



江西洪城水业股份有限公司 2011 年度公司债券信用评级报告

大公报 D【2011】850 号

公司债券信用等级: **AA+**
主体信用等级: **AA**
评级展望: **稳定**

发债主体: 江西洪城水业股份有限公司
发行规模: 不超过 5 亿元
债券期限: 5 年
担保方式: 连带责任保证
担保单位: 南昌市政公用投资控股有限责任公司

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2011.9	2010	2009	2008
总资产	39.32	39.47	18.37	7.00
所有者权益	16.43	15.75	12.16	5.15
营业收入	7.09	8.43	4.11	1.90
利润总额	1.08	1.10	0.08	0.30
经营性净现金流	2.81	2.16	1.00	0.94
资产负债率 (%)	58.20	60.10	33.82	26.50
债务资本比率 (%)	52.64	55.53	23.53	19.84
毛利率 (%)	39.56	37.03	25.37	32.19
总资产报酬率 (%)	2.74	5.10	1.61	5.84
净资产收益率 (%)	5.93	6.06	-0.18	4.27
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	2.38	4.70	8.50
经营性净现金流/总负债 (%)	12.05	14.46	24.81	-

注: 公司财务报表按照新会计准则编制, 2009 年的期末财务数据为 2010 年报表的期初数。2011 年三季度财务数据未经审计

分析员: 杨珊珊 陈易安 余琰
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

江西洪城水业股份有限公司 (以下简称“洪城水业”或“公司”) 主要从事自来水生产经营及污水处理。评级结果反映了南昌市近年来发展较快、财政收入持续增长、公司是南昌市唯一的供水企业和江西省最大的污水处理企业、主业毛利率较高等优势; 同时也反映了赣江水位下降将对公司原水供应带来潜在威胁、公司资产负债率大幅上升等不利因素。南昌市政公用投资控股有限责任公司为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 具有很强的增信作用。综合分析, 公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来 1~2 年, 公司主营业务发展总体将保持平稳, 大公国际对洪城水业的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 南昌市近年来发展较快, 经济和财政收入持续增长;
- 水务行业得到国家在水价改革等方面的政策支持, 未来面临较好的发展前景;
- 公司是南昌市唯一的自来水供应主体, 近年来自来水业务规模保持增长, 收入稳定增加;
- 公司是江西省最大的污水处理企业, 有利于未来公司收入和利润的增长;
- 公司自来水供应及污水处理毛利率较高, 2010 年来盈利水平大幅增长;
- 南昌市政公用投资控股有限责任公司为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 具有很强的增信作用。

主要风险/挑战

- 目前赣江是南昌市唯一的原水供应来源, 赣江水位下降将对公司原水供应带来潜在威胁;
- 受到收购污水处理企业的影响, 公司负债规模大幅增加, 资产负债率大幅上升。

大公国际资信评估有限公司
二〇一一年十一月二日





发行主体

洪城水业是依据江西省人民政府《关于同意发起设立江西洪城水业股份有限公司的批复》（赣股（2001）4号文件）批准，由南昌水业集团有限责任公司（以下简称“水业集团”）、南昌市煤气公司等五家发起人共同发起设立的股份有限公司，于2001年1月在江西省工商行政管理局登记注册，总股本为9,000万股。公司于2004年6月在上海证券交易所挂牌上市（股票代码600461），2010年，发行8,000万股新股，募集资金11.6亿元，并用所募资金收购母公司水业集团其他主要资产，从而基本实现了水业集团的整体上市。截止到2011年8月末，公司注册资本为人民币3.3亿元。公司法定代表人熊一江，注册地址为江西省南昌市灌婴路98号。

南昌市政公用投资控股有限责任公司（以下简称“市政公用”）是公司实际控制人，其下属全资子公司水业集团持有公司32.72%的股份。目前公司经营业务主要涉及自来水生产销售、供水管网安装维护、城市生活污水处理、供水工程设计施工、供水管网探测、给排水管理项目软件开发和给排水技术咨询等业务。截至2011年9月末，公司下设7部3中心、8家全资子公司、4家控股子公司和2家参股子公司，拥有9座水厂、6座加压站以及省内外污水处理厂83个，日供水总设计能力133.5万立方米，日污水处理总设计能力127.8万立方米，供水管网长度2,900多公里。

表1 截至2010年末公司子公司情况

子公司名称	持股比例（%）	注册资本（万元）
江西洪城水业环保有限公司	100.00	75,000
南昌市自来水工程有限责任公司	100.00	2,114
南昌市朝阳污水处理环保有限责任公司	100.00	200
南昌市湾里自来水有限责任公司	100.00	1,615
南昌市洪城水业工程设备有限公司	100.00	500
南昌绿源给排水工程设计有限公司	100.00	100
南昌洪城管道探测技术有限公司	100.00	10
萍乡市洪城水业环保有限责任公司	100.00	3,000
南昌双港供水有限公司	50.00	365（万美元）
九江市蓝天碧水环保有限公司	65.00	2,600
温州洪城水业环保有限公司	51.00	3,150
温州清波污水处理有限公司	51.00	800
南昌红土创新资本创业投资有限公司	31.00	20,000
江西蓝天碧水置业有限公司	15.00	30

资料来源：根据公司提供资料整理



2010年末,公司总资产39.47亿元,总负债23.72亿元,所有者权益15.75亿元,资产负债率为60.10%。2010年度,公司实现营业收入8.43亿元,利润总额1.10亿元,净利润0.95亿元,经营性净现金流2.16亿元。

截至2011年9月末,公司总资产39.32亿元,总负债22.88亿元,所有者权益16.43亿元,资产负债率为58.20%,2011年1~9月末,公司实现营业收入7.09亿元,利润总额1.08亿元,净利润0.97亿元,经营性净现金流2.81亿元。

发债情况

本期债券概况

本期债券为实名制记账式公司债券,面值为100元,平价发行,发行总额为不超过人民币5亿元,在上海证券交易所公开发行。本期债券为5年期固定利率债券,采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计息。本期公司债券票面利率由发行人和保荐人(主承销商)通过市场询价协商确定。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

本期债券募集资金5亿元,拟用于偿还银行贷款,优化公司债务结构,并拟用剩余募集资金补充公司流动资金,改善公司资金状况。

经营环境

南昌是江西省省会,主要经济指标均在省内居首位且优势明显;近年来南昌经济保持较快发展,城市综合实力明显增强,但与周边省会城市相比还处于相对落后的位置

南昌市地处长江中下游,滨临鄱阳湖西南岸,赣江穿过南昌市并于此注入鄱阳湖。南昌市与长江三角洲、珠江三角洲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,是京九线上唯一的省会城市。全市总面积7,402平方公里,下辖4县5区,以及南昌经济技术开发区、南昌高新技术产业开发区、南昌红谷滩新区、江西桑海经济技术开发区和南昌英雄经济技术开发区等国家级或省级开发区。截至2010年末,南昌市户籍人口为502.23万人,其中市区人口268.21万人。

近年来南昌市经济保持较快发展,2010年,南昌市实现地区生产总值(GDP)2,207.11亿元,按可比价格计算,比上年增长14.0%,人均生产总值47,174元,同比增长12.9%;财政总收入、地方一般预算收入、规模以上工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额等



主要经济指标分别比上年增长 29.0%、26.4%、21.0%、32.0%和 20.8%；三次产业比重由 2005 年的 7.2:52.8:40.0 调整为 2010 年的 5.6:56.1:38.3，第二产业比重有较大提高。自 2001 年以来，南昌市地区生产总值增长率一直保持在 12%以上，均高于当年全国水平。

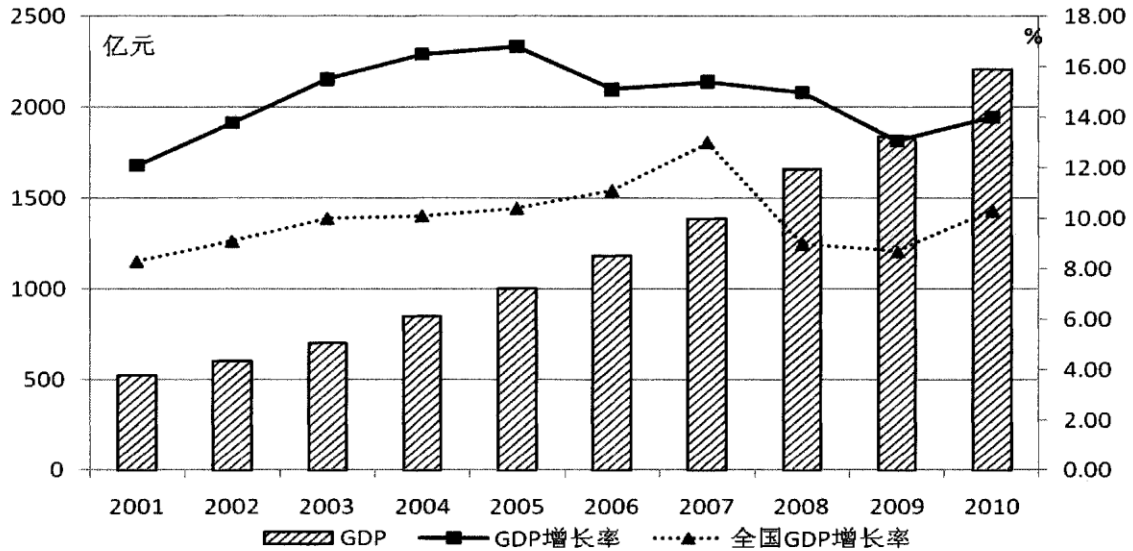


图 1 2001~2010 年南昌市 GDP 增长情况及与全国增速的比较

注：2009 年及以前年份数据取自统计年鉴，2010 年数据取自统计公报；

资料来源：2010 南昌统计年鉴及 2010 年南昌市国民经济和社会发展统计公报

2010 年南昌市地区生产总值占江西省全省的 23.39%，在江西省内 11 个市中排名第一，与省内其他城市相比经济指标优势明显，但与周边及华中地区其他省会城市如杭州、武汉、长沙等相比，还处于相对落后的位置。



表 2 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、亿美元)

城市	GDP	人均 GDP (元/人)	地方一般 预算收入	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
江西省内主要城市经济指标							
南昌	2,207.0	39,669	146.5	650.9	1,935.6	764.9	53.0
赣州	1,119.5	11,201	79.0	290.9	781.0	372.3	16.3
九江	1,032.1	17,420	71.1	360.6	877.5	284.1	18.2
上饶	901.0	11,184	72.6	266.2	946.0	330.5	16.7
邻近省会城市经济指标							
杭州	5,945.8	63,333	671.3	-	2,753.1	2,146.1	523.6
武汉	5,515.8	51,144	390.2	1,941.3	3,753.2	2,523.2	180.5
长沙	4,547.1	56,620	314.3	1,530.4	3,192.6	1,812.1	60.9
郑州	4,000.0	44,231	386.8	1,756.1	2,757.0	1,678.0	51.6
福州	3,068.2	38,015	247.8	-	2,317.4	1,624.3	246.0
合肥	2,702.5	41,543	259.4	1,052.7	3,067.0	839.0	99.6

注: 除人均 GDP 为 2009 年数外, 其余均为 2010 年数;

资料来源: 各市 2009 年、2010 年国民经济和社会发展统计公报

2011 年南昌市经济继续保持较快发展, 2011 年 1~6 月全市完成地区生产总值 1,152.58 亿元, 同比增长 10.2%; 全社会固定资产投资 792.53 亿元, 增长 27.5%; 规模以上工业增加值 338.17 亿元, 增长 13.9%; 社会消费品零售总额 460.9 亿元, 增长 17.7%; 海关进出口总额 35.22 亿美元, 同比增长 66.3%。

综合来看, 南昌市经济保持快速发展, 产业结构不断优化。南昌市经济实力增强以及多个国家级和省级开发区的建设, 为城市基础设施建设和公用事业发展提供了良好的基础。

自来水供应作为我国经济发展的重要基础, 战略地位显著, 行业发展前景广阔

自来水供应是关系国计民生和国家安全的重要公用事业。由于城市自来水供应需要铺设大量管网, 同一地区不可能进行管网的重复建设, 使得自来水供应具有区域垄断的特征。其发展直接制约着经济和社会的发展, 进而关系到整个国民经济的发展速度, 是国民经济的重要基础, 具有突出的战略地位。

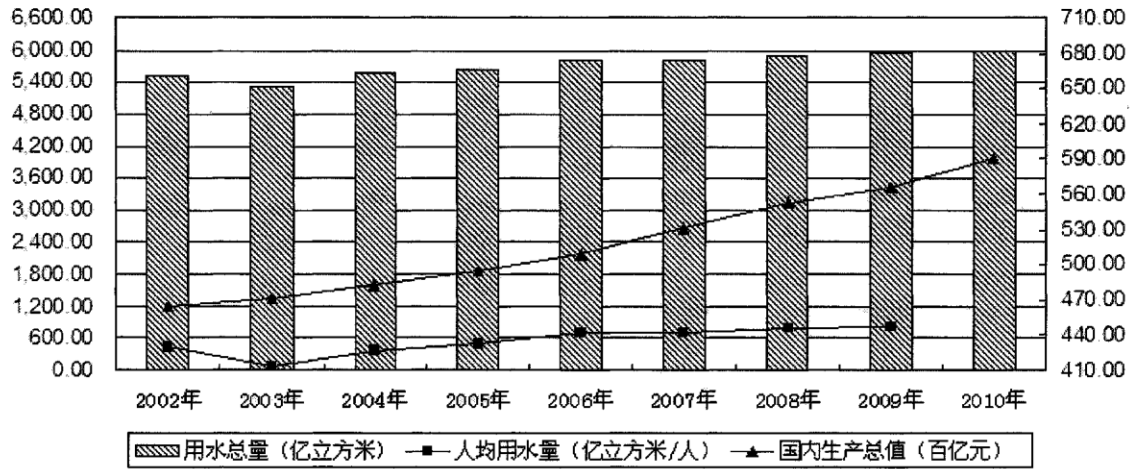


图 2 2002~2010 年我国用水总量、人均用水量及国内生产总值

随着国民经济的持续快速发展和城镇化水平的提高，城镇用水量持续增长，我国自来水供应呈现稳步扩张的趋势。2009 年，全国用水总量、工业用水量和生活用水量分别比上年增长了 0.93%、7.52%和 2.28%，城市供水普及率为 96%。未来几年，虽然节能降耗措施的推广将使万元 GDP 用水量稳步下降，但随着城市扩张，用水需求量总体仍将保持增长。预计在“十二五”期间内，全国将新增城市供水能力 400 亿立方米，万元 GDP 用水量降低到 140 立方米以下，万元工业增加值用水量降到 80 立方米以下；到 2030 年，我国国民经济的需水总量将达到 7,100 亿立方米。

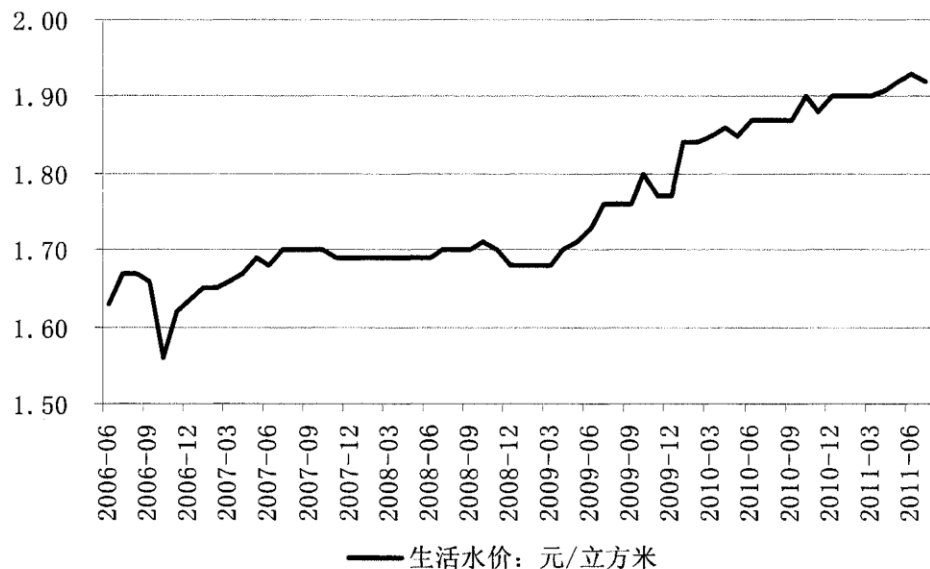


图 3 2006 年 6 月~2011 年 7 月全国 36 个主要城市居民生活用水均价

注：图中水价不含污水处理费和水价附加等

资料来源：Wind 资讯，大公国际整理



2004年4月19日，国务院办公厅发出《关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》（国办发【2004】36号），明确了水价改革的目标、原则和政策要求，此后我国城市供水价格一直呈不断上涨趋势，至2011年7月，全国36个主要城市居民生活用水平均价格达到1.92元/立方米¹。目前水价改革仍然得到国家发改委等有关部门的支持，未来几年水价在全国范围内来看仍将保持上涨趋势。

我国污水处理行业规模较小，污水处理能力供不应求：目前我国污水处理行业处于快速成长时期，污水处理价格存在上涨空间

我国污水处理行业规模较小，污水处理能力供不应求。2010年污水处理行业总产值为149.24亿元，占国民经济中的比重为0.034%。根据《2011年污水处理行业分析报告》²，2010年全国污水排放总量为610亿立方米，而城镇污水处理厂按每年330天运行计算，2010年污水处理量为339.9亿立方米，远低于污水排放水平。近年来，随着环境保护意识的加强，我国加大了水污染治理力度，加快了污水管网、污水处理厂及污水处理设施建设，污水处理行业快速扩张。污水处理行业工业总产值占GDP的比重逐年上升，2006~2010年污水处理行业总产值的年均复合增长率为29.74%。未来随着循环经济的发展 and 污水处理标准的提升，我国污水处理行业将继续保持较快的发展速度。“十二五”期间，我国城市污水处理行业的投资需求为7,000亿元，污水再生利用投资为300亿元，污水处理领域投资空间较大。

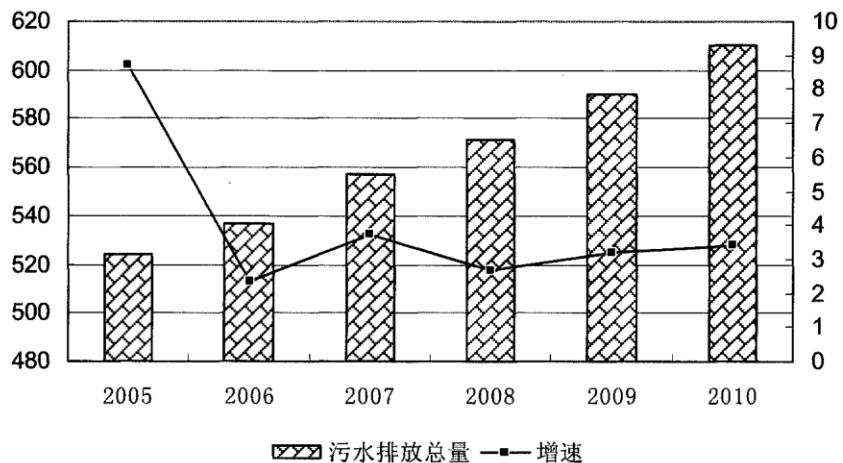


图4 2005~2010年全国水排放量情况（单位：亿立方米、%）

资料来源：2011年污水处理行业分析报告

目前我国污水处理费是由各级地方政府根据自身情况决定，2010年，我国污水处理费较2009年有所上涨，但涨幅不大，污水处理费用

¹ 不含污水处理费

² 资料来源于环球资讯网



仍处于较低水平。目前我国 36 个大中城市中，还有 14 个城市污水处理费未达到国务院 2007 年《关于印发节能减排综合性工作方案的通知》中规定的“污水处理费吨水原则上不低于 0.8 元”的要求，我国污水处理价格还有较大提升空间。

经营与竞争

公司收入和利润主要来自自来水、污水处理和工程等业务，近年来公司营业收入增长较快，毛利润持续增加

公司 2010 年非公开发行，新增三家子公司南昌供水有限责任公司、南昌市朝阳污水处理环保有限责任公司和江西洪城水业环保有限公司，其中，供水公司原来是水业集团下属的管网公司，现管网总长度为 2900 多公里；朝阳污水处理公司即是朝阳污水处理厂；洪城环保公司主要是为管理通过 TOT 模式获得的 78 家污水处理厂而新成立的子公司。

2008~2010 年，公司分别实现主营业务收入 1.90 亿元、3.94 亿元和 8.43 亿元，年均复合增长率为 110.64%。2009 年公司主营业务收入大幅增加，主要是 2010 年将三家子公司纳入合并报表范围后，对 2009 年报表进行追溯调整所致。2010 年，公司主营业务收入较 2008 年大幅增加，主要是因为自来水收入、污水处理收入和工程业务收入大幅增加。其中，自来水销售收入增加，主要是由于南昌市物价局出具《关于调整南昌市城市供水价格的批复》（洪价经字【2009】45 号），规定南昌市自来水销售价格自 2009 年 9 月 1 日起上调；污水处理收入增加，主要是水业集团与江西省行政事业资产集团有限公司签订了《江西省 77 个县（市）78 个污水处理厂特许经营权出让总合同》，2010 年公司已与 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，取得污水处理收入 2.58 亿元；自来水工程收入增加，主要是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路安装及城市一表一户改造等的工程收入增加所致



表 3 2008~2010 年度及 2011 年 1~9 月公司营业收入及毛利润构成 (单位: 亿元、%)

项目	2011 年 1~9 月		2010 年		2009 年		2008 年		
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
主营业务收入	自来水	2.48	35.47	3.36	40.80	2.71	68.83	1.64	86.32
	污水处理	3.60	51.41	3.19	38.69	0.46	11.60	0.26	13.68
	工程	0.91	13.05	1.68	20.34	0.71	18.06	-	-
	其他	0.00	0.07	0.01	0.16	0.06	1.51	-	-
	合计	7.00	100.00	8.23	100.00	3.94	100.00	1.90	100.00
主营业务毛利润	自来水	0.95	34.67	1.20	40.42	0.66	70.05	0.49	80.33
	污水处理	1.58	57.46	1.38	46.64	0.16	16.71	0.12	19.67
	工程	0.21	7.81	0.38	12.72	0.10	10.73	-	-
	其他	0.00	0.06	0.00	0.21	0.02	2.52	-	-
	合计	2.74	100.00	2.96	100.00	0.94	100.00	0.61	100.00
主营业务毛利率	自来水		38.32		35.64		24.32		30.14
	污水处理		43.82		43.37		34.40		44.90
	工程		23.46		22.50		14.19		-
	其他		39.32		46.99		39.87		-
	综合		39.21		35.98		23.90		32.19

资料来源: 根据公司提供资料整理

2008~2010 年, 公司主营业务毛利率有所波动, 主要是纳入合并报表的供水公司 2009 年毛利率相对较低, 同时公司收购的污水处理厂只有很少部分开始运营, 并且运营时间均较短, 导致 2009 年公司毛利率较 2008 年有所减少。2010 年, 由于合并的 73 家污水处理厂毛利率相对较高, 同时南昌市上调供水价格使供水公司出现盈利, 因此公司毛利率有所增加。

总体来看, 随着公司自来水、污水处理和工程业务的增长, 预计未来公司主营业务收入将保持稳定增长, 并带动主营业务毛利率进一步提高。

● 自来水板块

公司是南昌市唯一的自来水供应企业, 未来公司供水量将保持增长; 近年来, 公司供水收入稳定增加, 自来水毛利率保持在较高水平

公司是南昌市唯一的自来水供应企业, 截至 2011 年 9 月末, 公司共有水厂 7 个, 包括青云水厂、朝阳水厂、牛行水厂、下正街水厂、长堽水厂、红角洲水厂和城北水厂, 有供水加压站 6 座, 日供水总设计能力达 133.5 万立方米, 供水管网总长度近 2,900 公里, 供水范围 300 平方公里, 供水户数为 607,542 户, 占全市供水总户数的 100%, 服务人口约 270 万。

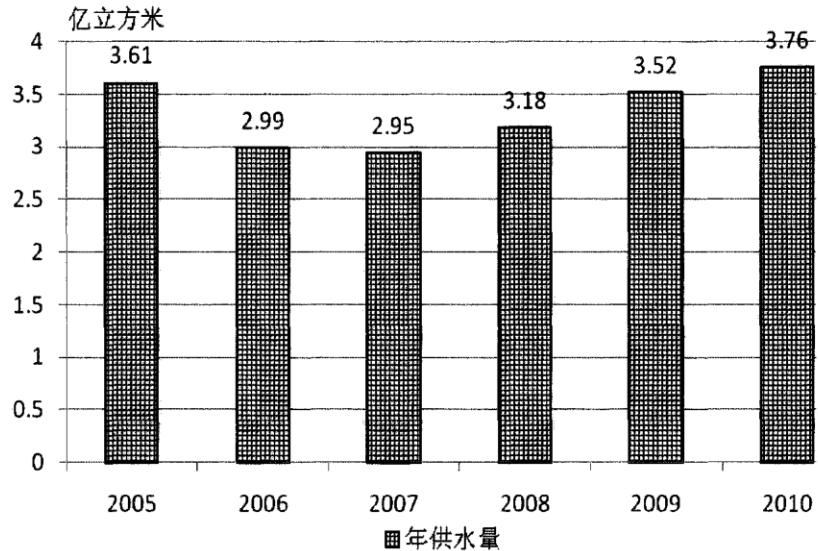


图 5 2005~2010 年南昌市年供水量

注：2009 年及以前年份数字取自统计年鉴，2010 年数字根据南昌市水务局公布的日均供水量估算

资料来源：2010 南昌统计年鉴及南昌市水务局网站

随着城市的发展，南昌市全市供水量由 2007 年的 2.95 亿立方米增长到 2010 年的约 3.76 亿立方米，年均增长 8.4%，低于同期 GDP 增长率。根据南昌市城市规划，未来随着城市化率的进一步提高，南昌市供水量仍将保持增长，但考虑到目前南昌市区内自来水普及率已经接近 100%，以及今后水价的继续调整和中水利用率的提高，长远来看供水量的增长速度可能将逐步放缓。

表 4 2008~2010 年及 2011 年 9 月末公司主要运营和财务指标 (单位：亿元，万立方米)

项目	2011 年 9 月末	2010 年	2009 年	2008 年
期末总资产	39.32	39.47	18.37	7.00
总收入	6.08	6.55	3.17	1.90
其中：供水收入	2.48	3.36	2.71	1.64
污水处理收入	3.60	3.19	0.46	0.26
利润总额	1.07	1.10	0.08	0.30
自来水供水量	24,213	33,671	32,371	31,950
污水处理量	33,089	30,945	8,502	6,920
供水(水表)户数(户)	631,172	584,167	493,932	438,685
供水户数在全市的占比 (%)	100	100	100	100

注：公司业务除供水和污水处理外，还包括工程、设计、维修等，2010 年和 2011 年上半年由于南昌市区管网改造等原因，工程等项目收入较多，本表由于不包括环保工程收入，统计口径与表 4 的主营业务收入略有差异

资料来源：根据公司提供资料整理

2008~2010 年，供水收入稳定增长，分别为 1.64 亿元、2.7 亿元



和 3.36 亿元,公司自来水毛利率虽有所波动,但基本维持在较高水平,分别为 29.88%、24.32%和 35.64%。2010 年,南昌市上调水价,洪城水业 2010 年利润总额较 2008 年增加 0.8 亿元,自来水毛利率相应大幅增加。鉴于目前南昌市水价仍处于相对较低水平,因此水价存在继续上升的空间,在今后供水量增长速度有可能放缓的背景下,水价的调整将是公司供水业务收入和利润变动的主要影响因素。

南昌市总体水资源较为丰富,但人均水资源量并不充足,赣江水位下降,给公司造成原水供应的潜在威胁;南昌市供水价格处于较低水平,国家政策对水价改革的支持使南昌市水价有进一步上升的空间

南昌市紧邻赣江和鄱阳湖,总体水资源较为丰富,但由于城市化速度较快,及近年来气候变化造成的干旱情况,人均水资源量并不充裕,2010 年南昌市人均水资源量 1,363 立方米,比全国人均水资源量 2,200 立方米少 837 立方米。南昌市公共用水以地表水为主,多年平均地表水资源可利用量为 16 亿立方米,地表水供水约占总供水量的 95%,其中公共生活供水以赣江为唯一水源;南昌市水质较好,饮用水以 II 类为主,工业水以 III 类为主。由于南昌市供水水源取自水位较高的赣江,取水成本较低,但近年来赣江水位不断下降,自 2009 年达到 12.84 米的历史低点以来,2010 年末又多次逼近这一水平,而赣江水位一旦下降至 12 米以下,城区部分水厂将出现取水困难,根据《2010 年赣江中下游枯水调度实施方案》,南昌市各水厂一旦出现取水困难,将由赣江上游的万安水库等放水进行补给,而南昌市政府长期规划中的备用水源抚河,由于离南昌市较远,使得取水成本较高,这成为公司原水供应的潜在威胁。

表 5 2008~2010 年末及 2011 年 9 月末南昌市自来水供水价格 (单位:元/立方米)

项目	2011 年 9 月末	2010 年	2009 年	2008 年
居民生活用水(教育用水)	1.18	1.18	0.88	0.88
非居民生活用水(行政事业、工业用水)	1.45	1.45	0.96~1.00	0.96~1.00
经营和基建用水	1.65	1.65	1.65	1.65
特种行业用水	6.00	6.00	4.00	4.00

注:表中水价不含污水处理费,工业水价 2010 年以前依行业不同有一定差别

资料来源:根据公司提供资料整理

由于取水成本不高,南昌市水价处于相对较低的水平,2010 年以前,居民用水价格为 0.88 元/立方米,2010 年南昌市进行了一次水价调整,居民用水价格上升至 1.18 元/立方米,行政事业和工业用水价格也调整至 1.45 元/立方米,但目前南昌市水价在全国直辖市和省会城市中仍列倒数第二,低于全国 36 个主要城市居民生活用水平均价格。从长远看,南昌市水价有进一步上升的空间。



● 污水处理板块

公司通过收购取得省内外 80 余家污水处理厂的经营权，成为江西省最大的污水处理企业；未来公司污水处理规模大幅增长，污水处理收入和利润也将大幅增加

南昌市共有 4 家集中式污水处理厂，总处理能力 94 万吨/日，其中最大的青山湖污水处理厂处理能力 46 万吨/日，占据南昌市污水处理市场的一半左右份额。公司拥有南昌市最早建成的朝阳污水处理厂，日处理能力 8 万吨，服务人口 18 万人，服务面积 12.47 平方公里，于 2001 年 4 月开始运行。公司下属的污水处理厂相对南昌市同类企业来说规模较小，当前实际处理能力在全市占比仅为 8.51%，服务人口占比 7.11%，市场占有率较低；公司还在采用 BOT 模式筹建瑶湖污水处理厂在特许经营期内由公司运营，设计处理能力为 20 万吨/日，服务人口 27 万人，其中一期工程 4 万吨/日已于 2011 年初完工，正处于调试运行阶段，但即使在瑶湖污水处理厂全部完工后，公司总处理能力也仅占南昌市远期规划处理能力的 9.63%。南昌市其他几家污水处理厂由德国柏林水务国际股份有限公司、北京桑德环保集团、新加坡亚洲环保控股有限公司等国内外水务行业中实力较强的企业采用 BOT 模式建设和运营，技术和管理水平较高，公司与这些竞争对手相比并不占优势。

表 6 南昌市主要污水处理厂情况（单位：万吨/日、万人）

项目	实际处理能力		规划处理能力		当前服务人口	
	数值	占比 (%)	数值	占比 (%)	数值	占比 (%)
青山湖污水处理厂	46	48.94	99	52.94	130	51.38
红谷滩污水处理厂	20	21.28	40	21.39	35	13.83
象湖污水处理厂	20	21.28	20	10.70	70	27.67
朝阳污水处理厂	8	8.51	8	4.28	18	7.11
瑶湖污水处理厂	0	0	20	5.35	0	0
合计	94	100	187	100	253	100

数据来源：根据公开资料整理

针对以上情况，公司制定了跨区域发展的战略，先后采取 BOT、TOT³等形式收购并取得了九江老鹤塘污水处理厂、萍乡洪城水业环保有限公司、温州洪城水业环保有限公司、温州清波污水处理厂、温州清旭污水处理厂等企业的经营权，并于 2010 年通过投标完成对江西省内 77 个县市 78 家污水处理厂特许经营权的整体收购，其设计总规模为日处理能力 150.60 万吨，总投资额约 22.60 亿元，经营运作期限为 30 年。公司收取的污水处理服务费通过各县市污水处理厂以其出让价

³ 一般是指政府部门或国有企业将建设好的项目的一定期限的产权或经营权，有偿移交给投资人，从而一次性地从投资商那里融得一笔资金，用于建设新的项目；投资人在约定时间内通过经营并得到合理回报，双方合约期满后，投资运营方再将该项目交还政府部门或原企业的一种融资方式。



格为依据计算，同时公司与各污水处理厂所在地政府（或授权部门），以《排水服务费协议》确定。总体来看，公司的污水处理业务虽然在南昌市场不具备优势，但公司通过取得省内外 80 余家污水处理厂的经营权，成为江西省最大的污水处理企业。

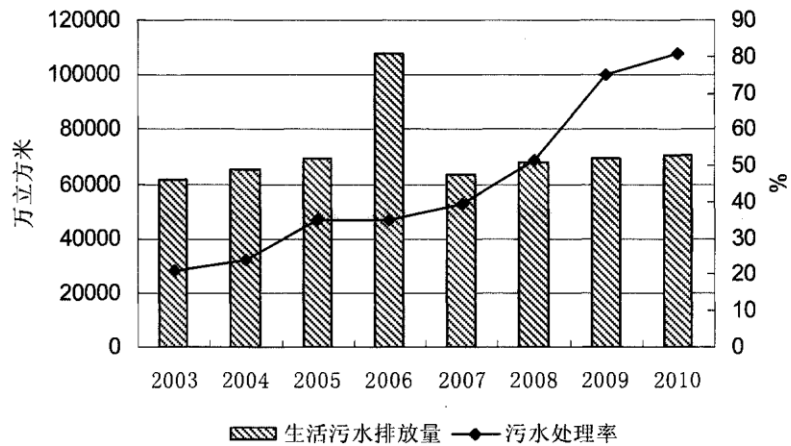


图 6 2003~2010 年江西省污水排放量情况

注：2006 年数据包括工业废水排放量

资料来源：江西省历年统计年鉴

2008~2010 年，公司污水处理能力逐年增加，由 2008 年的 8,370 万吨上升至 2010 年的 31,690 万吨，2010 年污水处理量较 2008 年增加了 24,025 万吨，污水管道长度增加了 24 公里。近年来，公司污水处理率虽有所下降，主要是 78 家污水处理厂所在地区大多属首次建立污水处理厂，目前的污水处理能力并不能满足当地的污水处理需要，但整体来看公司污水处理率仍保持在较高水平。截至 2011 年 9 月末，78 家污水处理厂中已有 74 家办理完移交，28 家通过环保验收。至此公司已拥有遍布江西全省，并延伸到温州等地的污水处理业务经营体系，污水处理能力达到 127.8 万吨/日，成为江西省最大的污水处理企业。

表 7 2008~2010 年及 2011 年 1~9 月末公司主要污水处理指标

项目	2011 年 1~9 月	2010 年	2009 年	2008 年
污水处理能力 (万吨)	33,210	31,690	8,370	8,370
污水处理量 (万吨)	33,089	30,945	8,502	6,920
污水处理率 (%)	56	80	99	101
污水管道长度 (公里)	36	36	12	12

注：公司污水处理业务是指公司经营范围内所有污水处理总和

资料来源：根据公司提供资料整理

2008~2010 年，公司污水处理业务快速增长，分别为 0.12 亿元、



0.46 亿元和 1.38 亿元；污水处理毛利率虽波动较大，但仍保持在较高水平，分别为 46.15%、34.40%和 44.90%。未来随着公司污水处理规模的大幅上涨，江西省污水价格较大的上调空间，以及国家和江西省政府对污水处理行业在政策上的支持，公司污水处理收入和利润也将大幅增长。

随着“十二五”期间国家对工业废水排放标准的提高及对中水利用等项目的政策支持，污水处理行业面临较好的发展前景，公司作为江西省规模较大的污水处理企业，具备较强的竞争力，有望在今后获得较好的发展。此外，江西省政府“十二五”期间计划新建扩建污水处理厂 69 座新增日处理规模约 100 万吨，总投资约 30 亿元；同时还计划投资 146 亿元，建设 102 个工业园区污水处理设施，建成后预计日污水处理能力达到 250 万吨。

总体来看，公司作为南昌市最大的供水公司和江西省最大的污水处理公司，整体实力较强，未来随着南昌市供水量的增长和水价调整的潜在可能，供水业务的收入和利润还将进一步增长，在完成对江西省内 78 家污水处理厂的移交和环保验收工作后，公司污水处理业务将拥有较大的提升空间。

管理与战略

公司作为上市公司，建立了较为完善的治理结构和内控制度

公司依照《公司法》及证监会关于公司治理准则等相关法律法规建立了规范化公司治理结构，下设 7 部 3 中心，成立了董事会、监事会，并通过公司章程确立股份的发行、转让以及股东大会权利等。公司 7 部 3 中心包括综合管理部、计划财务部、证券法务部、审计监察部和物资供应部等，各部门分工明确统筹管理。董事会由 9 名董事组成，包含 3 名独立董事，公司董事会有权决定不超过公司最近一期经审计的净资产值的 15%的资产运用、处置、项目投资、短期对外投资以及贷款事项等。公司监事会由 3 名监事组成，监事由股东代表和公司职工代表担任。

公司制定了较为完善和健全的内控制度，内部控制以基本管理制度为基础，下设各业务制度、工作制度、部门职能、岗位职责等，涵盖经营环节的各个方面。董事会下设立审计委员会，负责监督公司内部控制的有效实施和内部控制自我评价情况，协调内部控制审计及其他相关事宜。

相对于控股股东水业集团，公司拥有独立完整的资产、财务和业务等。公司在业务上与水业集团不存在同业竞争情况，拥有独立的产供销系统独立开展业务；公司的生产经营和办公机构与控股股东完全分开，不存在混合经营、合署办公的情形。公司自主设置内部机构，独立地运行，不受控股股东及其他单位或个人的干涉。公司拥有独立

的财务部门，并建立了独立的财务核算体系和独立的财务会计制度。

未来公司将积极发展水务业务，推进城市供水设施建设

随着国家对环保产业的重视，水价上调、污水处理率的进一步强制提高（“十二五”规划要求城市污水处理率和生活垃圾无害化处理率分别达到 85%和 80%），我国城市水务行业的规模及利润增长空间很大。针对这一机遇，公司坚持“快速发展是前提、稳健发展是关键、持续经营是目的”的经营理念，实施专业化经营、规模化扩张、多元化发展、资本化运作的四化联动战略。未来公司将完善南昌市本区域现有供水设施，确保供水设施的稳定运行；发挥现有污水处理厂的潜力和优势，关注全省 78 家污水处理厂二期建设和运营项目，确保取得经营权；加强垃圾处理和污泥处置这方面新兴核心技术的研究；发挥上市公司融资平台和资源整合平台的作用，加快资产资本化和资本证券化。

财务分析

公司提供了 2008~2010 年的财务报表，中磊会计师事务所对公司报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。公司提供了 2011 年三季度未经审计的财务报表。2009 年的财务数据取自 2010 年财务报表的年初数与上期数⁴。

公司资产规模逐年上升，随着公司取得污水处理特许经营权，资产大幅增加以非流动资产为主

近年来，随着业务规模的扩张，公司资产规模逐年上升。2008~2010 年末，公司总资产分别为 7.00 亿元、18.37 亿元和 39.47 亿元，2010 年比 2009 年增加 21.10 亿元，主要原因是公司发行 8,000 万股新股以及收购母公司水业集团资产。

2008~2010 年末，公司流动资产分别为 0.96 亿元、7.11 亿元和 3.62 亿元，在总资产中的占比分别为 9.17%、38.69%和 13.64%，流动资产规模波动较大，主要是将 2010 年新增的三家子公司合并进报表，并对 2009 年报表进行追溯调整后，导致 2009 年末货币资金、预付款项和其他应收款较 2008 年末大幅增加。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。

⁴ 由于 2010 年新增三家子公司合并并入报表，同对 2009 年报表进行追溯调整，导致 2009 年年报期末数与 2010 年年报期初数相比，主要是在货币资金、预付款项、其他应收款、长期股权投资、固定资产、预付款项、其他应收款、资本公积、资产减值损失、投资收益、净利润、投资活动产生的现金净流量等会计科目均有较大变动。



表 8 2008~2010 年末及 2011 年 9 月末公司流动资产构成 (单位: 亿元, %)

项目	2011 年 9 月末		2010 年末		2009 年末		2008 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.99	49.63	2.41	66.69	1.04	14.63	0.55	57.59
应收账款	1.49	37.16	1.00	27.73	0.48	6.77	0.33	34.90
存货	0.28	6.98	0.12	3.32	0.10	1.44	0.06	6.24
预付款项	0.16	3.99	0.04	1.14	3.06	43.03	0.00	0.20
其他应收款	0.10	2.49	0.04	1.12	2.43	34.13	0.01	1.07
流动资产合计	4.01	100.00	3.62	100.00	7.11	100.00	0.96	100.00

近年来公司货币资金规模持续上升, 至 2010 年末为 2.41 亿元, 其中银行存款为 2.37 亿元, 占货币资金的 98.34%; 公司应收账款 2010 年末为 1.00 亿元, 主要为公司子公司江西洪城水业环保有限公司收购 73 家污水处理厂投入运行而增加应收客户污水处理服务费 0.50 亿元, 其中账龄 1 年以内的占 34.52%, 公司共计提坏账准备 0.13 亿元; 公司存货 2010 年末为 0.12 亿元, 主要为原材料和工程施工, 分别为 0.07 亿元和 0.04 亿元, 公司存货不存在账面价值高于可变现净值的情况, 故未计提存货跌价准备。2008~2010 年末, 公司应收账款周转天数分别为 63.11 天、35.70 天和 31.70 天, 存货周转天数分别为 16.64 天、9.51 天和 7.55 天, 随着公司经营业务的发展, 公司流动资产周转能力有所提高。

2008~2010 年末, 公司非流动资产逐年上升, 分别为 6.05 亿元、11.26 亿元和 35.85 亿元, 在总资产中占比分别为 86.36%、61.31% 和 90.83%。由于 2010 年公司子公司江西洪城水业环保有限公司通过 TOT 特许经营权的方式取得江西省 73 家污水处理厂特许经营权, 公司非流动资产规模有较大提升。公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产等构成。

表 9 2008~2010 年末及 2011 年 9 月末公司非流动资产构成 (单位: 亿元, %)

项目	2011 年 9 月末		2010 年末		2009 年末		2008 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期股权投资	0.65	1.84	0.49	1.36	0.33	2.96	0.00	0.05
固定资产	7.33	20.76	7.76	21.65	8.10	71.90	3.78	62.51
在建工程	1.02	2.89	0.60	1.67	0.30	2.69	0.03	0.48
无形资产	26.28	74.43	26.95	75.17	2.34	20.74	2.23	36.90
其他	0.03	0.08	0.06	0.16	0.19	1.71	0.00	0.07
非流动资产合计	35.31	100.00	35.85	100.00	11.26	100.00	6.05	100.00

近年来公司长期股权投资持续上升, 至 2010 年末为 0.49 亿元, 其全部为对子公司以外的企业投资; 2008~2010 年末, 公司固定资产有所波动, 其中, 2009 年末大幅增加主要是公司承接管网建设, 新增



管网 3.53 亿元，2010 年末有所下降，主要是机器设备和电子设备报废较多所致；公司在建工程逐年增加，其中 2010 年末为 0.60 亿元，比 2009 年末增加 0.30 亿元；2010 年末公司无形资产大幅增加，主要是公司子公司南昌供水有限责任公司以及孙公司南昌市自来水工程有限责任公司和南昌市湾里自来水有限责任公司分别与南昌市国土资源局签订《国有建设用地使用权出让合同》，共获得出让价值 0.17 亿元的土地，同时公司子公司江西洪城水业环保有限公司通过 TOT 的方式，取得污水处理厂特许经营权增加 24.36 亿元。

截至 2011 年 9 月末，公司总资产为 39.32 亿元，其中流动资产 4.01 亿元，非流动资产 35.31 亿元。流动资产中货币资金较 2010 年末减少 0.43 亿元，应收帐款增加 0.48 亿元；非流动资产中在建工程增加 0.42 亿元，无形资产减少 0.67 亿元。

预计未来 1~2 年，随着公司在污水处理及工程项目上的继续投入，总资产会进一步增加。

近年来公司负债逐年增加，负债逐渐以长期负债为主，有息债务占比较高，流动负债占比有所波动，公司资产负债率大幅增加

2008~2010 年末，公司总负债逐年增加，分别为 1.86 亿元、6.21 亿元和 23.72 亿元；资产负债率分别为 26.50%、33.82 %和 60.10%。由于 2010 年公司收购母公司水业集团资产以及购买 78 家污水处理厂特许经营权需要大量资金，一部分资金来源于非公开发行，另一部分主要来自于银行长期借款，导致公司总负债大幅增加，资产负债率也相应大幅增加。公司负债结构以流动负债为主，近年来逐渐转变为以非流动负债为主，这是由于公司收购污水处理厂且近年来的工程项目大多周期较长，对长期资金的需求较大。

2008~2010 年末，公司流动负债在总负债中的占比分别为 59.38%、80.32%和 29.53%，流动负债规模逐年增加，但在总负债中的占比波动较大。其中，2009 年末占比大幅增加，主要是对报表进行追溯调整后，新增子公司的流动负债较大所致；2010 年末大幅下降，主要是公司长期借款大幅增加，同时公司子公司供水公司偿还到期短期借款 5,900 万元。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成，2010 年末，公司短期借款为 1.81 亿元，主要为在银行的信用借款和保证借款；应付账款 0.65 亿元，其中账龄 1 年以内的占 67.01%；其他应付款 2.79 亿元，其中账龄 1 年以内的占 99.17%，主要是公司向江西省行政事业资产集团有限公司购买污水特许经营权，但尚未支付总出让价款的 5%所致；公司一年内到期的非流动负债 1.15 亿元，全部为一年内到期的长期借款，其中保证借款 0.07 亿元，质押借款 1.08 亿元。



表 10 2008~2010 年末及 2011 年 9 月末公司流动负债构成 (单位: 亿元, %)

项目	2011 年 9 月末		2010 年末		2009 年末		2008 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.47	24.26	1.81	25.84	2.40	48.09	0.52	47.19
应付账款	0.78	12.87	0.65	9.33	0.50	9.98	0.05	4.86
其他应付款	3.12	51.49	2.79	39.88	1.57	31.36	0.49	44.04
一年内到期的非流动负债	0.08	1.32	1.15	16.47	0.13	2.55	-	-
其他流动负债	0.03	0.50	0.59	8.48	0.40	8.02	0.04	3.92
流动负债合计	6.06	100.00	7.01	100.00	4.99	100.00	1.10	100.00

2008~2010 年末, 公司非流动负债分别为 0.75 亿元、1.22 亿元和 16.72 亿元, 非流动负债的规模上升较快。公司非流动负债由长期借款、专项应付款构成, 其中长期借款占绝大部分。2010 年末, 公司长期借款 16.71 亿元, 比上年增加 15.67 亿元, 占非流动负债的 99.94%; 2010 年末专项应付款为 0.01 亿元, 主要为应付政府体育场馆、电车改造经费等项目的款项。

表 11 2008~2010 年末及 2011 年 9 月末公司非流动负债构成 (单位: 亿元, %)

项目	2011 年 9 月末		2010 年末		2009 年末		2008 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期借款	16.72	99.41	16.71	99.94	1.21	99.18	0.75	100.00
专项应付款	0.10	0.59	0.01	0.06	0.01	0.82	-	-
递延所得税负债	-	-	-	-	-	-	-	-
非流动负债合计	16.82	100.00	16.72	100.00	1.22	100.00	0.75	100.00

公司有息负债上升较快, 2008~2010 年末分别为 1.27 亿元、3.74 亿元和 19.67 亿元, 在总负债中占比分别为 68.64%、60.23%和 82.92%。2008~2010 年末, 有息债务中短期有息债务的占比分别为 40.82%、67.58%和 15.07%, 相应的长期有息债务占比分别为 59.18%、32.42%和 84.93%。

表 12 2008~2010 年末及 2011 年 9 月末公司有息负债构成 (单位: 亿元, %)

项目	2011 年 9 月末		2010 年末		2009 年末		2008 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	1.55	8.48	2.96	15.07	2.53	67.58	0.52	40.82
其中: 短期借款	1.47	8.05	1.81	9.20	2.40	64.18	0.52	40.82
长期有息债务	16.72	91.52	16.71	84.93	1.21	32.42	0.75	59.18
其中: 长期借款	16.72	91.52	16.71	84.93	1.21	32.42	0.75	59.18
总有息债务	18.27	100.00	19.67	100.00	3.74	100.00	1.27	100.00

2008~2010 年末, 公司所有者权益分别为 5.15 亿元、12.16 亿元和 15.75 亿元, 2010 年末比 2009 年末增加 3.59 亿元, 其中资本公积



2010年末为12.58亿元，比2009年末增加1.99亿元，公司实收资本增加了0.80亿元，主要原因是公司非公开定向发行8,000万新股，每股价格14.50元，共募集资金净额11.14亿元；2010年末未分配利润0.29亿元，比2009年末增加了0.76亿元，主要2009年水价过低导致子公司供水公司亏损较多，2010年水价上调后供水公司出现盈利。

2008~2010年末，公司流动比率分别为0.87、1.42和0.52，速动比率分别为0.81、1.40和0.50，保守速动比率分别为0.50、0.21和0.34，均有所波动，公司短期偿债能力波动较大，流动资产基本能覆盖流动负债；长期资产适合率分别为97.57%、118.80%和90.56%，债务资本比率分别为19.84%、23.53%和55.53%。

截至2011年9月末，公司负债总额22.88亿元，其中流动负债6.06亿元，非流动负债16.82亿元。负债中较2010年末减少较多的项目为短期借款和一年内到期的非流动负债，分别减少了0.34亿元和1.08亿元，同时长期借款增加了0.01亿元。截至2011年9月末，公司资产负债率为58.20%。公司无对外担保事项。

预计未来1~2年，随着公司投资的供水、污水处理和工程项目等的增多，公司的负债规模将有所增加，债务仍将以非流动负债为主。

随着业务规模的扩大，公司营业收入逐年增加；由于业务成本上升等原因，公司近年来毛利率有所波动

随着供水、污水处理和工程等业务规模的扩大，公司营业收入逐年增加，2008~2010年，营业收入年均复合增长率为110.57%。公司毛利率有所波动，主要是2009年供水公司，朝阳污水，洪城环保公司并未纳入公司合并报表，由于公司2010年进行非公开发行，部分资金用于购买三家公司的其他股权将其纳入全资子公司范畴，所以2009年将三家子公司的成本并入报表，进行成本追溯调整，因此成本较2008年有所增加。其中，2010年公司毛利率上升主要是公司收购的78家污水处理厂中已有73家投产运营以及南昌市供水价格的上调，导致利润大幅增加。



表 13 2008~2010 年及 2011 年 1~9 月公司盈利情况 (亿元)

项目	2011 年 1~9 月	2010 年	2009 年	2008 年
营业收入	7.09	8.43	4.11	1.90
毛利率 (%)	39.56	37.03	25.37	32.19
管理费用	0.46	0.78	0.53	0.19
营业费用	0.22	0.26	0.25	0.01
财务费用	0.99	0.89	0.21	0.10
投资收益	0.03	0.02	0.07	0.00
营业利润	1.08	1.07	0.06	0.30
利润总额	1.08	1.10	0.08	0.30
总资产报酬率 (%)	2.74	5.10	1.61	5.84
净资产收益率 (%)	5.93	6.06	-0.18	4.22

2008~2010 年,公司利润总额分别为 0.30 亿元、0.08 亿元和 1.10 亿元;公司总资产报酬率波动较大,分别为 5.84%、1.61%和 5.10%,主要是公司 2009 年进行追溯调整后,子公司供水公司亏损较大,导致总资产报酬率大幅下降。

2011 年 1~9 月,公司实现营业收入 7.09 亿元,营业利润 1.08 亿元,利润总额 1.08 亿元,其中公司营业收入和营业利润分别比上年同期增长 25.86%和 16.18%。

预计未来 1~2 年,随着公司供水、污水处理和工程业务的稳定增长,公司营业收入将保持增长。

近年来,公司经营性净现金逐年增加,经营性净现金流对债务的保障能力逐年下降;公司投资性现金支出规模较大,主要由筹资性净现金流入来满足

近年来公司经营性净现金流逐年增加,主要是合并报表进行追溯调整后,新增三家子公司使得公司的经营性现金流得到较好改善。2008~2010 年,公司投资性现金净流出增加较快,其中 2010 年大幅增加,主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金和投资所支付的现金较 2009 年增加了 23.12 亿元。公司融资规模不断扩大,2008~2010 年筹资性净现金流不断增加,2010 年为净流入 29.19 亿元。公司筹资性净现金流能入较好的覆盖投资性净现金流出。

由于公司负债规模不断扩大且有息负债比重较高,2010 年利息负担大幅增加。2008~2010 年计入财务费用的利息支出分别为 0.11 亿元、0.21 亿元和 0.91 亿元,公司经营性净现金流利息保障倍数、EBITDA 利息保障倍数和经营性现金净流/总负债均有所下降,经营性净现金流/流动负债有所波动,公司经营性净现金流对债务的保障能力有所波动。



表 14 2008~2010 年及 2011 年 1~9 月公司现金流及偿债指标情况 (单位: 亿元)

项目	2011年1~9月	2010年	2009年	2008年
EBITDA	-	3.66	1.21	0.88
经营性净现金流	2.81	2.16	1.00	0.94
投资性净现金流	-1.05	-29.98	-6.86	-0.49
筹资性净现金流	-2.16	29.19	5.89	-0.46
经营性净现金流/总负债 (%)	12.05	14.46	24.81	50.81
经营性净现金流/流动负债 (%)	42.96	36.07	32.85	85.57
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	4.02	5.70	7.91
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	2.38	4.70	8.50

2011年1~9月,公司经营性净现金流仍然保持净流入,投资活动支付的现金有所减少,而由于同期公司新增银行借款较少而偿还债务相对较多,公司筹资性现金流为净流出。

预计未来1~2年由于公司的供水和污水处理等业务能提供比较稳定的现金流,公司经营性现金流仍能保持一定的净流入,由于公司继续增加项目投资,投资性现金将保持流出,同时随着偿还债务所支付的现金的增加,对投资活动的现金流出靠筹资性现金流来予以平衡存在不确定性。

担保分析

南昌市政为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保具有很强的增信作用

南昌市政公用投资控股有限责任公司(以下简称“南昌市政”)组建于2002年7月,是经江西省人民政府赣府字【2002】60号文件、南昌市人民政府办公厅洪府字【2002】203号文件批准成立的国有独资企业,由南昌市国有资产监督管理委员会100%持股。截至2010年,经多次增资后,南昌市政的注册资本为966,656,518.53元。

南昌市政是南昌市最大的国有资本运营主体,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,经营范围为“管理运营本企业资产及股权、投资兴办实业、国内贸易、物业管理、房地产开发、园林景观绿化及开发、环保工程、市政工程、信息及技术服务。”截至2010年末,南昌市政下属的全资及控股子公司共计15家。

南昌市地处长江中下游,滨临鄱阳湖西南岸,赣江穿过南昌市并于此注入鄱阳湖。南昌市与长江三角洲、珠江三角洲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,是京九线上唯一的省会城市。近年来南昌市经济保持较快发展,2010年,南昌市实现地区生产总值(GDP)2,207.11亿元,人均生产总值47,174元,财政总收入、地方一般预算收入、规模以上工业增加值、固定资产投资和社



会消费品零售总额等主要经济指标分别比上年增长 29.0%、26.4%、21.0%、32.0%和 20.8%。2010 年南昌工业总产值实现了三年翻番，对经济增长贡献率由 2005 年的 39.0%提高到 52.0%。按照生态与经济协调发展的要求，南昌充分利用现有产业基础、生态环境等优势，大力发展低能耗、低排放的绿色生态产业，努力形成了光电、新能源、生物产业、电子信息、有色金属深加工、航空、汽车及零部件七大优势突出的新型工业产业基地，其中汽车、航空、光伏电池、服务外包、生物和新医药等五大支柱产业迅速发展，为地区经济良性发展奠定了基础。随着地区经济的迅速发展，南昌市财政总收入逐年快速提升，2008~2010 年分别为 230.05 亿元、249.88 亿元和 322.34 亿元，年均复合增长 18.37%。

南昌市政作为南昌市国资委下属最大的国有企业和国有资产经营管理平台，在南昌市供水、污水处理、供气、公交、市政工程等重要公用事业领域起着不可替代的作用，为南昌市城市发展提供了有力保障，也因此得到市政府和财政部门从资产划拨、土地和现金注入到财政补贴等各方面的支持。近年来公司营业收入增长较快，毛利润持续增加；其下属的水业集团整体实力较强，在南昌市供水市场上居垄断地位，未来公司供水量将保持增长；其公交业务在南昌市处于垄断地位，近年来保持稳定发展，收入和资产规模持续增长；其下属燃气公司作为南昌市最大的燃气企业，拥有全市目前全部的人工煤气用户，并将凭借这种客户优势在未来的天然气置换工程中继续保持较大的市场份额；其下属的市政开发公司是拥有较强技术力量的建筑施工企业，近年来营业收入保持增长；同时公司作为南昌市重要的投资建设主体，近年来以融资代建的方式投资建设了多项南昌市重大市政项目，未来还将参与部分重点项目；其房地产业务近年来发展较快，同时南昌市政还涉足出租车、环保工程、生米大桥管理、风险投资和中小企业担保等多种领域，多元化经营为公司收入和利润提供了重要补充。

截至 2010 年末，南昌市政总资产 319.66 亿元，总负债 142.86 亿元，所有者权益 176.80 亿元，其中少数股东权益 17.99 亿元，资产负债率为 44.69%；2010 年，实现营业收入 30.27 亿元，利润总额 3.32 亿元，经营性净现金流 2.01 亿元。

根据公司未经审计的 2011 年三季度财务报表，截至 2011 年 9 月末，南昌市政总资产 332.61 亿元，总负债 130.91 亿元，所有者权益 201.70 亿元，其中少数股东权益 20.77 亿元，资产负债率 39.36%；2011 年 1~9 月，实现营业收入 20.36 亿元，利润总额 1.36 亿元，经营性净现金流 4.88 亿元。

南昌市政近年来发展较快，借助政府注资资产规模增加很快，供水、污水处理和供气业务收入持续增长，公交和市政工程等业务保持稳定发展，整体收入和利润水平不断提高，同时其发展多元化产业，房地产、出租车、投资、担保和路桥收费管理等业务为公司盈利提供了有益补充。未来随着城市发展和国家相关支持政策的制订，南昌市



政的公共事业业务面临较好的发展前景，虽然近年来由于投资不断增加公司的负债规模增长较快，远期面临一定的债务压力，但由于其经营状况较好，且短期债务较少，因此近几年内南昌市政对债务有较强的保障能力。

南昌市政作为南昌市最大的国有资产经营管理平台企业，承担市内供水、污水处理、供气、公交和市政工程等关系国计民生的基础性公共职能，在以上大多数领域居于市内垄断地位，得到政府的大力支持。南昌市政近年来发展较快，借助政府注资资产规模增加很快，供水、污水处理和供气业务收入持续增长，公交和市政工程等业务保持稳定发展，整体收入和利润水平不断提高，同时发展多元化产业，房地产、出租车、投资、担保和路桥收费管理等业务为公司盈利提供了有益补充。未来随着城市发展和国家相关支持政策的制订，南昌市政的公共事业业务面临较好的发展前景，虽然近年来由于投资不断增加南昌市政的负债规模增长较快，远期面临一定的债务压力，但由于南昌市政的经营状况较好，且短期债务较少，因此近几年内南昌市政对债务有较强的保障能力。

综合来看，大公国际对南昌市政的信用评级等级为AA+，评级展望为稳定。

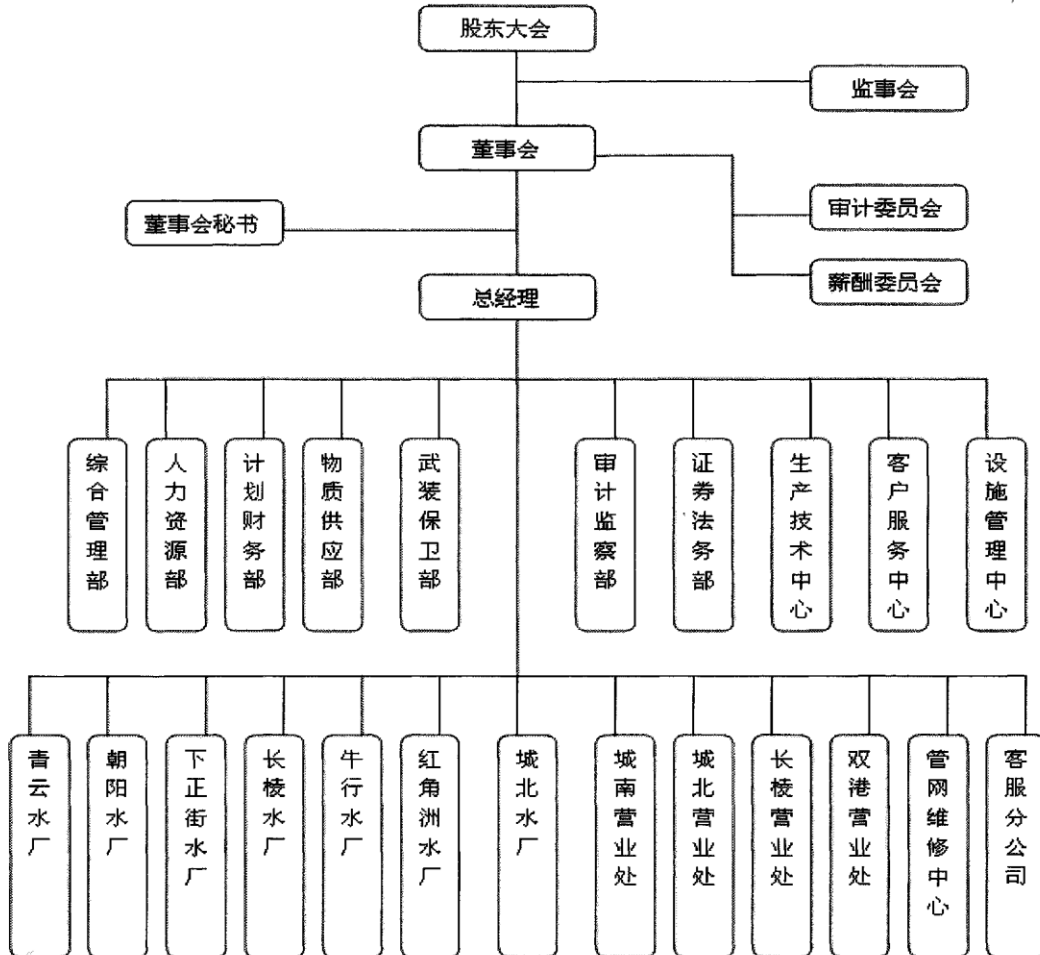
结论

南昌是江西省省会城市，近几年地区经济快速发展，地方财政收入保持快速增长，总体财政实力较强。公司供水业务在南昌市场上具有垄断地位，并用有江西省最大的污水处理业务，公司整体实力较强。公司近年来发展较快，供水、污水处理和工程业务快速增长，整体收入大幅增加，利润水平相对稳定。未来随着城市发展和国家对环保产业的重视，公司的水务业务面临较好的发展前景，近年来由于投资不断增加公司的负债规模增长较快。

预计未来1~2年，公司的业务经营将保持稳定，污水处理业务收入快速增长，南昌市政为公司本期债券承担全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，具有很强的增信作用。综合分析，大公国际对洪城水业的评级展望为稳定。



附件 1 江西洪城水业股份有限公司组织机构图





附件 2 江西洪城水业股份有限公司主要财务指标表

单位：万元

年 份	2011 年 9 月 (未经审计)	2010 年	2009 年	2008 年
资产类				
货币资金	19,868	24,149	10,395	5,501
交易性金融资产	-	-	-	-
应收票据	-	-	-	-
应收账款	14,851	10,042	4,811	3,334
其他应收款	1,018	405	24,259	102
预付款项	1,582	414	30,583	19
存货	2,774	1,202	1,024	596
流动资产合计	40,093	36,212	71,072	9,553
可供出售金融资产	-	-	-	-
持有至到期投资	-	240	1,580	-
长期股权投资	6,484	4,867	3,335	30
固定资产	73,256	77,608	80,970	37,802
在建工程	10,207	5,992	3,027	289
无形资产	262,812	269,465	23,356	22,315
长期待摊费用	-	-	-	-
递延所得税资产	-	323	346	41
非流动资产	353,082	358,495	112,614	60,477
总资产	393,176	394,707	183,686	70,030
占资产总额比 (%)				
货币资金	5.05	6.12	5.66	7.86
交易性金融资产	-	-	-	-
应收票据	-	-	-	-
应收账款	3.78	2.54	2.62	4.76
其他应收款	0.26	0.10	13.21	0.15
预付款项	0.40	0.10	16.65	0.03
存货	0.71	0.30	0.56	24.61
流动资产	10.20	9.17	38.69	13.64
固定资产	18.63	19.66	44.08	53.98
在建工程	2.60	1.52	1.65	0.41
无形资产	66.84	68.27	12.72	31.86
非流动资产合计	89.80	90.83	61.31	86.36



附件 2 江西洪城水业股份有限公司主要财务指标 (续表 1)

单位: 万元

年 份	2011 年 9 月 (未经审计)	2010 年	2009 年	2008 年
负债类				
短期借款	14,700	18,100	24,000	5,200
应付票据	-	-	-	-
应付账款	7,779	6,536	4,979	535
预收款项	3,891	2,058	1,356	0
应付职工薪酬	914	1,103	522	146
其他应付款	31,151	27,937	15,652	4,854
流动负债合计	60,637	70,050	49,904	11,020
长期借款	167,194	167,051	12,124	7,538
长期应付款	-	-	-	-
递延所得税负债	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-
非流动负债合计	168,204	167,151	12,224	7,538
负债合计	228,841	237,201	62,128	18,558
占负债总额比 (%)				
短期借款	6.42	7.63	38.63	28.02
应付票据	-	-	0.00	-
应付账款	7,779	2.76	8.01	2.88
预收款项	3,891	0.87	2.18	0.00
其他应付款	31,151	11.78	25.19	26.15
流动负债	60,637	29.53	80.32	59.38
长期借款	167,194	70.43	19.51	40.62
非流动负债	168,204	70.47	19.68	40.62
权益类				
少数股东权益	3,145	3,595	3,458	2,946
实收资本 (股本)	33,000	22,000	14,000	14,000
资本公积	114,684	125,771	105,888	25,918
盈余公积	3,206	3,206	2,913	2,697
未分配利润	10,300	2,934	-4,702	5,910
归属于母公司所有者权益	161,190	153,911	118,099	48,525
所有者权益合计	164,335	157,506	121,558	51,471



附件 2 江西洪城水业股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2011 年 9 月 (未经审计)	2010 年	2009 年	2008 年
损益类				
营业收入	70,863	84,328	41,072	19,019
营业成本	42,832	53,104	30,650	12,897
销售费用	2,177	2,638	2,501	85
管理费用	4,633	7,817	5,266	1,879
财务费用	9,871	8,921	2,074	1,048
投资收益	274	212	698	8
营业利润	10,780	10,730	557	3,016
营业外收支净额	-20	316	275	-35
利润总额	10,760	11,046	832	2,981
所得税	1,076	1,544	896	808
净利润	9,684	9,502	-65	2,173
归属于母公司所有者的净利润	9,566	9,329	-211	2,070
占营业收入净额比 (%)				
营业成本	60.44	62.97	74.63	67.81
销售费用	3.07	3.13	6.09	0.45
管理费用	6.54	9.27	12.82	9.88
财务费用	13.93	10.58	5.05	5.51
营业利润	15.21	12.72	1.36	15.86
利润总额	15.18	13.10	2.02	15.68
净利润	13.67	11.27	-0.08	2.58
归属于母公司所有者的净利润	13.50	11.06	-0.51	10.88
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	28,070	21,636	10,008	9,430
投资活动产生的现金流量净额	-10,504	-299,761	-68,620	-4,857
筹资活动产生的现金流量净额	-21,646	291,886	58,906	-4,607
财务指标				
EBIT	-	20,137	2,956	4,090
EBITDA	-	36,598	12,130	8,769
总有息负债	182,680	196,687	37,398	12,738



附件 2 江西洪城水业股份有限公司主要财务指标（续表 3）

单位：万元

年 份	2011 年 6 月 (未经审计)	2010 年	2009 年	2008 年
毛利率 (%)	39.56	37.03	25.37	32.19
营业利润率 (%)	15.21	12.72	1.36	15.86
总资产报酬率 (%)	2.74	5.10	1.61	5.84
净资产收益率 (%)	5.93	6.06	-0.18	4.27
资产负债率 (%)	58.20	60.10	33.82	26.50
债务资本比率 (%)	52.64	55.53	23.53	19.84
长期资产适合率 (%)	94.18	90.56	118.80	97.57
流动比率 (倍)	0.66	0.52	1.42	0.87
速动比率 (倍)	0.62	0.50	1.40	0.81
保守速动比率 (倍)	0.33	0.34	0.21	0.50
存货周转天数	8.36	7.55	9.51	16.64
应收账款周转天数	31.62	31.70	35.70	63.11
经营性净现金流/流动负债 (%)	42.96	36.07	32.85	85.57
经营性净现金流/总负债 (%)	12.05	14.46	24.81	50.81
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	2.38	4.70	8.50
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	2.21	1.39	3.69
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	4.02	5.70	7.91
现金比率 (%)	32.76	34.47	20.83	49.92
现金回笼率 (%)	99.09	99.24	97.58	119.53
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.16	9.13

附件 3 南昌市政公用投资控股有限责任公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2011年9月 (未经审计)	2010年	2009年	2008年
资产类				
货币资金	19,868	405,884	131,799	75,925
交易性金融资产	29,228	6,138	12,630	12,630
应收票据	130	-	-	19
应收账款	49,813	37,180	29,154	32,001
其他应收款	241,286	302,892	219,954	47,889
预付款项	36,438	15,265	33,506	9,916
存货	243,711	202,364	83,637	142,417
流动资产合计	785,963	970,185	510,739	320,856
可供出售金融资产	1,225	12,837	931	931
持有至到期投资	59,466	37,440	28,505	27,215
长期股权投资	101,293	90,379	59,539	33,925
固定资产	207,634	209,300	192,544	179,664
在建工程	224,801	171,578	30,995	26,210
无形资产	1,931,281	1,678,725	138,193	138,193
长期待摊费用	1,442	367	406	1,576
递延所得税资产	2,911	1,306	998	3,076
非流动资产	2,540,184	2,226,397	443,762	428,094
总资产	3,326,147	3,196,582	954,501	748,950
占资产总额比 (%)				
货币资金	5.57	12.70	13.81	10.14
交易性金融资产	0.88	0.19	1.32	1.69
应收票据	-	-	-	0.00
应收账款	1.50	1.16	3.05	4.27
其他应收款	7.25	9.48	23.04	6.39
预付款项	1.10	0.48	3.51	1.32
存货	7.33	6.33	8.76	19.02
流动资产	23.63	30.35	53.51	42.84
固定资产	6.24	6.55	20.17	23.99
在建工程	6.76	5.37	3.25	3.50
无形资产	58.06	52.52	14.48	18.45
非流动资产合计	76.37	69.65	46.49	57.16

附件3 南昌市政公用投资控股有限责任公司主要财务指标(续表1)

单位: 万元

年 份	2011年9月 (未经审计)	2010年	2009年	2008年
负债类				
短期借款	57,162	145,493	157,647	113,675
应付票据	6,998	5,498	4,719	3,032
应付账款	75,701	67,999	50,786	50,291
预收款项	110,985	59,164	66,626	56,805
应付职工薪酬	14,927	10,631	9,192	9,872
其他应付款	161,835	261,803	56,207	103,321
流动负债合计	482,734	630,622	408,325	384,571
长期借款	686,079	667,770	266,870	110,805
长期应付款	5,853	5,898	5,763	5,658
递延所得税负债	328	791	0	0
其他非流动负债		123,547	2,941	2,953
非流动负债合计	826,392	798,005	275,574	119,416
负债合计	1,309,126	1,428,627	683,899	503,986
占负债总额比 (%)				
短期借款	4.37	10.18	23.05	22.56
应付票据	0.53	0.38	0.69	0.60
应付账款	5.78	4.76	7.43	9.98
预收款项	8.48	4.14	9.74	11.27
其他应付款	12.36	18.33	8.22	20.50
流动负债	36.87	44.14	59.71	76.31
长期借款	52.41	46.74	39.02	21.99
非流动负债	63.13	55.86	40.29	23.69
权益类				
少数股东权益	207,685	179,871	76,852	68,621
实收资本股本	96,656	96,656	81,656	104,814
资本公积	1,659,202	1,437,491	55,694	33,309
盈余公积	4,378	6,118	10,959	8,454
未分配利润	49,100	47,820	45,442	29,766
归属于母公司所有者权益	1,809,336	1,588,084	193,751	176,343
所有者权益合计	2,017,021	1,767,955	270,603	244,964

附件3 南昌市政公用投资控股有限责任公司主要财务指标(续表2)

单位：万元

年 份	2011年9月 (未经审计)	2010年	2009年	2008年
损益类				
营业收入	203,613	302,666	224,848	174,080
营业成本	160,245	228,935	160,278	113,777
销售费用	4,727	6,851	5,084	4,123
管理费用	22,804	26,037	19,232	19,522
财务费用	23,153	23,777	10,141	7,811
投资收益	10,169	7,431	5,571	1,886
营业利润	-1,748	13,532	26,209	26,280
营业外收支净额	15,330	19,695	6,298	327
利润总额	13,582	33,227	32,507	26,607
所得税	3,247	10,263	9,497	7,726
净利润	10,336	22,964	23,011	18,881
归属于母公司所有者的净利润	1,280	10,146	11,336	14,964
占营业收入净额比(%)				
营业成本	78.70	75.64	71.28	65.36
销售费用	2.32	2.26	2.26	2.37
管理费用	11.20	8.60	8.55	11.21
财务费用	11.37	7.86	4.51	4.49
营业利润	-0.86	4.47	11.66	15.10
利润总额	6.67	10.98	14.46	15.28
净利润	5.08	7.59	10.23	10.85
归属于母公司所有者的净利润	0.63	3.35	5.04	8.60
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	48,783	20,056	8,607	86,108
投资活动产生的现金流量净额	-122,297	16,684	-124,942	-146,724
筹资活动产生的现金流量净额	-147,616	237,345	172,209	77,864
财务指标				
EBIT	-	58,758	43,219	35,127
EBITDA	-	88,696	71,506	90,926
总有息负债	820,113	902,195	442,328	227,513



附件3 南昌市政公用投资控股有限责任公司主要财务指标(续表3)

单位: 万元

年 份	2011年9月 (未经审计)	2010年	2009年	2008年
毛利率 (%)	21.30	24.36	28.72	34.64
营业利润率 (%)	-0.86	4.47	11.66	15.10
总资产报酬率 (%)	-	1.84	4.53	4.69
净资产收益率 (%)	0.51	1.13	4.46	7.71
资产负债率 (%)	28.91	44.69	71.65	67.29
债务资本比率 (%)	111.94	33.79	17.98	9.65
长期资产适合率 (%)	1.63	115.25	123.08	85.12
流动比率 (倍)	1.12	1.54	1.25	0.83
速动比率 (倍)	0.44	1.22	1.05	0.46
保守速动比率 (倍)	375.80	0.65	0.35	0.23
存货周转天数	57.68	224.87	253.87	450.62
应收账款周转天数	8.76	39.45	48.96	66.18
经营性净现金流/流动负债 (%)	3.56	3.86	2.17	22.39
经营性净现金流/总负债 (%)	0.51	1.90	1.45	17.09
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	0.79	0.80	10.11
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	2.30	4.03	4.12
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.47	6.68	10.67
现金比率 (%)	44.44	65.34	35.37	23.03
现金回笼率 (%)	109.14	95.06	97.56	124.92
担保比率 (%)	-	-	-	-

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
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 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
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
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁵ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁶ = $360 / (\text{营业收入} / (\text{年初末平均应收账款}))$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

⁵ 半年取 180 天。

⁶ 半年取 180 天。



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×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%



附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公国际中长期债券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（含）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。

附件 6

跟踪评级安排

自公司债券信用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“大公国际”）将对江西洪城水业股份有限公司（以下简称“受评主体”）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，大公将持续关注受评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受评主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映受评主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级将自公司债券发行日起每年出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：不定期跟踪自本评级报告出具之日起进行。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受评主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如受评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受评主体提供所需评级资料。



大公国际信用评级报告声明

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“大公国际”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公国际及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，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、本报告的评级结论是大公国际依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

三、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公国际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。

四、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。

五、在本报告信用等级有效期内，大公国际拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

六、本报告版权属于大公国际所有，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。



信用等级通知书

大公报 D【2011】850 号

江西洪城水业股份有限公司：

受贵公司委托，我公司对贵公司拟于 2011 年发行的总额不超过 5 亿元人民币 5 年期公司债券的信用状况进行了评估，确定其债项信用等级为 AA+，评级展望为稳定。在该债券存续期内，我公司保留对其信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利。

大公国际资信评估有限公司

二〇一一年十一月二日