

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员与受评对象亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对被评债券的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：周晓帆

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

南昌市政公用投资控股有限责任公司

2010年7亿元公司债券 2011年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余期限：74个月

债券剩余规模：7亿元

评级日期：2011年6月30日

首次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：84个月

债券规模：7亿元

评级日期：2010年6月8日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对南昌市政公用投资控股有限责任公司(以下简称“南昌市政”或“公司”)2010年8月发行的7亿元公司债券2011年跟踪评级结果为：本期公司债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级上调为AA+，评级展望维持为稳定。

主要财务指标

项 目	2010年	2009年	2008年
总资产(万元)	3,196,581.86	954,501.42	748,949.95
所有者权益(万元)	1,767,955.17	270,602.68	244,963.66
资产负债率	44.69%	71.65%	67.29%
流动比率	1.54	1.25	0.83
营业收入(万元)	302,666.02	224,847.78	174,080.35
利润总额(万元)	33,227.05	32,507.43	26,606.50
综合毛利率	24.36%	28.72%	34.64%
总资产回报率	2.75%	5.01%	4.60%
经营活动净现金流(万元)	20,056.17	8,606.87	86,107.83
EBITDA(万元)	86,941.65	70,935.27	90,216.83
EBITDA 利息保障倍数	3.66	6.99	11.55

资料来源：公司提供

基本观点：

- 南昌市近年来经济发展势头良好，城市基础设施建设步伐加快，公司所处的外部发展环境较好；
- 跟踪期内，公司水务业务收入大幅增加，随着供水价格上调和污水处理异地拓展策略的逐步实行，其水务业务有望保持稳步发展趋势；
- 跟踪期内，公交、出租和市政施工业务经营较为稳定，给公司带来较为稳定的现金流，此外公司房地产项目的集中结转也大幅提升了当年的房地产销售收入；
- 跟踪期内，南昌市政府将 2,000 亩国有土地注入公司，大幅提升了公司的资产规模和融资弹性。

关注：

- 公司近年投资项目较多，有息负债规模较大且未来有可能继续增加，存在一定的债务偿还压力。

分析师

姓名：赵军 秦斯朝

电话：0755-82872724

邮箱：zhaojun2@pyrating.cn

一、募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《关于南昌市政公用投资控股有限责任公司发行2010年公司债券核准的批复》（发改财金〔2010〕1658号）文核准，公司于2010年8月公开发行了总额为7亿元的公司债券。

截至2011年6月15日，公司募投项目进展顺利，具体情况如下表所示：

表1 公司债募投项目进展情况表（单位：万元）

募投项目名称	计划		实施进度	
	总投资	募集资金使用额度	已投资	使用募集资金
南昌市红角洲水厂一期工程	25,038	7,700	4,221.49	1,053.10
抚生佳园拆迁安置房建设项目工程	25,600	15,300	15,322.00	15,300.00
阳明路综合改造工程	19,300	11,500	19,300.00	11,500.00
合计	69,938	34,500	38,843.49	27,853.10

资料来源：公司提供

二、运营环境

2010年，南昌市经济保持稳步增长，城市基础设施建设的步伐不断加快

近年来，受劳动力价格上涨以及地价和环境承受能力的限制，东部沿海劳动密集型产业加速向中部转移，南昌市依托自身区位优势和制造业基地优势，实施大开放主战略和建设现代制造业重要基地核心战略，积极承接东部发达地区的产业转移。为此，南昌市制定《南昌市推进新型工业化、实施工业重大项目（“3010”工程）的意见》，即通过10个投资30亿元以上、30个投资10亿元以上的重大工业项目，优化工业产业结构，以工业的崛起带动南昌的崛起。

2010年南昌市经济取得快速发展，当年实现地区生产总值2,207.11亿元，按可比价格计算，比上年增长14.0%。财政总收入322.34亿元，按同口径计算，比上年增长29.0%。其中，地方财政一般预算收入146.46亿元，增长26.4%。从收入完成情况看，完成增值税11.00亿元，增长20.9%；营业税54.26亿元，增长20.7%；企业所得税12.52亿元，增长15.0%。2010年地方财政一般预算支出232.16亿元，比上年增长27.7%。城镇居民人均可支配收入18,276元，增长10.9%。三次产业投资比例由上年的0.8:44.8:54.4调整为1.2:40.6:58.2。

从南昌市城市规划看，为了更好地发挥南昌在江西省经济社会发展中的带头作用，中共南昌市委九届五次全体（扩大）会议通过了《中共南昌市委关于进一步加强城市规划建设管理工作的决定》，南昌市将继续加大基础设施投资，推进昌北国际机场扩建、昌九城际铁路、城市轨道交通、旧城改造、新区建设等项目，预计到 2020 年，建成区面积从目前的 210 平方公里达到 350 平方公里，城区人口将达到 350 万，以加快实现南昌“中国重要的交通枢纽城市，全国历史文化名城，国家承东启西重要的经济中心城市，具有特色魅力的旅游集散中心城市，走向国际的现代花园城市”功能定位。

2010 年，国内供水和污水处理行业收入继续增长，行业发展前景较好

2010 年，国内水务行业政策方面主要是围绕着“最严格水资源管理制度”而推出，一方面强调对于水资源的保护、合理开发利用；另一方面提高污水的处理标准、用于再回收利用，从而在有限的资源条件下，满足日益增长的经济生活对于水资源的需求。因此，从未来看，节水、以及污水处理回用等行业未来仍有较大的成长空间。

2010 年，我国供水行业实现收入 794.30 亿元，同比增加 16.40%，毛利率为 23.95%；2011 年 1 季度实现收入 122.18 亿元，同比增加 0.66%，毛利率为 20.05%。由于我国供水能力的持续提高，供水行业收入稳步增加，毛利率基本稳定在 20% 到 25% 之间，呈现出一定的季节性。2010 年，我国污水处理行业实现收入 129.75 亿元，同比增加 39.27%，毛利率为 18.84%；2011 年 1 季度实现收入 19.66 亿元，同比增加 18.93%，毛利率为 14.95%。污水处理业务收入的季节性较明显，每年从一到四季度收入水平逐步递增（除 2008 年四季度收到金融危机小幅影响之外）。2007 年以来，受益于污水厂产能负荷率的提高以及污水处理费的上涨，污水处理行业收入持续增加，并保持了较快的增速，毛利率也有小幅提升，自 2008 年以来平均处于 18% 的水平。

整体上来看，我国自来水供给能力产能不断增加，负荷率下降。从 1998 年起，我国城市供水能力稳步增长（2007 年除外），截至 2009 年底城市日供水能力为 2.70 亿吨，2010 年将达 2.77 亿吨。由于产能增加速度超过需求增加的速度，导致自来水产能的总体负荷率逐年下降，截至 2009 年底负荷率为 50.73%，2010 年负荷率将进一步下降至 49.93%。截至 2010 年底，全国共建成污水处理厂 2832 家，年末日处理能力 1.25 亿吨，较上年增加 17.92%。全年各季度投产先增后减，而在建产能的规模随着我国主要城市污水处理设施的建设完成有所放缓。从区域来看，未来新建污水处理设施将主要在卫星城镇。自 2000 年 7 月至今，我国污水处理费一直保持上涨趋势。截至 2010 年 10 月份，处理单价为 0.79 元每吨。“十

二五”期间，随着各类污水处理标准的提高，处理成本的增加将进一步推升污水处理收费标准。

2010 年以来，国家陆续出台了多项房地产调控政策且力度不断加大，行业短期发展局势不明朗

近年我国房地产行业已经出现过热状态，为使房地产行业平衡稳定的发展，2010 年国家从土地、信贷、住房结构等多方面对房地产市场进行调控。

表 2 2010 年至今政府对房地产行业主要调控政策

日期	颁布单位	主要内容
2010.1.21	国土部	经适房、廉租房和中低价位、中小套型普通商品用地占住宅用地的比例不得低于 70%。
2010.4.14	国务院	购买首套且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%；对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。
2010.4.15	国土部	公布各地住房供地计划，确保保障房、棚改房和自住性中小套型普通商品房用地优先供应，确保三类房供地不低于 70%。
2010.4.17	国务院	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张地区，商业银行可暂停发放购买第三套及以上住房贷款；不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010.6.8	住建部等	对公共租赁住房建设，从规划、房源筹集、政策支持、监督管理等方面做出规定。
2010.9.29	央行、银监会	在房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数；暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款；对贷款购买商品住房，首付款比例调整到 30% 及以上。
2010.11.3	住建部、财政部等	第二套房公积金贷款利率不得低于同期首套房公积金个人住房贷款利率的 1.1 倍，首付款比例不得低于 50%，停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款。
2011.1.26	国务院	要求地方政府确定本地区年度新建住房价格控制目标；加大保障性安居工程建设力度；强化差别化住房信贷政策，对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍；要从严制定和执行住房限购措施等

资料来源：公开资料

2010 年，全国房地产开发投资 48,267 亿元，增长 33.2%，增速比 2009 年提高 17.1 个百分点；2010 年商品房销售面积 10.43 亿平方米，增长 10.1%，增幅比 2009 年回落 33.5 个百分点；商品房销售额 5.25 万亿元，增长 18.3%，比 2009 年回落 58.6 个百分点；70 个大中城市新建住宅销售价格同比上涨 7.6%，二手住宅销售价格同比上涨 5.0%。

从市场反应情况来看，2010 年多项调控政策的出台抑制了部分需求的释放，全国商品房

成交面积同比增速下降明显，但成交价格依然持续上涨，尤其一、二线城市更是快速上涨。因此，为抑止房价不合理上涨，2011年1月国务院出台了有史以来最严厉的房地产调控政策即《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，包括限购、限贷等调控措施进一步深化，加大保障房尤其是公共租赁住房的建设力度等。

短期看，受国家调控政策的影响，我国房地产市场成交面积增速放缓，但价格维持高位运行，如果现有调控政策仍无法为房地产市场降温，不排除国家进一步出台更严厉的调控政策，因此未来一段时间我国房地产发展局势不明朗。

三、经营与竞争

跟踪期内，公司水务业务收入大幅增加，随着供水价格上调和污水处理异地拓展策略的逐步实行，其水务业务有望保持稳步发展趋势

公司2010年水务业务实现收入91,309.51万元，同比增长94.21%，主要是因为供水价格2009年9月1日上调导致自来水销售收入增加，南昌市自来水工程有限责任公司和其安装分公司新增自来水管道的安装及城市一表一户改造等的工程收入增加以及下属公司江西洪城水业环保有限公司2010年度与73家污水处理厂所在地政府（或其授权部门）签订了《项目特许权协议》、《项目特许权和资产经营权出让协议》、《排水服务协议》等合同，并办理了资产移交手续，73家污水处理厂陆续投入运营，2010年度污水处理收入大幅增加所致。公司正在进行日处理规模10万吨/日的九龙湖水厂工程和城北水厂工程等建设。随着公司供水、污水处理业务对外扩张的逐步推进和新建水厂的投入运营，其供水收入也将进一步增长。

表3 公司供水、污水处理主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	建设内容	建设周期
九龙湖水厂工程	24,988.48	3,683.99	10万吨/日水厂土建、安装、管网工程	2010-2012.12
城北水厂工程	38,561.73	2,822.28	10万吨/日水厂土建、安装、管网工程	2011-2013.12

资料来源：公司提供

跟踪期内，南昌市上调管道煤气价格给公司带来较大的经营收益，未来有望随着“川气入昌”工程的推进，燃气业务取得快速发展

跟踪期内，公司的燃气业务进展较为顺利，2010年销售气量11,435万立方米，同比增长9.76%。目前公司正全力配合“川气入昌”，实施南昌天然气重大利用工程。该项目总投资

139,697万元，已获得江西省发改委批复。随着该项目的建成，公司的供气能力将得到大幅提升，燃气业务有望快速发展。

表 4 2008—2010 年燃气公司供气情况（单位：万立方米、公里、万元）

项目	2010 年		2009 年		2008 年	
	人工煤气	天然气	人工煤气	天然气	人工煤气	天然气
供气量	11,434.51	961.2	10,677.70	531.44	9,810.06	323.10
销售量	11,434.51	961.2	10,417.35	493.24	9,810.06	323.10
其中：营业部	4,516.93	535.6697	4,082.02	365.69	8,690.10	323.10
工业户	1,609.78	258.739	1,234.40	40.09	1,119.96	0
供气管网里程	1,041.51	386.91	1,038.82	227.99	927.20	184.01
其中：新建管网	2.69	158.92	111.61	33.98	127.56	45.26
供气管网投资额	8,337	12,872	9,500.00	1,279.00	6,536.53	1,673.93

资料来源：公司提供

同时，根据江西省发改委相关文件精神，结合南昌市管道煤气销售价格调整听证会意见建议，南昌市政府同意从2010年4月起，开始调整南昌市管道煤气销售价格。调价标准为居民类用户管道煤气销售价格由现行的1.00元/立方米调整为1.50元/立方米，商业类用户由现行的1.58元/立方米调整为2.18元/立方米，工业类用户由现行的1.40元/立方米调整为2.00元/立方米，福利类用户由现行的1.25元/立方米调整为1.85元/立方米。这次调价给公司带来较高的经营收益，公司2010年煤气、燃气业务实现收入28,415.04万元，同比增长23.32%。

综合来看，我们认为，天然气重大利用工程的实施为优化南昌市能源结构、加速南昌市产业结构调整、促进南昌市国民经济持续发展、改善生态环境和提高人民生活质量、完善城市基础设施提供了可靠保障。并且，燃气价格的上调也将大幅提升公司燃气业务的盈利能力。但同时应看到的是，随着该项目的投入建设，公司的资金压力也将明显增大。

跟踪期内，公司公交、出租车和工程施工业务经营较为稳定，继续给公司贡献稳定的现金流

跟踪期内，公司的公交和出租业务较为稳定。近年来，尽管承担了一定的社会公益性责任，公交业务在保证自身正常稳定经营的同时也给公司带来了规模不大但较为稳定的利润和现金流，2010年公交公司实现主营业务收入48,626.11万元，净利润为1,510万元。目前公司拥有自主经营权和产权的出租车618辆，加上南昌市个体户挂靠南昌大众的761台车辆，公司共拥有出租车1,379台，占南昌市出租车市场的38%左右。由于南昌市政府对出租车拥有量控制较严，南昌市出租市场基本处于供求平衡的状态，公司出租车业务经营

情况良好。整体来看，公交和出租业务较为稳定，能给公司带来较为稳定的现金流，但未来增长空间相对有限。

2010 年公司工程施工业务进展较为顺利，全年实现收入 38,542.47 万元。当年运作的主要工程项目有瑶湖污水处理厂、湾里射击中心“三通一平”、云湾公路、新四军陈列馆改建、新余市仰天港市政基础设施、佛山市龙高路、南昌高新区奥体中心市政 BT 项目等续建和新开工项目。公司未来将进一步加大“走出去”步伐，全力采集省内外工程招标信息，积极参与市场投标，对外拓展步伐有望加快。

房地产业务是公司利润的重要构成部分，跟踪期内，主要项目结转大幅提升了当年房地产销售收入

公司正从以前主要承建政府投资项目逐渐向市场开发为主转变，最近几年将是公司房地产项目的集中结算时期。2010 年公司实现房地产销售收入 8.80 亿元，同比增长 66.54%，大幅增长主要系奥林 80 项目和御湖半山项目等销售确认收入，房地产销售收入大幅增长所致。房地产板块是公司利润的重要组成部分，由于公司几大在建项目大部分都将在未来两三年内销售，这将有力支撑公司的盈利能力表现。

表 5 公司目前在建和拟建房地产项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	位置	规划建筑面积	总投资	已投资	开工时间	计划完工时间	物业类型
小港项目	北仑区	地面 21 万、 地下 10 万	1.54	0.013	2011.8	2014.5	住宅
威隘桥项目	江东区	-	1.2	0.17	2011.12	2014.12	商业、办公
宁波财务中心项目	江东区	地面 9.9 万、 地下 4 万	1.5	0.74	2010.1	2014.5	商业、办公
七里香榭花园	合肥市新站开发区新蚌埠路与凤台路交口	13.9 万	4.861	2.60	2009.11	2011.12	住宅、商业
御湖半山二期	新建县乐化镇	2.4 万	13.62	3.74	2007.3	2014.12	住宅
紫金园四期	红角洲	17.7 万	12.2	1.86	2011.6	2013.12	住宅
828 项目	南昌县银三角	4.7 万	1.5	0.002	2012.6	2014.6	住宅
象湖宾馆	灌婴路与安石路交叉口	地面 2.6 万、 地下 0.83 万	1.23	0.0014	2011.11	2013.11	住宅、商业
合计	-	-	37.65	9.13	-	-	-

资料来源：公司提供

四、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经国富浩华会计师事务所有限公司负责审计并出具的标准无保留意见的 2008—2010 年审计报告。公司的财务报告按照财政部 2006 年颁布的企业会计准则编制,其 2010 年合并范围新增南昌公用文化传媒投资有限公司和安义市政公用投资建设有限公司。

本报告关于公司财务实力的分析是在此基础上进行的。

资产构成与质量

跟踪期内,随着经营规模的扩大和政府资产的注入,公司资产规模不断扩大,较高的资产质量能为公司未来偿债提供较好的保障

跟踪期内,公司总资产规模增长较快,截至 2010 年底,公司资产规模 3,196,581.86 万元,较 2009 年大幅增长了约 234.90%,主要系政府加大对公司的资产注入所致。根据南昌市政府抄告单洪府厅抄字【2010】43 号文,南昌市政府将 2,000 亩国有土地(评估价值为 129.22 亿元)注入公司,作为政府对公司的资本注入。

表 6 近三年公司主要资产构成情况(单位:万元)

项目	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	405,884.03	12.70%	131,799.04	13.81%	75,925.24	10.14%
其他应收款	302,891.89	9.48%	219,954.47	23.04%	47,888.60	6.39%
存货	202,364.23	6.33%	83,636.78	8.76%	142,417.36	19.02%
流动资产合计	970,185.24	30.35%	510,738.98	53.51%	320,856.10	42.84%
长期股权投资	90,378.83	2.83%	59,539.02	6.24%	33,924.57	4.53%
固定资产	209,299.64	6.55%	192,544.46	20.17%	179,664.07	23.99%
无形资产	1,678,725.49	52.52%	138,193.13	14.48%	138,193.13	18.45%
非流动资产合计	2,226,396.62	69.65%	443,762.44	46.49%	428,093.86	57.16%
资产总计	3,196,581.86	100.00%	954,501.42	100.00%	748,949.95	100.00%

资料来源:公司提供

公司流动资产中,其他应收款增长较快,主要是和南昌市财政局、南昌高新管委会、江西省行政资产管理有限公司等政府部门及事业单位往来款增加所致;存货主要为公司进行房

地产开发和工程施工所致，随着公司房地产开发规模的不断扩大，存货余额将呈增加趋势。公司无形资产在跟踪期内大幅增加，根据相关政府文件，南昌市政府将 2,000 亩国有土地注入公司，导致公司当期无形资产大幅增加。该土地位于赣江和象湖之间，是南昌市较为稀缺的未开发大片土地资源，将大幅提高公司的融资弹性。

总体上来看，跟踪期内，随着经营规模的扩大和政府资产的注入，公司资产规模不断扩大，较高的资产质量将为公司未来偿债提供较好的保障。

盈利能力

跟踪期内，随着水价的进一步上调和污水处理异地拓展策略的实施，公司水务业务快速增长；房地产项目的结转及煤气燃气等业务的稳步增长亦有力支撑当年盈利能力表现

2010 年公司营业收入稳步增长，同比增长 34.61%。主要是因为水价的上调和 73 家污水处理厂陆续投入运营带来污水处理业务收入的增加。另外，房地产销售收入的增长也带动了整体收入水平的增长。

表 7 近三年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2010 年	2009 年	2008 年
营业收入	302,666.02	224,847.78	174,080.35
综合毛利率	24.36%	28.72%	34.64%
期间费用率	18.72%	15.32%	18.07%
利润总额	33,227.05	32,507.43	26,606.50
总资产回报率	2.75%	5.01%	4.60%

资料来源：公司提供

2010 年，随着水价的上调和污水处理业务的拓展，水务在收入中的比重继续提高，已成为公司第一大收入来源。随着公司未来供水区域的不断扩大、污水处理业务异地拓展步伐的加快，其供水业务收入仍将进一步增长。随着奥林 80 项目和御湖半山项目的结转，2010 年公司房地产销售收入增长较快，随着未来两三年在建项目的逐步结转，该业务将有力支撑未来的业绩表现。公益性较强的公交出租业务稳步发展，目前是公司的第三大收入来源。建筑工程施工业务目前在收入中比重有所下滑，而燃气煤气业务处于稳步发展中。

表 8 近三年公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

项目	2010 年		2009 年		2008 年	
	收入	比重	收入	比重	收入	比重
水务	91,309.51	30.17%	47,016.13	20.91%	48,815.96	28.04%
房地产销售	87,964.01	29.06%	52,817.46	23.49%	18,794.09	10.80%
公交	49,228.74	16.27%	52,510.05	23.35%	44,792.41	25.73%
建筑工程	38,542.47	12.73%	42,033.65	18.69%	29,243.20	16.80%
煤气、燃气	28,415.04	9.39%	23,042.25	10.25%	18,812.54	10.81%
其他	7,206.24	2.38%	7,428.24	3.30%	13,622.15	7.83%
合计	302,666.02	100.00%	224,847.78	100.00%	174,080.35	100.00%

资料来源：公司提供

综合来看，跟踪期内，随着供水区域的扩大、污水处理能力的增强和水价的上调，公司供水和污水处理业务将稳步增长；同时随着房地产在建项目的逐步结转及公交出租、工程施工等业务的稳步发展，公司整体盈利能力有望进一步提高。

现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金流量整体表现较佳，但其未来投资资金需求较大，其良好的经营现金流表现、较强的融资能力以及政府强有力的支持使得资金风险不大

跟踪期内，公司经营活动净现金流量整体表现较佳，基本能满足正常生产经营的需要。但由于公司项目投资支出较大，经营活动产生的现金流不能满足其投资支出的需要，公司需要通过银行借款等方式来筹集资金，2010 年其筹资活动现金流入明显加大。

公司作为南昌市实施市政公用工程建设的投资和运营主体，随着南昌城市的快速发展，近几年投资支出较大，特别是随着两座自来水厂及管网工程的建设、污水处理异地拓展业务的继续推进、“川气入昌”工程的投资建设和房地产项目的开发等，未来几年列入投资计划的项目较多，公司将面临较大的资金需求。但我们看到，作为南昌市政工程的主要建设主体，各级主管部门给予公司的支持力度较大，水价和煤气价格的上调很大程度上提升了公司的盈利能力和可持续发展能力。并且考虑到以上项目的投资是逐步投入，公司良好的经营现金流表现可在很大程度上为建设当年的投入形成支撑。同时，公司良好的企业信誉和政府背景使得其具备良好的融资能力。综合来看，未来投资项目较多将导致公司资金链趋紧，负债率将有所提升，但我们认为其资金风险并不大。

表 9 近三年公司现金流指标（单位：万元）

项目	2010 年	2009 年	2008 年
经营活动现金流入小计	309,311.16	671,999.28	434,182.42
经营活动现金流出小计	289,254.99	663,392.41	348,074.58
经营活动产生的现金流量净额	20,056.17	8,606.87	86,107.83
投资活动现金流入小计	33,184.13	97,908.97	45,754.40
投资活动现金流出小计	16,500.00	222,850.76	192,478.43
投资活动产生的现金流量净额	16,684.13	-124,941.79	-146,724.03
筹资活动现金流入小计	532,940.22	462,461.38	194,011.12
筹资活动现金流出小计	295,595.53	290,252.66	116,146.85
筹资活动产生的现金流量净额	237,344.69	172,208.72	77,864.27
EBITDA	86,941.65	70,935.27	90,216.83

资料来源：公司提供

财务安全性

跟踪期内，公司有息负债规模增加较大且未来有可能继续增加，存在一定的债务偿还压力

从公司负债规模来看，截至 2010 年底，其负债合计为 1,428,626.69 万元，较 2009 年增长 108.89%，公司负债规模扩大主要是因为其投资支出加大和由此产生的借款增加所致。公司投资项目增加和接收生米大桥项目转入的国家开发银行长期借款等，并且公司 2010 年成功发行 7 亿元公司债券，导致负债水平大幅增加。随着未来水厂的建设、污水处理异地拓展的推进、天然气项目的建设等，公司仍需要得到更多外部资金尤其是长期资金的支持，其负债规模将会进一步增加。

表 10 近三年公司负债构成（单位：万元）

项目	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	145,493.31	10.18%	157,646.56	23.05%	113,675.20	22.56%
应付账款	67,998.60	4.76%	50,786.27	7.43%	50,291.13	9.98%
预收款项	59,164.42	4.14%	66,625.93	9.74%	56,804.86	11.27%
其他应付款	261,803.21	18.33%	56,206.86	8.22%	103,320.79	20.50%
流动负债合计	630,621.62	44.14%	408,324.99	59.71%	384,570.76	76.31%
长期借款	667,769.55	46.74%	266,870.26	39.02%	110,805.36	21.99%
应付债券	69,012.50	4.83%	-	-	-	-
非流动负债合计	798,005.07	55.86%	275,573.75	40.29%	119,415.53	23.69%
负债合计	1,428,626.69	100.00%	683,898.74	100.00%	503,986.29	100.00%

资料来源：公司提供

对比公司偿债能力指标可以发现，跟踪期内，随着流动资产的快速增长，流动比率和速动比率都呈上升走势，短期偿债能力有所改善。随着 2010 年土地资产的注入，公司资产负债率明显下降，长期偿债压力亦有所减轻。

总体来看，公司近年投资项目较多，有息负债规模较大且未来有可能继续增加，存在一定的债务偿还压力。

表 11 近三年公司偿债能力指标

项目	2010 年	2009 年	2008 年
流动比率	1.54	1.25	0.83
速动比率	1.22	1.05	0.46
资产负债率	44.69%	71.65%	67.29%
EBITDA 利息保障倍数	3.66	6.99	11.55

资料来源：公司提供

五、本期债券偿还保障分析

（一）股权质押

跟踪期内，发行人以其合法拥有的南昌水业集团有限责任公司 100% 的股权、江西蓝天碧水担保投资有限责任公司 99.5% 的股权、江西蓝天碧水房地产股份有限公司 99% 的股权和南昌市市政工程开发有限公司 96.6% 的股权及其派生权益为本期债券继续提供质押担保。

截至 2010 年 12 月 31 日，公司用于质押的股权账面价值为 17.55 亿元，为本期债券本

金的 2.51 倍。且水业集团为江西洪城水业股份有限公司（SH：600461，以下简称“洪城水业”）的控股股东，截至 2010 年 12 月 31 日，水业集团持有洪城水业 51.42% 的股权，股权价值较高。

综合来看，我们认为，股权质押有效提升了本期债券的信用水平，本期债券到期不能还本付息的风险很小。但是，我们也关注到，由于用于质押的股权仅是其账面价值的体现，并未经过评估。

六、结论

总体来看，2010 年公司收入和利润继续保持增长态势。公司各项业务发展顺利，随着水价的进一步上调和污水处理异地拓展策略的实施，水务业务快速增长；房地产业务大幅增长，进一步优化了公司的收入结构。政府对公司的支持力度不断加大，2,000 亩土地资产的注入大幅提升了公司的净资产规模和抗风险能力。

鉴于上述情况，鹏元资信评估有限公司将公司主体长期信用等级由 AA 上调为 AA+，本期公司债券信用等级维持 AA+。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目名称	2010年	2009年	2008年
货币资金	405,884.03	131,799.04	75,925.24
交易性金融资产	6,138.22	12,630.25	12,630.25
应收账款	37,180.17	29,153.93	32,001.30
预付款项	15,264.55	33,506.37	9,916.26
其他应收款	302,891.89	219,954.47	47,888.60
存货	202,364.23	83,636.78	142,417.36
其他流动资产	41.76	58.15	58.09
流动资产合计	970,185.24	510,738.98	320,856.10
可供出售金融资产	12,836.93	930.71	930.71
持有至到期投资	37,440.00	2,850.50	27,214.61
长期股权投资	90,378.83	59,539.02	33,924.57
投资性房地产	16,746.22	17,296.99	17,296.99
固定资产	209,299.64	192,544.46	179,664.07
在建工程	171,578.19	30,994.65	26,210.44
无形资产	1,678,725.49	138,193.13	138,193.13
商誉	7,673.02	0.00	0.00
长期待摊费用	366.78	405.97	1,576.39
递延所得税资产	1,305.66	997.68	3,075.71
其他非流动资产	10.11	8.44	4.57
非流动资产合计	2,226,396.62	443,762.44	428,093.86
资产总计	3,196,581.86	954,501.42	748,949.95
短期借款	145,493.31	157,646.56	113,675.20
应付票据	5,497.82	4,719.08	3,032.13
应付账款	67,998.60	50,786.27	50,291.13
预收款项	59,164.42	66,625.93	56,804.86
应付职工薪酬	10,630.78	9,192.14	9,872.42
应交税费	19,800.22	14,992.09	14,144.47
应付利息	5,088.27	135.52	135.60
应付股利	66.66	11.10	3,372.25
其他应付款	261,803.21	56,206.86	103,320.79
一年内到期的非流动负债	14,421.76	13,091.87	0.00
其他流动负债	40,656.57	34,917.57	29,921.91
流动负债合计	630,621.62	408,324.99	384,570.76
长期借款	667,769.55	266,870.26	110,805.36

应付债券	69,012.50	0.00	0.00
长期应付款	5,897.62	5,762.62	5,657.62
专项应付款	54,327.77	2,940.87	2,952.54
非流动负债合计	798,005.07	275,573.75	119,415.53
负债合计	1,428,626.69	683,898.74	503,986.29
所有者权益(或股东权益):	798,005.07	0.00	0.00
实收资本(或股本)	96,655.65	81,655.65	104,814.16
资本公积	1,437,490.72	55,693.80	33,308.77
盈余公积	6,118.24	10,959.26	8,453.63
未分配利润	47,819.87	45,441.95	29,766.06
归属母公司股东权益	1,588,084.48	193,750.66	176,342.63
少数股东权益	179,870.68	76,852.02	68,621.03
所有者权益(或股东权益)合计	1,767,955.17	270,602.68	244,963.66
负债和所有者(或股东权益)总计	3,196,581.86	954,501.42	748,949.95

附录二 利润表（单位：万元）

项目名称	2010年	2009年	2008年
一、营业收入	302,666.02	224,847.78	174,080.35
减：营业成本	228,934.96	160,277.82	113,777.50
营业税金及附加	10,423.72	9,475.02	4,452.66
销售费用	6,851.20	5,084.09	4,122.77
管理费用	26,036.82	19,232.18	19,522.38
财务费用	23,777.39	10,140.97	7,811.30
资产减值损失	539.59	0.00	0.00
投资收益（损失以“-”号填列）	7,431.11	5,571.40	1,886.16
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	13,531.70	26,209.10	26,279.91
加：营业外收入	4,871.85	567.67	864.53
政府补助利得	15,512.81	6,045.64	108.00
减：营业外支出	689.32	314.98	645.94
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00
三、利润总额(亏损总额“-”号填列)	33,227.05	32,507.43	26,606.50
减：所得税费用	10,262.58	9,496.54	7,725.84
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	22,964.47	23,010.89	18,880.66
少数股东损益	12,818.66	11,675.09	3,917.02
五、归属于母公司所有者的净利润	10,145.81	11,335.79	14,963.64

附录三--1 现金流量表（单位：万元）

项目名称	2010年	2009年	2008年
销售商品、提供劳务收到的现金	287,717.86	219,362.39	217,468.32
收到的税费返还	665.49	137.17	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	20,927.81	452,499.72	216,714.09
经营活动现金流入小计	309,311.16	671,999.28	434,182.42
购买商品、接受劳务支付的现金	219,929.66	146,561.61	142,718.19
支付给职工以及为职工支付的现金	45,935.30	35,132.84	33,354.46
支付的各项税费	11,225.51	22,141.46	17,954.54
支付其他与经营活动有关的现金	12,164.53	459,556.50	154,047.39
经营活动现金流出小计	289,254.99	663,392.41	348,074.58
经营活动产生的现金流量净额	20,056.17	8,606.87	86,107.83
收回投资收到的现金	14,919.38	54,037.24	33,018.45
取得投资收益收到的现金	7,372.70	1,264.96	923.86
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	10,892.06	71.37	4,057.10
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	42,535.40	7,754.99
投资活动现金流入小计	33,184.13	97,908.97	45,754.40
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.00	53,732.87	87,146.00
投资支付的现金	16,500.00	58,594.44	86,684.73
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	110,523.45	18,647.71
投资活动现金流出小计	16,500.00	222,850.76	192,478.43
投资活动产生的现金流量净额	16,684.13	-124,941.79	-146,724.03
吸收投资收到的现金	70,000.00	4,595.63	0.00
取得借款收到的现金	462,940.22	454,058.44	161,220.20
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	3,807.32	32,790.92
筹资活动现金流入小计	532,940.22	462,461.38	194,011.12
偿还债务支付的现金	78,068.63	230,766.12	24,805.14
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,400.95	10,711.23	13,951.92
支付其他与筹资活动有关的现金	208,125.96	48,775.31	77,389.79
筹资活动现金流出小计	295,595.53	290,252.66	116,146.85
筹资活动产生的现金流量净额	237,344.69	172,208.72	77,864.27

附录三--2 现金流量补充表（单位：万元）

项目名称	2010年	2009年	2008年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	22,964.47	23,010.89	18,880.66
加：资产减值准备	539.59	393.07	1,914.08
固定资产折旧、生产性生物资产折旧	21,121.52	24,451.90	50,287.82
无形资产摊销	8,776.49	3,763.54	5,208.20
长期待摊费用摊销	39.19	71.42	303.01
待摊费用减少（减：增加）	0.00	-0.07	42.15
预提费用增加（减：减少）	0.00	-57.32	-38.18
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-10,752.80	-213.65	-347.47
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	-	142.28	0.00
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	8,023.42	10,711.23	7,811.30
投资损失（收益以“-”号填列）	-5,153.34	-5,717.59	-1,886.16
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	0.00	2,960.17	-3,070.73
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-514.52	0.00	0.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	-118,727.45	58,780.58	-84,893.49
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-128,633.08	-82,789.60	289.39
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	222,372.69	-29,946.67	86,144.41
其他	0.00	3,046.67	5,462.85
经营活动产生的现金流量净额	20,056.17	8,606.87	86,107.83
3. 现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	405,884.03	131,799.04	75,925.24
减：现金的期初余额	131,799.04	75,925.24	58,677.16
现金及现金等价物净增加额	274,084.99	55,873.80	17,248.07

附录四 公司控股子公司及联营企业情况

序号	控股子公司全称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
1	南昌市市政工程开发有限公司	8,000	96.6%	市政工程开发
2	南昌水业集团有限责任公司	12,936	100%	集中供水
3	南昌市公共交通总公司	10,000	100%	公共交通运输
4	南昌市燃气有限公司	10,000	51%	燃气经营
5	南昌市出租汽车有限责任公司	521	95.05%	出租汽车
6	江西蓝天碧水环保工程有限公司	2,000	100%	污水处理
7	江西蓝天碧水担保投资有限公司	10,000	99.5%	提供担保
8	南昌公用物业管理有限公司	300	100%	物业管理
9	南昌市煤气公司	8,005	100%	煤气经销
10	南昌市政公用房地产股份有限公司	20,000	99%	房地产开发
11	南昌市生米大桥经营管理有限公司	5,000	100%	生米大桥经营管理
12	南昌公用文化传媒投资有限公司	1,500	100%	文化传媒
13	安义市市政公用投资建设有限公司	20,000	80%	市政公用建设

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入净额} - \text{营业成本}) / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入净额} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年总资产} + \text{上年总资产}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{主营业务成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入净额}$
期间费用率	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业总收入}$	
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	主营业务收入/营运资金	$\text{主营业务收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / \text{计入财务费用的利息支出}$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入净额}$

附录六 公司债券信用等级符号及定义
一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，南昌市政公用投资控股有限责任公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，南昌市政公用投资控股有限责任公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与南昌市政公用投资控股有限责任公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如南昌市政公用投资控股有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至南昌市政公用投资控股有限责任公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对南昌市政公用投资控股有限责任公司进行电话

访谈和实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送南昌市政公用投资控股有限责任公司及相关监管部门。

鹏元资信评估有限公司

2011年6月30日

