南昌城市建设投资发展有限公司主体与2016年度第一期中期票据信用评级报告

大公报D【2015】537号

中期票据信用等级：AA+
主体信用等级：AA+
评级展望：稳定

发债主体：南昌城市建设投资发展有限公司
注册总额：30亿元
本期发债额度：10亿元
本期票据期限：于发债主体依照约定赎回之前长期存续
偿还方式：每年付息一次(附递延支付利息条款)
发行目的：项目建设

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	新准则			旧准则
	2015.3	2014	2013	2012
总资产	470.32	454.63	363.57	275.02
所有者权益	188.88	188.37	186.53	161.41
营业收入	3.46	30.55	30.40	-
主营业务收入	-	-	-	4.77
利润总额	0.17	3.39	4.99	2.25
经营性净现金流	-7.07	-59.93	4.26	4.31
资产负债率（%）	59.84	58.57	48.70	41.31
债务资本比率（%）	54.48	53.44	43.04	37.70
毛利率（%）	11.52	12.28	11.19	-
主营业务毛利率(%)	-	-	-	34.13
总资产报酬率（%）	-	0.96	1.65	1.22
净资产收益率（%）	0.09	1.59	2.14	1.03
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	-5.54	0.49	0.72
经营性净现金流/总负债（%）	-2.58	-27.04	2.93	3.92

注：公司2012年财务报表按照旧会计准则编制；2015年3月财务数据未经审计。

评级小组负责人：李旭敏
评级小组成员：张云爽
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

评级观点

南昌城市建设投资发展有限公司（以下简称“南昌城投”或“公司”）主要从事南昌市城市基础设施投融资建设和国有资产经营管理等业务。评级结果反映了公司在南昌市城市建设中居重要地位，南昌市地方经济和财政实力很强，公司获得政府的大力支持等优势；同时也反映了公司未来面临一定的资本支出压力，债务负担有所加重等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。

预计未来1～2年，公司在南昌市政府投融资主体中的地位不会改变，将继续得到南昌市政府的大力支持。大公对南昌城投的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司作为南昌市基础设施建设的重要主体，承担着南昌市大量重点建设项目，在南昌市城市发展中具有重要地位；
- 作为江西省省会，近年来南昌市经济总量和财政收入快速增长，整体经济和财政实力很强，为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司得到南昌市政府在资产注入和财政补贴等方面的大力支持。

主要风险/挑战

- 公司在建及拟建项目较多，未来面临一定的资本支出压力；
- 近年来，公司有息债务规模大幅增加，资产负债率明显提高，债务负担有所加重。

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年八月十三日

大公保留对本期票据信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

南昌城投是经江西省人民政府《关于同意设立南昌城市建设投资发展有限公司的批复》（赣府字【2002】61 号文件）批准，于 2002 年 8 月注册成立的国有独资公司，成立时注册资本为 2.10 亿元人民币。2008 年 11 月、2009 年 2 月及 2010 年 5 月，南昌市政府将评估价值合计为 43.60 亿元的土地资产和合计 5.00 亿元的货币资金注入公司，均计入资本公积。2010 年 12 月，根据南昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“南昌市国资委”）洪国资产权字【2010】50 号文件批复，同意公司将资本公积转增注册资本，其中包括 2009 年拨入的 4.00 亿元、2010 年拨入的 1.00 亿元货币资金及 10.00 亿元的土地出资。截至 2015 年 3 月末，公司注册资本为 17.10 亿元人民币，南昌市国资委持有公司 100%股权。

公司是南昌市重要的城市基础设施投融资建设主体，主要从事城市基础设施项目建设管理、城市综合开发和对市政府授权的资产实施资产经营管理等业务。截至 2015 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共 15 家（详见附件 3）。

发债情况

本期票据概况

南昌城投拟在银行间市场交易商协会注册总额为30亿元的中期票据，分期发行，本期为第一期，发行金额 10 亿元人民币，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，面值 100 元。本期票据以实名记账方式发行，在上海清算所进行登记托管。本期票据第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。本期票据前 5 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 5 个计息年度内保持不变。自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。若公司不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计算年度至 10 个计算年度内保持不变。除非发生强制付息事件，本期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照递延支付利息条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件指付息日前 12 个月内发生公司向普通股股东分红或减少注册资本。若发生强制付息事件，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。本期票据本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。本期票据

无担保。

募集资金用途

本期票据拟募集资金 10 亿元，将全部用于“南昌市绕城南外环工程项目”。南外环高速公路工程（塔城至生米段）起自南昌县塔城乡，途径南昌县塔城乡、武阳镇、八一乡、莲塘镇、小蓝开发区、富山乡和红谷滩新区生米镇，与既有的南昌东外环高速公路以枢纽互通形式相接，路线全长约 35.28 公里，全线共设置互通立交 9 座（含塔城互通），特大桥 2 座，大桥 4 座，中桥 3 座，其中莲塘高架桥长 15.36 千米，是江西省规划的南昌市绕城高速公路的闭合段之一，对于完善南昌市环城高速网功能，构建南昌市现代综合交通运输枢纽具有重要意义。目前，该项目已经通过赣发改设审【2014】210 号、赣环评字【2013】252 号、赣国土资核【2013】1411 号文件批复。南外环项目于 2014 年 3 月开工，计划于 2016 年 10 月竣工，项目计划总投资 71.10 亿元，募集资金占项目总投资的 14.06%；截至 2015 年 3 月末，项目已完成投资 12.18 亿元。

《南昌市绕城高速公路南外环（塔城至生米段）工程可行性研究》从国民经济评价主要指标和财务评级主要指标对项目的可行性进行了研究，国民经济评价指标方面，项目的回收期 18.8 年、效益费用比 1.1，净现值 2,319 万元、内部收益率 10.7%，项目满足国民经济指标，经济效益有一定的抗风险能力。财务评价指标方面，项目回收期（不含建设期）17.9 年、税后净现值 1,199.2 万元、财务内部收益率 4.61%，项目预计在 2034 年能够偿还所有贷款开始盈利。

但是由于高速公路项目的建设和运营是一项庞大的系统工程，涉及多个学科和技术领域，存在诸多不确定因素和风险，首先受到地形、桥梁设计和施工、隧道施工和运营、工程地质等方面的影响，高速公路的建设存在工程技术风险；其次，项目资金风险主要包括建设费用、养护及运营费用、大修费用增加的风险；再次，交通量的大小、收费标准等原因将影响项目收益；最后，地方政府支持、建设用地审查等与相关各部门的协作也将影响项目的整体建设和运营。

南外环项目的财务收益主要是车辆通行费收入，预计公路建成后的 2017 年设计交通量 20,208 辆/日，实现通行费收入 3.18 亿元，2036 年设计交通量可达到 49,852 辆/日，实现通行费收入 15.97 亿元，按经营期 20 年计算，2017 年至 2036 年该公路总交通量 670,814 辆，累计实现收入 161.37 亿元，年均收入 8.07 亿元。

宏观经济和政策环境

近年来我国经济保持平稳运行，但经济增速逐步回落，经济发展进入“新常态”；未来短期内我国经济有望继续保持平稳发展但下行压力仍较大，长期来看经济增速将在中高速区间内持续放缓，经济运行

面临较多的风险因素

近年来我国经济保持平稳运行，但主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。按照可比价格计算，2012～2014 年，我国 GDP 同比增速分别为 7.8%、7.7%和 7.4%，增速逐年放缓；同期，规模以上工业增加值同比增速由 10.0%降至 8.3%，固定资产投资（不含农户）同比增速由 20.6%降至 15.7%，降幅明显。此外，近年来国际国内需求增长减慢，社会消费品零售总额同比增速由 2012 年的 14.3%降至 2014 年的 12.0%，进出口贸易总额同比增速由 6.2%降至 2.3%。经济增长的放缓制约财政收支规模的扩大，近年来我国财政收入同比增速逐年收窄，2014 年公共财政预算收入增速仅为 8.6%，政府性基金收入仅为 3.5%。2015 年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP 同比增速为 7.0%，较上年同期下降 0.4 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.4%，固定资产投资（不含农户）同比名义增长 13.5%，社会消费品零售总额同比名义增长 10.6%，进出口总额同比下降 6.0%。同期，全国公共财政预算收入 3.64 万亿元，同比增长 3.90%；政府性基金预算收入为 0.87 万亿元，同比下降 33.30%。此外，2015 年一季度，我国全社会融资规模为 4.61 万亿元，同比减少 0.89 万亿元，新增人民币贷款 3.68 万亿元。截至 2015 年 3 月末，我国广义货币（M2）余额为 127.53 万亿元，同比增长 11.6%，增速较上年同期下降 0.5 个百分点。整体来看，受传统行业产能过剩突出、房地产持续调整等因素影响，我国企业生产、投资放缓，工业经济与社会投资增速逐年下降，实体经济增长乏力，土地市场供需不旺，财政增收困难；与此同时，金融领域银行表外融资的收缩、同业监管的加强等，也进一步导致全社会融资规模出现下滑，我国经济发展步入增速放缓、转型提质的“新常态”。

针对经济下行压力增大、财政增收困难，近年来国家加大货币政策领域的定向调整。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难问题。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，推动自贸区等领域的发展，在基础设施建设和房地产开发领域加大投资力度，一方面通过创新城市建设融资模式等方式加速城镇化进程，加大棚户区改造、交通建设等领域投资；另一方面通过调整房地产信贷政策消化行业过剩产能，促进房地产及相关行业投资相应增长。2015 年政府工作报告中强调“经济增长”和“价格控制”两个核心目标，表明国家通过金融、财税、投资等重点领域的改革来确保经济运行处于合理区间的决心。

从外部环境来看，世界经济分化态势明显，美国经济进一步好转，对我国出口扩大有一定的促进作用，但受东欧地缘政治危机、减债压

力等因素影响，欧元区复苏乏力，日本经济停滞不前，新兴经济体增长总体偏弱，加之世界大宗商品价格波动明显、国际地缘政治冲突有增无减，世界经济的贸易量复苏动力不足，我国出口贸易受到不利影响，国内经济增长由此受到波及。未来，美欧日俄在经济刺激方面的政策调整、东欧政局的变动以及新兴经济体金融秩序的构建使得我国经济发展仍面临一定风险因素。

预计未来短期内，我国经济将继续保持平稳运行但经济下行压力增大，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

随着新型城镇化战略的实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；国家在地方政府债务管理、城建融资模式方面的政策调整对地方投融资平台运作模式产生深刻影响

在我国经济增速逐步放缓的大背景下，投资是稳定地方经济增长的重要举措。2011 年以来，我国全社会固定资产投资一直保持 20%以上的增长，中西部部分地区增速超过 30%，其中地方基础设施建设是不可或缺的组成部分。十八大提出将“推进新型城镇化建设”作为国家战略加以实施，在此战略指导下，国家出台《国家新型城镇化规划（2014～2020 年）》，各地根据规划加大棚户区改造、城市道路桥梁等公共设施的投资力度。未来随着新型城镇化战略的实施，未来一段时间内我国固定资产投资规模将保持增长，地方政府基础设施建设投资仍具备继续增长的空间。

在我国城镇化建设的发展过程中，地方政府下属的投融资平台类企业在基建项目投融资领域发挥着重要作用。这类企业主要负责道路桥梁、市政改造、保障房建设、公共设施配套等建设内容，并通过包括债券发行在内的多种渠道进行融资。由于投资项目公益性较强，收益水平偏低，平台公司自身的现金流和项目运营收入通常难以覆盖前期资本支出，地方政府对相关债务承担显性或隐性的连带偿还责任，由此构成地方政府性债务的重要组成部分。截至 2013 年 6 月末，地方政府负有偿还责任、负有担保责任及可能承担一定救助责任的债务分别为 10.89 万亿元、2.67 万亿元和 4.34 万亿元，合计 17.89 万亿元，其中融资平台公司债务约占 39%。

为规范地方政府举债、防控政府债务违约风险，2014 年国家有关部门多次进行政策调整，财政部主导下部分省市开始地方政府债券自发自还试点，新预算法以法定形式赋予地方政府债券发行权，国务院先后出台《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》、《国务院关于深化预算管理制度改革的决定》等文件，财政部拟定了地方政府性债务清理处置办法。此外，发改委、交易商协会等债券审批监管机构也不断调整和细化监管方式，并适时推出部分创新性金融产品。政策

的调整对地方政府债务管理以及未来投融资平台的运作模式将产生深刻影响。未来纯公益性、缺乏盈利能力的项目将主要依靠政府发行地方政府债券融资，并纳入公共财政预算管理，公益性和盈利能力兼备的项目则将通过政府发行专项债券或公用事业运营主体发行收益债券等融资模式支持，而以盈利为主的项目将逐步脱离地方政府融资范畴。

伴随政府性项目融资方式的变化，投融资平台将经历债务的清理整顿和运作模式的转型，未来部分具有实业运营基础的平台可能逐步提高市场竞争力，进而转变为一般性企业，其余平台可能面临业务收缩、拆分、整合及额外的监管限制，并逐步转型为政府性项目的专业管理者，在偿债来源、偿债责任等方面较以往的投融资平台划分更加清晰。考虑到现阶段存量政府性债务安全、城镇化建设资金需求缺口、地方政府自行发债能够筹集的资金相对有限等因素，同时投融资平台在以往的经营过程中积累了大量的资源且具备良好的运行基础，过渡期内投融资平台的既有运作模式和融资方式仍将继续维持一段时间。长期来看，投融资平台面临整体的转型分化，债务主要由政府性项目形成的平台公司，其债务偿付仍然能够得到地方政府财政支出的覆盖，安全程度相对较高，而较多涉及非政府性项目的平台公司则由于其债务的复杂性，可能面临进一步的风险分化。

预计未来 1～2 年，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，政策调整下地方政府债务管理方式和投融资平台运作模式都将发生持续性变化，投融资平台债务整体仍将维持较高的安全度，但在转型过程中也可能面临一定的风险分化。

作为江西省省会，近年来南昌市经济保持较快发展，主要经济指标均居江西省首位；但与周边省会城市相比，南昌市还处于相对落后的位置

南昌市是江西省省会及政治、经济、文化中心，地理位置优越，交通便利，是我国重要的综合交通枢纽。南昌市位于江西省中部偏北，地处长江中下游、鄱阳湖西南岸，与长三角经济区、珠三角经济区和闽东南经济区相毗邻，京九、浙赣、皖赣三条铁路线交汇于此。南昌市水资源丰富，水网密布，湖泊众多，境内有十湖一江。南昌市现下辖 5 区 4 县，全市总面积 7,402 平方公里。截至 2014 年末，全市常住人口 524.02 万人。

近年来，南昌市经济保持较快发展，但受宏观环境的影响，部分主要经济指标的增速有所下滑，但仍保持在较高水平。南昌市三次产业结构逐步调整，第三产业比重有所增加。在经济增长的带动下，南昌市财政总收入规模稳步提升，居民生活水平逐步提升。2014 年，全市城镇居民人均可支配收入 29,091 元，同比增长 10.0%。

表 1　2012～2014 年南昌市主要经济指标（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3,667.96	9.8	3,336.03	10.7	3,000.52	12.5
人均地区生产总值（元）	70,373	8.7	64,678	9.7	58,715	11.6
财政总收入	638.30	14.4	558.02	11.6	500.16	21.6
规模以上工业增加值	1,380.64	11.9	1,159.48	12.9	967.26	14.8
全社会固定资产投资	3,434.25	18.6	2,909.76	21.6	2,626.03	31.0
社会消费品零售总额	1,429.21	12.5	1,270.01	13.7	1,116.54	18.4
进出口总额（亿美元）	122.26	25.9	97.22	17.3	82.87	5.2
三次产业结构	4.5:55.0:40.5		4.7:55.5:39.8		4.9:57.9:37.2	

资料来源：2012～2014 年南昌市国民经济和社会发展统计公报

2015 年 1～3 月，南昌市全市实现地区生产总值 772 亿元，同比增长 8.7%；规模以上工业增加值 327 亿元，同比增长 9.0%；规模以上固定资产投资 529 亿元，增长 17.8%；全市实现地方公共财政预算收入 101.6 亿元，增长 7.6%。作为江西省省会，南昌市与江西省其他城市相比经济指标优势明显，主要经济指标均居江西省首位。但与周边地区其他省会城市如杭州、武汉、长沙相比，还处于相对落后的位置，与郑州、合肥相比，人均指标接近，但总量指标相对较小。

表 2　2014 年南昌市同省内主要城市及邻近省会城市经济指标对比（单位：亿元）

城市	GDP	人均 GDP（元）	财政总收入	规模以上工业增加值	社会固定资产投资	社会消费品零售总额	进出口总额（亿美元）
江西省内主要城市经济指标							
南昌	**3,667.96**	**70,373**	**638.30**	**1,380.64**	**3,434.25**	**1,429.21**	**122.26**
赣州	1,843.59	-	328.53	751.94	1,608.77	629.59	39.03
九江	1,779.96	37,097	328.53	945.53	1,812.52	496.40	57.73
上饶	1,550.20	23,221	262.60	653.00	1,344.00	548.20	40.36
邻近省会城市经济指标							
武汉	10,069.48	97,403	1,968.46	3,453.35	7,002.85	4,369.32	264.29
杭州	9,201.16	103,757	1,920.11	2,805.25	4,952.70	3,838.73	679.98
长沙	7,824.81	107,683	1,003.08	3,042.05	5,435.75	3,162.07	125.66
郑州	6,783.00	73,056	1,268.60	3,094.00	5,355.30	2,913.60	464.30
福州	5,169.16	69,571	780.48	1,288.47	4,388.62	2,991.98	346.10
合肥	5,157.97	67,394	880.68	2,126.59	5,385.17	1,666.75	200.87

注：武汉、福州人均 GDP 按照常住人口计算
数据来源：各市 2014 年国民经济和社会发展统计公报

总体来说，近年来南昌市经济发展较快，城市综合实力明显增强，但与周边省会城市相比经济总量相对较小。

近年来，南昌市生物医药、食品等传统优势产业升级加快，现代服务业成为新的增长点

随着“新型工业化”核心战略和“3010”[1]工程及国企改制的深入推进，南昌市工业生产快速增长。生物医药、食品、冶金新材料、纺织服装等传统产业占南昌工业经济总量的60%左右，在南昌经济体系中占据重要的地位。在积极发展支柱产业的同时，南昌市加快传统产业升级和高新技术产业投资。2014年，全市35个工业大类中16个行业增速高于全市平均水平。规模以上工业产品销售率为98.4%；实现营业利润308.31亿元，增长25.3%；实现利税566.24亿元，增长22.2%。同时南昌市加强产业基地建设，已建成半导体、照明等国家级产业基地，2014年全市七个省及省以上工业园区累计完成工业增加值1,014.88亿元，同比增长9.7%；主营业务收入达到3,718.24亿元，同比增长12.0%；实现利税461.09亿元，同比增长26.4%，对经济起到了很强的带动作用。

以信息软件、金融保险、服务外包、现代物流、旅游会展等为代表的现代服务业正成为南昌经济新的增长点。南昌市已与周边省会城市形成了“六小时经济圈”，商务成本大幅下降，并通过与深圳、香港等海港城市建立“海铁联运”、“无水港”，使南昌有了现代物流通道。目前，南昌按照“城内大商场、城郊大市场、城外大物流”的现代商贸布局，逐步打造我国中部地区的物流基地，城外的洪城大市场是全国九大日用品中心批发市场之一。

总体而言，随着南昌市“新型工业化”核心战略的进一步推进，南昌市将在积极升级传统行业的同时，加快现代服务业的发展。

地方政府财政分析

财政收入分析

随着地区经济的快速发展，南昌市地方财政收入增长较快，财政实力不断增强；受土地市场及宏观调控等因素的影响，近年来政府性基金收入规模有所波动，进而对南昌市财税收入的稳定性产生一定的影响

随着地区经济的快速发展，南昌市财政总收入逐年快速提升，2012～2014年年均复合增长率为12.97%，财政总收入占地区生产总值的比重由2012年的16.67%上升到2014年的17.40%，同期财政本年收入年均复合增长率为21.84%，财政实力不断增强，地方财政收入为全市可用财力的主要构成。

[1] 即重点建设10个投资30亿元以上、30个投资10亿元以上的，市场前景好、技术含量高、产业关联度大、带动作用强的大项目。

表 3　2012～2014 年南昌市地方财政本年收支表（单位：亿元）

项　目		全市			市本级		
		2014 年	2013 年	2012 年	2014 年	2013 年	2012 年
财政本年收入	**本年收入合计**	**796.57**	**745.41**	**536.63**	**391.81**	**328.33**	**231.82**
	地方财政收入	644.01	604.95	399.90	358.32	318.50	204.67
	一般预算	342.21	291.91	240.14	134.51	114.08	97.47
	其中：税收收入	287.53	245.35	200.17	114.83	93.97	79.16
	非税收入	54.68	46.56	39.97	19.68	20.11	18.31
	基金预算	298.76	308.57	153.18	221.79	203.18	102.15
	预算外	2.67	4.46	6.58	1.65	1.25	5.06
	国有资本经营	0.37	-	-	0.37	-	-
	转移性收入	152.56	140.46	136.73	33.49	9.83	27.15
	一般预算	143.71	131.98	127.12	36.03	27.23	27.93
	基金预算	8.85	8.48	9.61	-2.54	-17.39	-0.78
财政本年支出	**本年支出合计**	**806.92**	**716.60**	**509.81**	**402.12**	**317.56**	**215.54**
	地方财政支出	781.78	694.24	488.85	391.58	309.10	206.35
	一般预算	473.16	419.37	345.99	171.15	149.90	117.93
	基金预算	305.85	270.29	136.84	218.44	157.74	83.35
	预算外	2.43	4.59	6.01	1.65	1.45	5.07
	国有资本经营	0.35	-	-	0.35	-	-
	转移性支出	25.14	22.36	20.97	10.53	8.46	9.19
	一般预算	24.73	21.46	20.47	10.40	8.46	9.12
	基金预算	0.41	0.90	0.50	0.14	0.55	0.07
收支净额	**本年收支净额**	**-10.35**	**28.81**	**26.82**	**-10.31**	**10.78**	**16.28**
	地方财政收支净额	-137.78	-89.29	-88.95	-33.26	9.40	-1.68
	转移性收支净额	127.43	118.10	115.76	22.95	1.37	17.95

数据来源：根据南昌市财政局提供资料整理

从南昌市全市地方财政收入的结构上看，2012～2014 年，一般预算收入在地方财政收入中的占比分别为 60.05%、48.25%和 53.14%，占比有所波动；2012 年受政府性基金收入规模下降的影响，一般预算收入在地方财政收入中占比较高。近年来，南昌市一般预算收入保持较高增速，2012～2014 年年均复合增长率达 19.37%。同期，税收收入在一般预算收入中的占比较高，分别为 83.36%、84.05%和 84.02%。南昌市财税收入主要来源于汽车制造、钢铁、烟草、医药、金融保险和房地产等行业。2014 年，营业税、企业所得税和个人所得税三大主体税种占税收收入的 55.75%，较高的税收收入占比较好的保障了一般预算收入增长的稳定性。

南昌市政府性基金收入在地方财政收入中的占比有所波动，2012～2014 年，占比分别为 38.30%、51.01%和 46.39%。南昌市政府性

基金收入以国有土地使用权出让金收入为主，受政府房地产调控政策以及房地产市场本身结构性波动等因素的影响，基金收入的稳定性较差，近年来收入规模存在一定的波动，进而对南昌财政收入的稳定性产生不利影响。2013年，南昌市政府性基金收入同比大幅上涨101.44%，主要是因为2013年南昌市政府加快高新区等工业示范区的发展，工业用地出让规模大幅增加；同时南昌市政府加强市区（县）联动建设，加强红谷滩CBD和周边区（县）的基础设施建设和连通，使得经营性用地出让规模和价格大幅上升，因此当年的基金收入规模和占比均大幅上升。

转移性收入是南昌市地方财力的重要组成部分，2012～2014年，转移性收入在财政本年收入中的占比分别为25.48%、18.84%和19.15%，南昌市财政对上级政府转移支付的依赖程度较小。

2012～2014年，南昌市市本级财政本年收入在全市的占比分别为43.20%、44.05%和49.19%。市本级财政本年收入仍以地方财政收入为主，2012～2014年市本级地方财政收入在财政本年收入中的占比分别为88.29%、97.01%和91.45%。同时，2013年以来，市本级地方财政收入对政府性基金收入的依赖程度大幅增加。

总体来看，南昌市地方财政收入保持快速上升态势，财政实力不断增强；随着产业规模的壮大、经济效益的提高，南昌市未来财税收入仍将保持较快增长。基金收入主要为土地出让收入，易受宏观环境及国家政策影响未来具有不确定性。

财政支出及政府债务

南昌市财政支出规模增长较快；随着城市建设规模的扩大，南昌市政府负有偿还责任债务规模较高，政府债务负担很重

由于加大对教育、社会保险和基础设施建设等民生投入，近年来南昌市地方财政支出持续增长；与地方财政支出相比，近三年转移性支出增长幅度较小。2012～2014年，南昌市一般预算支出年均复合增长率为16.94%。一般预算支出结构中，刚性支出中用于教育方面的支出占比较大且规模逐年大幅增加。

表 4　2012～2014 年南昌市一般预算支出中刚性支出（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
狭义刚性支出[2]	**216.10**	**45.67**	**192.79**	**45.97**	**164.11**	**47.43**
社会保障和就业	46.37	9.80	44.63	10.64	37.77	10.92
医疗卫生	46.04	9.73	37.45	8.93	31.03	8.97
教育	81.40	17.20	73.43	17.51	63.32	18.30
一般公共服务	42.29	8.94	37.28	8.89	31.98	9.24
广义刚性支出[3]	**257.76**	**54.48**	**230.39**	**54.94**	**209.81**	**60.64**
一般预算支出	**473.16**	**100.00**	**419.37**	**100.00**	**345.99**	**100.00**

数据来源：根据南昌市财政局提供资料整理

公司未提供 2014 年末南昌市全市及市本级地方政府债务数据。截至 2013 年末，南昌市政府负有偿还责任的债务余额 657.52 亿元，负有担保责任的债务余额 93.19 亿元，可能承担一定救助责任的债务余额 170.18 亿元，负有偿还责任债务规模较高，政府债务负担很重。

预计未来 1～2 年内，随着地方基础设施建设的大规模展开，南昌市地方政府债务存在进一步增长的需要，但实际的债务规模变化也将受到信贷环境较大的影响。

经营与政府支持

公司收入和利润主要来源于项目开发经营业务和融资代建业务；车辆通行、管片和混凝土等多元化业务发展对公司营业收入形成有益补充

公司作为南昌市重要的城市基础设施投融资建设主体，主要从事南昌市城市基础设施建设、土地出让、房地产开发、高速公路收费、物业管理和房屋出租等业务。2013 年以来，受公司调整融资代建业务会计核算方式的影响，公司营业收入和利润均大幅增加。

项目开发经营和融资代建业务是公司营业收入和利润的主要来源。其中，项目开发经营业务主要包括一级土地开发、房地产销售业务和部分承建施工业务收入，近年来受项目进度和政府支付进度的影响，收入规模略有波动。融资代建业务主要来自于公司本部及子公司承建的市政基础设施建设业务。2013 年以来，由于公司调整融资代建业务的会计核算方式，将原来直接将代建收益确认为收入的方式，调整为按实际收入和成本入账，从而使该项业务收入规模大幅增加。

[2] 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。
[3] 广义刚性支出包括除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中的外交、国防、公共安全、科学技术、文化与传媒和环境保护，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和资源勘探电力信息事务等科目。

表 5　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司营业收入和利润情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1～3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
项目开发经营	0.45	13.02	3.85	12.59	3.97	13.04	2.15	45.01
车辆通行	0.17	4.87	0.91	2.99	0.67	2.22	0.97	20.25
融资代建	2.60	75.23	23.96	78.44	23.82	78.35	0.35	7.42
混凝土	0.13	3.80	0.71	2.34	0.82	2.69	0.47	9.81
管片	0.05	1.56	0.43	1.41	0.70	2.29	0.74	15.59
其他	0.05	1.53	0.68	2.24	0.43	1.42	0.09	1.91
主营业务收入	-	-	-	-	-	-	**4.77**	**100.00**
营业收入	**3.46**	**100.00**	**30.55**	**100.00**	**30.40**	**100.00**	-	-
项目开发经营	0.05	12.56	0.56	14.88	0.59	17.37	0.54	33.18
车辆通行	0.05	12.52	0.45	12.05	0.29	8.60	0.41	25.50
融资代建	0.21	52.31	1.87	49.77	1.86	54.52	0.35	21.75
混凝土	0.03	6.87	0.12	3.12	0.08	2.35	0.07	4.16
管片	0.02	3.90	0.10	2.77	0.20	5.84	0.18	10.96
其他	0.05	11.84	0.65	17.41	0.39	11.32	0.07	4.45
主营业务毛利润	-	-	-	-	-	-	**1.63**	**100.00**
毛利润	**0.40**	**100.00**	**3.75**	**100.00**	**3.40**	**100.00**	-	-
项目开发经营		11.12		14.51		14.91		25.16
车辆通行		29.59		49.47		43.42		42.97
融资代建		8.01		7.79		7.79		100.00
混凝土		20.84		16.38		9.80		14.48
管片		28.84		24.23		28.58		24.00
其他		89.33		95.53		89.46		79.44
主营业务毛利率		-		-		-		**34.13**
毛利率		**11.52**		**12.28**		**11.19**		-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司车辆通行收入主要来自于子公司南昌高速公路有限公司（以下简称“南昌高速”）西外环高速公路的通行费收入，近年来基本保持稳定。西外环高速公路为收费还贷高速公路，收费年限自 2007 年至 2027 年，共计 20 年。收取的车辆通行费全部纳入南昌市财政专户，并按公里数返还至公司。管片收入主要来自于子公司南昌城建构件有限公司（以下简称“城建构件”），城建构件作为专门为南昌市地铁建设而成立的配套公司，生产的管片主要用于南昌市地铁管网的构建。混凝土收入主要来自于下属全资子公司江西久隆混凝土有限公司，近年来收入规模持续增长。

公司其他业务主要包含物业费、管理费、租金收入、朝阳新城地下通信管道工程的管网收入和其他业务收入，占公司营业收入比例较

小。车辆通行、管片和混凝土等多元化业务发展对公司营业收入形成有益补充。

2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 3.46 亿元，同比大幅增长 309.83%，主要是因为公司 2014 年融资代建项目收入于年底核算，2014 年 1～3 月未实现融资代建收入。2015 年 1～3 月，公司实现融资代建收入 2.60 亿元，占营业收入的 75.23%。

近年来，公司主营业务毛利率有所波动。2013 年，由于公司调整融资代建业务会计核算方式，按实际收入及成本入账，使得公司该业务毛利率大幅下降，从而使公司当年综合毛利率有所下降。

综合来看，公司营业收入和利润主要来自于项目开发经营收入和融资代建业务。随着公司在建项目的逐步完工，预计未来公司融资代建收入将有所增加。

● 项目开发经营业务

公司项目开发经营收入主要包括一级土地开发和房地产销售业务，2013 年以来由于南昌市将土地一级整理出让职能统一划归到南昌市土地储备中心，公司不再确认一级土地开发业务收入

项目开发经营业务主要包括一级土地开发、房地产销售业务和部分承建施工收入，其中土地一级开发业务为 2010 年公司新增业务。根据南昌市政府办公厅洪府厅字【2009】561 号文件，公司对朝阳洲片区土地进行综合整理开发，土地整理开发成本由公司自筹资金承担，待土地整理开发完后，土地通过土地储备中心公开出让，出让收益按 40%的比例返还公司，该部分净收益记为收入，毛利率为 100%。2011～2012 年公司分别实现土地一级开发收入 2.02 亿元和 0.25 亿元。2012 年，受土地市场、宏观环境和政府出让计划的影响，公司土地出让收入有所减少。2013 年以来，由于南昌市将土地一级整理出让职能统一划归到南昌市土地储备中心，公司不再实现土地出让收入。

公司房地产销售主要以商品房开发和经济适用房开发为主，2012～2014 年及 2015 年 1～3 月，公司分别实现房地产销售收入 0.62 亿元、1.45 亿元、0.56 亿元和 0.01 亿元。2013 年，受公司商品房项目集中销售的影响，公司房地产销售收入大幅增加；2014 年以来，由于前期销售的经济适用房项目已基本销售完毕，从而导致房地产销售收入有所下降。此外，项目开发经营业务中还包括部分承建施工收入，主要来自于公司子公司南昌城建实业发展有限公司，2012～2014 年，公司分别实现城建施工收入 1.27 亿元、2.51 亿元和 3.28 亿元，收入规模逐年增加。

● 融资代建业务

受工程核算和政府支付进度的影响，公司融资代建业务收入规模有所波动；公司作为南昌市重要的基础设施建设主体，为南昌市基础设施建设筹集了大量的资金，并承担了全市大量重点项目建设；公司在建项目较多，未来面临一定的资本支出压力

融资代建业务为2011年新增业务，主要来源于公司及子公司承建的市政基础设施建设业务。

公司根据市政府的安排承担南昌市部分重点市政基础设施的建设业务，项目资本金由财政资金先行拨付，公司负责筹集垫付剩余资金；项目建成后，再由南昌市政府安排财政资金支付公司垫付的工程费用，并按项目投资概算支付公司一定比例的融资代建费（一般为8%左右）。2012年以前，由于公司以净收益记做收入，因此融资代建收入毛利率为100%。2011年以来，公司相继确认昌东大道二期、艾溪湖大桥、青山湖南大道二期等项目的融资代建收入。

表6　截至2015年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	已完成投资额
1	南昌市绕城高速公路南外环建设工程	710,955	126,665
2	港口大道（昌九大道）工程	321,640	124,830
3	九洲高架工程	250,720	156,447
4	沿江北大道快速路工程	240,000	684
5	利字街棚户区改造工程	220,476	188,807
6	九州大街下穿象湖隧道工程	196,684	147,592
7	朝阳新城路网（朝阳片区）工程	184,590	176,590
8	沿江中南大道快速路工程	145,000	119,679
9	赣江东岸防洪堤南延（沿江中南大道南延）工程	120,000	900
10	其他在建项目	262,317	36,032
合计	-	**2,652,384**	**1,078,225**

数据来源：根据公司提供资料整理

截至2015年3月末，公司共承担在建项目15项，计划总投资额约265.24亿元，已完成投资额为107.82亿元，占计划总投资额的40.65%。在建项目中，南昌市绕城高速公路南外环建设工程项目是江西省规划的南昌市绕城高速公路的闭合段之一，该项目的建设对完善南昌市环城高速网功能、缓解东西过境交通压力、方便城市车辆快捷出城上下高速，构建南昌市现代综合交通运输枢纽，助推南昌打造核心增长极均具有十分重要的意义，总投资约71.10亿元，该工程项目于2014年6月动工，截至2015年3月末，已完成项目计划投资17.82%；

另外，利字街棚户区改造项目是南昌市政府重点工程，总投资为 22 亿元，该项目已完成计划投资的 85.64%。

截至 2015 年 3 月末，公司拟建项目 3 个，拟建项目预计总投资额 9.90 亿元。

总体而言，公司承担了大量的路、桥、管网以及旧城改造建设，在完善城市建设、提高民生质量、促进经济社会发展等方面都起到重要的作用。公司为南昌市基础设施建设筹集了大量的资金，并承担了南昌市大量重点项目建设，未来面临一定的资本支出压力。

● 政府支持

公司得到南昌市政府在资产注入、财政补贴等方面的有力支持

公司作为南昌市重要的城市基础设施建设的主体，自成立以来就承担南昌市重大项目的投融资建设任务。截至 2014 年末，南昌市重点支持南昌城投、南昌市政公用投资控股（集团）有限责任公司（以下简称“市政控股”）、南昌市轨道交通有限公司（以下简称“轨道公司”）和南昌水利投资发展有限公司（以下简称“南昌水投”）四大基础设施建设主体的发展。在资产和业务规模上看，市政控股最大，公司位居第二位。从业务分类上看，四大基础设施建设主体在南昌市基础设施建设上各有分工：市政控股主要从事南昌市供水、污水处理、供气、公共交通以及市政工程等项目；轨道公司于 2008 年 10 月成立，以城市轨道交通建设为经营主业；南昌水投主要负责水利基础设施领域；公司主要承接南昌市基础设施建设项目，负责的工程大多数是省市重点建设项目。由于四大融资主体在市政业务上基本不存在重叠，并不形成相互竞争态势。

南昌市政府重视基础设施建设主体在城市基础设施建设中的重要作用，从资产划拨、财政补贴等方面给予公司大力支持。

在资产注入方面，2007 年以来，南昌市政府先后将西外环高速公路资产和朝阳洲片区及广州路土地总面积为 224.38 万平方米、评估值 133.65 亿元土地资产注入公司。2011 年，根据南昌市人民政府洪府厅字【2010】357 号文件将原市检察院阳明路用地的建筑面积为 1,987.88 平方米的国有房屋产权以及面积为1,110.65 平方米的国有土地使用权无偿划拨给公司。2013 年，根据洪府厅抄字【2013】47 号抄告单，南昌市政府将部分国有房屋资产以作价出资的方式注入全资子公司南昌市金城国有资产运营有限责任公司，注入资产价值 22.38 亿元。

在财政补贴方面，公司承担了市政基础设施、公用设施及民生工程项目的建设，得到财政补贴。2012～2014 年，公司分别收到财政补贴 2.23 亿元、1.52 亿元和 1.53 亿元。

总体来看，公司作为南昌市重要的基础设施建设主体，得到了南昌市政府的大力支持。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

南昌城投是经江西省人民政府批准，于 2002 年 8 月注册成立的国有独资公司。截至 2015 年 3 月末，公司注册资本为 17.10 亿元人民币，南昌市国资委持有公司 100%股权，公司实际控制人为南昌市人民政府。

公司不设股东会，由出资人授权公司董事会行使股东会的职权，决定公司的重大事项，公司受南昌市国资委的领导和监督。同时公司设立董事会、监事会和经理层的法人治理结构。决策层、监督层、经营管理层按照工作规则各司其职，各负其责。董事会处于决策的核心地位；监事会处于监督评价的核心地位；公司经理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行者。目前，公司共下设综合部、财务部和投资发展部等 8 个部门。

公司业务以市政项目建设、道路施工及管网铺设等业务为主，资金流动规模较大，为规范资金使用、防范风险，公司采取计划申报、集中管理、统一调度、先批后用、统筹安排、权责分明的原则，建立资金使用计划申报制度，合理安排和使用资金，为各工程项目所需资金提供保障。

战略与管理

根据公司发展规划，公司将整合市政府管理的经营性和准经营性城市资源，不断提高公司规模、增强业务实力，以达到大规模融资建设和产业化经营的目的，充分发挥市政建设职能。

公司积极加强与政府部门的沟通，争取市政建设中资金安排已落实、经济效益较好的重点建设项目，强化公司的市政建设的职能。公司现有融资渠道主要包括财政投资、银行贷款及 BT 融资，目前还不能满足公司发展需求。公司将借鉴发达地区城建资金融资方式，积极开发融资产品，为筹集城建资金服务。在以城市基础设施建设为公司主业的基础上，公司将通过各级子公司的多层次投资建立集团化发展构架，形成多元化产业经营体系。

抗风险能力

公司作为南昌市重要的城市基础设施投融资建设主体，在南昌城市建设中具有重要地位，得到南昌市政府从资产划拨和财政补贴等方面的大力支持。公司发展立足于南昌市城市发展规划，通过整合城市资源，不断强化其市政建设职能，并通过多层次的集团化发展架构，形成经营多元化。同时，公司建立了较为完善的内部控制体系，形成一系列建设项目管理、财务控制等制度，有效确保公司经营发展目标的实现。因此，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2012～2014 年及 2015 年 1～3 月的财务报表，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012～2014 年的财务报表分别进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。公司 2012 年的财务报表按照旧会计准则编制，2015 年 1～3 月的财务报表未经审计。

资产质量

随着基础设施项目建设规模的扩大，公司资产规模持续大幅增长；近年来，公司其他应收款增幅较快，主要为应收南昌市土储中心及南昌市财政局的往来款，公司面临的资金占用压力较大；公司资产受限程度较高

随着承建基础设施建设项目的推进，公司资产规模持续大幅增长，2012～2014 年末，总资产的年均复合增长率为 65.31%。近年来，公司保持了以流动资产为主的资产结构，流动资产在公司总资产中占比均超过 80%。

表 7　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 3 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	40.80	8.67	44.66	9.82	46.19	12.71	16.63	6.05
其他应收款	132.40	28.15	119.55	26.30	74.80	20.57	52.86	19.22
存货	210.92	44.85	195.64	43.03	178.79	49.18	166.33	60.48
其他流动资产	13.88	2.95	22.32	4.91	1.80	0.50	-	-
流动资产合计	**409.06**	**86.97**	**393.31**	**86.51**	**305.11**	**83.92**	**239.92**	**87.24**
可供出售金融资产	2.38	0.51	2.38	0.52	-	-	-	-
长期股权投资	7.92	1.68	7.92	1.74	9.16	2.52	9.27	3.37
投资性房地产	25.35	5.39	25.31	5.57	26.19	7.20	-	-
固定资产	18.25	3.88	18.34	4.03	17.99	4.95	21.07	7.66
其他非流动资产	6.50	1.38	6.50	1.43	3.50	0.96	-	-
非流动资产合计	**61.26**	**13.03**	**61.32**	**13.49**	**58.46**	**16.08**	**-**	**-**
总资产	**470.32**	**100.00**	**454.63**	**100.00**	**363.57**	**100.00**	**275.02**	**100.00**

公司流动资产主要以其他应收款和存货为主，2014 年末，两者合计在流动资产中的占比为 80.14%。公司其他应收款近年来增长较快，主要为应收南昌市土地储备中心和南昌市财政局的棚户区改造款项、项目工程款及往来款，2014 年末应收两者款项合计占其他应收款的 88.17%，其中账龄在 1 年以内的占比 59.31%。2014 年末，公司其他应收款同比大幅增加 59.81%，主要是由于南昌市土地储备中心往来款的增加，对公司资金占用的规模较大。

存货主要为政府无偿划拨的土地使用权和承建项目的开发成本，

近年来，受建设项目建设投入及相关费用增加的影响，公司存货持续增加。2014 年末，公司新增存货包含 4.4 亿自制半成品及在产品主要为九州高架、象湖隧道等在建项目的开发成本。另外，公司流动资产还包括部分货币资金和其他流动资产。公司货币资金主要为银行存款，2013 年末，公司货币资金大幅增加，主要是因为借款增加及收到财政拨款；2014 年末，公司受限货币资金占比为 0.07%。2014 年末，公司其他流动资产同比大幅增加 20.52 亿，主要为公司子公司南昌城投资产管理有限公司购买的 7 亿元信托产品及公司投资的理财产品[4]共计 14.82 亿，其中信托产品为由中江国际信托股份有限公司设立的“中江国际—金象系列 43 期南昌城市城镇化建设投资集合资金信托计划”信托产品。

非流动资产在公司总资产中占比较小。公司长期投资全部为长期股权投资，2014 年末，受会计政策变动影响，公司将持有的南昌银行股份有限公司和南昌洪银资产经营管理有限责任公司的投资合计 2.38 亿元由长期股权投资科目调整至可供出售金融资产科目，使得两科目余额发生相应变动。公司投资性房地产为部分房屋建筑物和土地使用权，近年来整体规模变动不大；固定资产主要为房屋建筑物及部分机器设备、运输工具等，2014 年末受在建工程转增影响，规模略有增加。同期，公司新增 3.00 亿元其他非流动资产，为公司新购买的 2 年期理财产品。

2014 年末，公司用于抵押的资产主要为土地使用权，抵押土地账面价值合计 174.74 亿元，抵押资产占总资产的比重为 38.44%,公司资产受限程度较高；用于质押资产主要为子公司南昌高速公路有限责任公司西外环高速公路收费权、南昌市棚户区改造一期工程项目所有权与收益、光大银行 3 亿元定期存单。

总体来看，随着公司基础设施建设规模的扩大，公司资产规模持续大幅增加；同时以应收南昌市土储中心和南昌市财政局往来款为主的其他应收款大幅增加，公司面临的资金占用压力较大。

资本结构

近年来，公司负债规模大幅提高，资产负债率相应增长较快；其中有息负债规模大幅增加，债务负担加重

近年来，随着承担基础设施建设项目的不断推进，公司对外融资有所增加，使得公司负债规模大幅增加，2012～2014 年末，公司负债总额年均复合增长率为 66.87%。公司负债以非流动负债为主。

公司流动负债以短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债为主。近年来公司短期借款规模有所波动，2014 年末，短期借款中抵押借款 0.12 亿元，主要是子公司南昌城建构件公司以其土地使用权进行抵押；保证借款 0.51 亿元、信用借款 11.63 亿元。公司应付账款主

[4] 理财产品为企业购买的银行短期理财产品。

要为应付建设单位工程款，2012～2014 年末及 2015 年 3 月末，应付账款余额分别为 0.70 亿元、12.68 亿元、16.58 亿元和 16.77 亿元。2014 年末，公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。

表 8　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司负债构成情况(单位：亿元、%)

项目	2015 年 3 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	55.38	19.68	50.71	19.05	79.57	44.94	26.06	22.94
长期负债合计	-	-	-	-	-	-	87.55	77.06
非流动负债合计	226.06	80.32	215.55	80.95	97.48	55.06	-	-
负债总额	**281.44**	**100.00**	**266.26**	**100.00**	**177.05**	**100.00**	**113.61**	**100.00**
短期有息负债	23.20	8.24	22.83	8.58	50.28	28.40	12.33	10.85
长期有息负债	202.82	72.07	193.42	72.64	90.65	51.20	85.33	75.11
总有息债务	**226.02**	**80.31**	**216.25**	**81.22**	**140.94**	**79.60**	**97.66**	**85.96**
其中：短期借款	11.81	4.20	11.63	4.37	24.98	14.11	6.83	6.01
应付票据	0.04	0.01	0.05	0.02	0.05	0.03	0.05	0.04
一年内到期的长期负债	-	-	-	-	-	-	5.45	4.80
一年内到期的非流动负债	11.35	4.03	11.15	4.19	25.25	14.26	-	-
长期借款	156.76	55.70	145.44	54.62	47.92	27.07	57.60	50.70
应付债券	46.07	16.37	46.87	17.60	26.20	14.80	12.50	11.00
长期应付款（付息项）	-	-	1.11	0.39	16.53	9.34	15.23	13.34
资产负债率		**59.84**		**58.57**		**48.70**		**41.31**

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。，2014 年以来，公司长期借款受融资规模扩大影响而大幅增加。2014 年末，长期借款中质押借款 61.96 亿元、抵押借款 50.72 亿元、保证借款 5.99 亿元、信用借款 26.77 亿元。2014 年以来，公司长期借款规模及占比均大幅增加，其中质押借款增加 56.20 亿元，主要是因为增加以南昌市棚户区改造一期工程项目所有权与收益为质押物的国家开发银行贷款 48.11 亿元；抵押借款增加 33.02 亿元，主要是因为公司南昌市棚户区改造工程、南昌市绕城高速公路南外环建设工程、九洲高架工程等主要在建工程的推进。公司应付债券为 2010 年发行的 12 亿元公司债券、2013 年发行的 13 亿元公司债券及 2014 年新发行的 20 亿元中期票据及应付利息。公司长期应付款主要为应付南昌市财政局的项目拨款。

公司有息债务规模较大，且主要以长期有息债务为主。2012～2014 年末及 2015 年 3 月末，长期有息债务在总有息债务中的占比分别为 87.38%、64.32%、89.44%和 89.74%。根据公司债务偿付安排，由于公

司有息债务多为长期项目贷款，短期有息债务偿付压力不大。同时，2014 年以来，公司资产负债率大幅提升，债务负担有所加重。

表 9　截至 2015 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	23.20	27.76	16.88	19.66	35.97	103.17	**226.02**
占比	10.26	12.28	7.47	8.70	15.91	45.65	**100.00**

2012～2014 年末及 2015 年 3 月末，公司流动比率分别为 9.21 倍、3.83 倍、7.76 倍和 7.39 倍，速动比率分别为 2.82 倍、1.59 倍和 3.90 倍和 3.58 倍；2013 年，受公司短期有息债务大幅增加的影响，流动比率和速动比率均大幅下降，使得流动资产对流动负债的覆盖程度降低；公司流动资产对流动负债的整体覆盖程度较好。同期，公司长期资产适合率分别为 709.27%、485.82%、658.67%和 677.32%，长期资本对长期资产的覆盖程度很好。

2012～2014 年末及 2015 年 3 月末，公司所有者权益合计分别为 161.41 亿元、186.53 亿元、188.37 亿元和 188.87 亿元。2013 年末，公司所有者权益合计大幅增加 25.11 亿元，主要是根据洪府厅抄字【2013】47 号抄告单，南昌市政府将部分国有房屋资产以作价出资的方式注入公司子公司南昌市金城国有资产运营有限责任公司，使得公司资本公积大幅增加。

截至 2015 年 3 月末，公司对外担保余额合计 3.05 亿元，担保比率为 1.61%，全部为对南昌高新区创业投资有限公司提供的信用担保。

预计未来，随着公司承担基础设施建设项目的不断推进，公司负债水平将进一步提高，债务负担相应加大。

盈利能力

受房产销售及土地开发业务影响，公司的主营业务收入和利润呈现一定的波动性

公司营业收入和利润主要来自于以房地产销售和一级土地开发为主的项目开发经营收入，由于公司房地产销售业务以经济适用房为主，同时土地一级开发业务受土地市场和政府出让计划的影响存在一定不确定性，因此公司项目开发经营业务收入和利润情况存在一定波动。公司融资代建业务收入规模受政府支付进度的影响，近年来收入较不稳定。2013 年以来，受公司调整融资代建业务会计核算方式的影响，公司主营业务整体盈利水平有所下降。

公司期间费用主要以管理费用和财务费用为主，公司财务费用主要以利息支出为主，受有息负债规模较大影响，公司利息支出负担较重。2014 年，公司营业利润有所下降，主要是因为按公允价值计量的投资性房地产价值有所下降。因公司承担的市政基础设施、公用设施及民生工程项目，南昌市政府给予公司一定的财政补贴，成为公司利

润的重要补充。

表 10　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司收入及盈利指标（单位：万元、%）

项目	2015 年 1～3 月	2014 年	2013 年	2012 年
主营业务收入	-	-	-	47,671
营业收入	34,550	305,476	304,004	-
主营业务毛利率	-	-	-	34.13
毛利率	11.52	12.28	11.19	-
管理费用	2,090	9,656	8,274	5,509
财务费用	788	5,463	8,030	10,436
营业利润	1,711	18,271	34,895	651
补贴收入	-	15,340	15,212	22,254
利润总额	1,715	33,868	49,865	22,495
净利润	1,715	29,932	39,827	16,156
总资产报酬率	-	0.96	1.65	1.22
净资产收益率	0.09	1.59	2.14	1.03

总体来看，公司营业收入和利润主要来自于项目开发经营收入及融资代建业务，政府补贴成为公司利润的重要补充。

现金流

受往来款变动的影响，公司经营性净现金流有所波动，对债务的保障能力不稳定；公司项目投资的资金需求主要通过筹资性现金流来满足

由于与南昌市财政局之间的往来款变动较大，公司近年来经营性净现金流波动较大，对债务的保障能力不稳定。2014 年，公司经营性净现金流大幅为负，主要是由于公司负责为南昌市棚户区改造项目进行融资，资金借予南昌市土储中心为项目资金的实际使用方，项目相关的银行借款流入计入到筹资活动现金流入中借款所收到的现金科目，同比增加 100.34 亿元，而资金流出计入到支付其他与经营活动有关的现金科目 91.00 亿元，资金的流入和流出在账务处理科目方面不匹配，导致 2014 年经营性净现金流出大幅增加，从而使当年经营性净现金流对债务的保障相应下降。

近年来由于投资建设项目较多，公司投资性净现金流均为净流出。2014 年，公司投资性现金流净流出同比大幅增加 171.60%，主要是因为公司购买银行短期理财产品的增加。公司主要通过债务融资等满足项目开发需要。2013 年，公司成功发行 13 亿元公司债券，筹资性净现金流大幅增加；2014 年，公司成功发行 20 亿中期票据，同时南昌市棚户区改造项目借款 48.11 亿元，资金流入及流出的入账科目未能匹配，导致现金流 2014 年筹资性净现金流入大幅增加。

表 11　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2015 年 1～3 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流	-7.07	-59.93	4.26	4.31
投资性净现金流	8.43	-24.39	-8.98	-1.93
筹资性净现金流	-1.18	82.79	34.29	3.55
经营性净现金流/流动负债（%）	-13.33	-92.00	8.08	19.24
经营性净现金流/总负债（%）	-2.58	-27.04	2.93	3.92
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	0.45	0.74	0.67
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	-5.54	0.49	0.72

总体来看，公司经营性净现金流有所波动，对债务的保障能力不稳定。公司作为南昌市重要的城市基础设施建设主体之一，投资项目较多，使得投资性现金流均为净流出，公司主要通过债务融资来满足其项目资金的需要。

偿债能力

近年来随着公司承建项目的不断推进，公司负债规模不断增加，资产负债率有所增加。公司的营业收入和利润主要来自于项目开发经营业务和融资代建业务；同时受公司往来款变动的影响，公司经营性净现金流有所波动，对债务的保障能力不稳定。但是，公司作为南昌市重要的基础设施建设主体之一，承担了市内大量重点项目的建设工作，得到了南昌市政府在资产注入、财政补贴和偿债资金安排等方面的大力支持。因此，公司具有很强的偿债能力。

债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至 2015 年 6 月 9 日，公司已结清贷款中有 4 笔不良贷款。根据中国银行南昌市叠山路支行提供的说明，公司 4 笔不良贷款均发生于 2004 年，由于南昌市财政未及时向公司注入还款资金，同时公司申请的贷款展期未及时得到批复，造成公司贷款逾期，后已正常归还。

截至本报告发布日，公司曾于公开市场发行债券三次，分别为 2010 年发行的 12 亿元 7 年期公司债券（简称“10 南昌城投债/10 南昌债”），2013 年发行的 13 亿元 7 年期公司债券（简称“13 南昌城投债/13 南城投”），和 2014 年发行的 20 亿元 5 年期中期票据（简称“14 南昌城投 MTN001”）。公司发行债券均尚未到兑付本金日，已到期利息均按期支付。其中，“10 南昌城投债/10 南昌债”设置第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，根据公司发布公告，该期债券回售金额为 0，债券存续期后 2 年票面年利率维持 6.13%并固定不变。

结论

近年来南昌市地区经济快速发展，主要经济指标在江西省位居首位，但与周边省会城市相比还处于相对落后的位置。南昌市地方财政收入保持快速增长，总体财政实力较强。公司是南昌市基础设施建设的四大主体之一，承担了南昌市重点基建项目建设，在南昌市城市建设和经济社会发展中起到重要作用，得到市政府在资产注入、财政补贴等方面的有力支持。同时，公司承担大量基础设施项目，未来面临一定资本支出压力；公司有息债务规模仍较大，利息负担较重。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。预计未来 1～2 年，公司作为南昌市重要的基础设施投融资建设主体的地位不会改变，将继续在南昌市城市建设领域发挥重要作用。因此，大公对南昌城投的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对南昌城市建设投资发展有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

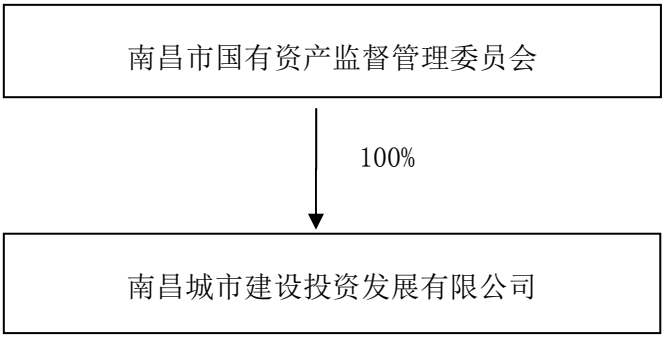
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

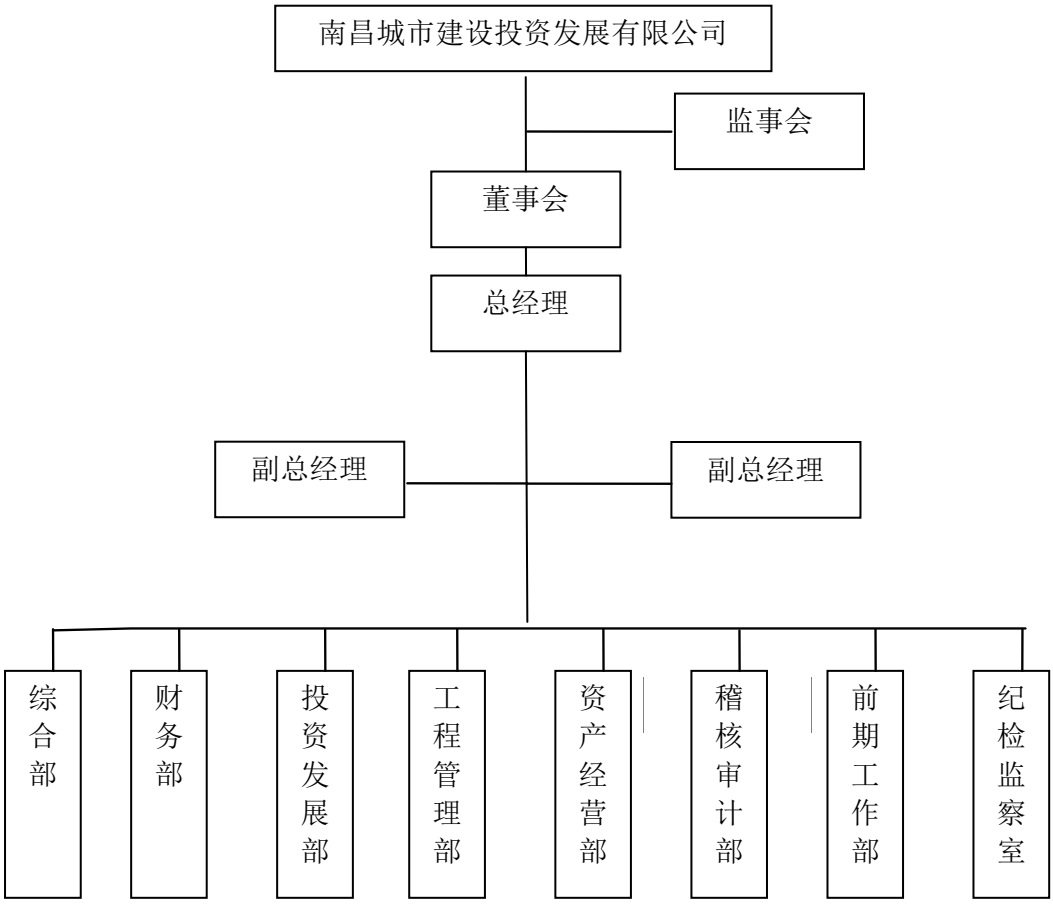
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2015 年 3 月末南昌城市建设投资发展有限公司股权结构图



附件 2　截至 2015 年 3 月末南昌城市建设投资发展有限公司组织结构图



附件3 截至2015年3月末南昌城市建设投资发展有限公司纳入合并范围的子公司情况

序号	企业全称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	南昌城投置业有限公司	2,000	100.00
2	南昌新兴物业管理有限公司	300	100.00
3	南昌城投基础设施开发有限公司	800	100.00
4	南昌高速公路有限公司	5,000	100.00
5	南昌城投资产管理有限公司	5,000	100.00
6	南昌城投纵达工程项目管理有限公司	1,000	100.00
7	南昌城投管网工程有限公司	100	51.00
8	南昌城建构件有限公司	3,200	60.00
9	南昌城建公路工程有限公司	3,000	65.00
10	南昌城建置业有限公司	1,000	100.00
11	南昌城建桥梁工程有限公司	2,000	80.00
12	南昌城建混凝土有限公司 （原名江西久隆混凝土有限公司）	1,000	100.00
13	南昌城建实业发展有限公司	5,100	100.00
14	南昌融泽房地产开发有限责任公司	800	100.00
15	南昌市金城国有资产运营有限责任公司	500	100.00

附件 4　　南昌城市建设投资发展有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	新准则			旧准则
	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	407,966	446,590	461,920	166,328
其他应收款	1,323,995	1,195,460	748,048	528,602
存货	2,109,188	1,956,434	1,787,893	1,663,349
流动资产合计	4,090,564	3,933,095	3,051,124	2,399,235
长期投资	79,190	79,190	91,568	127,659
固定资产	182,509	183,440	179,865	210,687
在建工程	3,447	3,447	11,136	11,577
非流动资产合计	612,608	613,238	584,588	-
总资产	4,703,173	4,546,333	3,635,713	2,750,246
占资产总额比（%）				
货币资金	8.67	9.82	12.71	6.05
其他应收款	28.15	26.30	20.57	19.22
存货	44.85	43.03	49.18	60.48
流动资产合计	86.97	86.51	83.92	87.24
长期投资	1.68	1.74	2.52	3.37
固定资产	3.88	4.03	4.95	7.66
非流动资产合计	13.03	13.49	16.08	12.76
负债类				
短期借款	118,080	116,280	249,780	68,280
其他应付款	91,370	50,186	61,083	91,966
一年内到期的长期负债	113,500	111,500	252,500	54,500
流动负债合计	553,824	507,140	795,652	260,633
长期借款	1,567,561	1,454,394	479,230	576,040
应付债券	460,658	468,705	262,006	124,965
长期应付款	197,850	197,850	186,593	174,485
长期负债合计	-	-	-	875,490
非流动负债合计	2,260,599	2,155,479	974,804	-
总有息债务	2,260,204	2,164,490	1,409,351	976,570
负债合计	2,814,423	2,662,619	1,770,455	1,136,123
占负债总额比（%）				
短期借款	4.20	4.37	14.11	6.01
其他应付款	3.25	1.88	3.45	8.09
一年内到期的长期负债	4.03	4.19	14.26	4.80

附件 4　南昌城市建设投资发展有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	新准则			旧准则
	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
流动负债合计	19.68	19.05	44.94	22.94
长期借款	55.70	54.62	27.07	50.70
应付债券	16.37	17.60	14.80	11.00
长期应付款	7.03	7.43	10.54	15.36
长期负债合计	-	-	-	77.06
非流动负债合计	80.32	80.95	55.06	-
总有息债务	80.31	81.29	79.60	85.96
权益类				
少数股东权益	3,008	3,300	3,070	1,504
实收资本（股本）	171,000	171,000	171,000	171,000
资本公积	1,550,871	1,547,840	1,547,063	1,344,849
盈余公积	10,820	10,820	9,376	9,876
未分配利润	153,051	150,754	134,748	86,894
归属于母公司所有者权益	1,885,742	1,880,414	1,862,187	1,612,619
所有者权益合计	1,888,750	1,883,714	1,865,257	1,614,123
损益类				
主营业务收入	-	-	-	47,671
营业收入	34,550	305,476	304,004	-
主营业务成本	-	-	-	31,400
营业成本	30,570	267,973	269,972	-
销售费用	15	41	84	104
管理费用	2,090	9,656	8,274	5,509
财务费用	788	5,463	8,030	10,436
营业利润	1,711	18,271	34,895	651
补贴收入	-	15,340	15,212	22,254
利润总额	1,715	33,868	49,865	22,495
净利润	1,715	29,932	39,827	16,156
占主营业务收入比[5]（%）				
主营业务成本	-	-	-	65.87
营业成本	88.48	87.72	88.81	-
销售费用	0.04	0.01	0.03	0.22
管理费用	6.05	3.16	2.72	11.56

[5] 新准则下为占营业收入比。

附件 4　南昌城市建设投资发展有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	新准则			旧准则
	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
财务费用	2.28	1.79	2.64	21.89
营业利润	4.95	5.98	11.48	1.37
利润总额	4.97	11.09	16.40	47.19
净利润	4.96	9.80	13.10	33.89
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-70,724	-599,271	42,648	43,063
投资活动产生的现金流量净额	84,275	-243,948	-89,807	-19,289
筹资活动产生的现金流量净额	-11,750	827,870	342,860	35,477
财务指标				
EBIT	-	43,465	59,872	33,456
EBITDA	-	48,992	64,128	39,950
总有息负债	2,260,204	2,162,490	1,409,351	976,570
主营业务毛利率（%）	-	-	-	34.13
毛利率（%）	11.52	12.28	11.19	-
营业利润率（%）	4.95	5.98	11.48	1.37
总资产报酬率（%）	-	0.96	1.65	1.22
净资产收益率（%）	0.09	1.59	2.14	1.03
资产负债率（%）	59.84	58.57	48.70	41.31
债务资本比率（%）	54.48	53.44	43.04	37.70
长期资产适合率（%）	677.32	658.67	485.82	709.27
流动比率（倍）	7.39	7.76	3.83	9.21
速动比率（倍）	3.58	3.90	1.59	2.82
保守速动比率（倍）	0.74	0.88	0.58	0.65
存货周转天数（天）	5,984.74	2,515.10	2,301.07	18,471.58
应收账款周转天数（天）	268.81	64.79	7.72	38.52
经营性净现金流/流动负债（%）	-13.33	-92.00	8.08	19.24
经营性净现金流/总负债（%）	-2.58	-27.04	2.93	3.92
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	-5.54	0.49	0.72
EBIT 利息保障倍数（倍）	-	0.40	0.69	0.56
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	0.45	0.74	0.67
现金比率（%）	73.70	88.10	58.07	63.82
现金回笼率（%）	79.89	51.55	87.14	137.70
担保比率（%）	1.61	1.62	2.68	2.87

附件 5　　各项指标的计算公式[6]

1. 主营业务毛利率（%）＝（1－主营业务成本/主营业务收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/主营业务收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋少数股东权益＋长期负债）/（固定资产＋长期股权投资＋无形及递延资产）× 100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的长期债务＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务 ＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益＋少数股东权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产－存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋短期投资）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋短期投资）/ 流动负债×100%

[6] 因新会计准则施行，2013 年以来的部分计算公式变动如下：
营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
长期资产适合率 ＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产
资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产） / 流动负债
现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
存货周转天数 ＝ 360/（营业成本/年初末平均存货）
应收账款周转天数 ＝ 360/（营业收入/年初末平均应收账款）
现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

18. 存货周转天数[7]= 360 /（主营业务成本 / 年初末平均存货）

19. 应收账款周转天数[8]= 360 /（主营业务收入/ 年初末平均应收账款）

20. 现金回笼率（%）= 销售商品及提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%

21. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）= 担保余额 /（所有者权益＋少数股东权益）×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

[7] 一季度取 90 天。
[8] 一季度取 90 天。

附件 6　　中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

AA 级 ：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级，**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。