

信用等级通知书

东方金诚债评字【2024】0050 号

南昌市产业投资集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“南昌市产业投资集团有限公司 2024 年度第一期中期票据”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期中期票据信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二四年二月二十一日

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，但不不对资料提供方和/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 2 月 21 日至 2025 年 2 月 20 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 2 月 21 日

南昌市产业投资集团有限公司
2024 年度第一期中期票据信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期中期票据信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2024/2/21	卢宝泽	纪 炜

主体概况

公司是南昌市最重要的产业投资和国有资产运营主体，主要从事产业投资、土地资产运作、类金融服务、商品生产销售等业务。南昌市人民政府为公司控股股东和实际控制人。

债项概况

注册总额：15.00 亿元
本期发行金额：9.00 亿元
发行期限：5 年
偿还方式：按年付息，一次还本
募集资金用途：偿还公司有息债务

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%	24.5
业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0
盈利与 获现能力	净利润	15%	9.0
	净资产收益率	5%	1.5
	现金收入比	5%	3.0
债务负担和 保障程度	全部债务资本化比率	15%	10.5
	货币资金短债比	5%	2.3
	EBITDA 利息倍数	5%	2.3
	全部债务/EBITDA	5%	3.5

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

3

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；公司主营业务的区域专营性和政策性很强，得到了股东及相关方的大力支持；公司拥有大量土地可支持土地资产运作收入。同时，东方金诚关注到，公司类金融业务存在逾期风险，资产流动性一般，产业投资存在不确定性。综上所述，公司的主体信用风险极低，偿债能力极强，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

同业比较

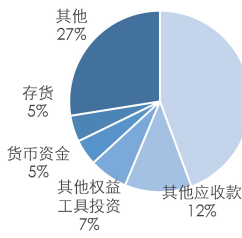
项目	南昌市产业投资集团有限公司	贵阳产业发展控股集团有限公司	宿迁产业发展集团有限公司	无锡产业发展集团有限公司	成都产业投资集团有限公司
地区	南昌市	贵阳市	宿迁市	无锡市	成都市
GDP 总量（亿元）	7203.50	4921.17	4111.98	14850.82	20817.50
人均 GDP（元）	111031	79872	82452	198400	98149
一般公共预算收入（亿元）	457.70	402.16	271.78	1133.38	1722.43
政府性基金收入（亿元）	290.10	805.50	355.39	1128.78	2145.92
地方政府债务余额（亿元）	1481.74	2604.22	902.15	1874.36	4640.50
资产总额（亿元）	817.46	3797.07	921.23	1069.72	1681.80
所有者权益（亿元）	394.51	1714.27	546.28	368.90	683.67
营业收入（亿元）	81.02	407.18	310.44	917.01	125.93
净利润（亿元）	1.28	13.19	97.00	-9.03	21.66
资产负债率（%）	51.74	54.85	40.70	65.51	59.35

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 2022 年

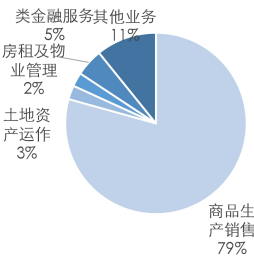
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成（2022年）



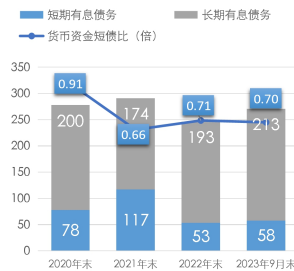
公司营业收入构成（2022年）



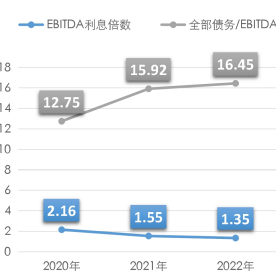
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2020年	2021年	2022年	2023Q3
资产总额	849.92	902.27	817.46	843.19
所有者权益	354.88	406.81	394.51	397.82
营业收入	79.91	105.91	81.02	72.40
净利润	9.80	4.33	1.28	-0.62
全部债务	277.75	290.64	246.26	270.61
资产负债率	58.24	54.91	51.74	52.82
全部债务资本化比率	43.90	41.67	38.43	40.48

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、%）

	2020年	2021年	2022年
地区	南昌市		
GDP 总量	5745.51	6650.53	7203.50
人均 GDP (元)	92697	104788	111031
一般公共预算收入	483.90	484.80	457.70
政府性基金收入	626.00	411.00	290.10
财政自给率	57.73	55.72	48.75
政府负债率	19.71	20.68	20.57

优势

- 南昌市经济发展速度很快，逐步构建“4+4+N”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；
- 公司作为南昌市最重要的产业投资与国有资产运营主体，承担的改制企业土地资产运作、产业投资和国有资产运营等业务的区域专营性和政策性很强；
- 公司在政策、资产和资金等方面获得了股东及相关各方的大力支持；
- 公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地，是公司土地资产运作收入的重要保障。

关注

- 公司转贷等类金融业务对象中包括大量中小微企业，存在一定逾期风险；
- 公司资产中的土地资产和应收类款项占比较高，资产流动性一般；
- 公司产业投资中部分被投资企业经营恶化，且投资本金回收和收益情况易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响，存在一定的不确定性。

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
AAA	AAA (23 洪产 01)	2023/8/7	卢宝泽 纪 伟	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》	阅读原文
AAA	AAA (20 南昌工控债 01/20 昌控 01)	2020/11/19	卢宝泽 马丽雅	《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+ (19 南昌工控债 01/19 昌控 01)	2019/7/23	高 路 卢宝泽	《东方金诚城市建设投资公司评级方法（2015 年）》	阅读原文

注：以上为不完全列示

主体概况

南昌市产业投资集团有限公司（以下简称“公司”）原名为南昌市国有工业资产经营管理有限公司，于2002年11月经南昌市人民政府（以下简称“南昌市政府”）批准成立，初始注册资本为人民币4.38亿元，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”）行使出资人权利。2008年2月，公司更名为南昌工业控股集团有限公司；2022年6月，公司更为现名。历经数次增资与股权变更，截至2023年9月末，公司注册资本和实收资本均为人民币47.71亿元，南昌市政府与江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西行政事业集团”）分别持有公司91.04%和8.96%的股权，南昌市政府为公司实际控制人。

公司是南昌市政府为推进原机械、纺织、化工、轻工、建材、电子、二轻等七个工业局（行业办）所属的共计133户国有（集体）企业和工业合作联社（以下将133户企业简称为“系统内改制企业”）改制而组建的国有企业¹。公司受托管理上述企业，并陆续对相关企业进行改制。在此过程中，公司相继承担了系统内改制企业的土地资产运作、棚户区改造和股权管理等工作。

随着改制工作陆续完成，公司实施战略转型，于2012年被南昌市政府定位为市级产业投融资运营主体，负责南昌市重点产业引导资金管理工作。根据洪府厅抄字【2019】828号，为整合南昌市范围内产业投资与国有资产运营主体并做大做强相关主体，南昌市政府于2019年末将南昌国资产业经营集团有限公司（以下简称“南昌国资”）整体划归公司。在南昌国资划入后，公司成为南昌市级最重要的产业投资和国有资产运营主体，负责南昌市市级层面的工业产业引导与投资。

2022年，南昌市对市属国有企业集团进行整合重组，打造“4+2”市属国有企业集团。受此影响，南昌三建建设集团有限公司（以下简称“南昌三建”）等工程施工企业以及南昌市国资置业有限公司（以下简称“国资置业”）、南昌国资产业经营集团房地产开发有限公司（以下简称“国资房开”）等房地产开发类企业全部无偿划出公司²，公司不再从事工程施工业务，房地产开发业务规模亦大幅缩减。目前，公司作为南昌市级最重要的产业投资和国有资产运营主体，主要从事产业投资、土地资产运作、类金融服务、商品生产销售等业务。

截至2022年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共14家（见图表1）。

图表1 截至2022年末公司纳入合并报表的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	子公司简称	主营业务	实收资本	持股比例	享有的表决权	取得方式
南昌市工控土地管理有限公司	工控土管	资产运作	1000.00	100.00	100.00	设立
南昌市国金工业投资有限公司	国金工投	实业投资	400000.00	100.00	100.00	设立
江西产投商贸发展有限公司	产投商贸	贸易	6180.19	100.00	100.00	设立
南昌金泰国资管理有限公司	金泰国资	实业投资	20000.00	100.00	100.00	设立
南昌新世纪创业投资有限责任公司	新世纪创投	实业投资	116500.00	100.00	100.00	划转
南昌市金昌国有资产运营有限责任公司	金昌国资	资产管理	500.00	100.00	100.00	划转
南昌凯新精密机械有限责任公司	凯新精密机械	机械制造	730.00	57.45	57.45	设立
南昌工控资产管理有限公司	工控资管	实业投资	200.00	99.04	99.04	设立
南昌国资创业投资管理有限公司	国资创投	实业投资	5000.00	100.00	100.00	设立

¹ 2002年~2011年，公司根据南昌市改制政策对市级90家国有企业进行改制；公司尚未接到对集体企业和工业合作联社的改制任务。

² 上述工商变更已完成。

图表 1 截至 2022 年末公司纳入合并报表的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	子公司简称	主营业务	实收资本	持股比例	享有的表决权	取得方式
江西中通融资租赁有限公司	中通租赁	融资租赁	62726.10	37.29	57.14 ³	设立
南昌产投企业运营管理有限公司	产投企管	资产管理	100.00	100.00	100.00	设立
南昌金融控股有限公司	南昌金控	控股管理	400000.00	100.00	100.00	设立
南昌产投投资基金管理有限公司	产投基金	基金投资	500000.00	100.00	100.00	设立
南昌国资产业经营集团有限公司	南昌国资	资产管理	46993.03	100.00	100.00	划转

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债项概况及募集资金用途

主要条款

公司已在交易商协会注册发行规模为 15.00 亿元的中期票据（中市协注【2022】MTN759 号），“南昌市产业投资集团有限公司 2024 年度第一期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）为第二期，本期中期票据发行规模为人民币 9.00 亿元。本期中期票据期限为 5 年，面值 100 元，平价发行。本期中期票据采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

本期中期票据发行金额为人民币 9.00 亿元，拟全部用于偿还公司有息债务。

图表 2 本期中期票据募集资金用途情况（单位：万元）

债券简称	借款总额	借款余额	起息日	到期日期
21 南昌工业 MTN001	40000.00	40000.00	2021/3/19	2024/3/19
19 南昌工业 MTN001	50000.00	50000.00	2019/3/29	2024/3/29

资料来源：公司提供，东方金诚整理

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022 年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022 年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023 年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”

³ 公司对中通租赁持股比例为 37.29%，表决权为 57.14%，是由于公司在中通租赁的董事会等权力机构（最高权力机构）占有七分之四的席位所致。

并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加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。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

公司营业收入和毛利润主要来自商品生产销售、土地资产运作、类金融服务等业务；近年来受业务发展与合并报表范围变化影响，公司营业收入与毛利润大幅波动

2020年南昌国资划入后，公司成为南昌市级最重要的产业投资和国有资产运营主体，主要从事产业投资、土地资产运作、类金融服务、商品生产销售等业务。2022年，随着南昌三建及房地产开发类企业的划出，公司不再从事工程施工业务，房地产开发业务规模亦大幅缩减。

作为产业投资与国有资产运营主体，公司业务类型较为多元，涵盖产业投资、土地资产运作、棚户区开发与贸易业务、纺织品生产销售、转贷与不良债权处置等业务，区域专营性和政策性很强。

图表3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比
商品生产销售	34.15	42.73	41.57	39.25	64.28	79.33
土地资产运作	8.98	11.24	4.64	4.38	2.01	2.48
房租及物业管理	3.18	3.97	3.84	3.62	2.01	2.48
类金融服务	14.61	18.28	15.73	14.85	3.98	4.91
工程施工	16.09	20.14	31.66	29.89	-	-
其他	2.91	3.64	8.49	8.01	8.75	10.80
营业收入	79.91	100.00	105.91	100.00	81.02	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
商品生产销售	0.47	1.37	0.94	2.26	0.69	1.08
土地资产运作	2.25	25.08	0.28	6.08	-0.31	-15.18
房租及物业管理	3.06	96.31	3.69	96.29	1.74	86.57
类金融服务	1.19	8.17	3.39	21.57	2.28	57.28
工程施工	0.72	4.46	0.63	1.98	-	-
其他	1.18	40.64	2.81	33.15	5.71	65.24
合计	8.87	11.10	11.75	11.10	10.11	12.48

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

近年来，公司营业收入大幅波动，2021 年大幅增长系南昌三建当年全年均纳入合并报表范围所致，2022 年大幅下降系南昌三建划出所致，目前主要来源于商品生产销售业务、土地资产运作业务和类金融服务。其中，公司商品生产销售业务收入随着公司贸易业务量增加而大幅增长；受土地市场景气度下降及公司放缓出让进度影响，近年来土地资产运作收入持续下降；公司类金融服务收入有所波动，2022 年大幅下降系信用证业务受监管政策影响业务量大幅收缩所致。此外，公司营业收入还包括房地产开发、房屋及物业管理收入、酒店经营收入、物流收入、装修收入、广告收入等。

公司毛利润有所波动，其中土地资产运作业务受区位及土地市场景气度下降影响毛利润逐年下降，2022 年为负系土地市场低迷，公司出让的土地价格低于评估价值所致。毛利率方面，受不再从事毛利水平较低的施工业务影响，公司毛利率水平有所上升。其中类金融服务毛利率大幅增长系毛利率较低的信用证业务规模收缩所致。

2023 年 1~9 月，公司营业收入为 72.40 亿元，毛利润为 7.81 亿元，毛利率为 10.79%。

产业投资

随着国有工业企业改制陆续完成以及南昌国资的整体划入，公司成为南昌市最重要的产业投资主体，承担了管理南昌市工业产业引导资金的任务。公司主要通过股权、债权和产业园区开发运营等形式对南昌市重点产业进行支持。其中，股权和债权投资主要是公司本部、南昌国资、国资创投、国金工投等负责；产业园区开发运营主要由国金工投及其子公司负责。

1. 股权、债权及基金投资

公司承担管理南昌市重点产业投资引导资金以及产业投资，在引导信贷资金和社会资金投向南昌市重点产业项目方面发挥了重要作用；公司产业投资中部分被投资企业经营恶化，投资本金回收和收益情况易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响，存在一定的不确定性

公司股权与债权投资分为三种方式，即引导投资、直接投资与基金投资，均主要由公司本部、国资创投、国金工投及南昌国资负责。引导投资方面，经南昌市政府授权，公司本部与国资创投承担了管理南昌市重点产业投资引导资金（以下简称“引导资金”）的工作。引导资金是南昌市政府设立的政策性专项资金，用以发挥财政资金杠杆作用，引导信贷资金和社会资金投向南昌市先进制造业和现代服务业的重点产业项目。直接投资方面，南昌国资与国金工投直接通过股权投资、债权投资方式支持南昌市企业发展，资金主要来源于自有资金与外部融资。基金投资方面，公司主要通过与社会资本、专业金融投资机构合作成立投资基金，运用市场化、专业化的方式进行股权投资。

引导资金投资方面，公司本部的股权和债权投资业务主要是在南昌市政府主导下，利用自有资金、产业引导资金等，对南昌市重点和优势企业进行投资。其中，引导资金投资项目由南昌市重点产业投资引导资金管理委员会审批决策，引导资金由公司受托管理，具体投资程序由国资创投执行；自有资金投资项目由公司自主决定。公司投资项目原则上不超过 3 年，以股权回购、股权转让和债权回收等方式退出投资。引导资金分为市级和区县级两类。截至 2022 年末，公司管理的市级引导资金规模达 49.1 亿元，区县级产业引导资金规模为 3 亿元。

直接投资方面，公司以股权、债权直接投资的方式参与了一带一路项目投资、映山红计划

项目⁴及上市公司纾困项目等。截至2022年末公司持有的股权类资产114.05亿元(含基金投资)；债权类资产为79.63亿元，其中股权投资及债权投资重点项目如下表所示。

公司股权投资中，公司对欧菲光集团股份有限公司（以下简称“欧菲光”）股权投资成本合计（11.75亿元）。欧菲光为国内光学产业头部厂商，但因失去苹果订单及全球智能手机市场需求放缓影响，欧菲光股价呈持续下降态势。受此影响公司对其股权投资账面价值大幅调减，2022年共计调减留存收益8.12亿元（2022年期初账面价值为15.79亿元），对公司影响较大。截至2023年9月末，南昌产投对欧菲光股权投资账面价值为7.67亿元，东方金诚将持续关注公司后续对于欧菲光股权投资的处理情况。

公司债权投资中，目前对于南昌与德通讯技术有限公司（以下简称“南昌与德”）的债权投资已逾期。目前南昌与德已被纳入失信被执行人，公司已就债权情况提起诉讼，但因该企业可供执行资产较少，截至本报告出具日，公司未能收到清算赔偿，东方金诚将持续关注该债权投资回收情况。该项目为引导资金投资项目，根据《南昌市重点产业投资引导资金管理办法》，因项目投资失败导致引导资金投资损失的，可申请由南昌市财政局依法依规进行清算，公司计划就此项目进行申请。

图表4 截至2022年末公司重要股权及债权投资情况（单位：亿元）

投资标的	股权投资额	债权投资额
国盛金融控股集团股份有限公司	12.08	-
欧菲光集团股份有限公司	7.67	-
联创电子科技股份有限公司	6.57	-
南昌赣昌砂石有限公司	4.08	-
交通银行股份有限公司	3.09	-
江西兆驰光元科技股份有限公司	1.11	6.11
南昌兆驰投资合伙企业（有限合伙）	-	11.81
南昌市国资置业有限公司	-	8.42
江西华赣航空产业投资有限公司	-	6.03
江西乾照光电有限公司	-	6.01
南昌与德通讯技术有限公司	-	4.95
南昌高新投资集团有限公司	-	4.30
南昌平安普德医疗技术有限公司	-	3.00

注：表中仅列示了投资余额在3亿以上的直接投资项目。

资料来源：公司审计报告及公司提供，东方金诚整理

基金投资方面，公司目前重点发展基金股权投资业务，通过与社会资本、专业金融投资机构合作成立投资基金，运用市场化、专业化的方式进行股权投资。股权基金运作形式一般为，公司利用自有资金以控股或参股方式参与投资基金，并吸引社会资金进入，由专业投资机构履行基金管理人职责。公司依托基金管理人丰富的运营和管理经验，对省内优质项目进行专业化的股权投资，并通过现金分红、股权出让等形式获取投资收益。截至2022年末，公司重点参与基金情况如下所示，目前公司投资基金中公司均为有限合伙人，仅承担出资责任。

⁴ 映山红计划江西省政府为激励当地企业上市出台的政策支持计划。

图表 5 截至 2022 年末公司重点参与基金情况（单位：亿元）

基金名称	参与方式	基金规模	认缴规模	实缴规模	投资领域
井冈山复朴新世纪股权投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	10.00	9.90	9.50	生物医药、医疗器械、新能源、新材料、先进装备制造、TMT、5G、VR 等方向
南昌江广泰投资咨询有限合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	30.00	6.00	6.00	江西银行不良资产
南昌洪城资本投资企业（有限合伙）	有限合伙人	5.05	4.00	4.00	光电、LED 等
南昌洪城资本二期投资企业（有限合伙）	有限合伙人	4.34	4.30	4.30	LED 光电
南昌同鑫投资管理合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	13.50	2.50	2.50	产业投资
南昌嘉泰新世纪生物医药投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	10.00	5.00	1.55	生物医药
南昌光谷光电产业基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	4.00	1.10	1.10	LED 光电
苏州金沙江联合三期股权投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	15.00	1.00	1.00	泛人工智能、产业互联网、智慧交通以及环保等领域
安义县工投联动投资（有限合伙）	有限合伙人	5.01	4.00	4.00	转债投资
江西高层次人才股权投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	40.01	10.00	3.99	人才投资

资料来源：公司提供，东方金诚整理

收益方面，引导资金投资中，在项目投资期满后，原则上投资收益通过引导资金专户上缴南昌市政府，南昌市政府按照当年实际使用引导资金的 0.8% 支付公司管理经费，原则上不超过 500 万元；直接投资及基金投资方面，公司通过分红、处置股份等方式获得股权投资收益，通过收取利息获得债权投资收益。2020 年~2022 年，公司分别形成投资收益为 2.80 亿元、7.30 亿元和 5.02 亿元，2021 年及 2022 年收益较高主要系处置联创电子科技股份有限公司（以下简称“联创电子”）股权所致。

2. 产业园区开发运营

公司承建的产业园区开发项目在租/售规模较大，存在一定的去化压力

公司自 2012 年开始从事园区开发运营工作，主要由子公司国金工投及间接控股子公司南昌国微产业投资有限公司和南昌国泰工业产业投资发展有限公司负责。公司主要负责园区建设、运营，并与南昌市政府共同承担招商引资工作。公司通过写字楼、厂房、公寓等物业的出租和出售实现盈利。公司自 2016 年起开始实现园区出租与物业收入，规模较小。2022 年末，公司在售/租的产业园项目包括南昌中小微企业创业孵化基地、工控云创港、工控进未来等，合计待租/售园区账面价值为 11.25 亿元。

公司重点建设的园区项目为工控腾云港（一期）和综合保税区（二期）等。截至 2023 年 3 月末，公司上述项目总投资概算合计 6.81 亿元，累计投资 4.83 亿元，尚需投资 1.98 亿元。同期末，公司暂无拟建项目。

图表 6 截至 2023 年 3 月末公司重点在建产业园区情况（单位：亿元）

项目	总投资概算	已投资金额	尚需投资
工控腾云港（一期）	4.00	2.02	1.98
综合保税区（二期）	2.81	2.81	-
合计	6.81	4.83	1.98

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地资产运作

公司受南昌市政府委托承担了系统内改制企业的土地资产运作工作，并成为南昌市政府唯一授权进行土地“双变性”的企业，该业务具有很强区域专营性和政策性

经南昌市政府授权，公司对其系统内改制企业的土地资产进行运作，并特设事业单位——工业土储中心⁵。工业土储中心于 2005 年设立，为南昌市土储中心分支机构，由公司进行日常运作和人事管理；主要职责为土地整理、抵押融资、出让前的准备工作。2022 年 2 月，经南昌事业单位登记管理局批准，工业土储中心已注销，原有资产由新设直接控股子公司工控土管承接。

公司的土地资产运作业务根据运作方式不同分为两个阶段，2015 年之前是直接出让模式，即工业土储中心对系统内改制企业的土地资产进行收储、整理并直接出让；2015 年之后是将收储和整理完成的土地“双变性”后再出让的模式。土地“双变性”即公司通过补缴土地出让金将划拨性质的工业用地变更为出让性质的经营性用地。

（1）直接出让

2015 年之前，公司土地资产运作业务为直接出让模式。公司土地直接出让业务由工业土储中心负责。工业土储中心根据南昌市政府制定的国企改革、环保搬迁计划对土地进行收储和整理，土地来源主要为收购不良资产包中的抵债土地、改制企业的土地以及闲置生产用地。具体操作上，工业土储中心制定土地收储和整理方案，并经由南昌市土储中心上报南昌市政府审批；批复后，工业土储中心与被土地收储企业签订《国有土地使用权储备合同》，约定标的土地收储价款等，并办理储备土地证和进行土地整理。

公司根据南昌市土地上市计划和自身资金需求制定公司年度土地出让计划，将拟出让土地交由南昌市国土资源局进行招拍挂；待土地受让方缴纳土地出让价款后，南昌市财政局将扣除相关税费后的土地出让金返还给公司，公司以此确认土地资产运作收入，同时将支付的土地收储价款、改制费用（职工安置费和社保费等）和土地整理费用结转为营业成本。

（2）“双变性”后土地出让

2012 年，经南昌市政府批准，公司成为南昌市唯一授权进行土地“双变性”的企业。公司“双变性”土地来源主要为已收储的土地和系统内改制企业尚未被工业土储中心收储的抵债土地。随着“双变性”工作的完成，2015 年之后公司土地资产运作业务由直接出让模式转变为对“双变性”后土地出让，未来该业务亦全部为对“双变性”后土地出让⁶。

土地“双变性”操作流程为南昌市政府授权公司按照土地评估价值的 40%向南昌市财政局缴纳土地出让金和契税，公司按照土地资产评估价值全额入账，剩余未缴纳的 60%部分作为股

⁵ 《南昌市人民政府办公厅关于印发南昌市工业企业土地储备中心操作办法的通知》（洪府厅发【2005】40 号）。

⁶ 棚户区改造业务涉及土地出让无需进行“双变性”即可出让。

东投资无偿注入公司；同时，南昌市财政局以往来款形式将公司缴纳的土地出让金进行返还，该部分资金优先用于支付企业改制费用。

收益方面，公司将“双变性”后土地交由南昌市国土资源局进行招拍挂出让，公司按照土地受让方缴纳的土地出让金扣除相关税费后的净额确认土地资产运作收入。同时，公司将土地资产账面余额结转为营业成本。

公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地，是公司土地资产运作收入的重要保障；但公司正逐步放缓土地出让节奏，以降低利润对土地出让的依赖

工业土储中心收储工作主要集中在 2005 年~2010 年，收储土地资产已于 2013 年基本完成了“双变性”工作。截至 2022 年末，公司拥有待出让土地使用权合计 306.02 亿元，其中账面原值 15.83 亿元土地使用权暂未办理权证；账面原值 217.18 亿元的土地已缴纳土地出让金。公司土地使用权主要位于主城区、湾里区、南昌经济技术开发区（以下简称“南昌经开区”）。

公司自 2015 年开始出让“双变性”后土地。2020 年~2022 年，公司分别完成土地出让 204.3 亩、76.66 亩和 92.54 亩，分别确认收入 8.98 亿元、4.64 亿元和 2.01 亿元；毛利率分别为 25.08%、6.08%和-15.18%。2022 年受当地土地市场低迷影响，公司出让的土地价格低于评估价值，故毛利率为负。

从土地价格来看，2020 年~2022 年，公司出让土地平均单价为 329.25 万元/亩、604.77 万元/亩和 217.20 万元/亩。2021 年公司出让土地平均单价较高主要系出让土地地理位置等因素所致。

2023 年，公司拟出让的土地面积合计 102.97 亩，主要位于青山湖区、南昌经开区，预计可获得 2.8 亿元土地资产运作收入。

总体来看，公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地，预计未来可持续获得土地资产运作收入。但同时，由于公司正逐步调整收入结构，以摆脱对土地出让利润的依赖，预计土地出让节奏将持续放缓。

类金融服务

作为南昌市最重要的产业投资主体，公司通过设置金融服务公司以支持当地产业发展，包括专业的担保公司南昌工控产业担保有限公司（以下简称“昌工产担”）、租赁公司中通租赁、转贷公司南昌工控惠企转贷服务有限公司（以下简称“工控惠企”）和南昌市企业转贷金融服务有限公司（以下简称“南昌金服”）、资产管理公司南昌市雍盛资产经营管理有限公司。

1.担保业务

担保业务是公司类金融服务板块重要组成，但该业务规模和收入均较小

公司担保业务是公司类金融服务重要组成，主要由昌工产担负责。昌工产担通过自主营销、银行推荐获得担保项目，依照“统一管理、分级决策、分类授权、责权对等”的原则确定最终担保项目。截至 2022 年末，昌工产担在保余额 157.97 亿元，担保放大倍数为 12.80 倍。行业分布方面，截至 2022 年末，昌工产担为工业企业担保余额占比 25.98%，建筑企业担保余额占比 40.89%。

昌工产担担保费率总体处于 0%~2.0%区间范围。担保代偿方面，截至 2022 年末昌工产担

担保代偿余额 3603.30 万元。

2.融资租赁及信用证业务

公司信用证业务收入规模较大，是公司营业收入的重要组成部分

2018 年，公司新增融资租赁及信用证业务，主要由子公司中通租赁负责。中通租赁成立于 2014 年 8 月，2017 年公司通过增资方式取得其实际控制权。

融资租赁产品类型主要有售后回租、直接租赁等，以售后回租业务为主。中通租赁的承租企业主要集中于江西、江苏、贵州内，行业主要分布于市政公用建设、水的生产和供应等行业。截至 2022 年末，中通租赁融资租赁余额为 11.38 亿元。2020 年~2022 年，中通租赁融资租赁收入分别为 0.35 亿元、0.56 亿元和 1.28 亿元。为防范风险，中通租赁采取了银行保函担保、保证金质押等措施。

公司 2018 年新增信用证业务，业务规模逐步扩大，但 2022 年我国监管部门对融资租赁行业的监管加强，特别是对租赁信用证业务的监管进一步收紧，受此影响公司当年未开展信用证业务。2020 年~2021 年中通租赁分别确认信用证收入 13.50 亿元和 12.54 亿元，结转成本为 12.92 亿元和 12.08 亿元，成本主要由银行手续费及贴现费用构成。

3.转贷服务

公司在帮助中小微企业防范和化解资金链断裂风险，降低企业融资成本方面发挥了重要作用，业务具有较强的区域竞争优势；但转贷对象以中小微企业为主也带来一定逾期风险

公司转贷业务主要由子公司南昌金服及工控惠企负责，南昌金服为 2020 年随南昌国资划入的子公司，工控惠企系 2020 年因企业战略规划而新增的子公司。

南昌金服与工控惠企主要通过自有资金以及外部融资资金为南昌市内生产经营状况良好的中小企业提供转贷服务。具体业务流程为，银行放款前，南昌金服与工控惠企根据银行出具的《同意放款通知书》将转贷资金出借给转贷企业；待银行放款后，银行将转贷资金经由转贷企业账户直接支付给南昌金服。目前，南昌金服与工控惠企已与中国农业发展银行、招商银行、浦发银行、赣州银行、江西银行、南昌农村商业银行等银行达成合作协议。

转贷业务原则上按照每天最高上限 1%的比例向转贷企业收取资金使用费。2022 年，公司转贷业务收入为 0.20 亿元。截至 2022 年末，南昌金服转贷业务中有 12 笔业务暂未收回，合计金额 2.96 亿元。

商品生产销售

在对市属国有企业改制的过程中，公司协助南昌市政府对优质的国有资产进行了重组和整合，并对部分整合过后的资产进行管理。由此，公司业务范围扩展至电线电缆、印刷品、化肥等工业产品生产销售业务。

图表 7 公司商品生产销售业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品生产销售	34.15	1.37	41.57	2.26	64.28	1.08
其中：电线电缆	-	-	-	-	-	-

贸易收入	26.95	0.80			57.19	1.05
供应链收入	1.70	3.70	40.22	1.18	2.17	1.90
纺织品生产销售	4.29	0.30			4.91	1.00
其他	1.21	14.58	1.35	34.74	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1.贸易业务

2018年起，公司新增贸易业务，该业务对公司营业收入形成有益补充；2020年受南昌国资划入影响公司贸易收入大幅增加

公司于2018年起新增贸易业务，主要由昌工商贸及间接控股子公司海南工控国鑫国际贸易有限公司（简称“海南国鑫”）经营。其中，昌工商贸主要经营产品为各类煤炭及钢材，海南国鑫主要经营产品为铁矿石、多晶硅及建筑材料等。2020年起，受间接控股子公司江西久隆贸易有限公司（以下简称“久隆贸易”）随着南昌国资一并划入影响，公司贸易业务收入规模大幅增加。贸易业务运营主体新增久隆贸易，主要经营钢材贸易。

业务模式方面，昌工商贸煤炭及钢材业务主要采用以销定产模式，主要为针对项目建设企业定向代采钢材、针对客户采购原煤、针对下游钢厂采购主焦煤半成品等；海南国鑫业务模式主要为针对生产企业的大宗原材料的代理采购、针对施工企业的建筑材料的集采直销和针对钢铁企业的铁矿石加工销售；久隆贸易主要采取直接销售和委托代理销售两种模式开展钢材销售活动。直接销售模式下，久隆贸易直接从钢铁生产企业、贸易企业等上游单位采购建筑钢材、工业板材及冶金原材料等商品，通过自主开拓销售网络直接销售，赚取差价获取收益。委托代理销售模式下，久隆贸易根据委托方的要求向上游批量或定向采购相应产品，分批销售给委托方，久隆贸易享受上游给与的批量采购优惠政策，并根据合同约定及委托方回款情况执行现款现货或收取延期付款利息。

近年来，公司贸易业务收入规模不断增加，已成为公司收入的重要组成。2022年公司实现贸易收入57.19亿元，毛利率1.05%。

东方金诚关注到，公司贸易业务易受大宗商品市场行情等因素影响，未来收入规模及毛利率水平存在一定的不确定性。

2.供应链业务

2018年起，公司新增供应链业务，该业务对公司营业收入形成有益补充

2018年起公司新增供应链业务，业务服务覆盖工业、服装、食品、建材等10多个领域，主要由子公司工控供应链负责。工控供应链成立于2017年，并于2018年纳入公司的合并报表范围。近年来，公司供应链业务收入规模较为稳定，2022年形成了相关收入2.17亿元，毛利率1.90%。

目前公司提供包括库存融资、订单融资、应收账款融资等多种供应链金融服务。应收账款融资方面，企业将应收账款转让、抵押给工控供应链，由其提供融通资金、债款回收等金融服务。订单融资方面，企业根据已签合同或者已收订单，向工控供应链申请融资。使其在向上游采购时，有资金垫支，待产品生产完成后，再由工控供应链将产品交付给下游客户。预付款融资方面，以购销合同为基础，通过签订三方合作协议。工控供应链为客户提供预付款融资。存

货动产融资方面，企业将“原材料、半成品、产成品”等存货质押给工控供应链获得融资。

3. 纺织品生产销售

公司纺织品生产销售为 2020 年随南昌国资划入而新增的业务，由子公司华源江纺负责运营。华源江纺前身为江西棉纺印染厂，1954 年建成投产，为前苏联援华设立的 10 家纺织厂之一，是建国初期和计划经济时期重要纺织企业。华源江纺于 2012 年破产重组，于 2013 年被南昌市国资委以注资方式划拨至南昌国资。

近年来，华源江纺的纺织业务收入逐渐增加。华源江纺生产所需的原材料主要为纱。华源江纺根据销售的需要实行以销定产，向上游供应商进行采购。2020 年~2022 年，华源江纺原材料采购情况见下图表所示。华源江纺生产的产品主要为纱，通过经销商销售给下游客户。2022 年华源江纺实现纺织品销售收入 4.91 亿元，毛利率 1.00%。

图表 8 华源江纺原材料采购情况（单位：吨、万元）

产品	2020 年		2021 年		2022 年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
纱	17974.00	42844.10	21144.87	46584.00	17573.41	44232.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

企业管理

产权结构

截至 2023 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 47.71 亿元；南昌市政府与江西行政事业集团分别持有公司 91.04%和 8.96%的股权，南昌市政府为公司的实际控制人。

治理结构

公司不设立股东会。南昌市政府为公司实际出资人，南昌市国资委受南昌市政府委托履行出资人职责，行使股东会职权。公司下设董事会、监事会及经营管理层。

公司设立董事会，对南昌市国资委负责。董事会由 5 人组成，设董事长 1 名、董事 4 名，其中职工董事 1 名，每届任期三年，董事届满，可以连选连任。董事会成员由南昌市国资委委派或更换，职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事长由南昌市国资委在董事会成员中委派指定。

公司监事会由 3 人组成，其中 2 人由南昌市国资委按有关程序委派，1 人由职工代表大会选举产生。监事会设主席 1 人，由南昌市国资委在监事会成员中指定。监事任期三年。

公司经营班子由总经理、副总经理等组成。公司设总经理 1 人，常务副总经理 1 名，副总经理若干名，总经理助理若干名，上述人员均由南昌市国资委委派。总经理、副总经理任期三年，经考核合格可续聘。总经理对董事会负责。

管理水平

公司下设党委办公室、行政办公室、纪检监察办公室、宣传与信息中心、工会联合办公室、人力资源部、财务部、金融证券部、战略管控部、投资发展部、资产运营部、法务风控部、审计部、综治安保部、招投标采购中心，共 15 个职能部门。

公司通过制订《集团会议“第一议题”制度》、《贯彻落实“三重一大”事项集体决策制

度的实施办法》、《经济运行调度管理办法》等规章制度明确了各项业务基本流程和各职能部门和人员责任范围。对于下属子公司，公司建立《合同（协议）审核制度》、《投资监督管理办法》、《资金管理办法》、《全面预算管理办法》以及人员管理、考核的相关制度，将下属子公司的资产、人员、财务纳入管理体系，确保下属子公司规范运作和健康发展。

总体来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，同时制定了财务管理制度、项目建设管理制度和招投标管理制度，能够满足日常经营管理的需要。

财务分析

财务质量

公司提供了2020年~2022年及2023年1~9月的合并财务报表。大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年~2021年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。鹏盛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告⁷。公司2023年1~9月财务数据未经审计。

截至2022年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共14家，详见图表1。2020年，公司减少7家直接控股子公司，其中原直接控股子公司南缆集团失去控制权，不再纳入合并报表范围；江西印刷股份有限公司、江西奇佳肥业股份有限公司、南昌山林实业有限公司等6家原直接控股子公司整合入其他直接控股子公司。同期，公司合并报表范围内新增3家直接控股子公司，其中公司出资设立了南昌金控，无偿划入了南昌国资与南昌三建。2021年，公司直接控股子公司南昌国宁机械制造有限公司划入子公司南昌国金，调整为间接控股子公司。2022年，公司无偿划出直接控股子公司国资置业、南昌三建，原间接控股子公司南昌产投投资基金管理有限公司调整为直接控股。

资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模大幅波动，2022年末大幅下降主要系公司偿还大量债务、划出南昌三建及房地产类子公司所致；公司资产中土地资产、房产和应收类款项占比较高，资产流动性一般

近年来，公司资产规模大幅波动，2022年末大幅下降系偿还债务、划出南昌三建及房地产类子公司所致，非流动资产为公司资产的主要构成，但占比逐年下降。

图表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年末	2021年末	2022年末	2023年9月末
资产总额	849.92	902.27	817.46	843.19
流动资产	266.11	322.45	263.39	262.34
其他应收款	86.02	73.46	97.39	93.64
货币资金	70.61	77.21	37.80	40.07
存货	54.31	53.21	38.35	38.49
应收账款	24.49	24.21	26.37	32.38
一年内到期的非流动资产	0.18	51.72	29.50	19.72

⁷ 本报告使用公司于2023年7月披露的更正版本。

图表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
非流动资产	583.81	579.82	554.07	580.85
投资性房地产	362.91	362.67	362.65	365.14
可供出售金融资产	79.57	-	-	-
持有至到期投资	49.96	-	-	-
债权投资	-	61.97	58.66	69.86
其他权益工具投资	-	68.07	56.24	59.11
长期股权投资	35.36	22.64	22.52	29.79
其他非流动金融资产	-	13.52	15.15	18.01

资料来源：公司合并财务报表，2020 年~2022 年末公司其他应收款不含应收利息和应收股利，2023 年 9 月末含，东方金诚整理

1、流动资产

近年来，公司流动资产规模有所波动，主要由其他应收款、货币资金、存货、应收账款和一年内到期的非流动资产构成。

公司其他应收款主要为应收往来款、代垫改制款项等，2022 年末大幅增长系国资房开、隆和房开、南昌国资产业经营集团农业发展有限公司和国资置业股权划出导致原合并抵消的内部借款转为其他应收款所致。2022 年末，公司其他应收款应收对象前 10 名情况如下表所示。总体来看，公司其他应收款应收对象较为分散，应收对象多为政府部门、国有企业以及关联企业资产，流动性一般。其中江西城泰投资有限公司为失信企业，公司对其应收款系联合开发南昌 271 项目形成，按照约定待南昌 271 项目首次开盘后的第 11 个月开始回款，预计首次回款日期为 2024 年 7 月，至 2025 年 8 月 31 日前结清全部剩余债务，目前存在一定的回收风险。

图表 10 2022 年末公司其他应收款前十名情况（单位：亿元、%）

应收对象	款项性质	应收金额
南昌国资产业经营集团房地产开发有限公司	借款	9.84
南昌市第一建筑工程有限责任公司	借款	8.31
江西隆和房地产开发有限公司	借款	5.76
南昌市国资置业有限公司	借款	4.07
南昌市国有资产监督管理委员会	往来款	2.82
南昌国资产业经营集团农业发展有限公司	借款	2.40
江西城泰投资有限公司	往来款	2.29
南昌临空经济区管理委员会	借款	2.00
南昌古玩城实业有限公司	借款	0.94
江西印刷集团公司	借款	0.94
合计	-	39.36

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司为满足日常生产经营与投资需要，持有货币资金规模较大，以银行存款为主。截至 2022 年末，公司受限货币资金为 2.89 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

随着公司产业园区与棚改项目建设的完工结算，公司存货波动下降，主要由在产品、产成品、项目建设成本和土地使用权构成。2022 年末，公司存货中开发成本为 17.18 亿元，主要为棚户改造项目建设成本、产业园区建设成本和土地使用权构成；开发产品 18.92 亿元，主要为建成的棚改项目及部分产业园项目。公司存货中土地使用权合计 4.35 亿元，其中账面价值 3.76

亿元的土地已缴纳土地出让金，账面价值 2.53 亿元的土地已抵押。

公司应收账款主要由应收土地款构成，近年来规模小幅波动。2022 年末应收对象前三名分别为南昌市土地储备中心（6.74 亿元）、南昌市财政局（6.45 亿元）和江西泽林房地产开发有限公司（2.25 亿元），合计占比 55.90%。综合来看，公司应收类资产规模较大，占比较高，对公司资金形成较大占用。

2022 年末，公司一年内到期的非流动资产主要由一年内到期的债权投资（24.76 亿元）构成，主要包括对江西乾照光电有限公司（6.01 亿元）、南昌高新投资集团有限公司（4.30 亿元）、华南国际工业原料城（深圳）有限公司（2.70 亿元）和南昌市建筑工程集团有限公司（1.60 亿元）等公司的债权投资。

2、非流动资产

近年来公司非流动资产规模较为稳定。2022 年末公司非流动资产以投资性房地产、债权投资、其他权益工具投资、长期股权投资和其他非流动金融资产为主。

公司投资性房地产以土地使用权及房屋建筑物构成，近年来规模较为稳定。2022 年末，公司投资性房地产中房屋建筑合计 56.63 亿元，土地使用权合计 306.02 亿元，其中 15.83 亿元土地使用权未办理权证；账面原值 217.18 亿元的土地已缴纳土地出让金（其中双变性土地仅补缴了 40%的土地出让金，未缴纳的 60%土地出让金作为股东对公司的投资计入资本公积）；合计 72.27 亿元的土地已抵押。

随着公司职能定位的加强，公司对外股权投资规模较大，2021 年末根据新会计准则由可供出售金融资产及持有至到期投资科目转为其他权益工具投资、长期股权投资和其他非流动金融资产科目核算。2022 年末，公司其他权益工具投资主要为产业投资业务形成的股权投资与基金投资，主要包括对欧菲光、井冈山复朴新世纪股权投资合伙企业（有限合伙）、南昌江广泰投资咨询有限合伙企业（有限合伙）等公司的投资。同期末，公司长期股权投资主要为对合营企业及联营企业的投资，2021 年下降系对欧菲光转入其他权益工具投资所致。公司其他非流动金融资产主要为以公允价值计量的股权投资，2022 年末主要由对安义县工投联动投资项目（4.00 亿元）、上海君和同行私募基金项目（2.50 亿元）和江西高层次人才股权投资项目（3.99 亿元）的投资构成。

公司持有至到期投资自 2021 年起转入债权投资科目核算，截至 2022 年末主要包括公司从长城、华融等资产管理公司整体打包收购来的债权及对南昌市政府主导的产业投资形成的债权资产等。

2022 年末，公司受限资产账面价值为 112.65 亿元，合计占净资产的比例为 28.55%。

资本结构

得益于股东南昌市政府资产及资金注入与未分配利润累积，公司所有者权益总体保持增长

近年来，公司所有者权益规模总体保持增长。其中，2022 年末公司实收资本大幅增长，系以资本公积转增实收资本 40.00 亿元所致；资本公积主要系南昌市政府无偿划入股权、注入重点产业投资引导资金，以及政府在公司土地双变性过程中，将公司未补缴的土地出让金作为股东投资无偿注入公司所致，2021 年末大幅增加系南昌市政府注入货币资金所致，2022 年末大幅下降系 40 亿元资本公积转增实收资本以及无偿划出南昌三建及房地产类公司所致；未分配利

润为公司历年经营产生的净利润累积，2022年末大幅增长主要系因部分企业划出调增期初未分配利润所致。2022年末，其他综合收益大幅下降系公司对欧菲光投资亏损调减留存收益所致。

图表 11 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
所有者权益	354.88	406.81	394.51	397.82
实收资本	7.71	7.71	47.71	47.71
资本公积	308.55	358.48	311.32	311.32
未分配利润	31.89	31.89	32.44	30.91
其他综合收益	-2.72	1.44	-4.80	-2.05

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

受合并范围变化影响，公司负债总额有所回落，其中流动负债规模降幅更大，非流动负债小幅下降

随着部分高负债水平的房地产公司及南昌三建无偿划出，2022年公司负债总额有所回落。其中，流动负债降幅较大，非流动负债规模整体呈小幅下降趋势。结构上，公司非流动负债占比相对较高。

图表 12 公司负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
负债总额	495.03	495.46	422.95	445.37
流动负债	174.19	220.20	133.68	137.41
其他应付款	70.46	70.79	67.00	67.89
短期借款	36.27	38.06	33.21	46.43
一年内到期的非流动负债	36.96	68.77	14.62	2.36
应付账款	15.47	25.61	7.54	6.97
非流动负债	320.84	275.26	289.27	307.96
专项应付款	105.70	85.61	80.78	94.80
长期应付款	84.10	27.90	22.50	
应付债券	57.06	94.20	110.79	121.18
长期借款	55.94	51.74	59.56	76.35

资料来源：公司合并财务报表，2020 年~2022 年末其他应付款不含应付利息和应付股利，2023 年 9 月末含，东方金诚整理

1、流动负债

公司流动负债以其他应付款、短期借款、一年内到期的非流动负债和应付账款等为主。其中，公司其他应付款规模较大，占流动负债的比重较高，且账龄较长，主要为应付的代垫拆迁款、无息贷款、往来款等。2022 年末，公司应付对象前五名如下表所示。其中应付南昌市政公用控股有限责任公司（以下简称“南昌公用”）与南昌轨道交通集团有限公司（以下简称“南昌轨交”）的款项系根据南昌市政府《关于构建市重大产业投资主体并增资有关问题协调会议纪要》，南昌公用与南昌轨交分别对国金工投出资，上述出资款先以无息贷款形式存在，未来将转变为对国金工投的增资款。

图表 13 2022 年末公司其他应付款前五名情况（单位：亿元）

应付对象	款项性质	应付金额
南昌轨道交通集团有限公司	暂记无息贷款的对国金工投的投资款	10.00
南昌市政公用投资控股有限责任公司	暂记无息贷款的对国金工投的投资款	7.50
南昌市科技金融管理服务中心	无息的产业引导资金托管资金	1.46
南昌三建建设集团有限公司	无息的代管改制费用	1.44
江西赣江新区鸿信投资管理有限公司	无息的产业引导资金托管资金	1.10

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年来，公司短期借款规模小幅波动，主要借款对象包括中国银行、农业银行、建设银行等，2022 年末借款利率介于 2.9%至 4.0%。公司一年内到期的非流动负债规模大幅波动，2022 年末主要包括一年内到期的长期借款（11.76 亿元）和长期应付款（2.84 亿元）。公司应付账款以应支付的工程款为主，2022 年随着国资置业等房地产开发公司划出而大幅下降。

2、非流动负债

公司非流动负债主要由专项应付款、长期应付款、应付债券和长期借款等构成。其中，公司专项应付款主要为南昌市政府拨付的南昌市级产业引导扶持资金、用于兜底改制的土地出让返还款、专项扶持资金和各项专项用途资金等。其中 2021 年随引导资金规模下降及上年度注入的 10.00 亿元货币资金转增资本公积，专项应付款规模降幅较大。

随着大量融资租赁及应付基金投资款到期，公司长期应付款规模持续下降，目前主要为应付产业基金投资款和应付融资租赁款。2022 年末，公司长期应付款的主要借款对象包括南昌振兴发展投资中心（有限合伙）和太平洋资管，借款利率介于 4.98%至 5.04%。

近年来，公司长期借款规模有所波动。2022 年末公司长期借款主要借款对象包括进出口银行、农业发展银行等，借款利率介于 3.3%至 4.5%。近年来，公司债券融资规模快速攀升，截至本报告出具日，公司债券情况如下表所示。

图表 14 截至本报告出具日，公司存续债券/债务融资工具情况（单位：亿元、%）

债券/债务融资工具简称	起息日期	债券期限（年）	发行规模	票面利率	债券余额
19 南昌工业 MTN001	2019-03-29	5	5.00	4.60	5.00
19 南昌工控债 01/19 昌控 01	2019-08-16	10 (5+5)	6.00	4.38	6.00
19 南昌工业 MTN002	2019-10-23	5	9.00	4.68	9.00
20 南昌工业（疫情防控债）MTN001	2020-03-11	7 (5+2)	3.00	3.80	3.00
20 南昌工控债 01/20 昌控 01	2020-04-15	10 (5+5)	6.00	3.90	6.00
20 南昌工业 MTN002	2020-06-19	5 (3+2)	4.00	3.30	1.60
21 南昌工业 MTN001	2021-03-19	3	4.00	3.90	4.00
21 昌控 01	2021-11-29	5 (3+2)	7.00	3.38	7.00
21 南昌工控债 01/21 昌控 02	2021-12-07	7 (5+2)	8.00	3.84	8.00
22 洪产 01	2022-07-20	5 (3+2)	5.00	2.97	5.00
22 南昌产投债 01/22 洪产 02	2022-10-20	7 (5+2)	16.00	3.42	16.00
23 南昌产投 MTN001	2023-06-14	3	2.40	3.21	2.40
23 洪产 01	2023-08-17	5 (3+2)	8.00	3.04	8.00

图表 14 截至本报告出具日，公司存续债券/债务融资工具情况（单位：亿元、%）

债券/债务融资工具简称	起息日期	债券期限（年）	发行规模	票面利率	债券余额
21 南昌国资 MTN001	2021-07-12	3	10.00	4.80	10.00
21 洪资 01	2021-09-23	3	10.00	4.60	10.00
23 昌金 01	2023-07-05	2	10.00	3.87	10.00

资料来源：同花顺 iFinD，东方金诚整理

3、全部债务

随着大量债务到期偿还及部分企业划出，公司 2022 年全部债务规模大幅下降

随着大量债务到期偿还及部分企业划出，公司 2022 年全部债务规模大幅下降。其中公司短期有息债务降幅最大，占全部债务的比重下降至 2023 年 9 月末的 21.28%。公司债务资金主要用于项目建设、产业投资、补充流动资金等。近年来，随着股东及相关各方资产注入以及公司大量债务偿还，公司资产负债率持续下降。但预计随着公司产业投资业务的继续开展，公司的债务规模及债务率水平或将有所上升。

图表 15 公司全部债务及指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 9 月末
全部债务	277.75	290.64	246.26	270.61
其中：长期有息债务	200.03	173.83	192.84	213.03
短期有息债务	77.73	116.80	53.41	57.57
资产负债率	58.24	54.91	51.74	52.82

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

2022 年末，公司为南昌工创农业发展股份有限公司（国企，2.85 亿元）、南昌三建（国企，2.50 亿元）、江西宜锦房地产开发有限公司（国企，2.27 亿元）、江西泽林房地产开发有限公司（国企，0.99 亿元）和南昌第一建筑工程有限公司（国企，0.38 亿元）提供合计 8.99 亿元贷款担保，担保金额占公司所有者权益的比率为 2.28%。公司担保对象主要为当地国有企业，代偿风险相对较小。

盈利能力

受合并范围变化影响，公司营业收入大幅波动，利润总额降幅较大，主要盈利指标处于较低水平，盈利能力较弱

近年来，公司营业收入随着合并范围变化而大幅波动，公司营业利润率亦随之变化。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，2020 年~2022 年占营业收入的比重分别为 11.57%、12.49%和 14.89%。

2020 年公司投资性房地产重新评估带来了大量公允价值变动收益，受此影响公司利润总额规模较高，但 2021 年以来受当地房地产市场景气度下降影响，公允价值变动收益大幅减少。公司财政补贴规模较小，对公司利润影响不大。作为产业投资公司，投资收益是公司利润总额的重要组成部分，2021 年及 2022 年规模较大均系处置联创电子股权所致。公司总资产收益率和净资产收益率有所波动且水平较低，盈利能力较弱。2023 年 1~9 月，公司公允价值变动收益为负，系所持有的联创电子股权的股价下跌所致。

图表 16 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~9 月
营业收入	79.91	105.91	81.02	72.40
营业利润率	10.30	9.48	11.31	9.68
期间费用	9.25	13.23	12.07	7.94
利润总额	12.50	6.84	4.12	-0.18
公允价值变动收益	10.95	2.42	-0.39	-1.14
投资收益	2.80	7.30	5.02	1.95
财政补贴	0.17	0.41	0.39	-
净利润	9.80	4.33	1.28	-0.62
总资本收益率	2.93	2.18	1.84	-
净资产收益率	2.76	1.06	0.32	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

公司经营与投资性现金流规模波动较大，公司产业投资资金来源对筹资活动依赖较重

公司经营性净现金流规模持续下降，主要表现为净流出，2022 年降幅较大系公司当期往来款流入较小及南昌三建与房地产开发类企业划出所致。公司经营活动现金流入主要是收到信用证业务收入、补缴土地出让金返还款、土地资产转让款、商品销售款、融资租赁业务回款、各项专项应付款以及投资款等所形成的现金流入。公司现金收入比率整体保持在较高水平，项目回款情况较好；公司经营活动现金流出主要为公司支付项目建设款、改制费用和产业项目投资款、与其他单位的资金往来款，以及华源江纺等生产单位购买原材料款等形成的现金流出。

图表 17 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~9 月
经营活动现金流入小计	157.80	148.59	121.66	122.91
现金收入比率（%）	95.43	100.12	97.15	98.77
经营活动现金流出小计	149.99	149.53	139.99	129.89
经营活动产生的现金流量净额	7.81	-0.94	-18.33	-6.98
投资活动现金流入小计	73.93	36.16	65.04	16.07
投资活动现金流出小计	116.27	65.96	38.89	22.93
投资活动产生的现金流量净额	-42.34	-29.80	26.15	-6.86
筹资活动现金流入小计	116.68	164.87	90.35	92.91
筹资活动现金流出小计	85.58	128.80	132.14	76.76
筹资活动产生的现金流量净额	31.10	36.06	-41.79	16.15
现金及现金等价物净增加额	-3.44	5.32	-33.97	2.31

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

受公司产业投资及回收进度影响，公司投资性净现金流波动较大。公司投资活动现金流入主要为收回投资与获得投资收益所形成的现金流入；投资活动现金流出主要为对外投资与购建固定资产所形成的现金流出，受当期投资计划影响持续下降。

近年来，公司筹资性现金流净额大幅波动。公司筹资活动现金流入规模较大，以取得借款、吸收投资、信用证业务获得的现金流入为主，2022 年受当期融资力度放缓影响大幅下降；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息与信用证业务形成的现金流出。近三年一期，公司现金及现

金等价物净增加额波动较大。

偿债能力

考虑到公司承担了南昌市范围内的产业投资和国有资产运营，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力很强

公司流动比率与速动比率较高，但由于公司流动资产中应收账款类资产占比高，上述款项的回收受南昌市政府等部门和关联方还款安排影响较大，公司流动资产的流动性一般，对流动负债的保障程度较弱。公司现金比率较低，货币资金对流动负债覆盖程度较弱，对于短期有息债务的覆盖程度一般。近年来，公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，对于流动负债覆盖程度较弱。

图表 18 公司主要偿债能力指标（单位：%）

项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年 9 月（末）
流动比率	152.77	146.43	197.03	190.92
速动比率	121.59	122.27	168.34	162.91
现金比率	40.53	35.07	28.28	29.16
货币资金短债比（倍）	0.91	0.66	0.71	0.70
经营现金流动负债比率	4.48	-0.43	-13.71	-
长期债务资本化比率	36.05	29.94	32.83	34.87
全部债务资本化比率	43.90	41.67	38.43	40.48
EBITDA 利息倍数（倍）	2.16	1.55	1.35	-
全部债务/EBITDA（倍）	12.75	15.92	16.45	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

截至 2023 年 9 月末，公司将于一年内到期债务规模为 101.99 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，2022 年公司经营性净现金流为负，且公司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。间接融资方面，公司备用流动性较为充足，截至 2022 年末，公司获得银行、金融租赁公司等多家金融机构综合授信 342.82 亿元，尚未使用额度 120.33 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 139.00 亿元，尚未使用额度为 33.00 亿元。

图表 19 截至 2023 年 9 月末公司全部债务期限结构情况（单位：亿元）

偿还年份	1 年内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
到期偿还金额	101.99	70.58	26.13	15.29	0.00	55.51

资料来源：公司提供，一年内到期额高于当期短期有息债务系 2023 年 9 月末合并报表未将一年内到期的应付债券调整为一年内到期的非流动负债所致，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产业投资和国有资产运营，业务区域专营性很强，业务稳定性及可持续性很强。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，截至 2024 年 1 月 4 日，公司本部无不良或关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司已发行的各类债券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

四季度经济运行稳中略缓，2024 年经济运行将进一步向常态化水平回归

2023 年四季度 GDP 同比增长 5.2%，主要受上年同期基数下沉影响，增速高于第三季度的 4.9%。不过，当季 GDP 环比增长 1.0%，增速较上季度放缓 0.3 个百分点，放缓幅度大于季节性，显示经济增长动能稳中略缓。这与四季度官方制造业 PMI 指数持续运行在收缩区间相印证。背后是四季度楼市持续处于调整状态，房地产投资降幅扩大，以及居民商品消费偏弱，抵消了当季旅游、出行等服务消费较快增长、外需也有所回暖的影响，经济下行压力再现。

2023 年全年 GDP 增速为 5.2%，比上年加快 2.2 个百分点。这一方面源于 2023 年疫情防控转段后，经济本身具备内在修复动力，叠加 2023 年政策面在稳增长方向持续用力，着力扩大内需；另一方面，也与上年 GDP 增速基数（3.0%）偏低有关。剔除低基数效应，2023 年 GDP 两年平均增速为 4.1%，低于 5.0%至 6.0%的潜在经济增长水平。这也是 2023 年央行连续实施降息降准，宏观政策加大逆周期调节力度的原因。

从具体进程上看，2023 年经济走势“前高、中低、后稳”。其中，在经历一季度防控转段初期的全面复苏后，二季度房地产行业再现下行势头，并对整体消费、投资信心都产生了较大影响，实际经济修复力度明显减弱。由此，7 月中央政治局会议定调稳增长，下半年宏观政策全面发力，经济复苏动能有所转强，顺利完成年初制定的“5.0%左右”的 GDP 增长目标。需要指出的是，下半年特别是四季度楼市继续处于调整阶段，仍对经济运行有较为明显的拖累。展望 2024 年，预计 3 月两会政府工作报告会继续将经济增长目标设定在“5.0%左右”，全年 GDP 增速也有望达到这一水平，经济运行会进一步向常态化水平回归。我们预计，2024 年经济增长动能将“前低后高”，其中一季度 GDP 增速将在 4.4%左右，后续有望稳定运行在 5.0%-6.0%区间。2024 年经济增长的主要拉动力是居民消费还有较大修复空间，房地产对宏观经济的拖累效应有望减弱，以及政策面会保持一定稳增长力度。此外，2024 年全球贸易环境将会回暖，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。2024 年宏观经济面临的最大的不确定因素仍是房地产行业何时企稳回暖。

2024 年一季度将进入稳增长关键阶段，逆周期调节政策有望前置发力，房地产行业支持政策力度也会进一步加大

回顾历史可以看到，一旦官方制造业 PMI 指数连续 3 个月以上运行在收缩区间，宏观政策做出反应的可能性就会显著加大。另外，2023 年 12 月 CPI 同比为-0.3%，连续三个月同比负增长；当月 PPI 同比为-2.7%，工业品价格继续处于较为明显的通缩状态。当前通过下调政策利率引导名义贷款利率下行，缓解实际利率上升的迫切性也较高。由此，预计 2024 年一季度降息降准落地的可能性较大，基建投资增速也将继续处于较高水平，以对冲房地产投资下滑带来的影响。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，其中的关键是引导居民房贷利率进一步下行。需要指出的是，在地方政府土地出让金收入将延续下降的前景下，2024 年用于置换地方政府各类隐性债务的特殊再融资债券还将较大规模发行。但在“防止一边化债一边新增”的原则下，未来城投债新增融资有可能面临更为严格的监

管环境。

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2022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653.81万人。

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，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+N”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。2022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。2022年南昌市经济增速达4.1%，该增速水平高于全国（3.0%），但略低于江西省（4.7%）。

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。2020年~2022年，南昌市规模以上工业企业实现营业收入7346.91亿元、7723.86亿元和7722.93亿元，同比分别增长5.5%、20.7%和5.1%。近年来，南昌市致力于构建“4+4+X”⁸新型产业体系，2022年1~10月，八大主导产业完成营业收入4857.3亿元，实现经济下行压力下逆势增长。2022年南昌市电子信息制造业首次突破2000亿元，实现较快增长；医疗器械产业持续向价值链中高端转型，全年共有36个生物医药产业项目列入全市重大工业项目库，中医药科创城核心区基本建设项目已完成；航空装备产业链不断完善，航空科创城标准厂房已实现企业入驻，商飞（江西）飞机制造中心CTI项目正式投产；江铃晶马新能源乘用车资质获取工作不断推进，江铃控股加快重组，2022年汽车与新能源汽车实现营业收入742亿元。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。

⁸ 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 20 南昌市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

主要指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	5745.51	3.6	6650.53	8.7	7203.50	4.1
人均生产总值（元）	92697	-	104788	-	111031	1.8
三次产业结构	4.1: 46.6: 49.3		3.6: 48.4: 48.0		3.4: 48.4: 48.2	
规模以上工业增加值	-	4.7	-	11.4	-	6.0
第三产业增加值	2833.35	3.4	3194.11	9.1	3470.29	3.7
规模以上固定资产投资	-	8.8	-	11.4	-	7.6
社会消费品零售总额	2452.74	3.0	2878.74	17.4	3012.00	4.6

资料来源：南昌市 2020 年~2022 年统计公报，2020 年人均生产总值为江西省统计年鉴披露，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。2020 年~2022 年，南昌市第三产业增加值同比分别增长 3.4%、9.1%和 3.7%。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。2020 年~2022 年，南昌市旅游总人次分别为 15122.30 万、17795.36 万和 16283.02 万人次，实现旅游综合收入分别为 1475.24 亿元、1743.95 亿元和 1399.33 亿元。金融业方面，2022 年末南昌市金融机构人民币各项存款余额为 15982.26 亿元，增长 9.5%；人民币各项贷款余额为 18834.50 亿元，增长 8.1%。

据初步统计，2023 年南昌市完成地区生产总值增速 4.0%，完成规上工业增加值增速 4.0%，社会消费品零售总额增速 6.5%。

南昌市一般公共预算收入小幅波动，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小幅波动，2020 年~2022 年同比分别增长 1.4%、10.0%和 5.1%。其中，南昌市税收收入以增值税、企业所得税、契税和土地增值税为主，2022 年受房地产市场下行及减税降费等因素影响规模有所下滑，税收收入占比亦随之下滑。2020 年~2021 年，南昌市政府性基金收入有所下滑，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亦存在一定的不确定性。

2020 年~2022 年，南昌市一般公共预算支出逐年增长，地方财政自给率逐步下降，分别为 57.73%、55.72%和 48.75%，地方财政收支平衡能力一般；2020 年~2021 年，政府性基金支出有所下降，主要为国有土地使用权出让收入安排的支出。

截至 2022 年末，南昌市地方政府债务余额 1481.74 亿元，其中，一般债务余额 498.09 亿元，专项债务余额 983.65 亿元。

图表 21 南昌市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	1109.90	895.80	747.80
一般公共预算收入	483.90	484.80	457.70
其中：税收收入	370.20	344.50	275.80
政府性基金收入	626.00	411.00	290.10
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	1457.00	1400.10	1194.90
一般公共预算支出	838.20	870.00	938.80
政府性基金支出	618.80	530.10	256.10
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	1457.00	1400.11	1194.90
地方债务限额	1299.53	1567.80	1607.92
地方债务余额	1132.71	1375.50	1481.74
政府负债率	19.71	20.68	20.57

资料来源：2020 年~2022 年南昌市财政决算情况，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

据初步统计，2023 年南昌市完成一般公共预算收入 500.2 亿元，同比增长 9.3%；完成一般公共预算支出完成 925.6 亿元。

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

公司作为南昌市最重要的产业投资和国有资产运营主体，在政策、资产和资金等方面获得了股东及各方的大力支持

公司作为南昌市产业投资和国有资产运营主体，先后承担了南昌市国有（集体）企业改革及工业领域重要的产业投资职能，在推进南昌市国企改革工作和维稳、引导信贷资金和社会资金投向南昌市重点产业项目等方面均发挥了重要作用。目前，公司是南昌市级最重要的产业投资主体与国有资产运营主体，在政策、资产和资金注入方面得到了南昌市政府的大力支持。

公司承担了南昌市级国有（集体）企业改制的职能。为支持公司业务开展和日常经营，南昌市政府授予土地“双变性”权限，公司为南昌市唯一一家获得该权限企业。即公司按照土地评估价值的 40%向南昌市财政局缴纳土地出让金和契税，剩余 60%作为政府对公司的无偿注入。截至 2022 年末，公司因土地资产“双变性”增加的资本公积 143.04 亿元。同时，南昌市政府以往来款形式将公司缴纳的土地出让金进行返还，为公司提供流动性支持。

资金注入方面，2018 年，公司收到南昌市政府无偿注入资金 8.01 亿元；2019 年，公司收到南昌市财政局无偿注入资金 3.00 亿元；2020 年，子公司华源江纺收到南昌市土地储备中心划拨的 8.10 亿元货币资金。2021 年，公司收到南昌市政府无偿注入的货币资金 50.00 亿元。

股权划转方面，2015 年，公司收到南昌市政府无偿注入的新世纪创投和金昌国资股权，增加资本公积 5.26 亿元。2020 年，公司收到南昌市政府无偿注入的南昌国资 100%股权、南昌三

建 51%股权和江西变压器有限责任公司 83.50%股权，合计增加公司资本公积 96.87 亿元。

财政补贴方面，2020 年~2022 年公司分别收到政府补贴 0.17 亿元、0.41 亿元和 0.39 亿元，主要为专项资金补贴、政府扶持金等。

考虑到公司将继续在南昌市的产业投资和国有资产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

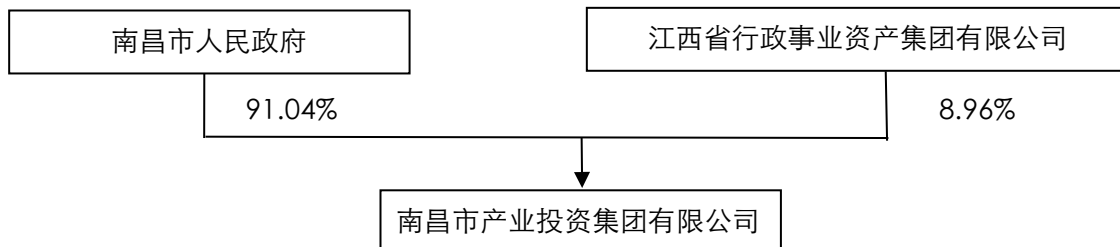
东方金诚认为，公司作为南昌市最重要的产业投资与国有资产运营主体，承担的改制企业土地资产运作、产业投资和国有资产运营等业务的区域专营性和政策性很强；公司拥有大量位于主城区和湾里区等区域的经营性用地，是公司土地资产运作收入的重要保障。同时，东方金诚也关注到，公司承建的产业园区开发项目尚需投资规模较大，存在较大的资本支出压力；公司转贷等类金融业务对象中包括大量中小微企业，存在一定逾期风险；公司资产中的土地资产、房产和应收类款项占比较高，资产流动性一般；公司产业投资中部分被投资企业经营恶化，且投资本金回收和收益情况易受被投资企业经营状况、利润分配和公司处置股权安排等影响，存在一定的不确定性。

南昌市经济发展速度很快，逐步构建“4+4+N”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；公司在政策、资产和资金等方面获得了股东及相关各方的大力支持。

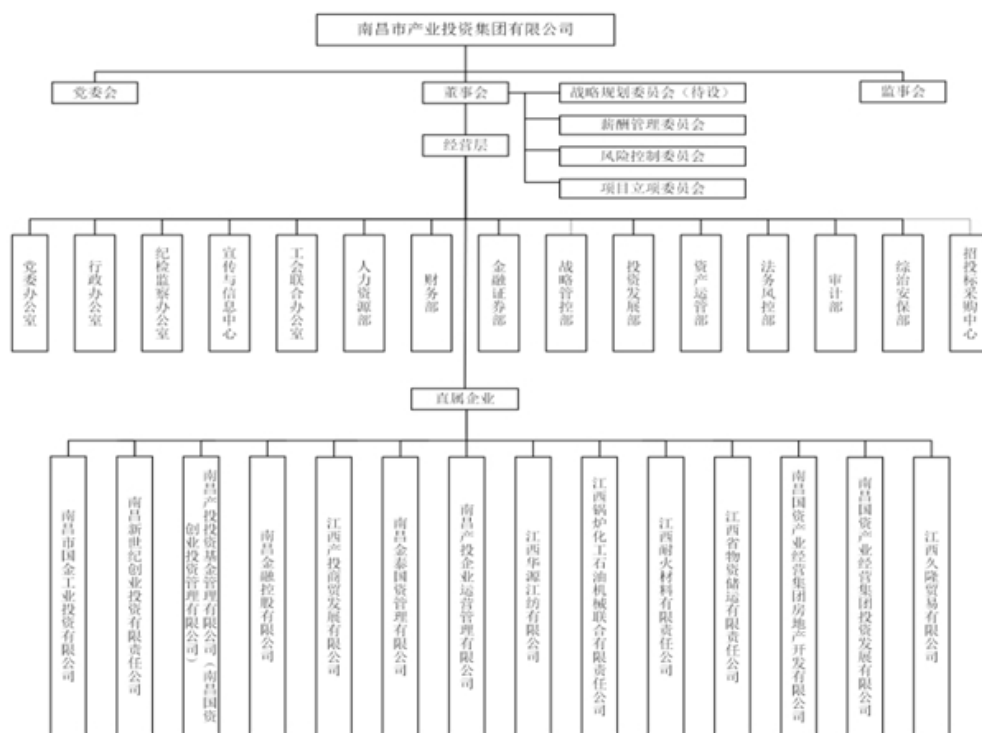
综上所述，公司自身偿债能力很强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险极低，抗风险能力极强，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2023 年 9 月末公司股权结构图和组织结构图

股权结构图



组织结构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年 9 月（末）
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	849.92	902.27	817.46	843.19
投资性房地产	362.91	362.67	362.65	365.14
其他应收款	86.02	73.46	97.39	93.64
债权投资	-	61.97	58.66	69.86
其他权益工具投资	-	68.07	56.24	59.11
负债总额	495.03	495.46	422.95	445.37
应付债券	57.06	94.20	110.79	121.18
专项应付款	105.70	85.61	80.78	94.80
长期应付款	84.10	27.90	22.50	
其他应付款	70.46	70.79	67.00	67.89
全部债务	277.75	290.64	246.26	270.61
其中：短期有息债务	77.73	116.80	53.41	57.57
所有者权益	354.88	406.81	394.51	397.82
营业收入	79.91	105.91	81.02	72.40
净利润	9.80	4.33	1.28	-0.62
经营活动产生的现金流量净额	7.81	-0.94	-18.33	-6.98
投资活动产生的现金流量净额	-42.34	-29.80	26.15	-6.86
筹资活动产生的现金流量净额	31.10	36.06	-41.79	16.15
主要财务指标				
营业利润率（%）	10.30	9.48	11.31	9.68
总资本收益率（%）	2.93	2.18	1.84	-
净资产收益率（%）	2.76	1.06	0.32	-
现金收入比率（%）	95.43	100.12	97.15	98.77
资产负债率（%）	58.24	54.91	51.74	52.82
长期债务资本化比率（%）	36.05	29.94	32.83	34.87
全部债务资本化比率（%）	43.90	41.67	38.43	40.48
流动比率（%）	152.77	146.43	197.03	190.92
速动比率（%）	121.59	122.27	168.34	162.91
现金比率（%）	40.53	35.07	28.28	29.16
货币资金短债比（倍）	0.91	0.66	0.71	0.70
经营现金流动负债比率（%）	4.48	-0.43	-13.71	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.16	1.55	1.35	-
全部债务/EBITDA（倍）	12.75	15.92	16.45	-

注：2020 年~2022 年末，其他应收款不含应收利息和应收股利，其他应付款不含应付利息和应付股利，2023 年 9 月末含

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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“南昌市产业投资集团有限公司2024年度第一期中期票据”（以下简称“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与南昌市产业投资集团有限公司（以下简称“受评主体”）和该债项相关的债券特殊条款事项、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露。

东方金诚国际信用评估有限公司
2024年2月21日