



信用等级通知书

信评委函字 [2011]跟踪104号

重庆水务集团股份有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2010年以来的经营状况及相关行业进行综合分析
与评估的基础上，我公司对贵公司2005年17亿元公司债券的信用
状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次
公司债券跟踪评级维持公司债券AAA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一一年六月三十日

重庆水务集团股份有限公司公司债券 2011 年跟踪评级报告

发行主体	重庆水务集团股份有限公司
担保主体	中国农业银行
发行规模	17 亿元
存续债券简称	05 渝水务债
债券存续期	2005/4/26~2015/4/26
上次评级时间	2010/07
上次评级结果	债项信用等级 AAA 评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项信用等级 AAA 评级展望 稳定

概况数据

重庆水务	2008	2009	2010	2011.3
总资产(亿元)	115.32	123.62	164.12	167.46
所有者权益(亿元)	64.12	71.58	109.95	113.14
总负债(亿元)	51.20	52.04	54.17	54.31
总债务(亿元)	38.48	38.05	38.20	37.84
营业总收入(亿元)	23.69	27.29	32.66	7.63
EBIT(亿元)	9.88	12.93	14.41	3.13
EBITDA(亿元)	14.12	17.23	19.00	--
经营活动净现金流(亿元)	10.25	16.18	18.00	4.01
营业毛利率(%)	53.59	51.45	51.67	49.18
EBITDA/营业总收入(%)	59.60	63.14	58.17	--
总资产收益率(%)	8.71	10.83	10.02	7.56
资产负债率(%)	44.40	42.10	33.01	32.43
总资本化比率(%)	37.51	34.71	25.78	25.06
总债务/EBITDA(X)	2.72	2.21	2.01	--
EBITDA 利息倍数(X)	11.69	14.58	17.86	--

中国农业银行	2008	2009	2010
资产总额(百万元)	7,014,351	8,882,588	10,337,406
净利润(百万元)	51,432	65,012	94,907
总资本(百万元)	290,541	342,925	542,236
净利息收入(百万元)	193,845	181,639	242,152
不良贷款率(%)	4.32	2.91	2.03
平均资本回报率(%)	-23.54	20.53	21.44

注 1: 2011 年 1 季度总资产收益率已经年化处理;

注 2: 所有者权益含少数股东权益。

分析师

游昊

myou@ccxi.com.cn

秦淑玮

shwluan@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2011 年 6 月 30 日

基本观点

中诚信国际维持重庆水务集团股份有限公司(原重庆市水务控股(集团)有限公司,以下简称“重庆水务”或“公司”)2005 年公司债券的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定重庆市经济和财政的较强实力、公司在重庆地区的业务垄断优势以及公司成功上市后资本实力的提升等优势;中诚信国际关注到公司后续资本支出较大以及污水处理价格重新核定等因素对公司的影响。

中诚信国际同时考虑到公司与银行的合作关系良好,以及债券担保方中国农业银行具有极强的担保实力。

综上所述,我们维持“05 渝水务债”的 AAA 信用等级。

优势

- **重庆市经济和财政实力为公用事业发展提供良好保障。**2010 年,重庆市 GDP 总量达到 7,894.24 亿元,较上年增长 17.1%,增速排全国第二位;2010 年实现地方财政收入 1,990.6 亿元,同比增长 70.8%;较强的地方经济实力和财政收入为当地公用事业发展奠定了良好的基础,对公司业务形成有力的支撑。
- **公司业务在重庆市的垄断优势明显。**截至 2010 年底,公司供水服务在重庆主城区市场占有率约为 70%,在重庆市场占有率约为 49%;污水处理业务服务在重庆主城区市场占有率约为 74%,在整个重庆市占有率约为 82%;如将合营企业的经营数据纳入,公司的市场地位优势将更加显著。
- **公司上市增强资本实力,提高债务负担能力。**2010 年 3 月,公司通过公开发行股票募集资金 34.90 亿元,资产负债率由 2009 年底的 42.10%下降至 2010 年的 33.01%,资本明显增厚,债务负担能力有一定程度提高。
- **中国农业银行具有极强的担保实力。**中国农业银行拥有国内银行体系资产约 10.97%的市场份额,是国内第三大银行,在国内金融体系和农村金融市场上具有十分重要的地位,综合财务实力极强,能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

关注

- **后期资本支出金额较大。**公司目前规划的除上市募集投入的供排水项目之外,还包括筹资建设污水尾水发电、主城供水管网改造供排水等项目,另外公司将承担重庆“十二五”规划下的多数水务项目的建设任务,未来资金需求较大。
- **污水处理价格的稳定性需关注。**目前公司污水处理结算价格为 3.43 元/吨,处于国内偏高水平,该价格原定 2010 年底重新核定,但截至报告日,新的结算价格尚未公布,未来公司是否能够维持较高的结算价格从而确保公司的盈利空间需要关注。

募投项目进展

本期债券募集资金将全部投入重庆市主城区净水工程、重庆市丰收坝水厂工程、重庆市北部新区污水截流干管工程和北部新区及渝北区供水工

程、重庆市主城区排水工程、三峡库区影响区污水处理项目和三峡库区污水处理三级管网工程建设。

截至 2011 年 5 月 31 日，公司募投项目进展情况如下表：

表 1：公司债券募投项目进度情况

项目名称	总投资（亿元）	目前建设进度
重庆市主城区净水工程	33.50	沙坪坝项目、主城管网改造、主城水厂改造等项目已投入运营
重庆市丰收坝水厂工程	12.40	一期已竣工并投入运行
重庆市北部新区污水截流干管工程和北部新区及渝北区供水工程	5.96	北部新区及渝北区供水工程已竣工投产，北部新区污水截流干管工程已建成
重庆市主城区排水工程	11.17	主城区排水二期工程、大渡口污水处理厂、李家沱污水处理厂项目已投入运营
三峡库区影响区污水处理项目和三峡库区污水处理三级管网工程建设	6.92	铜梁、梁平、中梁山、井口、万盛永川污水处理项目已投入运营

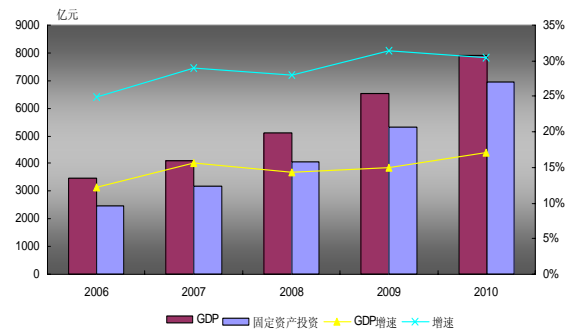
资料来源：公司提供

区域经济快速增长，地方财政实力持续增强

重庆市地处经济发达的东部地区和资源丰富的西部地区的结合部，是长江上游最大的经济中心、西南工商业重镇和水陆交通枢纽。1997 年 3 月 14 日，第八届全国人民代表大会第五次会议通过了设立重庆直辖市的决议，与北京、天津、上海同为四大直辖市。重庆幅员面积 8.24 万平方公里，下辖 40 个行政区县（自治县），包括 19 个区、21 个县。

2010 年我国经济总体上由向好回升转向稳定增长，在此大背景下，重庆市抢抓发展机遇，经济高位稳定增长，势头强劲。2010 年，重庆市 GDP 总量突破 7000 亿大关，达到 7894.24 亿元，按可比价格计算，比上年增长 17.1%，增速排全国第二位，创直辖以来新高。同时，重庆产业结构不断优化，三次产业比重由 2009 年的 9.3：52.8：37.9 转变为 8.7：55.2：36.2。2010 年，全市工业增加值为 3697.83 亿元，增长 22.9%，工业支柱产业地位进一步强化。

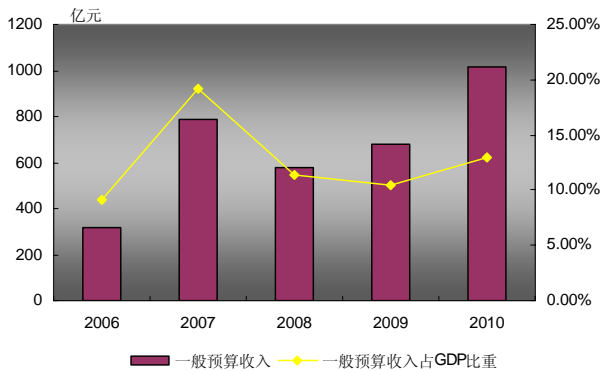
图 1：2006~2010 年重庆市 GDP、固定资产投资额增长



资料来源：重庆市国民经济和社会发展统计公报

固定资产投资方面，2010 年重庆市全年完成全社会固定资产投资 6934.80 亿元，同比增长 30.4%。其中，城镇固定资产投资 6342.98 亿元，增长 27.9%；农村固定资产投资 591.81 亿元，增长 64.8%。从行业来看，工业一直是重庆传统支柱产业，2010 年工业累计完成投资 2233.69 亿元，同比增长 24.6%，占投资总量的 32.2%，其中制造业投资表现尤为突出，完成投资额占工业投资总额量的八成左右。

图 2：2006-2010 重庆市一般预算收入及比重



资料来源：重庆市统计年鉴，中诚信国际整理

随着招商引资与对外开放力度加大，重庆市宏观经济形势持续向好，财政实力稳步增强。2010 年，重庆市财政总收入达到 3374.7 亿元，其中地方财政收入为 1990.6 亿元，较上年增长 70.76%；一般预算收入达到 1018.3 亿元，较上年增长 49.35%，成为重庆市财力的重要支撑，在 GDP 中的占比逐年递增；上级补助及其他收入达到 1384.1 亿元，较上年增长 20.84%。地方财政收入在上年基础上大幅提升，主要源自一般预算收入和基金收入的快速增长。随着重庆市基础设施建设、招商引资的快速推进以及房地产市场的发展，2010 年重庆市土地出让收入增长较快，促使基金收入达到 972.3 亿元，较上年增长一倍。由于重庆市大规模城市建设和旧城改造，置换出较大规模的储备土地，将根据建设需求逐步出让用以平衡资金，但在国家整体宏观调控政策作用下，未来土地出让增幅或将有所放缓。

城市建设加速以及交通枢纽地位的确立，使得重庆市实体经济发展较快，电子信息、汽车、金融和房地产等支柱产业迅猛发展，税收收入成为一般预算收入重要的组成部分，2010 年重庆全市完成税收收入 621.5 亿元，在一般预算收入中占比达到 61.03%，对拉动一般预算收入的增长贡献突出。在税收收入中，企业所得税，契税和营业税增长幅度较大，分别增长了 79.3%，61.4% 和 30.7%。主要是当地企业经济活动较为旺盛，房地产成交量大幅上升所致。

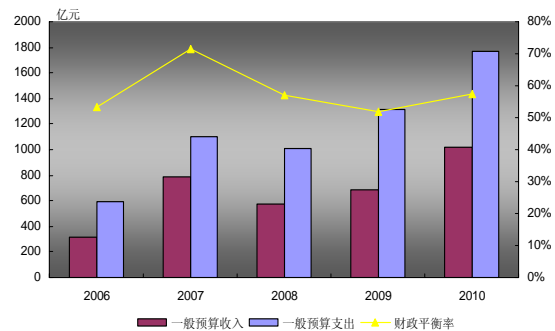
表 2：2008-2010 年重庆市财政收入主要指标（单位：亿元）

	2008	2009	2010
地方财政收入 (1)	962.8	1165.7	1990.6
一般预算收入	577.2	681.8	1018.3
基金预算收入	385.6	483.9	972.3
中央补助、上年结转及其他 (2)	531.7	1145.4	1384.1
财政总收入 (1) + (2)	1494.5	2311.1	3374.7
地方财政支出 (3)	1445.1	1806	2749.5
一般预算支出	1010.7	1317.4	1771
基金预算支出	434.4	488.6	978.5
上解中央 (4)	--	19	20.1
财政总支出 (3) + (4)	1445.1	1825	2769.6

资料来源：重庆市财政局，中诚信国际整理

2010 年，重庆市地方财政支出依然保持较高水平，全年财政总支出规模为 2769.5 亿元，较 2009 年增长 52.24%，其中一般预算支出完成 1771 亿元，同比增长 29.1%；基金预算支出完成 978.5 亿元，同比增长 100.5%。财政支出主要集中在支持“五个重庆”的建设、民生工程以及教育科技等方面。从收支平衡来看，2010 年重庆财政平衡率（一般预算收入/一般预算支出）上升至 57.5%，在全国处于较好水平。

图 3：2006~2010 年重庆市一般预算内收支与平衡



资料来源：重庆市财政局

水务行业改革大势所趋，国内水价市场化调整将改变我国供水价格长期扭曲的局面，促进行业整体发展

水务行业作为国民经济重要的基础产业之一，在国民经济发展中占有重要地位，长期以来水务行业被作为社会福利品向居民低价提供。同时，水务行业具有投资金额大、投资周期长、投资回报率低

而稳定的行业特征，因此在市场化改革之前，水务企业通常由政府出资或扶持保证其正常运营。

2000年，国务院发布了《国务院关于加强城市供水节水和水污染防治工作的通知》，标志着水务行业市场化的启动。此后，有关部委陆续推出了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》、《市政公用事业特许经营管理办法》、《关于加强市政公用事业监管的意见》等，提出对水务产业市场化改革的思路和方式，促进了水务行业向市场化方向的健康发展。

水务行业市场化改革的核心是价格形成机制的改革。在我国人口自然增长，城镇化进程不断深化，经济持续快速发展以及农田有效灌溉面积不断提高等因素的影响下，我国用水总量不断提升；而做为准公共品的水资源长期以低于实际价值的价格提供，使得水资源的稀缺属性无法体现，国内群众节水意识落后。合理的上调水价到其应有的价值，一方面有利于抑制不合理的用水需求，另一方面也有利于提高用水的效率，从而真正反映水资源的稀缺属性。为此，国家发改委与住房城乡建设部联合下发《关于做好城市供水价格管理等有关问题的通知》，为水价改革提出3个指导性意见，指出“水价调整要以建立有利于促进节约用水、合理配置水资源和提高用水效率为核心的水价形成机制”并促“严格履行成本监审和听证程序，切实加强对供水定价成本的审核”，“实现工商业用水同价”以及“积极推行居民生活用水阶梯式水价制度”。在政策的推动下，国内城市迎来水价调整的高潮。截至2010年底，36个大中城市居民生活用水终端平均水价(水价=水资源费+自来水价格(成本+正常利润)+污水处理费)为每立方米2.65元，比2002年提高66%。其中，自来水价格1.93元/立方米，较2002年提高50.2%，污水处理费为0.73元/立方米，较2002年提高131%。从水价近年平均增幅来看，自来水供水价格年平均增幅为5.24%，污水处理费年平均增幅在11.2%左右，加权计算终端总水价的年增幅在6.5%左右。

虽然，近年来全国各地的水价调整和水务行业

市场化改革取得了一定的成果，但国内水价偏低，水务行业市场化程度不足的现象并未得到根本性改变。为了进一步推动水务行业改革，“十二五”规划纲要中指出需“继续推进水价改革，完善水资源费、水利工程供水价格和城市供水价格政策”；2011年4月，国务院常务会议再次确认要“完善水资源管理体制，积极推进水价改革”。在政策环境的促动下，国内水价调整也将持续深入。

综合考虑我国水资源和水务企业的现状、我国经济发展和总体的物价环境以及国家的政策导向，中诚信国际认为水价上涨是基本趋势。水价上调将改善水务的盈利能力，增强水务企业的市场竞争力，同时也将要求企业加强内部管理和强化自我约束，抑制不合理的成本支出，提高水价决策的透明度，这对于提高行业整体的健康运行程度，提升行业竞争状况具有极为重要的意义

供水服务保障能力较强，垄断优势明显，水价调整使供水收入大幅提高

重庆水务的供水业务包括从水源取水、自来水净化到输水管网输送的完整的供水业务产业链。该业务由公司控股的重庆市自来水有限公司（以下简称“重庆自来水”）、重庆市渝南自来水有限公司（以下简称“渝南自来水”）、重庆市万盛自来水有限公司（以下简称“万盛自来水”）、重庆市合川区自来水有限责任公司（以下简称“合川自来水”）等企业负责，其中重庆自来水拥有公司绝大多数的供水产能。

供水能力方面，截至2010年底，公司拥有27个自来水厂，供水管网2581公里，日供水能力为147.70万立方米；公司供水服务区域409.28平方公里，服务人口433.68万人，在重庆主城区市场占有率约为70%，在重庆市场占有率约为49%；公司及合营、联营企业供水业务总计在重庆主城区占有99%的市场，而在重庆市场的占有率约为62%；其中中法供水覆盖区域145.9平方公里，服务人口107万人。2010年公司的供水总量稳定增长，达到3.51亿立方米，较2009年提高21.45%。不过，按照2010

年的供水量初步估算，公司的供水总量只有供水能力的 65% 左右，在现有的水厂和管网的基础上，公司仍有较强的供水保障能力。

表 3: 公司供水能力及历年处理量

	2010 年底供水能力		供水量 (亿 m ³)		
	水厂数 (个)	日处理能力 (万 m ³)	2008	2009	2010
重庆自来水	16	127.3	2.48	2.61	3.12
渝南自来水	3	10.7	0.12	0.12	0.16
万盛自来水	6	4.2	0.06	0.06	0.08
合川自来水	2	5.5	0.06	0.1	0.15
合计	27	147.7	2.72	2.89	3.51

资料来源：公司提供

2010 年 3 月，公司成功在 A 股市场上市，募集资金 34.90 亿元，其中投入 11.21 亿元用于自来水业务的建设，包括沙坪坝水厂改造、万盛城区供水工程等 6 个工程。

表 4: IPO 募投供水项目建设情况

项目名称	投入资金 (亿元)
主城区净水一期工程沙坪坝水厂改造工程	1.68
西永微电子工业园区供水工程	0.46
九龙工业园 C 区供水工程	0.17
重庆市万盛城区供水工程	0.25
重庆市井口水厂一期项目	5.84
重庆市白洋滩水厂一期项目	2.82
项目合计	11.21

资料来源：公司提供

上述工程完工后将使得公司新增供水能力 39.50 万立方米/日，新增自来水输配能力 5.00 万立方米/日。2010 年，公司还分别投入 0.18 亿元和 0.58 亿元用于玄坛庙水厂改扩建和主城区供水管网改造。此外，为了不断满足重庆市两江新区快速发展的迫切需要，公司成立了重庆两江水务有限公司，主要负责以自有资金投资建设的供水项目建设及在重庆两江新区范围内的供水运营管理。随着供水业务能力的发展，公司的区域垄断优势更为突出。

2010 年开始，经重庆市物价局核准的主城区居民用水终端价格达到 3.50 元/立方米，其中自来水价格 2.40 元/立方米，水资源费 0.10 元/立方米；非

居民用水的终端水价达到 4.55 元/立方米，其中自来水价格 3.15 元/立方米，水资源费 0.10 元/立方米。2010 年公司实现自来水销售收入 7.10 亿元，较上年增加 23.49%；实现自来水销售毛利率 35.87%，较上年增加 9.17%，供水盈利能力大幅提升。

总的来看，随着供水能力的投资建设，公司在重庆市供水领域垄断地位愈加巩固，水价调整和重庆市的经济增长将使得公司该业务拥有了较为广阔的发展空间。

污水处理业务发展迅速，但未来污水处理价格存在一定不确定性

重庆水务污水处理业务由公司控股的重庆市排水有限公司（以下简称“重庆排水”）、重庆市三峡水务有限责任公司（以下简称“三峡水务”）、重庆市渝西水务有限公司（以下简称“渝西水务”）、重庆市豪洋水务建设管理有限公司（以下简称“豪洋水务”）和重庆市渝东水务有限公司（以下简称“渝东水务”）等公司负责。截止 2010 年 12 月 31 日，公司已投运的污水处理业务服务面积 893.55 平方公里，服务城镇人口 887.92 万人，在重庆主城区市场占有率约为 74%，在整个重庆市占有率约为 82%，如将合营企业纳入，则公司污水处理业务在重庆主城区市场占有率约为 97%，在重庆市场占有率约为 96%，市场占有率有所提高。2010 年公司处理污水 5.48 亿立方米，较 2009 年增长 12.30%。

表 5: 公司污水处理能力及历年处理量

	2010 年底处理能力		处理量 (亿 m ³)		
	处理厂数 (个)	日处理能力 (万 m ³)	2008	2009	2010
重庆排水	2	64.8	2.22	2.29	2.40
三峡水务	12	42.5	1.26	1.1	1.23
渝西水务	6	18	0.38	0.51	0.64
豪洋水务	7	19.25	0.32	0.45	0.53
渝东水务	11	26	--	0.53	0.68
合计	38	170.55	4.18	4.88	5.48

资料来源：公司提供

污水业务发展方面，公司 A 股上市募集资金中

将投入 8.95 亿元用于该业务板块的产能建设。如工程顺利完工，将使得公司新增污水处理能力 24.50 万立方米/日。除了 IPO 募投项目，公司还在 2010 年投入 1.21 亿元用于建设污水尾水发电、彭水污水处理工程等排水项目；2011 年公司获得股东大会同意，将西永微电子工业园区供水工程、主城区净水一期工程沙坪坝水厂改造工程两个募投项目节余的专项募集资金 1.67 亿元变更用于收购重庆西永污水处理有限公司和重庆市新升污水处理有限公司 100% 股权。随着公司污水处理的持续支出，公司的排水能力和市场份额将获得一定提升。

表 6：公司 IPO 污水处理项目情况

项目名称	投入资金（亿元）
重庆市主城排水一期项目	6.21
重庆市主城排水二期项目	0.84
大渡口城市污水处理项目	0.26
李家沱城市污水处理项目	0.31
万盛城市污水处理项目	0.16
梁平城市污水处理项目	0.21
中梁山城市污水处理项目	0.30
井口城市污水处理项目	0.42
永川城市污水处理项目	0.26
合计	8.95

资料来源：公司提供

重庆市政府为公司污水处理业务的唯一采购者，污水服务采购结算价格由市财政局或其受托机构予以核定，每 3 年重新核定一次。首期(2007 年 1 月 1 日~2010 年 12 月 31 日)污水处理结算价格为 3.43 元/立方米。2010 年 12 月 31 日，公司发布公告称：由于核定第二期污水处理服务结算价格（2011 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日）需采用的 2010 年重庆市城镇经济单位职工平均工资增长率、居民消费价格指数（CPI）等数据有待政府统计部门在 2011 年对外公布，公司此前已向重庆市财政局申请以延期报送第二期污水处理服务结算价格核定方案。公司于 2010 年 12 月 29 日收到《重庆市财政局关于市水务集团第二期污水处理服务结算价格核定有关事宜的批复（渝财建（2010）963 号）》，重庆市财政局就核价事宜已批准同意：1、

公司在政府统计部门 2011 年正式公布重庆市城镇经济单位职工平均工资增长率、居民消费价格指数（CPI）等数据后两个月内，上报第二期污水处理服务结算价格核定申请；2、在第二期污水处理服务结算价格核定前，按照渝府[2007]122 号文件相关规定，重庆市财政局暂按首期结算价格计算支付污水处理服务费，差额部分待第二期污水处理服务结算价格核定后 30 日内补齐或扣还。

由于第一期污水处理价格远高于国内平均水平，未来重新核定时是否能够保持这一价格水平存在一定的不确定性，我们也将密切关注价格调整对于公司业务收入的影响。

总体而言，公司污水处理业务投资规模较大，对未来的污水处理服务能力的提高将有较大推动，但公司第二期污水处理价格尚未确定，污水处理业务收入的走势存在较大的不确定性。

成功 IPO 增厚公司资本实力，债务负担能力得到显著增强，

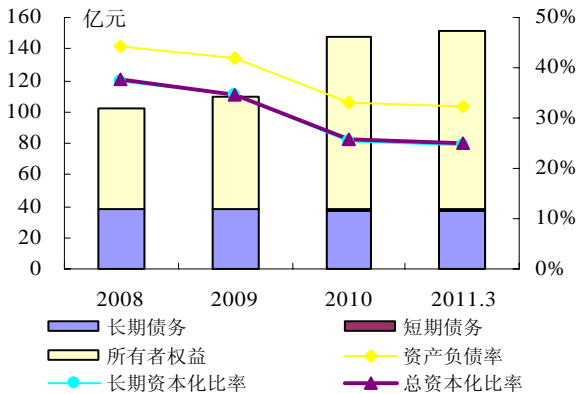
2010 年 3 月，公司采用网下向询价对象询价配售与网上资金申购发行相结合的方式公开发行 50,000 万股，发行价格 6.98 元/股，共募集资金总额为 349,000 万元，扣除发行有关费用后实际募集资金净额 340,205.54 万元。

IPO 成功之后，公司的资产结构发生了较大变化，截至 2010 年末，公司资产总额为 164.12 亿元，其中占比最大的是固定资产、货币资金和长期股权投资，分别占资产总额的 43.81%、23.38% 和 19.64%。公司作为水务企业，拥有较大规模的管网和供排水资产，是固定资产占比较高的主要原因；货币资金和长期股权投资比重的提高主要是受 IPO 的影响，公司将募集获得的资金的一部分 22.11 亿元认购重庆信托 58,180 万股股权，使得长期股权投资大幅增长。2011 年 1 季度公司的资产规模在经营的推动下，进一步提高至 167.46 亿元。

负债方面，截至 2010 年末，公司的负债总额为 54.17 亿元，较之 2009 年变化不大，主要是公司经营引起的经营负债的变化。

在资本和资产规模增长速度远高于负债规模增长速度的情况下，公司的资产负债率和资本化比率等指标下降较为明显，2010年末和2011年1季度末分别为33.01%、32.43%和25.78%、25.06%；公司的整体债务负担显著减轻。不过，公司未来的资本支出项目较多，投资较大，债务负担可能重新步入上升周期。

图 4：2008~2011.3 公司资本结构



资料来源：公司财务报告

债务结构上，2010年公司获得充足的股权资金，债务融资需求略有下降，为此公司归还了部分长期借款导致2010年末短期债务比重有所上升，但是2011年随着公司新增投资推动债务规模扩大，1季度末，长期负债比重有一定程度反弹。

总的来看，随着IPO的成功，公司的资本实力获得很大的提高，对债务的支撑能力也有较大程度的增强；不过上市后公司的业务也将进入快速的扩张期，未来资本支出的压力将会有所增加，公司的债务负担可能会加重。

主营业务发展推动盈利能力提高，但盈利增长的可持续性将依赖污水处理价格的调整

随着公司污水处理规模的增加以及自来水价格的调整，2010年营业收入达到32.66亿元，较2009年增加5.74亿元。分行业板块看，2010年对于公司业务贡献最大依然是污水处理业务，占2010年营业总收入的58.48%。公司目前核定污水处理价格为每立方米3.43元，使得该业务2010年毛利率达到69.55%。由于本期价格将在2011年重新核定，公司污水处理能否保持目前的盈利空间存在一定

不确定性。自来水业务板块上，2010年重庆市调整了自来水价，使得公司扭转了近年来自来水毛利率逐年下滑的趋势，2010年达到35.87%，比2009年提高9个百分点。不过由于供水成本具有长期上升趋势，而水价调整则呈现出一定的阶段性，未来几年公司的供水毛利率可能存在下降压力。

表 7：2008~2010 年公司收入、成本情况

	2008	2009	2010
营业收入(亿元)	23.69	27.29	32.66
污水处理服务(亿元)	15.20	17.30	19.10
自来水销售(亿元)	5.40	5.75	7.10
工程施工(亿元)	1.47	1.91	2.35
其他(亿元)	0.30	0.52	1.98
营业成本(亿元)	11.00	13.25	13.88
污水处理服务(亿元)	4.79	5.38	5.82
自来水销售(亿元)	3.87	4.21	4.55
工程施工(亿元)	1.19	1.62	1.98
其他(亿元)	0.18	0.32	1.54
毛利率(%)	53.59	51.45	57.50
污水处理服务(%)	68.50	68.91	69.55
自来水销售(%)	28.30	26.70	35.87
工程施工(%)	19.06	15.16	15.95
其他(%)	40.28	37.73	22.47

资料来源：公司财务报告

2010年，公司的三费合计为5.49亿元，较2009年有较大幅度提高。其中，销售费用保持了近年来的上升趋势，工资和低值易耗品摊销的增长是销售费用增长的主要原因；人员工资费用和修理费用推动了管理费用的提升；财务费用也在汇兑损益带动下大幅提高。2010年，公司的三费合计占营业总收入的比例为16.80%，与2009年比较费用负担增加。

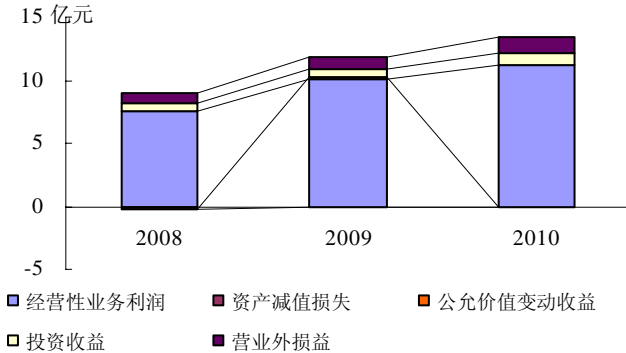
表 8：2008~2011.3 公司三费情况

单位：亿元	2008	2009	2010	2011.3
销售费用	0.34	0.39	0.44	0.11
管理费用	2.33	2.76	3.52	0.69
财务费用	2.38	0.59	1.53	-0.19
三费合计	5.05	3.74	5.49	0.61
营业总收入	23.69	27.29	32.66	7.63
三费收入占比	21.31%	13.69%	16.80%	7.94%

资料来源：公司财务报告

在主营业务向好的驱动下，公司的利润总额逐年提高，2010 年达到 13.35 亿元，是最近三年的最高值。不过污水处理价格的不确定，对公司未来盈利的稳定性存在一定影响。

图 5：2008~2010 年公司利润总额结构



资料来源：公司财务报告

总体上看，公司盈利增长较为迅速，但一方面，自来水价格调整具有阶段性，另一方面污水处理价格也有一定下降的风险，此外，公司新投资水务项目尚不能贡献利润，使得公司盈利增长的持续存在一定疑问。不过公司投资重庆信托可能形成投资收益，对公司盈利是有益的补充。

偿债能力有所提升，授信增强公司流动性

随着公司的成功上市，公司的债务规模虽然有所上升，但是债务负担反而出现下降。在偿债能力指标方面，2010 年总债务/EBITDA 是 2.01，下降趋势比较稳定；同期经营活动净现金流/总债务是 0.47，经营活动对于债务支撑力度逐步增长。在利息支出覆盖上，2010 年公司 EBITDA 利息保障倍数和经营活动净现金流利息保障倍数分别是 17.86 和 16.92，经营活动对利息支出的覆盖程度也有所增强。公司的偿债能力有一定程度的增长。

表 9：近年公司偿债指标

	2008	2009	2010	2011.3
资产负债率(%)	44.40	42.10	33.01	32.43
长期资本化率(%)	37.37	34.47	25.39	24.78
总资本化率(%)	37.51	34.71	25.78	25.06
总债务/EBITDA(X)	2.72	2.21	2.01	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.27	0.43	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.69	14.58	17.86	-16.23
经营净现金流利息保障倍数(X)	8.48	13.68	16.92	-20.78

资料来源：公司财务报告

截至 2010 年 12 月 31 日，公司除以下事项外不存在其他对外担保事项：中国农业银行重庆市分行为公司发行的企业债券 17 亿元本金、利息及其他为实现债权发生的相关费用提供保证担保，保证方式为连带责任保证，此项担保费用为 1,700 万元整，公司控股子公司重庆自来水、三峡水务、万盛自来水为上述主担保合同提供了反担保。

受限资产方面，截至 2010 年 12 月 31 日，公司存在保函保证金 843.59 万元。

公司与金融机构建立了良好的合作关系，历史上无违约纪录。截至 2010 年 12 月 31 日，公司在多家国内主要商业银行共获得 48.00 亿元授信额度，未使用额度为 30.80 亿元，对公司流动性形成有效补充。

担保实力

本期债券由中国农业银行重庆市分行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

中国农业银行（以下称“农行”）拥有国内银行体系资产约 10.97% 的市场份额，是国内第三大银行，仅次于中国工商银行股份有限公司和中国建设银行股份有限公司，在国内金融体系和农村金融市场上具有十分重要的地位。同时，农行拥有全国覆盖面最广的服务网点，截至 2010 年末，农行共有境内分支机构 23,486 个，并设立了 8 家海外机构；其员工人数也居国内银行首位，为 444,447 人。截至 2010 年末，该行各项存款余额为 88,879 亿元，贷款余额 49,567 亿元，资产总额 103,374 亿元，分别占银行体系的 12.12%、9.73% 和 10.97%。所有者权益 5,422 亿元，当年实现税后利润 949 亿元。

2008 年 10 月，国务院批准了农业银行股份制改革实施总体方案。根据改革方案，农行实施了财务重组，汇金公司向农行注入与 1,300 亿元人民币等值的外汇资产，并以 2007 年 12 月 31 日为基准日，按账面值剥离处置不良资产 8,156.95 亿元。财务重组完成后农行的财务状况获得全面改善，2010 年末，农行核心资本充足率为 9.75%，资本充足率为 11.59%，不良贷款率为 2.03%，拨备覆盖率为

168.05%，主要财务指标达到或接近上市大型银行的平均水平。在国家注资和不良资产剥离的基础上，中国农业银行于 2009 年 1 月整体改制为股份有限公司。中国农业银行股份有限公司由财政部、汇金公司发起设立，完整承继原中国农业银行的资产、负债和所有业务，股份有限公司注册资本 2,600 亿元，由财政部和汇金公司各持有 50% 的股份。股份制改革完成后，2010 年 7 月农行以 A+H 股方式公开上市，初始发行 222.35 亿股 A 股股票和 254.12 亿股 H 股股票，分别占发行后总股本的 7% 和 8%。

由于历史沿袭的职能分工和网点分布，农行是目前国内涉农贷款投放规模最大、服务面最宽、服务客户最多、拥有农业信贷专业化经营管理体系的商业银行。农行股份制改革目标进一步明确了农行“面向三农”的市场定位及在农村金融体系中的骨干支柱作用。2008 年，农行确立了“三农”和县域蓝海市场发展战略，出台了“三农”业务中长期发展规划、服务“三农”总体实施方案和三农金融部改革试点实施方案，并以位于县域地区的 2,048 个县级支行和 22 个二级分行营业部为基础组建三农金融部，开展三农金融业务的事业部制改革试点。截至 2010 年末，该行三农金融业务总资产已达到 38,436.86 亿元，较 2009 年增长 18.8%，占全行总资产的 37.18%；总负债达到 36,897.74 亿元，占全行的 37.67%；贷款余额较年初增长 26.13%，高于全行贷款增速 6.35 个百分点。与此同时，农行继续巩固和发展城市金融业务，发挥城乡一体化的优势，做大、做强、做精城市业务，从而为服务“三农”的县域金融业务提供可持续的财务支撑。

总体来看，财务重组完成后农行的财务状况获得全面改善，并且近年来为股份制改革所进行的内部管理改革也使农行组织架构逐步完善，风险管理水平逐步提高，商业化运营意识和竞争力持续增强。农行公开上市启动标志着该行将向公众持股公司转变。但考虑到中央政府的控股地位在一定时期内不会发生改变以及农行在国家金融体系中的重要地位，我们认为农行在今后的发展中仍将得到政府有力的支持。因此，基于对农行在中国金融体系

中的重要地位以及由此获得的政府支持的考虑，中诚信国际认为农行拥有极强的综合财务实力，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

结论

综上，本次跟踪评级我们维持债券的 **AAA** 级别。

附一：重庆水务集团股份有限公司股权结构（截至 2010 年底）

序号	企业名称	持股比例（%）
供水板块		
1	重庆市自来水有限公司	100.00
2	重庆市万盛自来水有限公司	100.00
3	重庆市合川区自来水有限责任公司	100.00
4	重庆市渝南自来水有限公司	100.00
污水处理板块		
5	重庆市排水有限公司	100.00
6	重庆市三峡水务有限责任公司	100.00
7	重庆市豪洋水务建设管理有限公司	100.00
8	重庆市渝西水务有限公司	100.00
9	重庆市渝东水务有限公司	100.00
其他业务		
10	重庆香江环保产业有限公司	100.00
11	重庆井口水务建设工程有限公司	100.00
12	重庆公用事业投资开发有限公司	100.00
13	重庆公用工程建设监理有限责任公司	100.00
14	重庆公用事业建设有限公司	100.00
15	重庆港华水务工程有限公司	75.00
16	九龙县汤古电力开发有限公司	90.00

注：以上企业均为公司一级全资或控股公司

附二：重庆水务集团股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010	2011.3
货币资金	151,827.41	224,382.61	383,733.36	406,321.68
短期投资(交易性金融资产)	201.47	444.07	426.10	410.07
应收账款净额	55,812.26	59,710.92	44,639.58	49,173.90
存货净额	4,603.36	6,643.56	8,822.72	9,868.46
其他应收款	67,851.12	48,410.79	27,389.05	27,891.10
长期投资	92,022.40	102,203.34	322,259.41	323,969.62
固定资产(合计)	679,890.66	696,293.19	718,932.31	721,436.26
总资产	1,153,176.31	1,236,152.87	1,641,159.06	1,674,566.82
其他应付款	18,472.56	16,156.49	14,523.65	16,023.22
短期债务	2,267.88	3,968.70	7,890.02	5,610.84
长期债务	382,544.61	376,516.00	374,065.60	372,741.14
总债务	384,812.49	380,484.71	381,955.62	378,351.98
净债务	232,985.08	156,102.10	-1,777.74	-27,969.70
总负债	511,975.88	520,379.54	541,704.08	543,121.76
财务性利息支出	12,078.56	11,823.85	10,639.12	0.00
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益(含少数股东权益)	641,200.43	715,773.33	1,099,454.98	1,131,445.06
主营业务收入(营业总收入)	236,941.23	272,937.98	326,640.56	76,344.26
主营业务利润(三费前利润)	125,794.70	138,835.62	166,229.70	36,883.03
投资收益	6,134.04	6,598.68	9,449.14	1,897.80
EBIT	98,792.42	129,327.43	144,143.91	31,335.45
EBITDA	141,225.72	172,343.09	190,003.36	--
经营活动产生现金净流量	102,479.91	161,799.44	180,048.92	40,132.46
投资活动产生现金净流量	-85,632.05	-43,436.06	-246,922.40	-12,628.74
筹资活动产生现金净流量	-65,964.37	-45,808.18	225,380.65	-4,915.40
现金及现金等价物净增加额	-49,116.52	72,555.20	158,507.17	22,588.32
资本支出	64,656.39	50,886.25	57,081.73	12,335.26
财务指标	2008	2009	2010	2011.3
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	53.59	51.45	51.67	49.18
三费收入比(%)	21.31	13.69	16.80	7.94
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	59.60	63.14	58.17	--
总资产收益率(%)	8.71	10.83	10.02	7.56
流动比率(X)	3.16	3.54	4.14	4.37
速动比率(X)	3.11	3.47	4.06	4.28
存货周转率(X)	23.61	23.57	20.41	16.61
应收帐款周转率(X)	5.78	4.73	7.62	6.51
资产负债率(%)	44.40	42.10	33.01	32.43
总资本化比率(%)	37.51	34.71	25.78	25.06
短期债务/总债务(%)	0.59	1.04	2.07	1.48
经营活动净现金/总债务(X)	0.27	0.43	0.47	0.42
经营活动净现金/短期债务(X)	45.19	40.77	22.82	28.61
经营活动净现金/利息支出(X)	8.48	13.68	16.92	-20.78
总债务/EBITDA(X)	2.72	2.21	2.01	--
EBITDA/短期债务(X)	62.27	43.43	24.08	--
EBITDA 利息倍数(X)	11.69	14.58	17.86	--

注：相关指标已经过年化处理

附三：中国农业银行主要财务数据及财务指标

财务数据 (单位: 百万元)	2008	2009	2010
贷款总额	3,100,159	4,055,784	4,956,741
贷款损失准备	-85,175	-44,289	-168,733
关注贷款	397,928	324,810	316,671
不良贷款 (五级分类)	818,853	818,854	818,855
总资产	7,014,351	8,882,588	10,337,406
风险加权资产	3,396,301	4,373,006	5,383,694
存款总额	6,097,428	7,497,618	8,887,905
总负债	6,723,810	8,539,663	9,795,170
总资本	290,541	342,925	542,236
净利息收入	193,845	181,639	242,152
手续费及佣金净收入	23,798	35,640	46,128
汇兑净损益	-2,913	1,877	1,722
证券交易净收入	-8,648	3,271	720
投资净收益	4,641	-908	-1,085
其他净收入	804	805	806
非利息净收入	17,344	40,635	48,266
净营业收入合计	211,189	222,274	290,418
业务及管理费用 (含折旧)	-94,417	-95,823	-112,071
拨备前利润	91,929	118,031	162,966
贷款损失准备支出	-39,858	-44,289	-43,536
税前利润	52,349	73,928	120,734
净利润	51,432	65,012	94,907
财务指标 (%)	2008	2009	2010
核心资本充足率	8.04	7.74	9.75
资本充足率	9.41	10.07	11.59
不良贷款率 (不良贷款/总贷款)	4.32	2.91	2.03
(不良贷款+关注贷款)/总贷款	17.16	10.92	8.41
拨备覆盖率 (贷款损失准备/不良贷款)	63.53	37.53	168.05
不良贷款/(资本+贷款损失准备)	35.68	30.48	14.12
净息差 (净利息收入/平均盈利资产)	3.02	2.32	2.54
拨备前利润/平均总资产	1.49	1.48	1.70
平均资本回报率 (净利润/平均总资本)	-23.54	20.53	21.44
平均资产回报率 (净利润/平均总资产)	0.83	0.82	0.99
非利息净收入占比 (非利息净收入/净营业收入)	8.21	18.28	16.62
成本收入比 (非利息费用/净营业收入)	56.47	46.90	43.89
总贷款/总存款	50.84	54.09	55.77

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式、未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：债券信用等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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。