

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。本评级机构评级委员会委员及评级人员不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。若存在利害关系的，应当予以说明。

为出具本信用评级报告，本评级机构及评级人员根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，对涉及本次评级的有关事实和资料进行了审查，查阅了本评级机构认为必须查阅的文件。本信用评级报告的结论是本评级机构及评级人员在履行法定职责和尽职调查的基础上，遵循勤勉尽责和诚实信用原则，依据本评级机构信用评级标准和工作程序做出的独立判断。本评级报告书中对被评级对象的有关会计报告、审计报告中某些数据和结论的引述，并不意味本评级机构对这些数据、结论的真实性和准确性作出任何明示或默示保证。

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。

被评债券信用等级的有效期与被评债券的有效存续期一致。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

权在被评债券有效存续期间依据发行主体各方面情况的变化对被评债券偿付能力及违约风险所产生的影响变更信用等级。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。

本评级机构同意将本评级报告书作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

在本评级机构的核查验证过程中，本评级机构得到被评级对象董事会如下保证，即已经提供了本评级机构认为出具本评级报告所必需的、真实的原始书面材料、副本材料或口头证言；有关副本材料或者复印件与原件一致。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

周帆

南昌市政公用投资控股有限责任公司

2010 年 7 亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：7 亿元

债券期限：7 年

评级展望：稳定

增信方式：股权质押

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”）本次拟发行 7 亿元的公司债券的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于对南昌市政的外部运营环境、产品竞争力、财务状况和本期债券的增信方式等的综合评估确定的。

主要财务指标

项 目	2009 年	2008 年	2007 年
总资产（亿元）	95.45	74.89	37.49
所有者权益（亿元）	19.38	17.63	10.26
资产负债率	71.65%	67.29%	58.79%
流动比率	1.26	0.91	1.14
主营业务收入（亿元）	22.08	17.11	12.81
利润总额（亿元）	3.25	2.66	1.65
主营业务毛利率	27.42%	33.49%	25.24%
总资产回报率	5.01%	6.13%	5.52%
经营活动净现金流（亿元）	0.86	8.61	3.98
EBITDA（亿元）	7.15	9.09	3.49
EBITDA 利息保障倍数	6.68	10.67	12.06

资料来源：公司提供

基本观点:

- 南昌市经济近年来发展势头良好、财政实力不断增强，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；
- 公司在南昌供水和燃气市场具有较强的区域垄断优势，随着水价上调和污水处理能力的逐步增强及“川气入昌”工程的稳步推进，其供水和燃气业务有望继续稳步发展；
- 公交、出租和市政施工业务经营较为稳定，能给公司带来较为稳定的现金流，此外公司涉足的房地产业务近年表现较好，是其利润的重要补充；
- 公司提供的股权质押有效提升了本期债券的信用水平。

关注:

- 公司近年投资项目较多，负债率上升较快，有一定的资金压力。

分析师

姓名：赵军 张飞

电话：010-66216006-822

邮箱：zhaojun2@pyrating.cn

一、发行主体概况

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”）成立于 2002 年 10 月 23 日，注册资本为 56,797.00 万元，是经江西省人民政府《关于成立南昌市政公用投资控股（集团）有限责任公司的通知》（赣府字【2002】60 号）批复同意设立的国有独资性质的有限责任公司。公司由南昌市人民政府授权，管理运营原南昌市政公用事业管理局所属国有企业资产及股权，承担国有资产的保值增值责任。

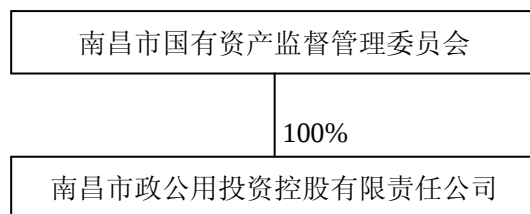
2003 年 1 月 6 日，南昌市人民政府办公厅抄告单（洪府厅抄字【2003】12 号）决定由市财政从对南昌市政投资的国有资本中收回 3,000.00 万元。南昌市政减资后注册资本为 53,797.00 万元。

2005 年 6 月，南昌市国有资产监督管理委员会《关于同意将南昌水业集团有限责任公司国有净资产划拨给南昌市政公用投资控股(集团)有限责任公司的批复》（洪国资产权字【2005】15 号）批复，同意将其持有的南昌水业集团的国有资产整体无偿划拨给南昌市政公用投资控股有限责任公司。

2008 年 11 月 28 日，南昌市国有资产监督管理委员会《关于增加你司国家资本金的通知》（洪国资产权字【2008】25 号）通知，根据市政府【2008】第 736 号抄告单要求，将市财政委托市商业银行贷款及为生米大桥垫付的国开行利息，共计 27,858.00 万元增加南昌市政的国家资本金。增资后的注册资本为 81,655.00 万元。

截至 2009 年 12 月 31 日，公司实际控制的子公司 11 家，其中全资子公司 5 家、控股子公司 6 家（见附录四）。公司的产权及控制关系见如下图所示：

图1 截至2009年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

截至2009年12月31日，公司总资产为95.45亿元，所有者权益为19.38亿元。2009年度，公司实现主营业务收入22.08亿元，利润总额3.25亿元，经营活动产生的现金流为0.86亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2010年南昌市政公用投资控股有限责任公司公司债券。

发行总额：人民币7亿元。

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券，附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

发行人上调票面利率选择权：发行人有权决定在本期债券存续期的第5年末上调本期债券后2年的票面利率，上调幅度为0至100个基点（含本数）。

投资者回售选择权：发行人作出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人，或选择继续持有本期债券。

还本付息方式：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。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

增信方式：本期债券采用股权质押的增信方式。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提供质押担保，根据国富浩华会计师事务所有限公司出具的专项审计报告，上述股权账面价值为 12.74 亿元。

三、本次募集资金用途

（一）募集资金总量及用途

本期债券募集资金 7 亿元，其中 3.45 亿元用于南昌市红角洲水厂一期工程、抚生佳园拆迁安置房建设项目工程和阳明路综合改造工程，1.4 亿元偿还公司银行流动性贷款，0.75 亿元偿还南昌生米大桥工程的项目贷款，1.4 亿元补充公司营运资金。

（二）募集资金投资项目概况

1、募集资金投向项目情况

南昌市红角洲水厂一期工程、抚生佳园拆迁安置房建设项目工程及阳明路综合改造工程经有权部门批准，总投资额合计 69,938 万元，本期债券募集资金投向项目具体情况如下：

表 1 公司本期债券募集资金投向项目情况表（单位：万元）

项目名称	投资主体	总投资	权益投资额	募集资金使用额度
南昌市红角洲水厂一期工程	江西洪城水业股份有限公司	25,038	13,045	7,700
抚生佳园拆迁安置房建设项目工程	南昌市政公用投资控股有限责任公司	25,600	25,600	15,300
阳明路综合改造工程	南昌市政公用投资控股有限责任公司	19,300	19,300	11,500
合计		69,938	57,945	34,500

注：权益投资额是指按照股权比例应承担的投资部分

资料来源：公司提供

（1）南昌市红角洲水厂一期工程

①项目概况

根据南昌城市总体规划和用水需求，南昌市红角洲水厂总建设规模为日供水 20 万吨，分两期建设。一期工程为日供水 10 万吨，取水泵房按日供水 20 万吨规模设计，一次建成。水泵电气设备按日供水 10 万吨规模安装。项目投资主体为江西洪城水业股份有限公司，发行人通过全资子公司南昌水业集团有限责任公司持有其 52.1% 的股份。

该项目可行性研究报告已获得江西省发展和改革委员会赣发改投字【2009】1169 号文批复。

②项目资金来源

项目总投资额为 25,038 万元，本期债券募集资金拟投入 7,700 万元。

（2）抚生佳园拆迁安置房建设项目工程

①项目概况

该项目位于南昌朝阳洲水厂路以南、抚生路以西。该项目总用地面积 61,338 平方米，总建筑面积 135,174 平方米。项目投资主体为南昌市政公用投资控股有限责任公司。

该项目可行性研究报告已获得南昌市发展和改革委员会洪发改投字【2009】80 号文批复。

②项目资金来源

项目总投资额为 25,600 万元，本期债券募集资金拟投入 15,300 万元。

（3）阳明路综合改造工程

①项目概况

该项目位于八一大桥立交下胜利路口，终于青山路口以西。道路全长约 1.5 公里、宽 50 米、等级为城市主干路、设计车速 40 公里/小时、荷载等级为桥涵构筑物公路-1 级。项目投资主体为南昌市政公用投资控股有限责任公司。

该项目可行性研究报告已获得南昌市发展和改革委员会洪发改投字【2009】91 号文批复。

②项目资金来源

项目总投资额为 19,300 万元，本期债券募集资金拟投入 11,500 万元。

2、补充营运资金

近年来公司重点项目的投入力度加大，业务规模不断增加，因此公司营运资金需求增加，本期债券募集资金中 14,000 万元拟用于补充公司营运资金。

3、偿还银行流动性贷款

为进一步优化公司债务结构，公司拟使用本期债券募集资金 14,000 万元偿还借款，并已取得中国民生银行股份有限公司南昌分行以债还贷的证明。

4、偿还南昌生米大桥工程的项目贷款

本次拟使用债券募集资金偿还生米大桥工程项目借款 7,500 万元，以进一步优化公司债务结构，降低财务成本。

四、运营环境

南昌市是我国 35 个特大城市之一，近年来社会经济保持稳步增长，城市基础设施建设的步伐不断加快

南昌市是江西省的省会，现辖四县五区和两个国家级开发区、两个省级开发区以及红谷滩新区，总面积 7,402 平方公里，总人口约 497.33 万人，市区面积 617 平方公里，市区人口 214.52 万人，是全国 35 个特大城市之一。

南昌区位优势明显，是唯一一个和长江三角洲、珠江三角洲和闽东南三角区相毗邻的省会城市，也是京九线上唯一的省会城市。铁路方面，京九、浙赣、皖赣三条铁路交汇于此，市郊向塘为全国第二大货运编组站，是我国铁路交通的重要枢纽。公路方面，105、316、320 国道纵横南昌，已开通昌九和梨温高速公路，赣粤高速纵贯南北，基本实现省内“2 小时经济圈”和通达上海、浙江、广东、福建等周边省会城市的“6 小时经济圈”；南昌地

处赣江下游，水运经赣江、抚河可直达长江各大口岸，具有优越的水运优势；4D 级昌北国际机场可达北京、上海、深圳、香港等 30 余个城市。

作为江西省最大的工业城市，南昌还拥有发展制造业的基础条件和优势，目前制造业已经占全市工业总产值的 95% 以上。新中国第一架飞机、第一辆轮式拖拉机、第一辆摩托车、第一枚海防导弹都在南昌诞生。目前，南昌拥有上市公司 17 家，规模以上工业企业 870 多家，全市已拥有汽车、医药、食品、冶金、机电、家电、纺织服装、电子信息、化工、新材料等 30 多个大类、150 多个中类、500 多个小类较为完整的制造业体系，超过 6,500 多家制造业企业。

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。

近年来南昌市经济取得快速发展，2009 年全市生产总值达到 1,837.50 亿元，按可比价格计算，比 2008 年增长 13.1%。财政总收入达 249.88 亿元，同比增长 11.5%；其中，地方财政一般预算收入 115.88 亿元，同比增长 13.4%。从财政收入完成情况看，完成增值税 9.10 亿元，增长 3.1%；营业税 44.96 亿元，增长 25.3%；企业所得税 10.89 亿元，增长 8.0%。城市居民人均可支配收入 16,472 元，同比增长 9.0%；三次产业结构由 2005 年的 7.3: 52.8: 39.9 优化为 6.0: 55.4: 38.6。据中国社会科学院发布《2009 年中国城市竞争力蓝皮书：中国城市竞争力报告》，对全国 51 个重点城市的十二个分项竞争力进行比较，南昌市在经济结构转化速度竞争力中占据首位。

随着区域经济实力的不断增强，南昌市城镇化进程快速推进，城市综合实力显著增强。2009 年，全市共完成城市基础设施投资 130.38 亿元，比 2008 年增长 22.1%。市内公共交通发展迅速，公交线路总数达到 147 条；城市道路总长度达 705.8 公里；城市道路总面积达 1,595.7 万平方米；供水、燃气等公用基础设施完备，全年自来水日供水能力 149 万立方米，自来水供水管道长度达 2,502.66 公里，城市生活污水处理率达 70.06%；集中式饮用水源水质达标率达到 99.8%，在全国排名前列；投资 16 亿元新建青山湖、象湖、红谷滩三个污水处理厂，城市日处理污水能力达 81 万吨，污水处理率达 80% 以上；完成城市生活

燃气气源改造，管道煤气日供应量为 12.72 万立方米/日。

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，建城区面积从目前的 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。

随着人口增长、城市化发展和经济发展，我国水务行业保持稳定增长，而水价提升将进一步为水务行业创造良好的经营环境

我国水资源相对不足，《国家环境保护“十一五”规划》将水环境改善列为环保重点领域之首，并将城市污水处理与再生利用工作建设列为其中的第一位，明确了水污染治理是环保投资的重中之重，占据投资预算的最大比重。与发达国家相比，我国无论是城市污水治理投资、污水处理率、人均拥有的污水处理厂的数量都有巨大的差距（据了解，目前全国设市城市中约有 42% 没有污水处理能力，而欧美发达国家的污水处理率一般都在 80% 以上，美国、荷兰等国家的污水处理率甚至超过 90%）。因此我国“十一五”规划明确提出，到 2010 年全国城市管道供水普及率不低于 95%，所有城市污水处理率平均达到 60% 以上，其中省会以上城市平均达到 80% 以上。根据《“十一五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划的总体思路》，到 2010 年将新建城市污水处理厂 1,000 余座，污水处理能力将达到每天处理污水 8,000 多万吨，污水处理设施建设投资需求将超过 3,300 亿元，在城市水务上的总体投资需求将超过 1 万亿元。因此我国城市污水处理投资额未来仍将保持 9% 左右的复合增长率。

水价是决定水务企业盈利水平的重要因素。国务院 2004 年发布的《关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》指出，水资源短缺已成为制约我国经济和社会可持续发展的突出问题，应不断推进水价机制改革，提高水价以补偿供水成本费用，充分发挥市场机制和价格杠杆在水资源配置、水需求调节和水污染防治等方面的作用，促进节约用水，提高用水效率。在国家相关政策的推动下，水价改革取得了一定进展，各地供水价格不断上调，2005 年至 2007 年的 3 年间，全国 35 个大城市中有 31 个曾经上调水价。据测算，

我国平均水价的合理区间应为 2.82—7.05 元/吨之间，仍有较大的上涨空间。由于预期水价的上升，以及未来市场化改革会使水务企业的产业链得到延伸和规模得以扩张，将给相关公司带来收益。另外，在国民经济增长速度回落的趋势下，水务行业由于业绩增长比较稳定，现金流充沛，从而能够很好回避经济周期风险，也将使未来的水务行业具有一定的成长性。

但是，水厂的建设属于市政公用基础设施的建设，水厂地理位置的布局和规模是国家严格控制的，同一地区在建设了一定规模的水厂后不会有新水厂投资建设，因此对具备地缘优势、有自然垄断基础的水务公司来讲，较少受到行业发展变化和竞争状况的影响，其压力将主要来自于对外扩张却带来的挑战。

受房地产调控政策的影响，当前我国房地产市场成交低迷，价格开始步入下降通道，但随着房价的理性回归，长期来看，我国房地产市场发展前景依然看好

2009 年，在积极的财政政策、宽松的信贷政策及行业优惠政策共同推动下，中国房地产市场快速回暖，商品房销售价格、成交量均实现了全面上涨。2009 年 1-12 月全国新建商品房销售面积和销售额同比增长约 51%和 83%，达到 9.37 亿平方米和 4.39 万亿元，销售额创历史新高。进入 2010 年以来，在供求结构失衡、求大于供的推动下，我国商品房成交量和销售价格继续呈增长态势，但部分城市房价、地价过快上涨，投机性购房活跃，资产价格泡沫化的风险在不断累积。

为了防范泡沫扩大，遏制部分城市房价上涨过快，自 2009 年 12 月的中央经济工作会议以来，国家陆续出台了多项针对房地产行业的调控政策（见表 2）。在中央加大对房地产调控力度的背景下，地方政府也纷纷出台或正在酝酿相关细则，以配合国务院整顿房地产市场秩序。随着房地产调控政策累积效应的显现，尤其是 2010 年 4 月中旬“新国十条”出台后，国内房地产市场开始进入观望期。数据显示，5 月份以来，京沪深穗 4 城市周成交跌破百万平方米大关，平均为 77 万平方米，比 4 月份的平均水平萎缩了 37%。同时，一线城市的可售面积萎缩量超过 35%。

表 2 2009 年 12 月以来主要房地产政策

涉及项目	实施时间	法规出处	内容
税收	2009 年 12 月 9 日	国务院常务会议	个人住房转让营业税免征时限由 2 年恢复到 5 年
	2010 年 3 月 9 日	《关于首次购买普通住房有	对两个或两个以上个人共同购买 90 平方米及以

	日	关契税政策的通知》	下普通住房，其中一人或多人已有购房记录的，该套房产的共同购买人均不适用首次购买普通住房的契税优惠政策。
保障性住房	2010 年 1 月 10 日	《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》“国 11 条”	增加保障性住房和普通商品房供给
	2009 年 12 月 17 日	国务院常务会议“国 4 条”	增加供给、抑制投机、加强监管、推进保障房建设等四大举措促进房地产市场健康发展。
	2010 年 2 月 23 日	“京 11 条”	保障性住房用地占住宅用地供应 50%
	2010 年 3 月 7 日	《2010 年政府工作报告》	增加保障性住房供给
	2010 年 3 月 11 日	《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》	确保障性住房、棚户改造和自住性中小套型商品房建房用地，确保上述用地不低于住房建设用地供应总量的 70%。
按揭贷款	2010 年 4 月 17 日	《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》“新国十条”	购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%。商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 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 年 4 月 11 日	银监会	不对投机投资购房贷款，加大差别化信贷政策执行力度。
	2009 年 12 月 31 日	《关于规范做好个人房地产按揭贷款业务、维护市场秩序的自律共识》	不得以任何手段变相降低首付款的比例成数
土地	2009 年 12 月 17 日	《关于进一步坚强土地出让金收支管理的通知》	提高开发商拿地首付比例至 50%，分期缴纳全部土地出让价款的期限原则上不超过一年。
	2010 年 3 月 11 日	《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》	土地出让保证金不得低于出让最低价的 20%，合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款，余款最迟付款时间不得超过一年。

资料来源：公开信息，鹏元整理

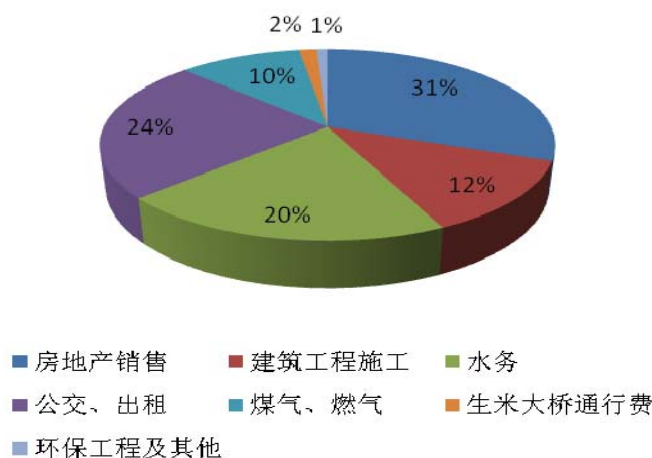
目前来看，短期内本轮房地产调整政策的方向难以改变，随着各项政策细则的制定和落实，未来 1-2 年内房价将缓慢回落，尤其是前期房价上涨速度过快的城市，这将影响房地产开发企业的资金链和未来开发计划。但从长远看，整个房地产行业长期发展趋势仍取决于城市化的演进、经济的增长、人口结构以及居住模式变迁等基本要素，只要上述因素不发生根本变化，行业发展的基本趋势就不会动摇。

五、经营与竞争

公司已形成以水务、燃气、公交出租等为基础产业，同时覆盖工程施工、房地产开发等多种业务经营的投资控股集团

截至 2009 年 12 月 31 日，公司实际控制的子公司 11 家，其中全资子公司 5 家、控股子公司 6 家，包括间接控股 1 家上市公司，涉及水务、燃气、公交出租、房地产、工程施工和桥梁运营收费等几大业务。2009 年公司主营业务收入构成情况如下图所示：

图2 2009年公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在南昌供水市场具有较强的区域垄断性，随着供水能力的逐步增强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

公司水务业务主要由全资子公司南昌水业集团有限责任公司（以下简称“水业集团”）及其下属的南昌供水有限责任公司（以下简称“供水公司”）和江西洪城水业股份有限公司（以下简称“洪城水业”）运营，其中洪城水业为A股上市公司。根据洪城水业和供水公司签订的《自来水购销合同》，洪城水业作为制水公司，向供水公司供应自来水，然后由供水公司统一对外销售。

目前公司拥有青云、朝阳、下正街、长堎和牛行等八座自来水厂，日供水能力达到134万吨，供水管网长度75MM以上的输水管2,200公里，覆盖人口200多万，在南昌市供水市场处于绝对垄断地位。随着红角洲水厂和城北水厂（日供水能力均为10万吨）两个水厂的逐步兴建，公司供水能力和供水区域将进一步拓展，供水量和售水量也稳步增长，未来发展势头较好。

表 3 2007—2009 年公司主要供水数据

项目	2009 年	2008 年	2007 年
设计供水能力（万吨/日）	134	134	134
实际供水量（万吨/年）	31,601	32,039	32,969
实际售水量（万吨/年）	25,446	26,266	25,774
平均单位水价（元/吨）	1.33	0.92	0.92

资料来源：公司提供

在巩固南昌市供水市场垄断地位的同时，公司在原有项目资源的基础上进一步延伸水务产业链并向省外其他城市和地区扩张污水处理业务。除2008年全年运行良好的九江老鹤塘污水处理厂外，洪城水业以BOT方式承接的萍乡污水处理厂项目已于2008年5月31日完成竣工，正式进入商业运营阶段；另外，洪城水业还跨省收购了温州经济技术开发区滨海园区第一污水处理厂（日处理规模为5万吨）51%的股权，并成立温州洪城水业环保有限公司。

目前，公司拥有南昌朝阳、九江、萍乡、温州和新余五座污水处理厂，污水处理能力为31万吨/日。公司正在进行萍乡污水处理厂第二阶段的工程项目建设，项目建成投产后将使萍乡污水处理厂的污水处理量达到8万吨/日，同时在建的项目还有日处理规模4万吨/日的新余经开区污水处理厂和南昌高新区污水处理厂。随着公司污水处理业务对外扩张的逐步推进和新建污水处理厂的投入运营，其污水处理收入也将进一步增长。

表 4 公司供水、污水处理主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	建设内容	建设周期	后续资金安排
红角洲水厂	25,000	-	10 万吨/日	2009.12—2011.6	自筹和银行贷款
城北水厂	25,730	-	10 万吨/日	未定	自筹和银行贷款
新余经开区污水处理厂	6,170	539	4 万吨/日	2009.5—2009.11	自筹和银行借款
南昌高新区污水处理厂	5,740	320	4 万吨/日	未定（特许权协议尚未签订）	自筹和银行借款
萍乡污水处理厂二期	1,600	-	4 万吨/日	2009.6—2009.12	自筹和银行借款

资料来源：公司提供

南昌市水价偏低，本次水价上调和未来进一步的调价预期将进一步支撑公司业绩表现

为进一步完善水价形成机制，南昌市从9月1日开始调整城市供水价格，居民生活用水价格由现行的每吨0.88元调至1.18元，到户价由每吨1.38元调至1.68元（含污水处理费0.5元/吨）。此次调整的收费标准由现行自来水综合平均销售价格1.03元/吨，调整为1.33元/吨，调价额为0.3元/吨；调价幅度：自来水价格为29.22%，含污水处理费后的到户价为19.05%。这是南昌市自2003年5月至今，连续6年多来首次调整自来水价格。

在本次调价前，全国36个大中城市中南昌市居民生活用水到户价格较低，天津最高为3.90元/吨，南昌排名倒数第二为1.38元/吨。调价后南昌市居民用水价格由以前每吨0.88元调至1.18元，调整幅度为34.09%，到户价由每吨1.38元调至1.68元，调整幅度为21.74%，到户价仍然是全国倒数第二。调价后中部6个省会城市南昌排位最低。

我们认为，本次南昌市运用价格杠杆，调整自来水价格，意在促进全民节约用水，突出水资源的稀缺性。从调价后情况看，南昌市水价仍较全国水平偏低，仍有较大的调价预期，公司作为南昌市最主要的供水企业，将极大受益于此次水价上调和未来的调价预期。

随着川气入昌工程的推进，公司燃气业务有望取得快速发展

公司的燃气业务主要由南昌市燃气有限公司（以下简称“燃气公司”）运营。燃气公司是由公司全资子公司南昌市煤气公司和上海大众燃气有限公司合资组建，目前南昌市煤气公司持股46%，上海大众燃气有限公司持股49%，其他自然人持股5%，目前南昌市煤气公司正计划收购自然人5%的股权以达到控股燃气公司的目的。

燃气公司供气范围北起昌北开发区白水湖，南至南昌县莲塘，东起瑶湖大学园内，西至新建县城，拥有供气管网1,267公里，2009年销售气量10,911万立方米。燃气公司计划继续大力发展燃气用户，未来发展空间较大。

表 5 2007—2009 年燃气公司供气情况（单位：万立方米、公里、万元）

项目	2009 年		2008 年		2007 年	
	人工煤气	液化天然气	人工煤气	液化天然气	人工煤气	液化天然气
供气量	10,677.70	531.44	9,810.06	323.10	6,672.75	251.30
销售量	10,417.35	493.24	9,810.06	323.10	6,672.75	251.30
其中：营业部	4,082.02	365.69	8,690.10	323.10	6,445.31	251.30
工业户	1,234.40	40.09	1,119.96	0	227.44	0
供气管网里程	1,038.82	227.99	927.20	184.01	799.64	138.75
其中：新建管网	111.61	33.98	127.56	45.26	122.80	40.12
供气管网投资额	9,500.00	1,279.00	6,536.53	1,673.93	7,462.22	1,983.01

资料来源：公司提供，鹏元整理

根据南昌市政府精神，燃气公司将作为南昌市燃气投资主体，负责天然气进昌项目的筹备、市场整合及投资经营的洽谈工作，目前燃气公司正全力配合“川气入昌”，实施南昌市天然气利用重大工程。

根据国家川气东送、西气东输二线项目及江西省天然气管网工程建设进度，该工程2009年开始建设，建设期2009—2019年，达产期为2020年。该项目设计考虑2009年为建设期并计划

2010年开始投产供气，当年供气18,443万立方米，2011年供气25,777万立方米，至2020年达到设计规模的100%，供气80,438万立方米。

该项目总投资为184,867万元，其中建设投资为175,853万元，建设期利息为3,163万元，流动资金为5,852万元。项目建设投资除去利用原有固定资产的23,706万元，其余70%的资金申请国内商业银行贷款，贷款额为106,503万元；余下30%由企业自筹，自筹金额为45,644万元。流动资金按国家规定30%为企业铺底流动资金，由企业自筹，自筹金额为1,755万元；70%向当地商业银行申请短期贷款，贷款额为4,096万元。

表 6 该项目预计原材料购入成本和天然气销售情况（单位：元/立方米）

项目	原材料购入价格		天然气销售价格	
	含税	不含税	含税	不含税
管道天然气	2.1	1.86	2.9	2.57
CNG	2.19	1.94	3	2.65

资料来源：公司提供

经测算，该项目达产年的盈亏平衡点为53.16%，即只要该项目的生产能力利用率达到设计能力的53.16%，企业即可保本。所得税前项目投资回收期为12.13年（含建设期），所得税后项目投资回收期为13.18年（含建设期）。项目税前投资财务内部收益率为9.95%，项目税后投资财务内部收益率为8.06%，均高于行业基准收益率8%，财务净现值大于零。从敏感性分析看，项目具有一定的抗风险能力，因而该项目从财务上讲是可行的。

我们认为，该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。从长远看，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。

公交和出租车业务经营较为稳定，同时也给公司带来稳定的现金流

公司的公交业务主要由全资子公司南昌市公共交通总公司（以下简称“公交公司”）运营，公交公司拥有各类营运车辆 2,518 辆，其中公共汽电车 2,345 辆（含空调车 348 辆）、出租车 133 辆、旅游车 40 辆；拥有公交线路 133 条，线路总长度达到 2,883 公里。近年来，公交业务在保证自身正常稳定经营的同时，尽管承担了较多的社会公益性职能，但同时也给公司带来稳定的利润和现金流，2009 年公交公司实现主营业务收入 4.47 亿元，利润总额为 1,779 万元。

出租车业务主要由南昌市出租汽车有限公司（以下简称“出租公司”）、江西大众交通运输有限公司（以下简称“江西大众”）和南昌大众交通有限责任公司（以下简称“南昌大众”）三家公司运营。目前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。公司是南昌市最大的出租汽车客运企业，在南昌市具有行业领先的规模优势、管理优势和品牌优势，在南昌市出租车市场话语权较强。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，目前公司出租车的上座率达到 60%—70% 左右，相对而言是一个较为理想的水平。

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，但未来增长空间不大。

工程施工是公司收入的重要组成部分，随着对外拓展业务的加快，业务规模有望进一步扩大

公司的工程施工业务主要由子公司南昌市市政工程开发有限公司（以下简称“市政公司”）运营。市政公司是从事市政工程、房地产开发、房屋建筑工程以及公路、水利工程施工的综合性国有企业，拥有市政工程总承包一级、房地产开发二级、公路总承包二级、房建工程总承包二级资质以及园林景观专业承包二级、堤防工程专业承包三级、预拌商品混凝土专业承包三级等资质，是江西省首家通过 ISO9000 质量管理、ISO14000 环境管理、OHSHS1800 职业健康安全管理的企业。

2009 年，市政公司先后承建了紫阳大道改造工程、101 国道改造工程、阳明路综合改造工程、铁军广场土建工程、湾里射击中心土方工程、瑶湖污水处理厂工程，广东佛山龙高路综合改造工程、北海市铁山港七号排水 B 标段工程、滨海工业园一期市政道路 IV 标段工程、温州市铁路新客站配套工程站东路一期 III 标段工程、龙南县污水处理设施截污管网工程 II 标段等 20 多个项目。在集团公司的指引下，市政公司将进一步加大“走出去”步伐，随着市政公司对外拓展步伐的加快，工程施工业务在公司收入中的比重会进一步加大，这块业务的未来发展前景值得看好。

以公司作为建设主体的南昌生米大桥于 2006 年 4 月 30 日正式竣工通车。南昌生米大桥位于南昌市外环快速路上，跨越赣江，是连接南昌、昌北城的主要桥梁。大桥东起南隔堤，西至新建县生米乡东亮山，处于现有南昌大桥上游的 5.3 公里处。根据江西省发改委、

江西省交通厅、江西省财政厅联合下发的赣发改收费字【2006】1530号文件，生米大桥收费年限暂定20年，即从2006年7月1日起至2026年6月30日止。根据资料显示，公司确认生米大桥2008、2009年通行费收入合计为11,448万元。

房地产业务是公司利润的重要构成部分，随着在建项目未来几年的逐步结转，将有力支撑公司的盈利能力表现

目前公司的房地产业务主要为其子公司南昌市市政工程开发有限公司和江西蓝天碧水房地产股份有限公司（以下简称“房地产股份公司”）等来运营，目前已成为业务范围覆盖南昌、新余、宁波等大中城市的综合性房地产开发商。

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，未来几年将是公司房地产项目的集中结算时期。2009年公司实现房地产销售收入6.76亿元，是2008年的3.9倍，大幅增长主要系奥林花园一期销售确认收入，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7 公司目前在建和拟建房地产项目情况（单位：平方米、万元）

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
抚生佳园项目	南昌市朝阳洲片区	135,000	25,600	14,000	2008.11	2011.6	住宅
西湖市民广场项目	南昌市象山南路新四军军部旧址陈列馆	11,600	6,500	5,200	2009.5	2010.6	-
渔轮厂项目	宁波市	139,091	200,000	100,000	2008.1	2012.10	住宅
奥林80项目	宁波市	202,778	90,000	49,000	2008.1	2011.5	住宅
合计	-	488,469	322,100	168,200	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

另外，公司也涉足于商业地产项目，蓝天碧水购物广场项目是公司重点打造商业地产项目。蓝天碧水购物广场位于市区中轴线八一大道延伸段青山南路西侧，属南昌市区一类地段，周边生活配套设施成熟。项目占地面积123.2亩，总建筑面积超过15万平方米，其中商业建筑面积8万余平方米，2008年10月试运营，2009年1月10日全面开业。蓝天碧水购物广场涵盖购物、餐饮、休闲、娱乐、金融和商务等全方面业态，自开业以来项目招商情况良好，目前招商开业率已超过90%，沃尔玛、肯德基、苏宁电器、名厨世家、亨得利和宝岛眼镜等国内外知名品牌纷纷进驻，大大提升了蓝天购物广场的人气和商业氛围。

目前购物广场内 16 家主力店和次主力店月租金合计在 76 万元以上，预计每年可实现租金 1,000 万元左右。蓝天购物广场进一步提升了公司“蓝天碧水”的品牌形象，也为公司房地产项目在南昌的销售起到良好的宣传和引导作用。

六、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 2007—2009 年的审计报告。公司的审计报告均按照旧会计准则编制。公司 2008 年合并范围新增供水公司（根据洪国资产权字【2009】21 号文，公司将持有供水公司的股权全部划转至全资子公司水业集团）和南昌市生米大桥经营管理有限公司。

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

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，整体资产结构符合其经营特点，较高的资产质量能为公司未来偿债提供强有力的保障

近年来公司总资产规模增长较快，截至 2009 年 12 月 31 日，公司资产规模为 95.45 亿元，较 2007 年增长了 154.60%，主要系业务规模扩大、合并报表范围变动和国家资本金增加所致。根据洪国资产权字【2008】25 号文件精神，当年增加公司国家资本金 27,858 万元。

表 8 2007—2009 年公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.18	13.81%	7.59	10.13%	5.87	15.66%
应收账款	2.92	3.06%	3.20	4.27%	2.32	6.19%
其它应收款	22.00	23.05%	5.04	6.73%	2.06	5.49%
存货	8.36	8.76%	14.24	19.01%	5.86	15.63%
流动资产合计	51.54	54.00%	35.15	46.94%	19.73	52.63%
长期股权投资	5.95	6.23%	3.39	4.53%	3.33	8.88%
固定资产	21.66	22.69%	18.87	25.20%	10.59	28.25%
无形资产	13.14	13.77%	14.39	19.21%	2.07	5.52%
非流动资产合计	43.91	46.00%	39.74	53.06%	17.76	47.37%

资产总计	95.45	100%	74.89	100%	37.49	100%
-------------	--------------	-------------	--------------	-------------	--------------	-------------

资料来源：公司提供，鹏元整理

从总资产结构来看，流动资产和非流动资产占比相当。其中流动资产主要是货币资金、其他应收款和存货，非流动资产中主要是固定资产和无形资产，基本符合公司作为市政工程传统产业和房地产业并举的经营特点。

从流动资产构成情况来看，货币资金、应收账款、其他应收款和存货是其主要项目。货币资金主要是银行存款，流动性极强；应收账款占比呈逐年下降趋势，主要是市政公司在工程施工过程中产生，多是和事业单位之间的账务往来，未来回收面临的风险不高；2009年其他应收款增长较快，主要是和南昌市财政局、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，我们认为资金风险不大；存货主要为公司进行房地产开发和工程施工所致，随着奥林花园一期的结转，2009年开发成本大幅下降，存货同比明显下降。我们认为，随着公司房地产开发规模的不断扩大，其存货余额将会呈增加趋势，新增项目将为公司未来两三年的业绩增长奠定坚实的基础。

从非流动资产构成情况来看，主要为长期股权投资、固定资产和无形资产，其中长期股权投资主要为对长城人寿保险股份有限公司、宁波江东百隆房地产有限公司和新余蓝天碧水开发建设有限公司等的投资，我们认为，这些股权多为金融、房地产类投资，未来有一定的增值空间。固定资产主要为房屋建筑物、运输工具和电子设备等，随着公司加大对水务、燃气等项目的投资建设力度，其固定资产仍有大幅提高的趋势。近两年无形资产的增加，主要是因为生米大桥收费经营权的转入所致。

从总体上来看，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，整体资产结构符合公司经营特点，较高的资产质量将为公司未来偿债提供强有力的保障。

盈利能力

随着污水处理异地拓展策略的实施和水价的进一步上调，公司水务业务将稳步增长；房地产在建项目的逐步结转及煤气燃气等业务的稳步增长，将有力支撑未来盈利能力表现

公司近三年主营业务收入稳步增长，特别是2009年主营业务收入增长4.97亿元，主要是因为奥林花园一期销售确认收入，房地产销售收入大幅增长带动了整个收入水平的增长。并且合并报表范围的增大也对这两年收入增长起了很大作用。根据洪府厅字【2008】89号文件批复，市政府划拨供水公司全部股权给公司，因此公司2008年合并报表范围增

加了供水公司（根据洪国资产权字【2009】21号文，公司将持有供水公司的股权全部划转至全资子公司水业集团，供水公司的收入纳入水业集团进行整体核算），当年新增收入 2.52 亿元；并且 2008 年公司子公司南昌市煤气集团将燃气公司纳入控股管理，合并其会计报表，当年新增收入 1.66 亿元。同时公司继续实施“走出去”的发展战略，异地扩张污水处理业务，2008 年萍乡污水处理厂正式进入商业运营期，并通过收购进入温州污水处理市场，提升了公司污水处理收入。根据洪府厅抄字【2008】736 号文，明确公司拥有生米大桥 20 年收费权益，因此公司从 2008 年开始确认生米大桥的通行费收入，近两年新增收入合计为 1.14 亿元。

表 9 2007—2009 年公司主要盈利能力指标（单位：亿元）

项目	2009 年	2008 年	2007 年
主营业务收入	22.08	17.11	12.81
主营业务毛利率	27.42%	33.49%	25.24%
期间费用率	15.60%	18.39%	11.88%
利润总额	3.25	2.66	1.65
总资产回报率	5.01%	6.13%	5.52%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从公司主营业务收入的构成来看，房地产销售、公交出租、水务、建筑工程施工和煤气燃气是其主要组成部分。特别是随着奥林花园一期销售确认收入，房地产销售已成为公司 2009 年第一大收入来源。从近三年情况来看，房地产业务受项目结算周期的影响波动较大，2008 年销售的蓝天碧水购物广场商住项目较高的利润率拉高了当年的毛利水平，随着未来两三年在建项目的逐步结转，该业务将有力支撑公司的业绩表现。公益性较强的公交出租业务稳步发展，目前是公司的第二大收入来源。

随着合并报表范围的变动，水务在公司收入中的比重也在提高。2009 年水务收入下降时因为原下属子公司南昌市自来水安装有限公司清算，未纳入自来水业务合并报表，导致收入减少 5,813.63 万元（2008 年数），剔除这块收入下降因素，公司 2009 年水务收入仍是上涨的。整体来看，我们认为，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和自来水价的上调，其供水业务收入仍将进一步增长。

工程施工业务也将随着其对外拓展业务的加快，呈较好的上升势头。而随着南昌市城市框架的扩大、通行车辆的进一步增加及政府补贴的增加，生米大桥通行费收入也将进一步支撑公司未来的盈利水平。生米大桥由于其主管部门变动，导致 2009 年收入下降较多，目前

政府已同意每年补助生米大桥 1,800 万元，连补三年，但具体抄告单尚未下发。

表 10 2007—2009 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

项目	2009 年			2008 年			2007 年		
	收入	比重	毛利率	收入	比重	毛利率	收入	比重	毛利率
房地产销售	6.76	30.61%	40.71%	1.73	10.13%	80.64%	3.65	28.52%	26.94%
公交、出租	5.29	23.95%	16.24%	5.12	29.90%	26.45%	4.86	37.93%	25.30%
水务	4.47	20.24%	28.94%	4.60	26.89%	29.54%	2.01	15.66%	36.11%
建筑工程施工	2.73	12.34%	10.34%	2.87	16.77%	7.92%	2.07	16.15%	7.72%
煤气、燃气	2.30	10.43%	27.06%	1.66	9.73%	38.54%	-	-	-
生米大桥通行费	0.33	1.48%	46.33%	0.82	4.78%	68.39%	-	-	-
环保工程及其他	0.21	0.94%	45.66%	0.31	1.80%	62.29%	0.22	1.74%	60.86%
合 计	22.08	100 %	27.42%	17.11	100%	33.49%	12.81	100%	25.24%

资料来源：公司提供，鹏元整理

综合来看，我们认为，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，未来增长前景值得看好。

现金流

公司未来投资资金需求较大，但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

从近三年的经营活动净现金流量来看，2007-2008 年整体表现较佳，基本能满足正常生产经营的需要。但 2009 年由于其他应收款的大幅增加，导致当年经营现金流表现一般。同时，由于公司近两年投资需求较大，其投资活动产生的净现金流均呈大额负值，其经营活动产生的现金流不能满足其投资支出的需要，公司近几年多通过银行借款等方式来筹集资金，其筹资活动现金流入有加大的趋势。

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，公司未来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，将生米大桥的收费权

划给公司，通行费收入也将在一定程度上支撑公司的投资支出。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，若本次债券发行成功，也将解决投资项目中较大部分的资金需求。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 11 2007—2009 年公司现金流指标（单位：亿元）

项目	2009 年	2008 年	2007 年
净利润	1.15	1.50	0.95
固定资产折旧	2.45	5.03	1.51
财务费用	1.07	0.78	0.25
存货的减少（减：增加）	5.88	-8.49	-3.59
经营性应收项目的减少（减：增加）	-8.28	0.03	0.84
经营性应付项目的增加（减：减少）	-2.99	8.61	2.55
经营活动净现金流	0.86	8.61	3.98
投资活动净现金流	-12.49	-14.67	-4.09
筹资活动净现金流	17.22	7.79	0.77
现金及现金等价物净增加额	5.59	1.72	0.66
EBITDA	7.15	9.09	3.49

资料来源：公司提供，鹏元整理

财务安全性

公司近年投资项目较多，负债水平较高，有一定的资金压力

公司负债水平较高，2009 年负债率达到 71.65%，长期偿债压力较大；并且其负债率较前两年明显增加，整体负债的增长速度远大于净资产的增长速度。

截至 2009 年 12 月 31 日，公司净资产规模为 19.38 亿元，较 2007 年增长了 88.87%，主要受益于南昌市国有资产监督管理委员会 2008 年将市财政委托市商业银行贷款及为生米大桥垫付的国开行利息共 27,858 万元增加公司的国家资本金，及根据洪府厅字【2008】89 号文件批复划拨供水公司全部股权 23,258.51 万元所致，净资产规模的迅速扩张大大提升了公司的整体资金实力和抗风险能力。

从公司负债规模来看，2009 年 12 月 31 日，其负债合计为 68.39 亿元，较 2007 年增长 210.31%，远大于净资产的增长速度，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。从负债结构上看，公司流动负债占比较高，其中短期借款增长较快，有一定的短期偿债压力。因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，导致公司长期负债水平也大幅增加。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 12 2007—2009 年公司负债构成（单位：亿元）

项目	2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.76	23.04%	11.37	22.56%	5.18	23.50%
应付账款	5.08	7.43%	5.03	9.98%	2.74	12.43%
预收账款	6.66	9.74%	5.68	11.27%	2.49	11.30%
其他应付款	5.62	8.22%	10.33	20.50%	4.84	21.96%
流动负债合计	40.83	59.70%	38.46	76.31%	17.35	78.72%
长期负债合计	27.56	40.30%	11.94	23.69%	4.69	21.28%
负债合计	68.39	100%	50.40	100%	22.04	100%

资料来源：公司提供，鹏元整理

对比公司偿债能力指标可以发现，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，流动资产对流动负债的保障程度增强，但流动资产的增长主要由其他应收款增加造成，短期偿债能力并无实质性的改善。从长期偿债能力来看，公司资产负债率和长期资本化比率均有所增长，特别是长期资本化率大幅提高，长期偿债压力明显加大。若本期债券发行成功，公司的资产负债率将会进一步提升。

表 13 2007—2009 年公司偿债能力指标

项目	2009 年	2008 年	2007 年
流动比率	1.26	0.91	1.14
速动比率	1.06	0.54	0.80
资产负债率	71.65%	67.29%	58.79%
长期资本化比率	49.65%	31.15%	18.14%
EBITDA 利息保障倍数	6.68	10.67	12.06

资料来源：公司提供，鹏元整理

七、本期债券偿还保障分析

本期债券增级措施安排如下：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提供质押担保，根据国富浩华会计师事务所有限公司出具的浩华专审字[2010]第 245 号专项审计报告，上述股权账面价值为 12.74 亿元。

表 14 公司股权质押情况表（单位：万元）

单位名称	持股比例	资产总额	负债总额	子公司少数 股东权益	所有者权 益	归属母公 司权益
江西蓝天碧水房地 产股份有限公司	99.00%	164,019.15	107,282.48	31,039.08	25,697.58	25,440.60
江西蓝天碧水担保 投资有限责任公司	99.50%	27,969.43	17,581.00	-	10,388.44	10,336.49
南昌水业集团有限 责任公司	100.00%	228,513.11	127,652.78	31,866.11	68,994.22	68,994.22
南昌市市政工程开 发有限公司	96.60%	74,121.13	50,194.96	502.19	23,423.98	22,627.56
合 计	-	494,622.82	302,711.22	63,407.38	128,504.21	127,398.88

资料来源：公司提供

（二）银行流动性支持

在本期债券存续期内，民生银行南昌分行将根据发行人的贷款申请，按照该行贷款审批条件进行审查，经审批同意后将为发行人提供授信支持，以解决发行人临时性资金需求。

综上所述，公司用于质押的股权账面价值为 12.74 亿元，为本期债券本金的 1.82 倍，且水业集团为洪城水业控股股东，截至 2009 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。因此，我们认为，股权质押和银行流动性支持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。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目名称	2009 年	2008 年	2007 年
货币资金	131,799.04	75,925.24	58,677.16
短期投资	17,293.61	40,775.58	10,018.32
应收票据	0.00	19.00	2,900.00
应收账款	29,153.93	32,001.30	23,151.38
其他应收款	219,954.47	50,374.83	20,587.56
预付账款	33,506.37	9,916.26	23,219.38
存货	83,636.78	142,417.36	58,640.22
待摊费用	58.15	58.09	100.23
流动资产合计	515,402.34	351,487.65	197,294.26
长期股权投资	59,502.39	33,921.27	33,251.07
长期投资合计	59,502.39	33,921.27	33,251.07
固定资产原价	345,625.32	303,427.44	173,142.48
减：累计折旧	129,033.15	114,680.03	67,280.39
固定资产净值	216,592.17	188,747.40	105,862.09
工程物质	0.88	2.65	0.00
在建工程	30,994.65	26,210.44	17,000.59
固定资产合计	247,587.71	214,960.50	122,863.39
无形资产	131,442.41	143,920.56	20,706.25
长期待摊费用	405.97	1,576.39	734.90
其他长期资产	8.44	4.57	8.25
无形资产及其他资产合计	131,856.81	145,501.53	21,449.40
递延税款借项	115.53	3,075.71	4.97
资产总计	954,501.42	748,949.95	374,863.09
短期借款	157,646.56	113,675.20	51,800.00
应付票据	4,719.08	3,032.13	0.00
应付账款	50,786.27	50,291.13	27,443.57
预收账款	66,625.93	56,804.86	24,899.87
应付工资	9,066.89	9,100.80	7,075.61
应付福利费	125.25	771.62	1,398.91
应付股利	11.10	3,372.25	9.70
应付利息	135.52	135.60	29.30
应交税金	14,332.11	13,615.81	11,443.22
其他应付款	659.99	528.67	366.17
其他应付款	56,206.86	103,320.79	48,394.77

预提费用	44.98	102.30	140.47
一年内到期的长期负债	13,091.87	0.00	500.00
其他流动负债	34,872.59	29,819.61	0.00
流动负债合计	408,324.99	384,570.76	173,501.59
长期借款	266,870.26	110,805.36	34,224.60
长期应付款	5,762.62	5,657.62	5,712.62
专项应付款	2,940.87	2,952.54	6,952.42
长期负债合计	275,573.75	119,415.53	46,889.64
负债合计	683,898.74	503,986.29	220,391.23
少数股东权益	76,852.02	68,621.03	51,888.58
实收资本	81,655.65	104,814.16	53,647.65
资本公积	55,693.80	33,308.77	19,745.95
盈余公积	10,959.26	8,453.63	5,070.60
未分配利润	45,588.13	29,766.06	24,119.08
所有者权益合计	193,750.66	176,342.63	102,583.29
负债和所有者权益合计	954,501.42	748,949.95	374,863.09

附录二 利润表（单位：万元）

项目名称	2009 年	2008 年	2007 年
一、主营业务收入	220,834.52	171,071.48	128,138.29
减：主营业务成本	160,277.82	113,777.50	95,792.22
主营业务税金及附加	9,475.02	4,452.66	5,804.93
二、主营业务利润	51,081.68	52,841.32	26,541.15
加：其他业务利润	4,013.26	3,008.87	1,194.14
减：营业费用	5,084.09	4,122.77	1,674.65
管理费用	19,232.18	19,522.38	11,093.10
财务费用	10,140.97	7,811.30	2,454.82
三、营业利润	20,637.69	24,393.74	12,512.71
加：投资收益	5,717.59	1,886.16	1,956.39
补贴收入	6,045.64	108.00	1,285.28
营业外收入	567.67	864.53	1,152.14
减：营业外支出	461.16	645.94	429.20
四、利润总额	32,507.43	26,606.50	16,477.32
减：所得税	9,496.54	7,725.84	6,209.30
减：少数股东损益	11,675.09	3,917.02	734.14
五、净利润	11,481.98	14,963.64	9,533.88

附录三--1 现金流量表（单位：万元）

项目名称	2009 年	2008 年	2007 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	219,362.39	217,468.32	195,714.35
收到的税费返还	137.17	0.00	55.94
收到的其他与经营活动有关的现金	452,499.72	216,714.09	4,537.54
现金流入小计	671,999.28	434,182.42	200,307.83
购买商品、接受劳务支付的现金	146,561.61	142,718.19	101,970.73
支付给职工以及为职工支付的现金	35,132.84	33,354.46	28,445.41
支付的各项税费	22,141.46	17,954.54	13,868.27
支付的其他与经营活动有关的现金	459,556.50	154,047.39	16,251.44
现金流出小计	663,392.41	348,074.58	160,535.85
经营活动产生的现金流量净额	8,606.87	86,107.83	39,771.99
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	54,037.24	33,018.45	18,679.12
取得投资收益所收到的现金	1,264.96	923.86	1,409.52
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	71.37	4,057.10	773.47
收到的其他与投资活动有关的现金	42,535.40	7,754.99	2,477.55
现金流入小计	97,908.97	45,754.40	23,339.67
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	53,732.87	87,146.00	29,827.24
投资所支付的现金	58,594.44	86,684.73	31,541.42
支付的其他与投资活动有关的现金	110,523.45	18,647.71	2,860.00
现金流出小计	222,850.76	192,478.43	64,228.65
投资活动产生的现金流量净额	-124,941.79	-146,724.03	-40,888.98
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	4,595.63	0.00	550.00
借款所收到的现金	454,058.44	161,220.20	98,364.63
收到的其他与筹资活动有关的现金	3,807.32	32,790.92	1,622.98
现金流入小计	462,461.38	194,011.12	100,537.62
偿还债务所支付的现金	230,766.12	24,805.14	82,939.43
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	10,711.23	13,951.92	8,834.50
支付的其他与筹资活动有关的现金	48,775.31	77,389.79	1,036.83
现金流出小计	290,252.66	116,146.85	92,810.77
筹资活动产生的现金流量净额	172,208.72	77,864.27	7,726.85
四、现金及现金等价物增加额	55,873.80	17,248.07	6,609.85

附录三--2 现金流量补充表（单位：万元）

项目名称	2009 年	2008 年	2007 年
1、将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	11,481.98	14,963.64	9,533.88
加：计提的资产损失准备	393.07	1,914.08	692.97
固定资产折旧	24,451.90	50,287.82	15,092.52
无形资产摊销	3,763.54	5,208.20	410.17
长期待摊费用摊销	71.42	303.01	67.18
待摊费用减少（减：增加）	-0.07	42.15	-29.89
预提费用增加（减：减少）	-57.32	-38.18	17.72
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减：收益）	-213.65	-347.47	84.24
财务费用	10,711.23	7,811.30	2,454.82
投资损失（减：收益）	-5,717.59	-1,886.16	-1,956.39
递延税款贷项（减：借项）	2,960.17	-3,070.73	0.00
存货的减少（减：增加）	58,780.58	-84,893.49	-35,870.92
经营性应收项目的减少（减：增加）	-82,789.60	289.39	8,357.67
经营性应付项目的增加（减：减少）	-29,946.67	86,144.41	25,488.84
其他	14,575.58	9,379.88	15,429.17
经营活动产生的现金流量净额.	8,606.87	86,107.83	39,771.99
2、现金及现金等价物净增加情况：			
现金的期末余额	131,799.04	75,925.24	58,677.16
减：现金的期初余额	75,925.24	58,677.16	52,067.31
现金及现金等价物净增加额	55,873.80	17,248.07	6,609.85

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（元）	持股比例	主营业务
1	南昌市市政工程开发有限公司	80,000,000	96.6%	市政工程开发
2	南昌水业集团有限责任公司	129,363,000	100%	集中供水
3	南昌市公共交通总公司	100,000,000	100%	公共交通运输
4	南昌市出租汽车有限责任公司	5,210,000	95%	出租汽车
5	江西蓝天碧水环保工程有限公司	20,000,000	100%	污水处理
6	江西蓝天碧水担保投资有限公司	100,000,000	99.5%	提供担保
7	南昌蓝天碧水物业管理有限公司	3,000,000	90%	物业管理
8	南昌市煤气公司	42,180,000	100%	煤气经销
9	江西蓝天碧水房地产股份有限公司	200,000,000	99%	房地产开发
10	深圳蓝天碧水投资咨询有限公司	6,000,000	99.5%	投资
11	南昌市生米大桥经营管理有限公司	50,000,000	100%	生米大桥经营管理

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入净额} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	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	$(\text{主营业务成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入净额}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期主营业务收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期主营业务成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{主营业务成本} / 360)$
	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)	$\text{主营业务收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入净额}$

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
2010年6月8日