 463.99 | 480.33 |
| 投资性房地产 | 119.32 | 130.00 | 130.19 | 130.07 |
| 货币资金 | 63.09 | 60.84 | 46.46 | 50.08 |
| 负债总额 | 917.11 | 978.62 | 958.41 | 963.75 |
| 长期借款 | 607.14 | 619.89 | 607.65 | 607.24 |
| 长期应付款 | 95.17 | 99.64 | 78.34 | 86.45 |
| 全部债务 | 753.32 | 797.49 | 808.26 | 804.04 |
| 短期有息债务 | 87.30 | 131.30 | 144.82 | 145.84 |
| 所有者权益 | 403.74 | 410.21 | 398.64 | 410.23 |
| 营业收入 | 16.18 | 37.54 | 35.90 | 6.68 |
| 净利润 | 3.23 | 2.55 | 2.42 | 0.12 |
| 经营性净现金流 | -27.18 | -15.75 | -21.31 | -4.84 |
| 投资性净现金流 | -0.16 | 0.79 | 2.67 | -1.27 |
| 筹资性净现金流 | 53.75 | -1.90 | 3.81 | 9.74 |
| 主要财务指标 | | | | |
| 营业利润率(%) | 40.44 | 20.79 | 22.09 | - |
| 总资本收益率(%) | 0.36 | 0.30 | 0.32 | - |
| 净资产收益率(%) | 0.80 | 0.62 | 0.61 | - |
| 现金收入比率(%) | 138.60 | 96.10 | 73.60 | 109.60 |
| 资产负债率(%) | 69.43 | 70.46 | 70.62 | 70.14 |
| 长期债务资本化比率(%) | 62.26 | 61.89 | 62.47 | 61.60 |
| 全部债务资本化比率(%) | 65.11 | 66.03 | 66.97 | 66.22 |
| 流动比率(%) | 362.70 | 281.26 | 274.04 | 283.50 |
| 速动比率(%) | 62.42 | 68.31 | 60.05 | 60.81 |
| 现金比率(%) | 41.27 | 29.43 | 21.43 | 23.22 |
| 货币资金短债比(倍) | 0.72 | 0.46 | 0.32 | 0.34 |
| 经营现金流流动负债比率(%) | -17.78 | -7.62 | -9.83 | - |
| EBITDA利息倍数(倍) | 0.60 | 0.57 | 0.58 | - |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 115.71 | 118.58 | 128.80 | - |

附件三：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

附件四：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。