



信用等级通知书

信评委函字[2012] 020号

中山公用事业集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“中山公用事业集团股份有限公司2012年（第一期）公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年五月十八日

中山公用事业集团股份有限公司 2012 年（第一期）公司债券信用评级报告

债券信用等级 AA⁺

主体信用等级 AA⁺

评级展望 稳定

发行主体 中山公用事业集团股份有限公司

发行规模 总发行规模为不超过人民币18亿元（含18亿元），其中本期债券为不超过人民币10亿元（含10亿元）。

债券期限 不超过7年（含7年），附第5年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

债券利率 根据网下询价簿记结果，由发行人与联席保荐人和主承销商按照国家有关规定协商确定。

偿还方式 按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

担保主体 中山中汇投资集团有限公司

担保方式 全额不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

中山公用	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益（亿元）	42.69	48.86	57.18	58.31
总资产（亿元）	57.63	61.70	79.90	74.59
总债务（亿元）	8.40	10.45	17.55	11.05
营业总收入（亿元）	7.47	8.54	7.95	1.76
营业毛利率（%）	34.82	33.04	29.38	27.11
EBITDA（亿元）	10.04	8.67	15.49	1.32
所有者权益收益率（%）	19.14	13.82	19.12	5.36
资产负债率（%）	25.93	20.82	28.43	21.83
总债务/EBITDA（X）	0.84	1.21	1.13	2.09
EBITDA 利息倍数（X）	21.03	17.26	23.98	7.10

中汇集团	2009	2010	2011
所有者权益（亿元）	48.40	52.92	61.67
总资产（亿元）	89.42	90.11	106.99
总债务（亿元）	15.62	17.81	31.88
营业总收入（亿元）	10.01	13.20	12.75
营业毛利率（%）	31.88	27.86	26.07
EBITDA（亿元）	10.92	8.35	16.32
所有者权益收益率（%）	16.27	11.70	16.51
资产负债率（%）	45.88	41.27	42.36
总债务/EBITDA（X）	1.43	2.13	1.95
EBITDA 利息倍数（X）	7.19	5.13	8.20

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2012年第一季度末所有者权益收益率和总债务/EBITDA指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“中山公用事业集团股份有限公司（以下简称“中山公用”或“公司”）2012年（第一期）公司债券”的信用级别为AA⁺，该级别反映了本期债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定中山公用主体信用级别为AA⁺，评级展望为稳定。该级别反映了中山公用偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了城市供水行业和污水处理行业良好的发展前景、公司的区域垄断优势、较为稳定的盈利能力和获现能力等有利评级因素。同时，中诚信证评也关注到公司水务板块异地拓展能力有限、期间费用占比较高以及资本市场波动对公司投资收益影响较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 行业发展趋势向好。随着中国城市化水平的提高、人口持续增加和对环保的日益重视，国内水价形成机制和相关立法逐渐完善，水务行业发展前景向好。
- 区域垄断优势。公司是中山市最大的供水主体、城区唯一的污水处理企业。在中山市内，目前公司自来水供水量占比81%，污水处理量占比约30%，区位优势明显。未来在中山市全力推动“供水一盘棋”和“污水一盘棋”的全市水务板块的整合中，公司和母公司将分别作为供水和污水处理板块运营主体，参与全市范围内的行业整合。
- 公司各业务板块盈利稳定，现金流状况较好。公司水务、市场租赁业务决定了其市场回报较为稳定，同时具有较好的现金流获取能力。

关注

- 公司水务板块异地扩张能力有限，与国内其他大型水务公司相比，公司水务板块业务规模不大，且主要集中在中山市内。随着中国

本报告表述了中诚信证评对本期债券信用状况的评级观点，并非建议投资者买卖或持有该债券。报告中引用的资料主要由企业提供，中诚信证评不保证引用信息的准确性及完整性。

分析师

邵津宏 jshao@ccxr.com.cn

宋诚 csong@ccxr.com.cn

王维 wwang@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2012年5月18日

水务行业的市场化程度逐步提高，项目竞争将愈加激烈，市场拓展将难度加大。

- 较高的期间费用占比对利润水平的影响。公司期间费用占比较高，2011年三费合计占营业收入的比重达到了26.85%，较高的三费占比对公司的经营性业务利润形成一定挤占。
- 利润状况较易受资本场景气度的影响。公司投资收益是利润总额的主要组成部分，由于资本场景气度变化影响广发证券经营业绩状况，进而导致公司利润状况呈现出一定的波动性。

公司概况

中山公用事业集团股份有限公司原名“佛山市兴华集团股份有限公司”（以下简称“佛山兴华”），于1992年11月5日经广东省企业股份制试点联审小组、广东省经济体制改革委员会“粤股审[1992]81号”文批准设立。1997年1月14日，公司采用“上网定价”方式发行社会公众股（A股）1,600万股，于1997年1月23日在深圳证券交易所挂牌交易。佛山兴华于2000年度将其持有的占总股本38.93%的发起人股份（国家股）转让给中山公用事业集团有限公司（以下简称“公用集团”），公司名称由佛山兴华变更为“中山公用科技股份有限公司”（以下简称“公用科技”）。2007年7月，原公用科技实施重大资产重组，通过换股吸收合并公用集团及新增发行43,845.71万股A股收购五家乡镇供水公司供水主业资产的方式，实现原控股股东公用集团水务资产的整体上市及中山市乡镇供水资产的注入，公司名称由公用科技变更为“中山公用事业集团股份有限公司”。截至2012年一季度末，公司总股本59,898.71万股，中山中汇投资集团有限公司（以下简称“中汇集团”或“集团”）持有62.24%的股权，中汇集团为中山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“中山市国资委”）全资所有企业，公司实际控制人为中山市国资委。

公司主要从事自来水供应、污水处理和市场租赁等业务，同时对外投资了广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）、广州农村商业银行股份有限公司（以下简称“广州农商行”）、中山银达担保投资有限公司（以下简称“银达担保”）、中海广东天然气有限责任公司（以下简称“中海广东”）等。

截至2011年末，公司总资产79.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.18亿元；2011年，公司实现营业总收入7.95亿元，净利润10.94亿元，经营活动现金净流量1.95亿元。截至2012年3月末，公司总资产74.59亿元，所有者权益（含少数股东权益）58.31亿元；2012年1~3月，实现营业总收入1.76亿元，净利润0.78亿元，经营活动现金净流量0.35亿元。

本期债券概况

表1：本期公司债券概况

债券概况	
债券品种	公司债券
发行规模	总发行规模为不超过人民币18亿元（含18亿元），其中本期债券为不超过人民币10亿元（含10亿元）。
债券期限	不超过7年（含7年），附第5年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	根据网下询价簿记结果，由发行人与联席保荐人和主承销商按照国家有关规定协商确定。
上调票面利率选择权	公司有权决定是否在本期公司债券存续期限的第5年末上调本期公司债券后2年的票面利率，上调幅度为1至100个基点（含本数），其中一个基点为0.01%。
回售选择权	公司发出关于是否上调本期公司债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期公司债券第5个计息年度的付息日将其持有的债券全部或部分按面值（含当期利息）回售给公司。
还本付息期限和方式	按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。
担保主体	中山中汇投资集团有限公司
担保方式	全额不可撤销的连带责任保证担保
担保范围	本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。
募集资金用途	扣除发行费用后，8亿元用于偿还银行借款，剩余资金用于补充营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

水务行业

水务行业是关系国计民生的公用事业行业，近年来行业在城市化进程的推动下发展较快。

从行业的竞争格局来看，区域垄断特征明显，但从全国范围来看，行业集中度较低，未来有进一步集中的趋势。一方面在各地水务事业刚刚起步时，主要是由政府作为投资主体，通过前期的管网铺设已经在城镇大部分地区进行了覆盖，后期主要是管网方面的设备维护和更新，因此行业呈现出了以市、县为单位的区域垄断布局。另一方面作为公用事业，水务行业具有初始投资大、投资回收周期长、资金沉淀性强等特点，所以行业进入门槛较高，这也是造成该行业区域垄断特征明显的因素之一。因此从全国范围来看，中国的水务行业集中度较低，随着中国水务市场的开放度日益提高，市场主体逐渐增加，行业有进一步集中的趋势。一方面，

外资以及民营资本凭借资金、技术、管理方面的优势高价收购股权、特许运营权逐步控制中小型城镇的水务市场，另一方面，国有大型水务企业也凭借资金和运营方面的优势跨地区拓展市场，目前水务市场仍以国有企业为主导，但是市场份额已经逐渐向国有大型水务企业集团以及外资企业集中。

从水务行业的整个产业链布局来看，主要包括原水供应、自来水供应、污水处理、中水生产以及污泥处理等细分环节，其中原水和自来水供应属于传统公用事业，而污水处理、再生水以及污泥处理属于是近年来伴随着城市化进程以及工业化进程加快的新兴产物，属于朝阳行业。因此企业和居民日常生活中所缴纳的水费也是由产业链的各个环节费用构成，包括水资源费、自来水费、污水处理费、中水费等，其中水资源费通常是由自来水供水企业代收后上交国家；自来水费是自来水企业的主要收入来源，通常是由企业向用户终端收取，该费用包括了原水的生产成本、原水厂利润、自来水生产成本、自来水厂及管网利润及相关税费等；污水处理费也是由自来水企业代收后上交政府，再由政府拨付给污水处理企业，该费用通常是由政府和厂家协议确定。

作为公用事业行业，水务行业是典型的政策导向性和法律法规驱动型行业。从中国水务行业近年来的出台的相关政策可以看出，行业的总体方向是加快市场化，推动水价改革以提高节约用水的力度和促进对水资源的保护。这些政策内容主要包括了市场准入的放开、水价改革、特许经营和加快污水工程建设等方面内容。考虑到中国目前存在人均供水量不足和水资源污染严重等问题，未来继续推动行业改革促进对水资源的保护仍将是促进行业发展的动力。

表 2：近年来中国水务行业政策出台情况

日期	政策主要内容
1998	《城市供水价格管理办法》指出城市供水价格由供水成本、费用、税金和利润构成，供水企业平均净资产利润率为 8%~10%。
2002.3	计委建设部公布外商投资产业名录，标志着供排水等城市管网首次被列为对外开放领域。
2002.12	《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》要求开放水务等市政公用市场，加快市场化进程，鼓励投资主体多元化，容许跨区域与行业参与经营，建立市政公用事业特许经营制度。
2004.5	《关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》要求进一步提高水价以促进节约用水和保护水资源。
2004.5	《市政公用特许经营管理办法》要求政府通过市场竞争机制选择市政公用事业投资者或者经营者，规范市政公用事业特许经营活动。
2004.11	《外商投资产业指导目录》提出“鼓励类”包括城市供水厂建设经营，污水、垃圾处理厂的建设经营；“限制类”包括大中城市供排水管网的建设经营。
2005.02	《国务院鼓励支持非公有制经济发展的若干意见》提出非公 36 条，其中一条为允许非公有资本进入公用事业和基础设施领域。
2007.06	《节能减排综合性工作方案》要求加快水污染治理工程建设，“十一五”期间新增城市污水日处理能力 4500 万吨、再生水日利用能力 680 万吨；合理调整各类用水价格，吨污水平均收费标准原则上不低于 0.8 元。
2007.11	《国家环境保护“十一五”规划》十一五期间环保投资计划为 1.53 万亿，将水资源质量改善列为八个环保重点领域之首，并将城市污水处理与再生利用工程建设列为其中的第一位。
2010.05	《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》提出新非公 36 条——鼓励和引导民间资本进入市政公用事业和政策性住房建设、基础产业和基础设施等 6 大领域。
2011.01	《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》要求全国年用水总量力争控制在 6700 亿 M ³ 以内，并建立用水总量控制制度；要求大力促进节约用水和产业结构调整，逐步实行工业和服务业用水超额累进加价制度，稳步推行城市居民生活用水阶梯式水价制度。
2012.01	国务院发布了《国务院关于实行最严格水资源管理制度的意见》，继 2011 年中央 1 号文件和中央水利工作会议后再次明确要求实行最严格水资源管理制度，并对实行该制度做出的全面部署和具体安排。

资料来源：中诚信证评整理

自来水供应

近年来中国供水行业发展较为稳定。“十一五”期间，全国供水产能基本保持增长态势。截至 2010 年末，全国城镇供水综合生产能力为 38542.3 万立方米/日，较 2006 年增长了 7.7%，其中公共供水的综合生产能力为 28939.4 万立方米/日，较 2006 年增长了 17%。从地区分布来看，东部地区城镇公共供水综合生产能力增幅达到了 21%，中部和西部的

城镇公共供水综合生产能力增幅分别为 11.6%和 12.4%。

供水量方面，“十一五”期间，全国城镇年供水总量年度之间略有波动¹，但总体仍保持稳定，其中设市城市年供水量变化较小，县城年供水量呈上升趋势，建制镇的年供水量则稳中有降。2010 年全国城镇供水总量为 713.9 亿立方米，其中设市城市的供水量为 507.9 亿立方米，县城供水量 92.5 亿立方米、建制镇供水量 113.5 亿立方米，分别占全国城镇总供水量的 71.1%、13%和 15.9%；较 2006 年相比，2010 年设市城市和县城公共供水的供水量分别增长了 6.7%和 25.1%。

用水方面，“十一五”期间，随着全国用水结构的不断优化，用水效率也在不断提高，2010 年全国城镇人均综合用水量为 275.5 升/日，较 2006 年下降了 20.4%。但是在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，全国城镇用水量自 2007 年开始逐年增长，2010 年全国城镇总用水量达到了 635.2 亿立方米。其中生产用水 265.9 亿立方米，占总用水量的 41.9%；生活用水 337.8 亿立方米，占总用水量的 53.2%；其他用水 31.5 亿立方米，占总用水量的 4.9%。

水价方面，近年来中国居民用水价格以及工业用水价格已经进入上涨通道，未来仍具备上涨空间。进入 21 世纪以来，随着中国水务行业的市场化改革逐步推进后，水价持续攀升。2000 年 1 月，中国的工业生产用水自来水价格为每立方米 1.48 元，居民生活用水价格为每立方米 1.04 元，而截至 2011 年 3 月，中国的工业生产用水自来水价格已经提高为 3.68 元/立方米(不含污水处理费和水价附加)，居民用水价格提高至 1.9 元/立方米(不含污水处理费和水价附加)，较 2000 年分别上涨 148.65%和 82.69%。一方面考虑到中国人均水资源供应不足以及供水企业成本，包括药剂和人工成本的上升等因素，另一方面鉴于中国水价和国际平均水平相比仍处于较低位置，因此我们认为未来水价仍有进一

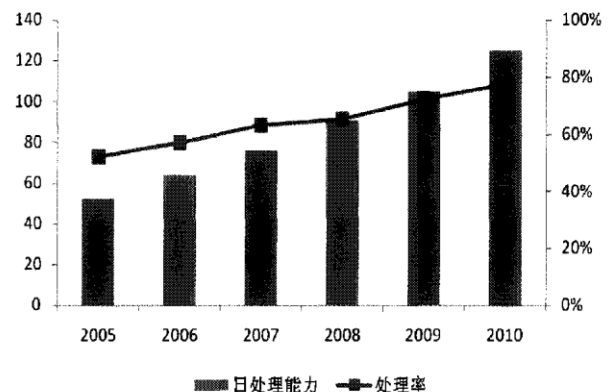
¹ 2006~2007 期间全国对城市管网进行大面积改造，在规划范围内总计减少水资源损失约 10 亿立方米，使得供水管网漏损率平均降低约 5 个百分点，因此 2007 年的城市供水量出现一定幅度下降。

步上升的空间。目前中国水价仅为同类型国家水价的 1/5~1/4。中国建设部也在《城乡缺水问题研究》中明确指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到 2.5%~3%较为适宜。2010 年全国城镇居民人均可支配收入为 19,109 元，人均生活用水量如果设定为 100 立方米，根据以上比例区间，水价大致为 4.8~5.7 元，目前中国城区居民生活用水价格远未达到该水平。随着中国经济的快速发展，城镇人均可支配收入仍将保持较大增幅，因此未来水价仍将具备一定的上涨空间。

综合以上分析，中诚信证评认为在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，未来用水量将保持稳步上升趋势，并且随着水价改革逐步落实，中国自来水供应价格仍具备一定的上涨空间，因此长期来看，中国供水行业仍将保持稳定增长。

污水处理

图 1：城市污水处理厂日处理能力与城市污水处理率



资料来源：2004~2009 年统计公报，中诚信证评整理

长期以来，中国污水处理行业投入不足，市场化程度不高，行业发展缓慢。“十五”期间，在国债资金的配套支持下，全国新建了一批污水处理厂，城市污水处理能力和污水处理率快速提高。截至 2010 年底，中国已建成投运城镇污水处理厂达到了 2832 座，处理能力为 1.25 亿立方米/日，分别较 2005 年增加了 210%和 108%。截至 2010 年末，中国约有 90%以上的设市城市和 60%以上的县城建成并投运了污水处理厂，16 个省市实现了县县建有污水处理厂。2010 年全国城市污水处理率达到 77.4%，比 2005 年提高 25 个百分点，但仍远远低于发达国家 80~90%的水平，未来仍存在进一步上涨空间。运营方面，2010 年全国污水处理厂平均运

行负荷率达到 78.95%，基本扭转了大量污水处理设施建成后不运行或低负荷运行的局面。

综上所述，中诚信证评认为在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，污水排放量仍将保持稳步增长。考虑到中国污水处理率仍存在较大的上涨空间，因此对于中国污水处理行业，市场仍会保持旺盛的需求。而价格方面，“十二五”节能减排力度加大，水价改革不断深化，污水处理价格仍有较大的上调机会。

行业关注

行业政策出台实行最严格水资源管理，水务企业亏损面持续扩大影响国计民生，受政策、市场双重因素推动，国内水价改革进程将不断加快

2011 年 1 月 29 日国务院发布中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》，提出实行最严格的水资源管理制度，建立用水总量控制、用水效率控制和水功能区限制纳污三项控制制度，相应地划定用水总量、用水效率和水功能区限制纳污的三条红线。2012 年 1 月 12 日，国务院又发布了《国务院关于实行最严格水资源管理制度的意见》，继 2011 年中央 1 号文件和中央水利工作会议后再次明确要求实行最严格水资源管理制度，并对实行该制度做出的全面部署和具体安排。从以往国内水行政管理部门管理措施来看，主要是通过法律、行政、经济等措施对水资源进行管理和分配。水资源作为一种资源性产品，我们认为通过价格等经济手段对其进行杠杆性管理方式较为有效。《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》中也特别提到了要“积极推进水价改革；充分发挥水价的调节作用，兼顾效率和公平，大力促进节约用水和产业结构调整；工业和服务业用水要逐步实行超额累进加价制度，拉开高耗水行业与其他行业的水价差价；调整城市居民生活用水价格，稳步推行阶梯式水价制度”。因此，实行最严格的水资源管理制度必将加快水价改革进程。

近年来供水企业的能源、人工成本不断上升，同时提标改造工程造成企业折旧和财务成本提高，而水价调整的缺位却导致部分企业成本与售价倒

挂，企业亏损较为严重。根据国家统计局数据，近年来全国水务企业亏损面基本都维持在 30% 以上，2011 年第一季度末，这一数字甚至提高到了 42.47%。随着中央一号文件等政策在 2011 年下半年的政策效应逐步显现，行业亏损局面有所好转，尤其是子行业污水处理业盈利能力的显著提升，2011 年全年污水处理行业累计实现利润总额 24.22 亿元，同比大幅增长 139.09%。受政策效应显现的影响，2011 年第四季度末，全国水务企业亏损面亦下降至 28.20%。，需要关注的是，未来随着国内供水企业进行老旧漏损管网的替换、水厂设备升级改造等还需要大量资金投入，由此新增的折旧和财务费用还将进一步推动供水企业成本上涨，企业财务状况将继续恶化。长期来看，水务行业持续扩大的亏损面不利于行业可持续发展，同时还将直接影响国家的供水安全和居民的饮水安全等问题，因此行业亟需通过水价改革理顺价格矛盾。

水资源费、污水处理费仍有较大上涨空间，供水价格调整将以阶梯式水价等方式为主，成本公开将是深化水价改革的前提和关键

从目前水价各部分组成情况来看，水资源费和污水处理费仍存在较大的上涨空间。目前中国除北京水资源费占综合水价的 30% 以外，其他大多城市都在 10% 以下，部分地区更是低至 1%，未体现出水资源的稀缺性，因此也实现不了国家水资源管理的目的。虽然水资源费上涨对供水企业经营业绩没有实质影响，但是可能会造成居民和企业节水意识的提高进而影响企业的售水量。污水处理方面，2010 年 10 月 18 日发布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》将节能环保产业列为七大战略新兴产业之首，2011 年 9 月 7 日，国务院印发《“十二五”节能减排综合性工作方案》，方案提出，我国将完善财政激励政策、健全税收支持政策、强化金融支持力度，进一步完善有利于节能减排的经济政策。可以预见，“十二五”期间污水处理行业将获得财政、税收、贷款方面的有力支持，未来随着政府提标改造工程增加，还将助推污水处理价格的上涨，有利于污水处理企业盈利能力的不断提升。

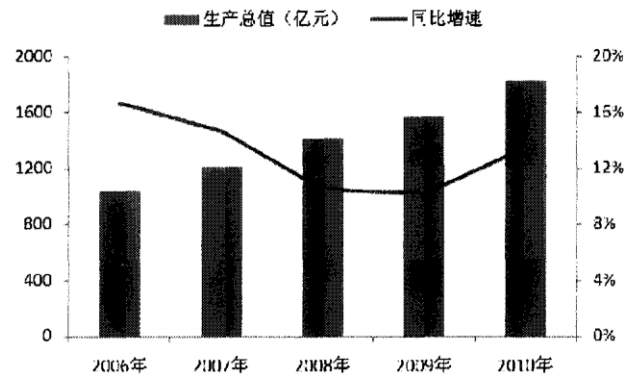
供水价格方面，近期居民水价的改革模式将以阶梯式水价为主。目前的全国 660 多座城市中，已实行阶梯式水价的城市数量约占 12%，上海等大城市仍未实行这一措施，而北京等多个城市也处于试点阶段。供水成本不透明是目前水价调整面临的主要阻力之一，因此成本公开是供水价格调整的前提，也是深化水价改革的关键。一方面，成本的公开同有利于减少供水企业较多不合理的成本支出，促进企业提高经营和运行的效率以及服务质量，降低供水成本，形成良性的水价机制，另一方面也将使得自来水价格的定价有据可循。2011 年 1 月 1 日，国家发改委价格司发布实施《城市供水定价成本监审办法（试行）》，对城市自来水成本、费用的组成结构、职工薪酬福利比例等进行了规定，对各组成部分进行了定义，该文件对于规范供水企业成本核算，协助政府部门监督实际成本、调整水价将有重要的指导作用。2011 年 1 月，湖南长沙、常德首推全国水价成本公开试点；2012 年 2 月，广州市自来水公司公开其供水成本，并组织召开水价调整方案听证会。广州市作为中国第一个公开供水成本的特大城市，对全国水价改革具有重要的信号意义。

市场地位

区位优势

中山市位于珠江三角洲中南部，珠江口西岸，北连广州，毗邻港澳，总面积 1,783.67 平方公里，常住人口 251.74 万。中山市曾是广东省八十年代的四小虎之一，也是第一批被国家统计局列为率先跨入小康水平的六个城市之一。多年来，中山市凭借较好的经济基础和较快的经济增长势头，经济总量始终保持在广东省第 5 的位置。中山市目前已经拥有国家级产业基地 27 个，省级技术创新专业镇 15 个，省级以上名牌名标 406 个，区域内基本形成了装备制造、健康医药、电子电信、灯饰光源、家用电器、金属制品、纺织服装、家居家具、精细化工、特色食品十大产业集群。

图 2：2005 年~2010 年中山市经济增长情况



资料来源：中山市统计局，中诚信证评整理

经济环境方面，“十一五”期间中山市年平均经济增速达到了 13.1%。2011 年中山市生产总值预计可以达到 2190.82 亿元，按可比价格计算，较上年增长 13.0%。从产业结构来看，作为珠江口西岸重要的制造业城市 and 现代服务业基地，中山市实施先进制造业和现代服务业双轮驱动，2011 年第二产业和第三产业增加值比重分别达到 56% 和 42%。

交通环境方面，中山市拥有“五纵六横七高速九加密”交通路网布局，90 公里半内拥有深圳宝安、广州白云、珠海三灶等 5 大机场以及深圳赤湾、盐田等 4 大外轮深水港，随着广珠城轨的建设开通，以及未来西部沿海铁路、港珠澳大桥、深中通道的规划建设完成，中山市将成为粤西连接深圳、香港乃至更宽地域的重要交通节点。

人居环境方面，中山市先后获得过联合国人居奖、全国文明城市、国家卫生城市、中国优秀旅游城市、全国环保模范城市、全国生态市、中国最具幸福感城市等多项荣誉。中山市在“十一五”期间投入 170 亿元用于建设大批的生态环保工程，并成为全国第一个国家地级生态市。相关指标显示，中山市在环境保护、人居环境改造方面已经取得了较好的成果。2011 年中山市森林覆盖率达到 19.3%，建成区绿化覆盖率为 38.76%，城市人均公共绿地面积 11.88 平方米，全年空气质量达到国家空气质量二级标准。2011 年中山市目前已建成污水处理厂数目 20 个，日处理能力达 90 万吨，城市生活污水处理率为 90.1%。

总体来看，中山市经济发展较快，为供水、污水处理等公用事业的发展提供了有力的支持。以建设“适宜创业、适宜创新、适宜居住”的新型城市为

目标，中山市将进一步加强公用基础设施的建设、维护和管理，加快推进供水和污水处理一盘棋。

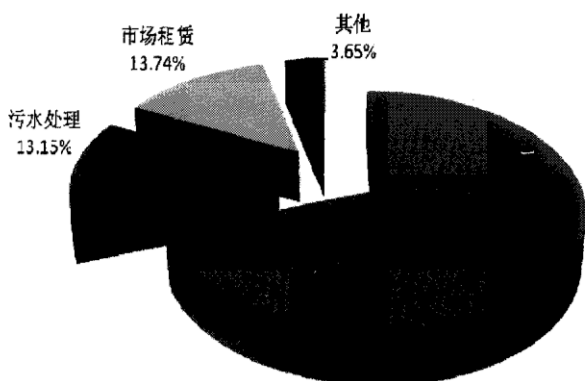
区域市场优势

公司目前是中山市最大的供水主体和城区唯一的污水处理企业。在中山市内，公司自来水供水量占比 81%，污水处理量占比约为 30%，区位优势明显。在供水方面，市政府将在全市范围内全力推动“供水一盘棋”，并确认将公司作为运营主体，对城区、各镇区的供水企业进行整合。污水处理方面，市政府也开始推行全市范围内的“污水一盘棋”，先由公司控股股东中汇集团作为运营主体，通过与各镇区成立合资公司的方式整合各镇区的污水处理资产，未来该部分资产有望注入公司。预计“供水一盘棋”和“污水一盘棋”都将在“十二五”期间完成，未来公司在区域内水务板块的龙头地位将更加突出。

业务运营

公司目前从事的业务主要包括自来水供应、污水处理以及市场租赁业务。2011 年公司实现营业收入 7.95 亿元，上述三大业务占比分别为 69.46%、13.15%和 13.74%。公司其他业务收入主要包括市场转让处置以及工程安装费等²。

图 3：公司 2011 年主营业务收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

² 根据中山市农贸市场的整体布局和发展规划，将其经营管理的沙溪农贸市场改造升级为具有购物、休闲以及商住等多种功能的新型商业物业，2010 年改造工程完工后，公司将其中的商住物业出售形成房地产销售收入 1.06 亿元，占公司当年营业收入的 13.27%。上述业务是公司农贸市场升级改造业务的一部分，业务的开展主要取决于中山市农贸市场的升级改造规划，并非公司的一项常态业务。截至 2011 年末，上述商住物业的销售已基本结束。

水务板块

自来水供应

表 3：截至 2011 年末公司供水资产分布情况

单位：万立方米			
水厂	日制水能力	平均日供水量	持股比例
中山供水公司	20	5.4	100%
东升分公司	14	8.5	100%
东风分公司	8	6.76	100%
三乡分公司	10	6.5	100%
古镇分公司	12.5	6.7	100%
神湾分公司	0	2.9	100%
港口分公司	0	3	100%
板芙分公司	2	2.2	100%
南头水司	8.5	5.18	90%
民众水司	1.5	3	55%
沙朗水司	--	2.25	55%
阜沙水司	3	2.11	51%
南镇水司	8	3.85	49%
稔益水司	8	7.98	49%
新涌口水司	8	6.5	49%
中山大丰	50	30.18	33.89%
中山中法	50	33.46	33.89%
合计	203.5	136.47	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司主要负责中山市范围内的自来水供应。中山市下辖 1 个开发区、5 个街道和 18 个镇，目前全市范围内除小榄镇、黄圃镇、坦洲镇以外，均由公司担任供水主体，公司供水的覆盖面积约 1,500 平方公里，服务人口约为 200 万人。公司的供水业务主要通过全资子公司中山市供水有限公司（以下简称“中山供水”）运营。截至 2011 年 12 月 31 日，公司已经拥有 7 座全资水厂，4 家控股水厂³、3 家参股水厂⁴以及 2 家合作经营水厂⁵，管网长度 4380 公里，日制水能力达到了 179.5 万立方米⁶。2011 年公司售水量为 3.67 亿立方米。

³ 4 家控股水司分别是中山市南头供水公司、中山市民众供水公司、中山市沙朗供水公司以及中山市阜沙供水公司。

⁴ 3 家参股水司分别是中山市南镇供水公司、中山市稔益供水公司、中山市新涌口供水公司。

⁵ 2 家联营水司分别为中山市大丰自来水有限公司和中山中法供水有限公司，公司持股比例均为 33.89%，但根据内部协议，2 家水司董事长由公司委派，公司系控制人，年末利润五五分，2 家水司只向公司供水。

⁶ 从实际控制角度，179.50M³ 的制水能力系 7 家全资、4 家控股水厂与 2 家合作经营水厂的产能之和。

表 4：2009~2011 年公司自来水产销情况

指标	2009	2010	2011
生产量 (万 M ³)	40,347	42,486	43,669
销售量 (万 M ³)	34,447	35,806	36,686
管网漏损率 (%)	14.62	15.72	15.99
水压合格率 (%)	98.93	99.32	98.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近三年来公司自来水生产量和销售量均有所增长。2011 年，公司供水量为 43,669 万立方米，同比增长 2.78%；售水量 36,686 万立方米，同比增长 2.46%。2011 年公司管网漏损率近年来保持小幅上升趋势，主要是因为公司在中山市“供水一盘棋”的推动下积极参与整合区域内的其他供水公司，由于部分镇级供水公司对管网设备的更新以及维护较为滞后，供水效率较低，因此随着这些企业逐步纳入公司统计范围，产销量数据呈现出了以上特点。在管网改造方面，公司在“十一五”期间投入约 5,000 万元对管网进行了改造，改造区域包括中心老城区和一些城中村，改造内容包括室内表迁移、旧管材的更换以及部分表后管的改造；乡镇水司方面的管网改造投入约为 1 亿元，主要是对接收的农村管网和水表进行改造，实施抄表到户。随着管网的不断改造，管网水质、水压将得到明显改善，公司供水效率也有望进一步提高。

表 5：2010~2011 年公司的售水结构

类别	2010 年		2011 年	
	售水量	占比 (%)	售水量	占比 (%)
趸售	12,880	35.97	12,214	33.13
直供	22,926	64.03	24,653	66.87
居民	7,366	21.38	10,799	29.29
非居民	16,603	46.3	13,699	37.16
特种行业	143	0.40	154	0.42
合计	35,806	100	36,866	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

售水结构方面，公司目前分为趸售制和直供水，2011 年占比分别为 33.13%和 66.87%，其中趸售对象主要为镇级水司。

水价方面，2001 年中山市建立了水价听证制度，调整水价必须召开听证会，邀请人大、政协和政府各有关部门及各界用户代表参加，并听取社会各方面意见的，以确保定价方案科学合理。公司的定价机制主要是由公司向政府物价部门提出调价

申请，由物价部门根据实际情况审议，召开价格听证会，通过后公司再执行物价部门制定的价格标准。“十一五”期间中山市自来水均价一直未做调整。2011 年 3 月 1 日，根据中山市物价局文件（中价〔2011〕30 号），原来的行政事业用水、工业用水和经营服务用水将统一合并为“非居民用水”，合并后水价分为居民生活用水、非居民用水和特种行业用水以及趸售水四级；中山市中心城区和镇区的非居民生活用水、特种行业用水、趸售水的供水价格，将分步统一调整为每立方米 1.80 元、3 元、1.46 元，并依次在 2011 年 9 月和 2012 年 7 月分步调整到位；而趸售用水的镇区供水价格由各镇区供水公司结合实际情况，分别在原综合平均水价基础上每立方米调升 0.10 元~0.17 元幅度内制定水价。本期调价到位后对于公司水务方面的盈利状况将会有明显改善。

表 6：公司 2011 年末及 2012 年 7 月调整后的水价情况

单位：元/立方米

	居民生活用水	非居民用水	特种行业	趸售用水
2011	2.07	1.67	3	1.46
2012	2.07	1.8	3	1.46
调整幅度 (%)	--	7.78	--	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水费的收缴方面，公司主要通过现金和银行托收两种方式收取水费，目前公司拥有 18 个营业点，并与市内 8 家联网银行签订代缴协议，近年来水费回收率保持在 95%以上，保证了公司经营现金流的稳定回流。对拖欠的用户，公司一般发催收单或打电话通知，一定时限内仍未缴交时采取拆表处理，直至通过法律诉讼方式解决，因此基本能够全部收回客户所欠水费。

水源方面，公司水源主要取自西江小榄水道、鸡鸦水道、洪奇沥水道、西江干流，以上水源水质均达到国家规定的二级水质标准。虽然中山地处珠江三角洲下游水网地带，雨量充沛，处于“丰水”地区。但是由于水资源年内分配不均衡，每年枯水期遭受咸潮侵袭，出现局部季节性水资源短缺，因此公司一方面结合“供水一盘棋”工作的推进，逐步改造农村自备取水的处理工艺，实施村村通水工程，

提高农村自来水普及率和供水安全保障；另一方面积极建设抗咸设施，科学调度，保证咸潮期间全市居民的安全用水。

总体来看，公司在中山市市场占有率较高，水费回收率较好，是公司稳定收入来源之一。目前公司在政府的协助下，积极推进其余几个镇区水厂的整合，力争将中山市所有的水厂纳入到公司统一的供水体系当中。中诚信证评认为，在中山市“供水一盘棋”规划下，公司供水业务未来仍有一定的增长空间。

污水处理业务

公司的污水处理业务由全资子公司中山市污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）负责经营。目前污水处理公司下设两家污水处理厂：中嘉污水处理厂和珍家山污水处理厂⁷，其中中嘉污水处理厂的设计日处理能力为 20 万吨，污水处理公司已经与中山市建设局签订了《中山市城区污水处理服务合同》，合同期限为 30 年（2007 年 10 月 18 日~2037 年 10 月 18 日）。珍家山污水处理厂设计处理能力 10 万吨/日，该厂目前已经于 2011 年内竣工并投入运营。因此截至 2011 年末，公司污水日处理能力达到了 30 万立方米。2011 年污水处理实际完成量与结算量均为 6,605 万立方米，实现污水处理业务收入 1.00 亿元，同比增长 21.93%。

公司污水处理费收取流程是由自来水公司收取水费后将污水处理费上缴市财政局，然后根据公司与政府签订的服务合同，按照公司每月实际的污水处理量，市财政局于次月将污水处理费划拨至公司专用账户。公司污水处理费计费方式是“污水处理单价×污水处理量”。目前中嘉污水处理厂的服务费单价为 1.09 元/立方米，该服务费单价高于实际向用户征收的污水处理费，差额部分由市政财政补足。另外，针对中嘉污水处理厂受设备调试阶段或者遭遇管网瓶颈等影响时可能出现水厂利用较低的情况，政府将根据服务合同中约定的“保底利用率”向公司支付污水处理费，有效保障公司污水处理业务盈利的稳定性。珍家山公司方面，根据中山

⁷ 2011 年 3 月，污水处理公司向控股股东中汇集团收购其持有的中山市珍家山污水处理有限公司（简称“珍家山公司”）100%的股权。

市人民政府对《关于城区生活污水处理服务单价的意见》的批复，2011 年 3 月起暂按单位成本 1.09 元/吨结算服务费，年终由市物价局按实际污水处理量审定调整城区生活污水处理服务单价。从 2011 年 3 月起，珍家山公司根据污水处理量，以 1.09 元/吨的污水处理价向政府收取污水处理费，政府不再向珍家山公司支付补贴。未来公司将通过加强管理、优化运行等手段进一步降低污水处理成本。

表 7：截至 2011 年 3 月公司污水处理资产情况

污水处理厂	权益 (%)	日处理能力 (万 M ³)	投产日期	污水处理费 (元/M ³)
污水处理公司	100%	20	1998.4	1.09
珍家山公司	100%	10	2011.1	1.09
合计	--	30	--	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2010 年 11 月，中山市政府出台了《中山市镇区生活污水处理设施“一盘棋”工作方案》，拟通过中汇集团整合各镇区污水处理设施，引进现代企业管理措施，最终实现污水处理的标准化管理和市场化运营。目前经市政府确定中汇集团将作为全市污水处理运营平台，未来经集团公司培育成熟后的污水处理资产有望注入公司。

总体来看，公司近年来污水处理业务发展较为稳定，并且在珍家山公司的注入后，2011 年公司污水处理业务将实现较快增长。“十二五”期间在市政府的协调下，中汇集团将完成全市范围内的“污水处理一盘棋”的资产整合，未来该部分资产有望在培育成熟后注入公司，届时公司的污水处理将覆盖全市，污水处理业务有望获得大幅提升。

异地拓展方面，2009 年 8 月，公司与济宁供水集团总公司共同组建的济宁中山公用水务有限公司（以下简称“济宁公用”）挂牌成立，公司持有 49% 的股权。济宁公用拥有 5 个供水厂和 1 个污水处理厂，供水能力 30 万吨/日，服务面积约 75 平方公里，服务人口约 70 万人；污水处理能力 20 万吨/日，服务面积约 47 平方公里，服务人口约 50 万人。公司预计该项目前五年的投资收益率为 3.89%，随着自备水井的关闭和供水价格的调整，投资收益率有望逐年递增。

市场租赁业务

公司目前在中山市拥有 33 个市场，托管 4 个

市场,其中31家为农副产品综合批发市场,2家为大型批发专业超市,经营面积约24万平方米。公司旗下的市场主要从事农副产品的批发、零售业务,并且垄断优势突出,其中鲜活产品批发业务约占中山市场份额的80%,果蔬批发业务占60%,农产品零售占18%。从布局来看,各市场在全市范围内分布较为均匀,并且基本全部位于城区的繁华路段或者各镇区中心,交通便利。近年来公司对各农贸市场不断进行升级改造,对商户进行精细化管理,出租率呈现出稳步提升态势。

表8: 公司2009~2011年市场租赁情况

	2009	2010	2011
出租率(%)	82.80	79.64	81.51
收入(亿元)	0.89	1.02	1.05

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

市场租赁属于完全竞争行业,随着民营市场网点、大型商业卖场的增加,公司市场租赁业务面临激烈的市场竞争。同时,居民消费品质的提升也使得超市等经营方式对传统的农贸市场租赁模式形成巨大挑战。近年来,公司也在积极寻找应对策略,充分利用市场土地资源的升值空间,提出“农贸市场+超市”的经营模式:通过对旗下市场进行全面升级改造,提升农贸市场经营业态,提高出租率。根据公司规划,在数量方面,公司未来计划整改并新建12家规模比较大的农产品批发市场。布局规划方面,公司将在东部火炬区和民众镇、南部的三乡镇、西部东升镇、中部的西区沙朗进行集中布局,提升农贸市场的集中度,实现规模化、集约化经营,降低经营成本,并通过合理规划突出市场专业化、特色化。

对外投资业务

公司对外投资业务对水务以及市场租赁板块等经营性业务形成了重要补充。公司目前对外投资主要分为公用事业和金融投资两块,公用事业领域,公司对外投资主要包括中海广东天然气有限责任公司(以下简称“中海广东天然气”)、济宁中山公用水务有限公司(以下简称“济宁水务”)、重庆市公众城市一卡通有限责任公司(以下简称“重庆一卡通”)等企业。金融投资领域,公司持有广发证券11.60%的股权,持有中山银达担保投资有限公司

43.83%的股权。2009年公司还参与了广州市农村信用合作联社的改制。截至2012年3月末,公司持有改制后的广州农商行0.06%的股权。

表9: 截至2011年末公司对外投资情况

对外投资单位名称	股权比例(%)	账面价值(亿元)
广发证券股份有限公司	11.6	36.70
中海广东天然气有限责任公司	25	1.46
济宁中山公用水务有限公司	49	3.33
中山银达担保投资有限公司	43.83	1.06
重庆市公众城市一卡通有限责任公司	10	0.34

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

目前,公司对外投资中对利润贡献最大的为广发证券。公司目前持有广发证券3.4亿股股权,占其总股本的11.60%,是广发证券的第三大股东。2009~2011年公司确认的广发证券投资收益分别为6.68亿元、5.53亿元和12.49亿元。广发证券是国内首批综合类证券公司,目前注册资本为29.60亿元,拥有营业网点194家,初步形成了涵盖证券、基金、期货领域的金融控股集团架构,资产规模和盈利水平位于全国证券公司前列。2010年2月,广发证券借壳延边公路在深圳证券交易所正式上市交易。截至2011年末,广发证券总资产768.11亿元,净资产316.85亿元,2009~2011年,广发证券营业收入分别为104.70亿元、102.19亿元和59.46亿元,净利润分别为49.25亿元、41.98亿元和20.58亿元。2011年由于中国证券市场景气度下滑,导致广发证券当年收入和利润指标下降。由于公司每年通过广发证券获取的投资收益对公司利润情况构成重要影响,后续我们将持续关注证券市场波动对广发证券业绩乃至对公司利润造成的影响。

管理

作为上市公司,公司根据《公司法》、《证券法》和中国证监会的法律法规等规范性文件要求,不断完善公司法人治理结构、建立现代企业制度、规范公司运作,公司已经制定了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《董事长工作细则》、《独立董事工作制度》《总

经理工作细则》、《董事会秘书工作细则》、《信息披露事务管理制度》、《公司管理制度》以及《外派董事、监事及高级管理人员行为规范与管理规定》、《关联交易公允决策制度》、《内部审计工作制度》等规章制度。根据中国证监会要求和公司资产重组后的变化情况，公司进而修订完善了《公司章程》、《内部审计制度》。

内部控制方面，公司结合“上市公司治理专项活动”自查及整改活动，以夯实公司内部管理为重点，全面落实公司内部控制制度的建立健全、贯彻实施及有效监督。

财务管理方面，公司对下属子公司实施全面预算管理，预算内容包括业务预算、财务预算和专项决策预算，通过预算进行成本控制。资金管理方面，公司实行资金集中管理制度，采用“收支两条线”的管理模式，下属全资、控股子公司的资金都在公司统一管理，借助资金管理平台，进行实时掌控。此外，公司在融资管理与对外担保方面控制严格，实施集中管理制度，通过公司融资管理部统一对外融资。

总体来看，公司的各项管理制度较为健全，有效地协调了各部门和下属各公司业务运行，较好的规避了资金风险，提高了公司的运营效率。

战略规划

公司未来将继续保持水务板块为龙头、市场租赁和股权投资为两翼的业务架构，夯实主营业务的基础上，适时开拓新兴产业，在未来 3-5 年内，实现产业结构、资本结构、业务结构上的重要突破。

水务板块方面，公司将实行“纵向深挖，横向拓展”的战略。纵向上，公司计划在原有基础上开发再生水业务，延伸水务板块的产业链；而横向拓展上，公司控股的中山市供水有限公司作为中山市最大的供水企业，在全市推进供水系统的“供水一盘棋”战略中，将作为中山市政府操作主体，用于整合各镇区的供水资产，并最终形成统一负责全市水务系统的运营主体，因此公司未来在中山市范围内的水务行业龙头地位将更加凸显，垄断优势将更加突出，进一步提高公司在中国水务企业中的综合竞争实力。

市场租赁方面，公司将充分利用农贸市场土地资源的升值空间，通过采取“农贸市场+超市”的经营模式对旗下农贸市场进行全面升级改造，提升农贸市场经营业态，提升购物环境和配套设施，从而有利于提高市场的出租率。根据公司未来计划，在数量方面，公司规划整改和新建 12 家规模比较大的农产品批发市场。而布局规划方面，公司将在全市的东部的火炬区和民众镇、南部的三乡镇、西部东升镇、中部的西区沙朗进行集中布局，提升农贸市场的集中度，实现规模化、集约化经营，降低经营成本，并通过合理规划，突出市场专业化、特色化。

股权投资，公司一方面将借助在公用事业方面丰富的经营管理经验，以本地公用事业领域为基础，积极向异地市场进行拓展，逐步加大在燃气领域及异地污水处理方面的投资力度；另一方面，公司将充分发挥参股子公司广发证券在金融领域的专业技能和渠道资源，加大在金融投资领域的投资比重，形成对公司公用事业板块的重要补充作用。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计并出具了标准无保留意见的 2009~2011 年财务报告以及未经审计的 2012 年一季度合并财务报表⁸。

资本结构

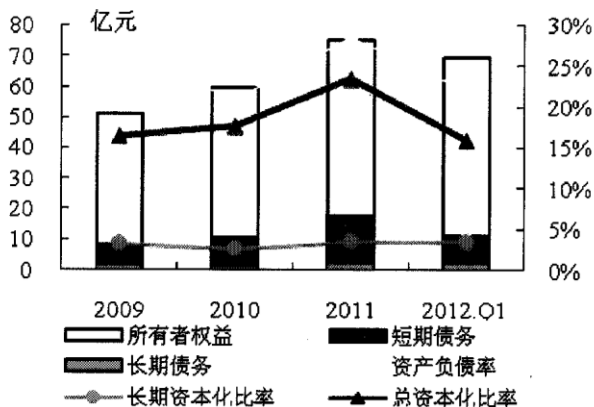
近年来公司水务板块和市场租赁业务稳定发展，在此基础上公司积极开展对外投资，对公司的主业形成重要补充，近三年一期，公司资产规模稳步增长。截至 2011 年末，公司资产规模达到了 79.90 亿元，同比增长了 29.49%。与此同时，公司每年通过利润留存，亦实现了所有者权益规模的逐年增长，截至 2011 年末，公司的所有者权益（含少数股东权益）为 57.18 亿元，同比增长 17.04%。截至 2012 年 3 月末公司总资产为 74.59 亿元；所有者权益为 58.31 亿元，较年初进一步增长。

从公司资产构成看，长期股权投资和固定资产占比较高。截至 2011 年底，公司长期股权投资和

⁸ 本部分财务分析采用的是各期报表的期末数据。

固定资产分别为 45.34 亿元和 15.28 亿元，占总资产比重分别为 56.74%和 19.12%。长期股权投资中金额较大的是广发证券和济宁公用，2011 年末两公司长期股权投资余额分别为 36.70 亿元和 3.33 亿元。2011 年长期股权投资同比增长 27.52%，主要是当年广发证券定向增发所致⁹。截至 2011 年末，公司固定资产余额为 15.28 亿元，主要为管网设备、房屋建筑物和及其设备等。

图 4：2009~2012.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

债务规模方面，由于公司从事的水务和市场租赁板块现金流状况较好且稳定，加之近期公司在生产项目等方面的投资力度较小，债务融资主要是应对经营过程的流动性需求。截至 2011 年末，公司总债务规模为 17.55 亿元，较年初增长 7.10 亿元，主要是因为 2011 年末公司根据资金需求情况增发了 7 亿元的短期融资券所致。截至 2011 年末公司资产负债率为 28.43%，总资本化率为 23.48%，分别较年初增长了 7.61 个百分点和 5.86 个百分点。截至 2012 年 3 月末，由于公司当期偿还短期融资券，导致期末总债务规模下降至 11.05 亿元，公司资产负债率和总资本化比率分别下降至 21.83%和 15.93%。与同行业相比，公司的杠杆比率处于较低水平，财务弹性好。

⁹ 广发证券于 2011 年 8 月以非公开发行股票的方式向 10 名特定投资者发行了 A 股,募集资金 121.79 亿元,公司未参与广发证券的非公开发行股票,因此广发证券非公开发行股票完成后,公司持股比例降至 11.6%,根据中国证监会会计部函[2011]9 号文的会计处理方法,公司计入当期损益 7.33 亿元。

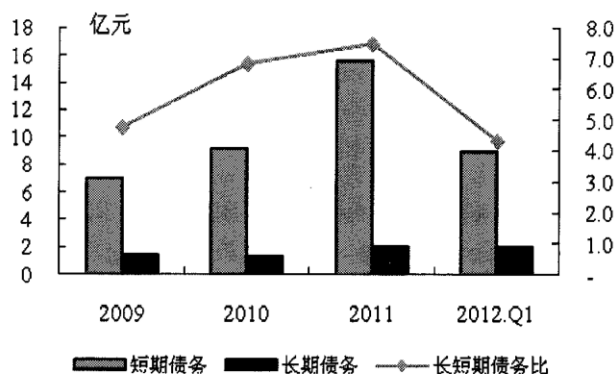
表 10：2012 年一季度末部分水务上市公司资本结构比较

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
首创股份	195.86	56.49	46.61
重庆水务	182.02	34.07	23.31
创业环保	92.00	58.84	48.62
中山公用	74.59	21.83	15.93
兴蓉投资	72.43	47.45	32.99
碧水源	44.71	23.72	2.85
洪城水业	39.72	57.30	51.89
南海发展	39.55	60.53	52.12
桑德环境	39.05	53.80	38.14
武汉控股	31.40	41.92	33.29

资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，近年来公司的债务融资主要是应对经营过程的流动性需求，因此短期债务在总债务中占比较高。2009~2012 年一季度公司短期债务分别为 6.95 亿元、9.12 亿元、15.48 亿元和 8.98 亿元，短期债务/长期债务指标分别为 4.79、6.86、7.49 和 4.35。由于公司在水务和市场租赁业务的日常经营中，现金回收周期较短，目前的债务期限结构基本与其经营特点和资金需求相适应。但是随着公司在管网设备方面的更新以及农贸市场升级改造方面的投入增加，短期债务占比较高将不利于资金运营稳定性。

图 5：2009~2012.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

根据公司本期发债计划，本期公司债券发行规模不超过 10 亿元，其中 8 亿元用于偿还银行借款，剩余资金用于补充营运资金，因此债务净增加 2 亿元。若本期债券成功发行，按照公司 2012 年 3 月 31 日的财务数据进行静态保守测算，成功发行后，公司资产负债率和总资本化比率将分别增至 23.87%和 18.29%，财务结构仍处于较为合理的水

平。

综合来看，公司近年来水务板块和市场租赁板块业务发展较为稳定，各业务资产质量较好。未来随着中山市的“供水一盘棋、污水一盘棋”推进，公司资本支出可能会加大，但是鉴于公司债务水平较低，财务弹性较好，公司近期资本结构仍有望保持稳健。

盈利能力

近年来公司在水务业务和市场租赁业务稳定发展，2009~2011年公司分别实现营业收入7.47亿元、8.54亿元和7.95亿元。2011年公司营业收入同比下降，主要是2010年公司改造农贸市场形成商住物业的销售收入1.06亿元，由于该业务并非公司的一项常态业务，因此随着2011年末上述商住物业的销售收入大幅下降，公司收入水平逐步恢复到常态。分板块来看，水务板块方面，2011年，公司自来水供应量量价齐升，当年收入5.29亿元，同比增加了6.36%。2012年7月中山市非居民水价调整到位后，公司自来水业务收入有望获得进一步提升；2011年内公司收购珍家山污水公司，年内污水处理能力大幅提升，当年该业务实现收入1.00亿元，同比增加21.93%；市场租赁业实现收入1.05亿元，同比增长2.48%，保持稳定发展。2012年一季度公司实现营业收入1.76亿元，同比增长7.98%。

表 11：公司 2009~2011 年分业务收入和毛利率情况

单位：亿元

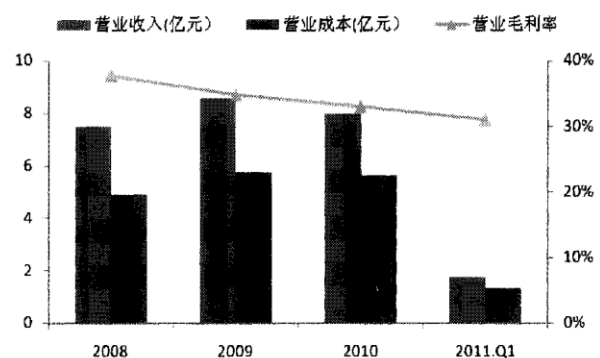
业务	2009		2010		2011	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
自来水业务	4.63	25.84	4.97	20.92	5.29	21.90
污水处理	0.80	46.36	0.82	50.07	1.00	41.25
市场租赁	1.02	64.47	1.02	58.05	1.04	58.56
物业管理	0.06	-1.41	0.10	19.57	0.11	12.38
房地产销售	--	--	1.06	43.13	0.16	26.36
其他	--	--	0.02	19.15	0.01	0.59

资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，由于供水和污水处理具有公用事业的特征，政策的保障对公司业务的盈利能力有一定支撑作用。2009~2011年公司营业毛利率分别为34.82%、33.04%和29.38%。2012年一季度营业毛利率为27.11%，近年来受水务板块毛利水平变动的影 响，公司综合毛利率呈逐年下降

趋势，但是变动幅度较小。分业务来看，2011年，公司自来水业务毛利率为21.90%，较上年略有提升，主要是因为当年水价调整所致。2012年7月非居民中山市水价逐步调整到位后，公司供水业务的盈利水平还得到进一步提升。2011年，公司污水处理业务毛利率为41.25%，较上年下降8.82个百分点，主要是因为年内中嘉污水公司的污水处理费下调所致；市场租赁业务毛利率为58.56%，基本较上年持平，由于公司下属的农贸市场基本全部位于城区的繁华路段或者各镇区中心，交通便利，较高的出租率和租金保证了该项业务较高的毛利水平。

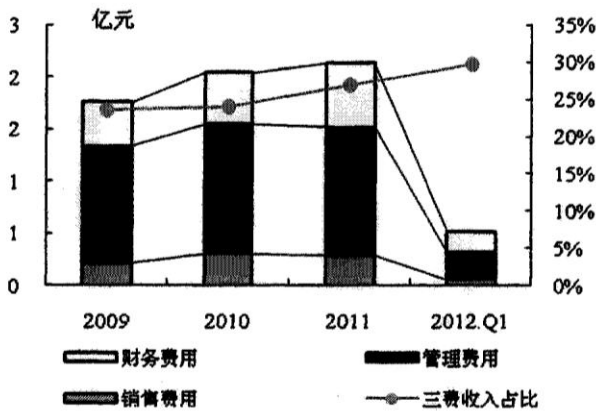
图 6：公司 2009~2012.Q1 盈利能力分析



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

从期间费用来看，2009~2011年公司期间费用为分别为1.76亿元、2.05亿元和2.13亿元，2011年同比增加4.26%，主要是当年财务费用上升所致，由于当期债务规模提升，2011年公司财务费用为0.62亿元，同比增长24.30%。销售费用方面，近年来受农贸市场升级改造业务的影响，呈现一定的波动性，随着2011年升级改造业务逐步收尾，该项费用有所下降，公司当年销售费用为0.29亿元，较上年下降5.37%；公司当年管理费用为1.23亿元，较上年略有下降。2012年一季度公司期间费用合计为0.52亿元，三费占比提升至29.64%。

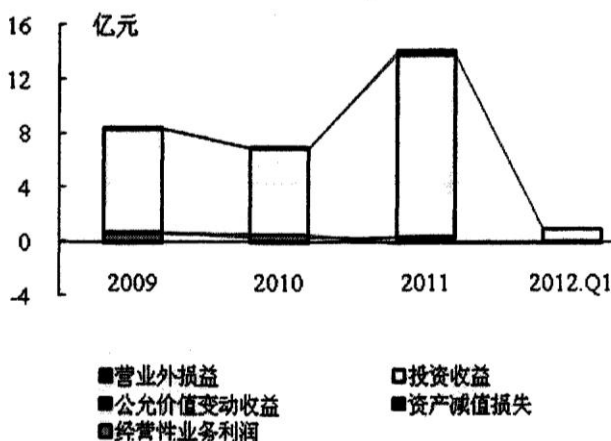
图 7: 2009~2012.Q1 公司期间费用分析



资料来源: 公司定期报告、中诚信证评整理

从利润总额构成来看, 2009~2011 年公司利润总额分别为 8.36 亿元、6.91 亿元和 13.41 亿元。虽然公用事业的业务属性保证了公司较高的毛利水平, 但是较高的期间费用占比对公司经营性业务利润形成一定挤占, 2009~2011 年经营性业务利润分别为 0.68 亿元、0.50 亿元和 0.03 亿元。投资收益方面, 近年来受广发证券业绩波动的影响, 公司投资收益亦呈现一定波动性。2010 年受资本市场价格波动影响, 公司确认广发证券投资收益下降。2011 年广发证券股票的非公开发行造成公司计入当期损益 7.33 亿元, 因此当年投资收益大幅提升。2012 年一季度公司利润总额为 0.78 亿元, 投资收益为 0.88 亿元, 受当期毛利水平下降及期间费用占比提升等因素影响, 公司当期经营性业务利润为 -0.09 亿元。鉴于公司投资收益构成利润总额的主要组成部分, 由于广发证券业绩较易受资本市场景气度影响, 公司利润状况也将呈现出一定的波动性。

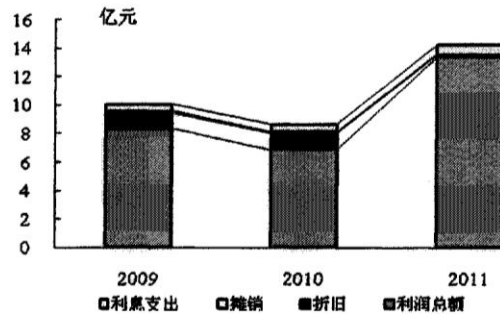
图 8: 2009~2012.Q1 公司利润总额分析



资料来源: 公司定期报告、中诚信证评整理

从现金获取情况来看, 目前公司 EBITDA 主要由利润总额构成, 折旧和利息支出占比较小。近年来公司投资收益较大幅度变动造成 EBITDA 亦呈现一定的波动性。2009~2011 年, 公司 EBITDA 分别为 10.04 亿元、8.67 亿元和 15.49 亿元; 2009~2011 年公司 EBITDA/营业总收入分别为 134.46%、101.51%和 194.97%。

图 9: 2009~2011 年 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告、中诚信证评整理

总体来看, 剔除非常态业务的影响, 近年来公司的收入水平基本保持稳定, 虽然近年来综合毛利水平受水务板块的影响有所下降, 但是未来水务板块规模扩大, 水价上调均有利于公司盈利水平和盈利能力的提升。此外, 资本市场景气度对公司投资收益影响较大, 进而影响公司整体的盈利水平, 对此我们将保持关注。

偿债能力

近年来公司生产项目投资较少, 债务融资主要针对经营过程中的流动性需求, 因此总债务规模变化基本与短期债务变动一致。由于 2012 年一季度, 公司偿还了一期短期融资券, 造成当期末公司的总债务规模下降至 11.05 亿元。

从现金流角度来看, 公司供水业务按月收取水费, 污水处理业务根据服务合同按照公司完成的处理量按月进行结算, 而市场租赁业务亦是按与商户签订的租赁协议, 按月向商户收取租金, 因此公用事业的特性和市场租赁业务稳定性决定了公司的现金流入较为稳定。2009~2011 年公司经营性净现金流始终为净流入, 分别为 2.46 亿元、0.87 亿元和 1.95 亿元, 2010 年由于农贸市场升级改造业务造成经营性现金流出有所增加。2012 年一季度公司经营净现金流为 0.35 亿元。

从偿债指标看，2009~2011年，公司EBITDA利息倍数分别为21.03倍、17.26倍和23.98倍；总债务/EBITDA指标分别为0.84、1.21和1.13。公司盈利对债务本息的覆盖能力较强。同时，由于水务、市场租赁业务发展稳定，公司经营性现金流对债务本息的保障能力较强，2009~2011年经营活动净现金流利息保障倍数分别为5.15倍、1.73倍和3.01倍，经营净现金流/总债务指标分别为0.29、0.08和0.11。2010年由于农贸市场升级改造业务造成公司当期经营性现金流流出加大，以及当年短期债务规模大幅提升的影响，经营活动净现金流对债务本息的保障能力有所减弱。随着该影响逐步消除，公司经营性现金流的偿债指标逐步回升。

表 12：2009~2012.Q1 偿债能力分析

财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
总债务(亿元)	8.40	10.45	17.55	11.05
EBITDA(亿元)	10.04	8.67	15.49	1.32
资产负债率(%)	25.93	20.82	28.43	21.83
长期资本化比率(%)	3.29	2.65	3.49	3.42
总资本化比率(%)	16.44	17.62	23.48	15.93
EBITDA利息倍数(X)	21.03	17.26	23.98	7.10
总债务/EBITDA(X)	0.84	1.21	1.13	2.09
经营净现金流/总债务(X)	0.29	0.08	0.11	0.13
经营净现金流利息倍数(X)	5.15	1.73	3.01	1.87

资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

或有负债方面，截至2011年12月31日，公司无对外担保，全部为对控股子公司的担保，总担保金额为2.20亿元，占归属母公司净资产比重为3.89%，或有风险较小。

公司与银行保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通，截至2012年3月底，公司共获得授信总额19.20亿元，未使用授信余额15.20亿元，备用流动性较为充裕。

总体看，公司的债务压力较小，现金流获取能力较强并保持稳定，偿债能力很强。未来随着公司水务板块业务进一步提升，公司获利能力和获现能力也将持续增强，将为公司的偿债能力提供进一步保障。

担保实力

中山中汇投资集团有限公司为本期公司债提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。

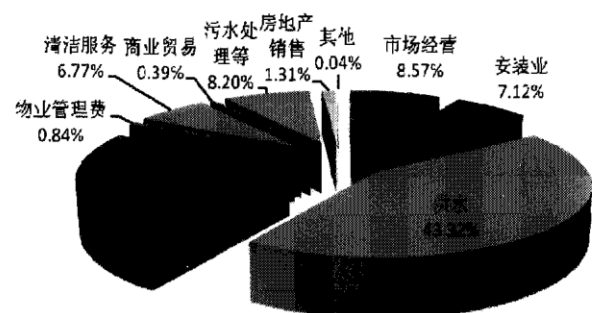
中汇集团成立于2007年8月，是中山市委、市政府对原中山公用事业集团有限公司实施重大资产重组、整体上市而组建成的国有独资企业，隶属于中山市国资委。作为中山市公用事业产业的投资、建设和经营管理主体，中汇集团的业务涵盖了水务、市场租赁、金融投资、燃气、环卫、管网安装等领域。

截至2011年底，中汇集团资产总额106.99亿元，所有者权益(含少数股东权益)61.67亿元，资产负债率为42.36%。2011年，实现营业总收入12.75亿元，净利润10.18亿元，经营活动现金流量净额5.55亿元。

业务运营

中汇集团的业务主要分为水务、市场租赁、燃气、环卫以及管道安装设计等业务板块。2011年集团公司实现营业收入12.75亿元，其中水务、市场租赁的收入合计为7.33亿元，在营业收入中占比为60.10%。目前中汇集团的水务、市场租赁业务是由公司作为运营主体。

图 10：2011年集团公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司提供、中诚信证评整理

集团公司的燃气业务主要是由中山公用燃气有限公司(以下简称“公用燃气”)运营，公用燃气成立于2007年10月，中汇集团持股60%，华润燃气集团持股40%。主要经营燃气、天然气、液化石油气等管道可用燃气的供应。公用燃气于2007年经中山市政府授权负责各镇区天然气管网的规划、建设与经营。2008年和2009年公用燃气分别完成签约工商客户25家和48家，居民用户4,962户和2,500户，完成项目建设投资0.65亿元和0.60亿元。2008~2010年燃气公司分别销售天然气312万立方米、1,067万立方米和3,782万立方米，呈较

快上升趋势。2011年公用燃气实现销售天然气7300万立方米，同比增长93%。公用燃气的气源来自于中汇集团的参股公司中海中山天然气公司，气源供应较为稳定。截至2011年末，燃气公司的总资产3.10亿元，净资产1.52亿元，2011年实现营业收入2.92万元，净利润0.22亿元。

环卫板块，主要由集团控股的中山市名城环境服务有限公司（以下简称“环境服务公司”）运营。环境服务公司主要经营环境卫生清扫服务等卫生环保业务，截至2011年末，环境服务公司的总资产0.85亿元，净资产0.62亿元，2011年实现营业收入0.85万元，净利润0.07亿元。

管道安装设计工程业务是由集团公司的全资子公司中山公用工程有限公司（以下简称“工程公司”）经营管理，工程公司主要经营承接净水、供水系统及管道安装设计工程，截至2011年末，工程公司总资产1.27亿元，净资产0.65亿元，2011年实现营业收入0.76万元，净利润0.03亿元。

财务表现

以下财务分析基于公司的经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计的2009~2011年财务报告¹⁰。

财务结构方面，作为中山市公用事业行业的投资与运营主体，集团公司各项业务近年获得了稳定发展。截至2011年末，中汇集团总资产为106.99亿元，同比增加了18.73%，所有者权益（含少数股东权益）61.67亿元，同比增加了16.52%。2011年集团发行了7年期合计10亿元的企业债券，截至当年年末集团总债务规模上升至31.88亿元，较上年提高了78.99%。2011年末集团资产负债率为42.36%，较上年提高了1.09个百分点，总资本化比率为23.44%，较上年下降1.74个百分点。从债务期限结构来看，截至2011年末，集团公司短期债务为15.77亿元，长期债务为16.11亿元，短期债务/长期债务指标为0.17，2011年内集团通过发行企业债券导致长期债务比重提升。未来随着集团在管网设备方面的更新以及农贸市场升级改造方面的投入增加，长期债务方面的融资需求还将继续增加。总体

来看，目前集团的资本结构较为稳健，财务弹性较好。

从盈利指标看，近年来集团公司营业收入稳步增长，受供水成本上升的影响，集团营业毛利率指标呈现下降趋势，未来随着中山市水价调整到位，集团综合毛利水平有望获得明显提升。2011年，集团公司实现营业收入12.75亿元，由于房地产收入下降，导致当年整体收入水平同比下降3.42个百分点；营业毛利率为26.07%，较上年略有下降。

偿债指标方面，集团公司的公用事业以及市场租赁业务稳定发展，资金回收情况较好，经营性现金流流入基本保持稳定，2010年由于供水支付了历史遗留的应付账款7000多万元，以及水资源费增加等原因，造成当年集团公司经营性现金流表现为净流出，导致现金流对债务本息的覆盖能力有所下滑。2011年随着集团经营活动净现金流回复稳定，当年集团经营净现金流/总债务和经营净现金流利息倍数分别为0.17和2.79倍，经营活动净现金流对债务本息的保障能力显著改善。虽然公司利润情况受到投资收益影响有所波动，但是由于集团整体盈利能力较强。2011年集团总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为1.95和8.20，集团盈利水平对债务本息的覆盖能力较好。

表 13：2009~2011年中汇集团主要财务指标

指标	2009	2010	2011
总资产（亿元）	89.42	90.11	106.99
所有者权益（亿元）	48.40	52.92	61.67
短期债务（亿元）	7.48	10.60	15.77
总债务（亿元）	15.62	17.81	31.88
营业总收入（亿元）	10.01	13.20	12.75
营业毛利率（%）	31.88	27.86	26.07
EBITDA（亿元）	10.92	8.35	16.32
所有者权益收益率（%）	16.27	11.70	16.51
资产负债率（%）	45.88	41.27	42.36
总资本化比率（%）	24.40	25.18	34.08
经营净现金流/总债务（X）	0.21	-0.04	0.17
经营净现金流利息倍数（X）	2.19	-0.41	2.79
总债务/EBITDA（X）	1.43	2.13	1.95
EBITDA利息倍数（X）	7.19	5.13	8.20

资料来源：中汇集团定期报告、中诚信证评整理

在或有负债方面，截至2011年末，中汇集团担保余额总计3.92亿元，其中1.05亿元为集团内

¹⁰ 本部分财务分析采用的是各期报表的期末数据。

担保，主要是对中山市珍家山污水处理有限公司、中山公用工程有限公司、中山公用燃气有限公司银行借款的保证担保，集团外担保余额为 2.87 亿元，是为中山市路桥建设有限公司提供的担保，该公司与中汇集团是同一母公司控制企业，目前集团正在办理解除担保。2011 年末集团对外担保余额占中汇集团净资产（含少数股东权益）的比例为 6.79%，占比较低，或有负债风险较小。

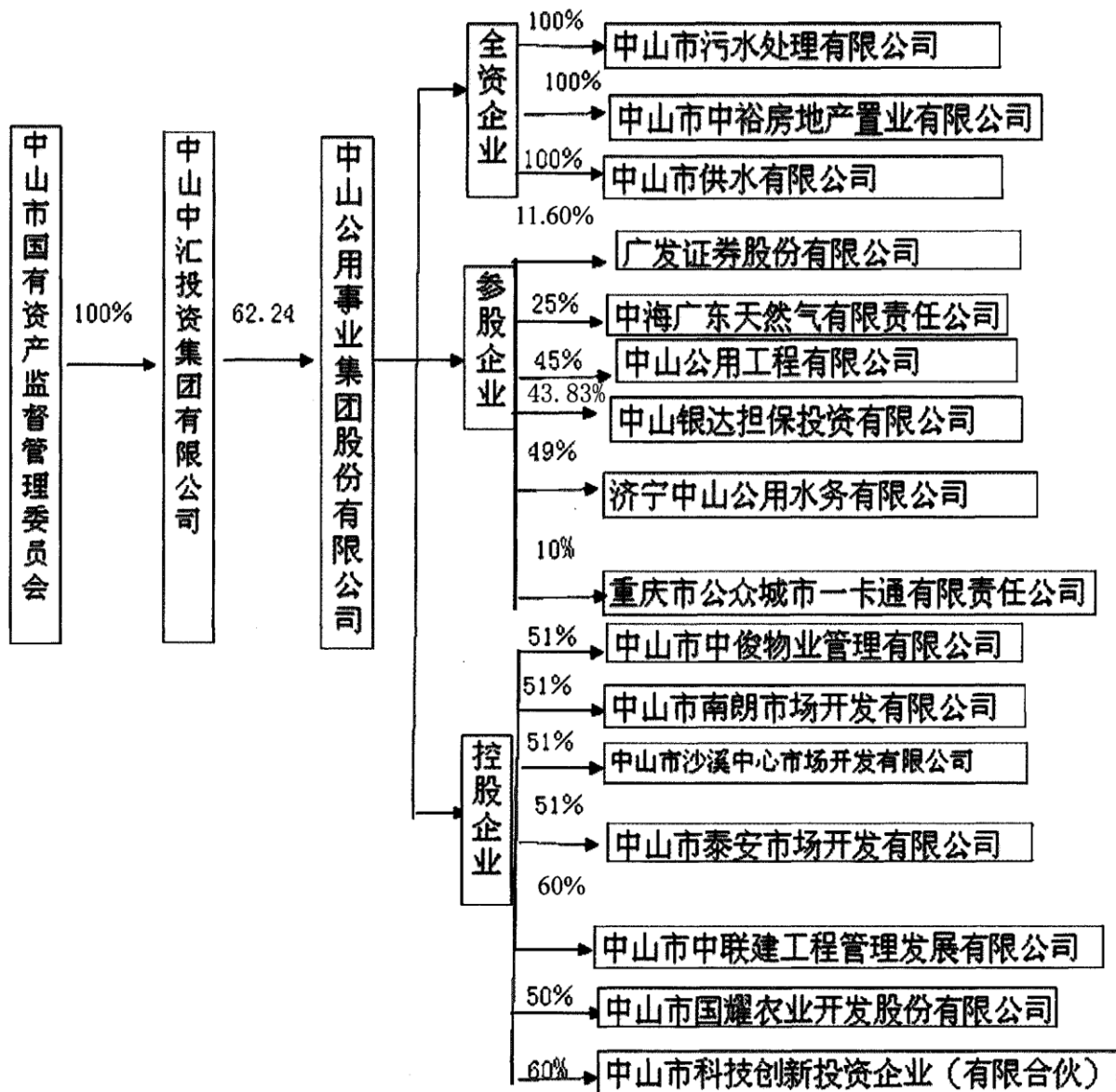
授信方面，截至 2012 年 3 月 31 日，中汇集团共获得银行授信额度 20.50 亿元，未使用授信余额 16.00 亿元，具有较好的备用流动性。

中诚信证评认为，中汇集团整体经营状况良好，资本结构较为稳健、偿债能力较强，盈利相对稳定。同时，作为中山市国资委全资企业和政府公用事业运营平台，能够获得较强的政府支持。综合来看，中诚信证评认为中汇集团提供的全额不可撤销的连带责任保证担保将对本期公司债券按期偿还提供有力保障。

结 论

综上，中诚信证评认为本期中山公用公司债券信用质量很高，信用风险很低，中诚信证评认为中山公用在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：中山公用事业集团股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 3 月 31 日）



附二：中山公用事业集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	26,568.32	29,470.22	91,712.23	27,012.99
应收账款净额	3,768.25	3,567.45	4,726.19	8,362.93
存货净额	6,314.95	2,869.58	2,372.83	2,451.68
流动资产	56,736.81	47,292.15	103,320.77	42,362.12
长期投资	307,604.19	355,530.91	453,365.27	459,508.74
固定资产合计	189,257.90	195,341.21	221,470.54	223,365.97
总资产	576,318.81	617,041.99	799,028.80	745,931.96
短期债务	69,500.00	91,200.00	154,833.00	89,828.70
长期债务	14,500.00	13,300.00	20,667.00	20,667.00
总债务(短期债务+长期债务)	84,000.00	104,500.00	175,500.00	110,495.70
总负债	149,448.60	128,467.96	227,179.19	162,860.19
所有者权益(含少数股东权益)	426,870.22	488,574.02	571,849.61	583,071.77
营业总收入	74,672.17	85,393.69	79,475.53	17,587.83
三费前利润	24,460.39	25,514.61	21,677.18	4,299.35
投资收益	76,273.29	63,406.31	133,798.02	8,766.72
净利润	81,703.58	67,531.50	109,356.08	7,808.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	100,401.41	86,682.45	154,949.70	13,228.97
经营活动产生现金净流量	24,575.53	8,706.81	19,457.70	3,478.77
投资活动产生现金净流量	-42,409.22	-11,665.93	295.18	1,006.09
筹资活动产生现金净流量	22,371.27	5,861.02	42,352.39	-69,184.09
现金及现金等价物净增加额	4,537.59	2,901.90	62,105.27	-64,699.24
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率(%)	34.82	33.04	29.38	27.11
所有者权益收益率(%)	19.14	13.82	19.12	5.36
EBITDA/营业总收入(%)	134.46	101.51	194.97	75.22
速动比率(X)	0.44	0.39	0.56	0.34
经营活动净现金/总债务(X)	0.29	0.08	0.11	0.13
经营活动净现金/短期债务(X)	0.35	0.10	0.13	0.15
经营活动净现金/利息支出(X)	5.15	1.73	3.01	1.87
EBITDA 利息倍数(X)	21.03	17.26	23.98	7.10
总债务/EBITDA(X)	0.84	1.21	1.13	2.09
资产负债率(%)	25.93	20.82	28.43	21.83
总资本化比率(%)	16.44	17.62	23.48	15.93
长期资本化比率(%)	3.29	2.65	3.49	3.42

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2012年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务均经年化处理。

附三：中山中汇投资集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011
货币资金	49,382.74	38,007.76	164,592.75
应收账款净额	9,380.13	9,915.44	11,296.94
存货净额	14,843.22	12,349.57	8,027.56
流动资产	246,737.51	207,874.47	318,655.78
长期投资	376,961.31	431,664.56	474,117.29
固定资产合计	238,165.69	235,220.14	248,974.99
总资产	894,223.02	901,136.07	1,069,944.45
短期债务	74,833.33	106,033.33	157,721.93
长期债务	81,335.67	72,083.67	161,090.00
总债务(短期债务+长期债务)	156,169.00	178,117.00	318,811.93
总负债	410,250.84	371,913.29	453,278.58
所有者权益(含少数股东权益)	483,972.18	529,222.78	616,665.87
营业总收入	100,124.99	132,040.03	127,523.47
三费前利润	29,605.88	33,297.07	30,739.10
投资收益	80,256.85	64,531.30	135,170.02
净利润	78,743.89	61,932.24	101,831.34
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	109,172.21	83,494.72	163,160.88
经营活动产生现金净流量	33,163.34	-6,610.68	55,484.19
投资活动产生现金净流量	-103,185.54	-7,509.71	-1,920.74
筹资活动产生现金净流量	83,460.97	2,745.41	73,021.54
现金及现金等价物净增加额	13,438.77	-11,374.98	126,584.99
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	31.88	27.86	26.07
所有者权益收益率(%)	16.27	11.70	16.51
EBITDA/营业总收入(%)	109.04	63.23	127.95
速动比率(X)	1.04	0.91	1.37
经营活动净现金/总债务(X)	0.21	-0.04	0.17
经营活动净现金/短期债务(X)	0.44	-0.06	0.35
经营活动净现金/利息支出(X)	2.19	-0.41	2.79
EBITDA 利息倍数(X)	7.19	5.13	8.20
总债务/EBITDA(X)	1.43	2.13	1.95
资产负债率(%)	45.88	41.27	42.36
总资本化比率(%)	24.40	25.18	34.08
长期资本化比率(%)	14.39	11.99	20.71

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资 = 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 = 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 = 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+其他流动负债¹¹

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 = 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

营业毛利率 = (营业收入-营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务+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)

¹¹ 中山公用 2010~2011 年财务报告及 2012 年一季度的合并财务报表中，期末的短期融资券余额被计入其他流动负债项目，故对该公式做出调整。

附五：信用等级的符号及定义
债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

关于中山公用事业集团股份有限公司 2012年（第一期）公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

（本页无正文，为《中山公用事业集团股份有限公司2012年（第一期）公司债券信用评级报告》之签署页）

分析师：



邵津宏



宋 诚



王 维

