



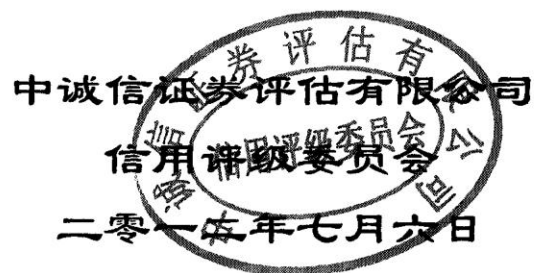
信用等级通知书

信评委函字[2012] 036号

重庆水务集团股份有限公司：

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“重庆水务集团股份有限公司2012年公司债券”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AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。



重庆水务集团股份有限公司 2012 年公司债券信用评级报告

债券信用等级	AAA
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
发行主体	重庆水务集团股份有限公司
发行规模	不超过人民币15亿元(含15亿元)
债券期限	不超过7年(含7年)
债券利率	债券票面利率由公司和保荐人(主承销商)按照发行时网下询价结果共同协商,并经监管部门备案后确定。
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。

概况数据

重庆水务	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益(亿元)	71.56	110.18	115.95	120.01
总资产(亿元)	123.88	164.38	173.90	182.02
总债务(亿元)	38.05	38.20	37.06	36.47
营业总收入(亿元)	27.29	32.80	37.75	8.71
营业毛利率(%)	51.41	51.67	46.77	45.86
EBITDA(亿元)	17.21	19.03	22.55	5.37
所有者权益收益率(%)	14.15	11.77	13.88	12.12
资产负债率(%)	42.23	32.97	33.32	34.07
总债务/EBITDA(X)	2.21	2.01	1.64	1.70
EBITDA利息倍数(X)	13.59	16.26	19.97	18.89

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。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

宋 诚 csong@ccxr.com.cn

蔡汤冬 tdc@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012年7月6日

基本观点

中诚信证券评估有限公司(简称“中诚信证评”)评定“重庆水务集团股份有限公司(以下简称“重庆水务”或“公司”)2012年公司债券”的信用等级为 AAA,该级别反映了本期债券信用质量极高,信用风险极低。

中诚信证评评定重庆水务主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定。该级别反映了重庆水务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。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、重庆市区域环境给予地方公用事业的支持、公司突出的区域垄断优势、稳健的财务结构以及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污水处理板块运营效率存在进一步提升空间以及后续资本支出加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。
- 区域环境给予地方公用事业的支持。近年来重庆市区域经济持续增长,同期地方政府财政实力稳步提升,稳定的区域经济环境和地方财政实力对水务等公共事业的发展将提供有力支持。
- 区位优势市场垄断优势突出。公司是重庆市最大的供水主体和污水处理企业,区域垄断优势明显。未来随着三峡库区水体治理工作持续开展,公司作为重庆市供排水基础设施的主要平台,主营业务规模有望进一步扩大。
- 稳健的财务结构。公司上市后自有资本实力大幅提升,财务结构亦得到改善。与同业相比,公司负债水平偏低,资本结构稳健,财务弹性较好,未来财务结构仍有望保持稳健。

- 稳定的盈利能力和获现能力。公司近年来水务板块业务规模发展迅速，盈利能力不断增强，同时公用事业的属性也使得公司现金流状况保持稳定。公司稳定的盈利能力和获现能力对债务本息形成充足保障，整体偿债能力极强。

关 注

- 污水处理板块的运营效率存在进一步提升空间。公司污水处理项目较多分布于三峡库区及其影响区，受限于区县配套设施情况，个别项目存在着处理能力偏小，负荷水平偏低的问题，后期公司仍需进一步提升运营效率，发挥规模经济效益。
- 后续资本支出压力加大。2012 年公司计划安排各类项目投资约 9.03 亿元，而“十二五”期间随着重庆市供排水工程项目的专项规划逐步落实，公司将继续作为主要的承接主体，资本支出压力将持续加大。

公司概况

重庆水务集团股份有限公司前身系重庆市水务控股(集团)有限公司,成立于2001年1月11日,系由重庆市人民政府以其全资持有的国有企业重庆市自来水公司、重庆市排水有限公司、重庆市公用事业基建工程处、重庆公用事业工程建设承包公司、重庆公用事业投资开发公司等国有企业的权益出资设立的国有独资有限责任公司,公司成立时注册资本为6.88亿元。2004~2007年期间,公司经历了一系列股权转让及增资扩股。截至2007年末,公司股东变更为重庆市水务资产经营有限公司(以下简称“水务资产经营公司”)和重庆苏渝实业发展有限公司(以下简称“苏渝公司”),持股比例分别为85%和15%。2010年3月2日,经中国证券监督管理委员会证监许可[2010]261号文¹核准,公司首次向社会公开发行普通股50,000万股,并于2011年3月29日在上海证券交易所上市交易。截至2012年3月31日,公司总股本增至480,000万股,其中水务资产经营公司持有75.10%的股权,是公司的控股股东。水务资产经营公司是重庆市国有资产监督管理委员会(以下简称“重庆市国资委”)出资设立的国有独资有限责任公司,因此公司的实际控制人是重庆市国资委。

公司目前主要负责重庆主城九区²、合川区以及綦江区万盛经济技术开发区的自来水供应和污水处理业务以及重庆下辖的万州区、涪陵区等23个区县³等的污水处理业务。截至2011年12月31日,公司供水业务板块拥有30套制水系统(水厂),生产能力达到了173.30万立方米/日;排污水处理业务板块投入运行的污水处理厂有44个,日处理能力达到了179.13万立方米。

截至2011年末,公司总资产173.90亿元,所有者权益(含少数股东权益)115.95亿元;2011年公司实现营业总收入37.75亿元,净利润16.09亿

元,经营活动现金净流量19.11亿元。截至2012年3月末,公司总资产182.02亿元,所有者权益(含少数股东权益)120.01亿元;2012年1~3月,实现营业总收入8.71亿元,净利润3.63亿元,经营活动现金净流量3.66亿元。

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	不超过人民币15亿元(含15亿元)
债券期限	不超过7年(含7年)
债券利率	债券票面利率由公司 and 保荐人(主承销商)按照发行时网下询价结果共同协商,并经监管部门备案后确定。
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。
募集资金用途	扣除发行费用后,本次发行公司债券募集资金全部用于补充营运资金。

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

¹ 《关于核准重庆水务集团股份有限公司首次公开发行股票批复》。

² 包括渝中区、江北区、渝北区、南岸区、沙坪坝区、九龙坡区、大渡口区、北碚区、巴南区等九个区。

³ 包括万州区、涪陵区、长寿区、万盛区、南川区、忠县、武隆县、巫山县、垫江县、合川区、江津区、潼南县、彭水县、梁平县、永川区、铜梁县、大足区、城口县、奉节县、巫溪县、开县、云阳、丰都、石柱县等。

向国有大型水务企业集团以及外资企业集中。

从产业链布局来看，水务行业主要包括原水供应、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，其中水资源费是由供水企业先向水行政主管部门或者流域管理机构缴纳，然后在终端用户上缴终端供水价格时收取；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，再以政府采购的形式支付给污水处理企业，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 38,542.3 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⁴，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，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，我们认为未来水价仍有进一步上升

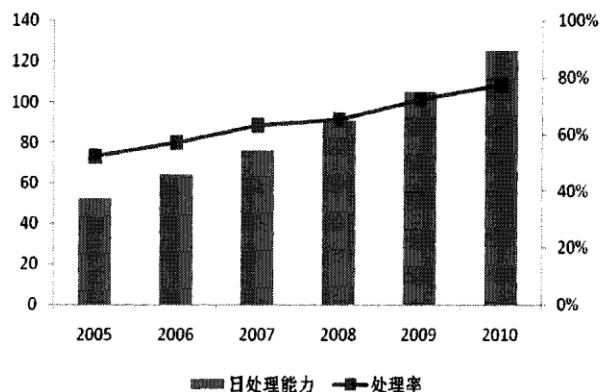
⁴ 2006-2007 期间全国对城市管网进行大面积改造，在规划范围内总计减少水资源损失约 10 亿立方米，使得供水管网漏损率平均降低约 5 个百分点，因此 2007 年的城市供水量出现一定幅度下降。

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，中国供水行业仍有望保持稳定增长。

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，中国已建成投运的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 个省市区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，但仍低于发达国家 80~90%的水平，未来存在进一步上升空间。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；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，中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，还将助推污水处理费征收标准的上涨，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

区域经济环境

重庆市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，是继北京、天津、上海之后的第四个直辖市。重庆市幅员面积 8.24 万平方公里，下辖 38 个行政区县（自治县），包括 19 个区和 19 个县（自治县）。重庆以主城区为依托，形成了大、中、小城市有机结合的组团式城市群，是目前国内行政辖区最大、人口最多、管理行政单元最多的特大型城市。重庆是中国老工业基地之一，工业基础雄厚，综合配套能力强，目前已经形成汽车摩托车、化工医药、建筑建材、食品、旅游五大支柱产业。

近年来重庆抓住三峡工程建设和西部大开发的历史性机遇，加快基础设施建设进度，地区的综合经济实力不断增强。2001~2010 年期间，重庆地区生产总值年均增速达到了 14.90%。2011 年重庆实现地区生产总值 10,011 亿元，同比增长 16.4%，

其中工业增加值 4,690 亿元，较上年增长 22.2%。同时，重庆产业结构不断优化，根据重庆市统计信息网数据，2011 年重庆市三产比重由 2010 年的 8.7: 55.2: 36.2 转变为 8.4: 55.4: 36.2。

根据重庆市发布的“十二五”规划纲要，今后五年重庆市将加快发展以信息产业为主要支柱的战略性新兴产业。实施“2+10”建设方案，即基本建成国内最大笔记本电脑生产基地，形成 1 亿台整机生产规模、80% 零部件及原材料本地配套；基本建成国内最大离岸数据开发和处理中心；集中打造通信设备、高性能集成电路、节能与新能源汽车、轨道交通装备、环保装备、风电装备及系统、光源设备、新材料、仪器仪表、生物医药等十大重点产业集群，基本建成西部地区的重要增长极、长江上游地区的经济中心和城乡统筹发展的直辖市。

2011 年，国务院正式批复《成渝经济区区域规划》（以下简称“规划”），未来成渝经济区将成为中国西部重点发展区域。成渝经济区以成都和重庆两个特大城市为核心，涵盖了四川和重庆主要的城市群和产业聚集区，是西部地区经济基础较好和增长潜力较大的区域，将建成西部地区重要的经济中心、全国重要的现代产业基地、深化内陆开放的试验区、统筹城乡发展的示范区和长江上游生态安全的保障区。《规划》明确了重庆市发展的近期目标和远期目标分别为：到 2015 年建成西部地区重要的经济中心，到 2020 年成为中国综合实力最强的区域之一。

总体上看，重庆市综合经济实力显著增强，经济环境良好。中诚信证评认为，在国家支持西部开发政策的不断推进以及重庆作为改革实验区等有利背景下，重庆市将会迎来更稳健的发展机会。

财政实力

近年来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。2011 年全市地方财政收入完成 2,908.8 亿元，同比增长 46.1%。其中，一般预算收入完成 1,488.2 亿元，同比增长 46.2%；基金预算收入完成 1,420.6 亿元，同比增长 46.1%。

2011 年，重庆市地方财政支出为 3,961.7 亿元，

同比增长 44.2%。其中，一般预算支出完成 2,573.5 亿元，同比增长 45.5%；基金预算支出完成 1,388.2 亿元，同比增长 42%。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，2011 年重庆财政平衡率（一般预算收入/一般预算支出）保持平稳，为 57.8%，在全国处于较好水平。

总体上看，随着重庆市区域经济的持续增长，地方政府的财政实力也获得稳步提升，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力以及支持当地经济发展奠定了良好的基础。同时地方政府稳定的财政实力对水务等公共事业的发展也将提供有力的支持。

区域垄断优势

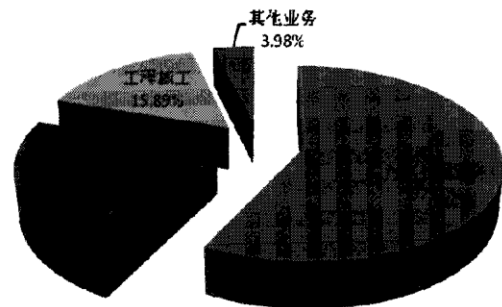
公司是重庆市最大的供水主体和污水处理企业。截至 2011 年末公司供水业务在重庆主城区市场占有率约为 70%，在重庆市场占有率约为 49%，公司及合营、联营公司供水服务业务在重庆主城区市场占有率约为 98%，在重庆市场占有率约为 62%；公司污水处理业务在主城区市场占有率约为 74%，在整个重庆市占有率约为 82%，公司及合营公司污水处理业务在重庆主城区市场占有率约为 95%，在重庆市场占有率约为 96%，公司区域垄断优势突出。由于重庆市位于三峡库区的长江上游段，是三峡库区最主要、最核心的覆盖区域，因此一直以来，国家高度关注重庆市的水污染防治工作。根据《重点流域水污染防治规划（2011-2015 年）》、《三峡库区水污染防治规划（2011-2015 年）》的战略部署，为继续落实中央治理三峡库区及影响区水质要求，重庆市未来还将继续加快污水处理厂的建设力度，提高污水集中处理能力，而公司作为重庆市供排水基础设施的主要平台，借助三峡库区水体治理的发展机遇，将进一步扩大主营业务规模和发展空间，未来公司在区域内水务板块的垄断地位将更加突出。

业务运营

公司目前业务主要分成污水处理、自来水供应以及工程施工三个业务板块。2011 年公司实现主

营业务收入 35.21 亿元，上述三大业务占比分别为 57.60%、22.53%和 15.89%。公司的工程施工业务主要为市政公用工程、机电安装工程、房屋建筑工程等相关业务，其他业务主要为材料销售、管道安装和水表安装等。

图 2：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

自来水供应

表 3：截至 2011 年末公司供水资产分布情况

单位：套，万立方米

运营主体	制水系统	日制水能力	持股比例
重庆市自来水有限公司	17	147.30	100%
重庆市渝南自来水有限公司	3	11.2	100%
重庆市万盛自来水有限公司	7	6.2	100%
重庆市合川区自来水有限公司	2	8	100%
重庆两江水务有限公司	1	0.6	100%
合计	30	173.30	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司从事的供水业务包括了从水源取水、自来水净化到输水管网输送的完整供水产业链。公司目前主要负责重庆市主城九区、合川区及綦江区万盛经济技术开发区的自来水供应业务。截至 2011 年末，公司供水服务区域 439.18 平方公里，服务城镇人口 440.76 万人。截至 2011 年 12 月 31 日，公司通过下属的 5 家子公司管理 30 套制水系统，生产能力合计达到了 173.30 万立方米/日。近年来公司自来水销量保持上升趋势，2011 年售水量为 3.29 亿立方米，同比增长 10.26%。

表 4：2009~2011 年公司供水业务营运情况

指标	2009	2010	2011
销售量 (亿 M ³)	2.90	2.98	3.29
水压合格率 (%)	100	100	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水价方面，公司向终端客户征收的自来水终端水价包括：自来水价格、水资源费和代收污水处理费。其中，污水处理费属于行政事业性收费，由公司向用户代收后上缴财政。2009~2011 年期间，重庆主城区的自来水价格和污水处理费均经历过一次上调⁵，目前重庆市主城区执行的自来水收费如表 6 所示。

表 5：2010~2011 年公司水价情况

单位：元/立方米

	自来水价格	水资源费	代收污水处理费	自来水终端价格
居民生活用水	2.40	0.10	1.00	3.50
非居民用水	3.15	0.10	1.30	4.55

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，目前公司拥有超过 30 个营业点，并与市内十多家联网银行签订代缴协议，近年来水费回收率保持在 97% 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中断供水等措施，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，公司水源主要取自长江和嘉陵江，以上水源水质均达到国家颁发的《地表水环境质量标准》二类水质标准，长江重庆市段位于长江上游，江面宽 250 米至 1,500 米，多年平均流量 11,304 立方米/秒，主航道平均流速 1.0~3.0 米/秒。嘉陵江是长江的主要支流，于重庆市渝中区朝天门汇入长江，平均江面宽约 150 米至 200 米，多年平均流量 2,160 立方米/秒，平均流速 0.1~6.0 米/秒，因此水源水量充沛，可充分满足公司的生产需求。

总体来看，公司供水业务在区域市场占有率较高，水费回收率较好，构成了公司稳定收入来源之

⁵ 2009 年 12 月 15 日，重庆市物价局发布《重庆市物价局关于调整我市城市污水处理费和主城区自来水价格的通知》（渝价[2009]455 号），重庆市主城区新自来水收费标准从 2010 年 1 月 1 日起调整。

一。重庆市作为中国西部地区的经济中心，未来城镇化进程还将继续推进，公司自来水产销量有望保持稳步增长。

污水处理业务

表 6：截至 2011 年末公司污水处理资产分布情况

单位：万立方米

下属公司名称	污水处理厂	日处理能力	持股比例
重庆市排水有限公司	3	67.80	100%
重庆市三峡水务有限责任公司	15	42.88	100%
重庆市渝东水务有限公司	11	26	100%
重庆市渝西水务有限公司	8	23.20	100%
重庆市豪洋水务建设管理有限公司	7	19.25	100%
合计	44	179.13	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司从事的污水处理业务通过城市污水管网所收集的生活污水、工商业污水、雨水及其他污水进行除渣、除害处理，以及污泥的后续加工，然后将经过无害处理且符合国家环保标准的污水排放入长江或嘉陵江的全过程。公司目前主要负责向重庆市主城区以及万州区、涪陵区等重庆市下辖的 23 个行政区县。近年来随着前期投建污水处理项目逐步投产，以及公司通过对外收购的方式进行外延式扩张，公司污水处理能力不断提升。2011 年公司为避免与控股股东的同业竞争，于年内收购了控股股东持有的重庆西永污水处理有限公司、重庆市新升污水处理有限公司以及重庆市合川排水有限公司的全部股权。截至 2011 年 12 月 31 日，公司通过下属的 5 家子公司管理 44 家污水处理厂，日处理能力合计达到了 179.13 万立方米，当年公司完成污水处理结算量 6.21 亿吨。公司目前的处理量在重庆主城区的市场占有率约为 74%，在全市范围的占有率约为 82%。

表 7：2009~2011 年公司污水处理业务运营情况

	2009	2010	2011
污水处理厂数目	36	38	44
日处理能力 (万 M ³)	168.30	170.55	179.13
年结算量 (亿 M ³)	5.04	5.57	6.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司从事的污水处理业务自 2007 年 1 月 1 日

起进行了商业化改革⁶，从原来的“政府特许、政府核拨费用、企业运营”的模式，转变为“政府特许、政府采购、企业经营”的商业经营模式，即公司的污水处理服务费采取政府采购的形式。污水处理服务结算价格每3年核定一次。首期⁷结算价格为3.43元/立方米，根据重庆市财政局渝财建[2009]607号文件制定的《重庆市财政局关于核定重庆水务集团股份有限公司污水处理服务结算价格的实施办法》的规定，首期结算价格延期至2010年12月31日。根据重庆市人民政府授予公司供排水特许经营权的相关规定，经重庆市财政局渝财建[2011]623号文件规定，公司2011年-2013年第二期政府采购污水处理服务结算价格为3.25元/立方米。另外，在特许经营期内，针对公司新建污水处理项目受设备调试阶段或者遭遇管网瓶颈等影响时可能出现利用率较低的情况，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。重庆市财政局或授权单位根据已核定的结算价格、结算水量和公司提交的合格支持凭据，于每季度末之后的15个工作日内支付污水处理服务费。

总体来看，借助三峡库区水体治理的历史机遇，近年来公司污水处理业务发展迅速，污水处理能力和结算规模保持增长态势，同时重庆市实行的政府采购的经营模式以及较为可观的结算价格水平为公司污水处理项目带来了较好的回报收益。

公司管治

治理结构

根据相关法律法规以及中国证监会有关规范性文件要求，公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会以及经营管理体系的治理架构，并且制定了较为规范和完善的制度。公司董事会下设战略管理委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员

会等4个专门委员会，为董事会的科学决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业和高效。

上市以来，公司制定并完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《信息披露事务管理制度》以及《董事会专门委员会工作细则》等规章制度，已形成了比较系统的公司治理框架。

日常运作中，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、公司章程和相关议事规则的规定开展工作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

内部治理

审计方面，公司采用内部审计和外部审计相结合的方式对经营风险进行监督管理，一方面公司每年接受外部会计师事务所的独立审计；另一方面，公司设立了内部审计部对公司及所属单位的财务收支、经济活动的真实、合法和效益的行为进行独立监督和评估。

内部控制方面，公司不断完善内部控制监督机制，重大事项由公司管理层及时向董事会报告，并按照相关规定提交股东大会审议，公司董事会和管理层在规定范围内履行决策权限。董事会和审计委员会审查并监督公司内部控制制度的建立和实施，监事会检查并监督公司董事、高级管理人员的履职情况。

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，有效地规避了资金风险，提高了公司的运营效率。

战略规划

近年来公司主要业务板块发展路径逐渐清晰，

⁶ 重庆市政府于2007年组织市发改委、市财政局等职能部门与公司共同论证研究，形成了发行人“污水处理特许经营权实施方案”，并由市财政局与发行人根据既定原则协商确定了实施方案中首期污水处理结算价格与结算方式。该实施方案报请重庆市政府批准后，以《重庆市人民政府关于授予重庆水务集团股份有限公司供排水特许经营权的批复》（渝府[2007]122号）文件形式发布。

⁷ 自股份公司成立之日起3年。

公司逐步发展为西部地区最具实力的现代化综合性水务服务商、全国最具影响力的现代大型水务企业之一的战略目标也已经十分明确。

“十二五”期间公司将借助重庆建设全国统筹城乡综合配套改革试验区、“两江新区”开发开放、新一轮西部大开发以及三峡库区水环境保护等机遇，充分发挥政府特许经营权、城乡区域统筹、供排水一体化经营等多种优势，以重庆地区为重点服务市场，以城乡供水、污水处理及项目建设为优势业务，不断提升公司水务产业投资、建设、运营、服务及环保等综合竞争能力，并通过新建和并购扩张等措施，持续提高公司供、排水服务规模在区域市场的占有率。公司 2012 年计划新增供排水能力 40 万立方米/日，2012 年计划安排各类项目建设投资约为 9.03 亿元。公司力争在“十二五”实现供水产能较“十一五”末增长 100%、污水处理产能增长 80%的规划目标。

另外，公司还将通过培育水务板块的相关延伸产业，逐步向上、下游延伸产业链条，形成合理的多元化的产业格局。公司将积极开拓工业污水集中治理业务。公司还将借助扩充管道、设备等供排水相关产业的生产和销售业务，形成具备较强市场竞争力的企业实体。

财务分析

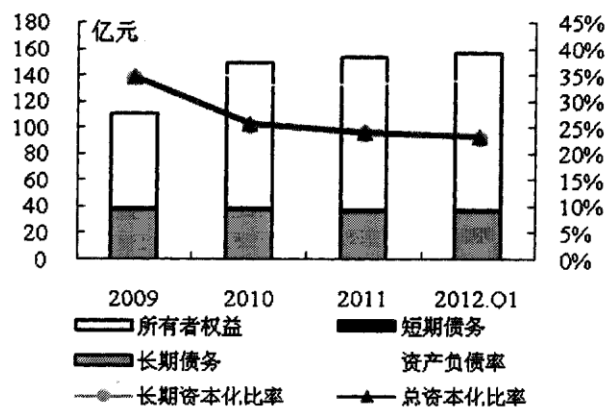
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2009~2011年财务报告，以及未经审计的2012年一季度财务报告。

资本结构

公司作为重庆市最大的供水主体和污水处理企业，各业务板块一直以来发展都较为稳定。2010 年开始，公司进入快速发展期，凭借当年成功在上交所上市的机会，公司加大了在水务板块方面的项目投建力度，加快了主营业务规模的扩张进程。截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产规模为 173.90 亿元，同比增长 5.79%，负债规模为 57.94 亿元，同比增长 6.92%。所有者权益方面，2010 年公司成功上市后，自有资本实力获得显著提升，另一方面，

每年一定的利润留存也使得公司净资产规模呈现逐年增长态势。截至 2011 年 12 月末，公司所有者权益增至 115.95 亿元，较上年同比增长 5.24%，较 2009 年末增长了 62.04%。截至 2012 年 3 月末，公司总资产规模为 182.02 亿元，所有者权益为 120.01 亿元，较年初又获得进一步增长。

图 3：2009~2012.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

从资产构成情况来看，固定资产、长期股权投资以及货币资金构成了资产的主要组成部分，2011 年年末各项余额占总资产比例分别为 38.11%、22.72%和 14.09%。2011 年末，公司固定资产余额为 66.27 亿元，主要为公司供排水的管网设备和房屋及建筑物等。作为厂网一体的供排水企业，公司固定资产始终占据总资产的较高比重，近期随着水务板块的在建项目逐步转入，固定资产占比还将继续提升。长期股权投资方面，公司目前投资方向主要集中在水务和金融领域，其中金融板块投资金额较大的是公司持有的重庆国际信托有限公司 23.86%的股权和重庆市农村商业银行股份有限公司 1.34%的股权，两家公司受益于近年来良好的区域金融环境，发展较为稳定；水务板块的股权投资主要为重庆水中法水务投资有限公司 50%的股权与重庆中法唐家沱污水处理有限公司 50%的股权等⁸，公司参与了两家公司的运营工作，因此投资风险较为可控，收益较有保障。货币资金方面，公用事业的业务属性使得公司现金流状况较为稳定，货币资金充裕。2010 年公司通过 IPO 募集资金净额

⁸2012 年 2 月公司向重庆中法水务投资有限公司转让了公司所持有的重庆中法唐家沱污水处理有限公司的全部股权。

34.02 亿元⁹，其中募投项目募集资金 20.16 亿元，超募资金 13.86 亿元。2011 年 12 月 31 日，公司货币资金余额为 24.49 亿元，其中募投项目募集资金余额为 8.32 亿元¹⁰。

近年来公司水务板块的在建项目主要依靠上市募集的资金作为筹资来源，13.85 亿元超募资金对公司的流动资金形成较好的补充¹¹，加上公用事业的业务属性使得公司现金流状况保持稳定，公司同期的债务融资需求较小，2009~2011 年期间的债务规模基本保持平稳。2009~2011 年公司总债务规模分别为 38.05 亿元、38.20 亿元和 37.06 亿元。2009 年公司资产负债率和总资本化率分别为 42.23%和 34.71%，2010 年公司成功上市后自由资本实力大幅提升，杠杆比率快速下降，2010~2011 年资产负债率分别为 32.97%和 33.32%，总资本化比率分别为 25.74%和 24.22%。2012 年一季度末，公司总债务规模为 36.47 亿元，较年初略有下降，一季度末资产负债率和总资本化率分别为 34.07%和 23.31%，与同业相比，公司负债水平偏低，资本结构稳健，财务弹性较好。

表 8：截至 2012 年 3 月末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
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
钱江水利	29.67	60.91	48.74

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，长期债务构成主要组成部分，由于公司近年来的债务融资需求主要为工程项目建设，考虑到水务项目前期投资大，投资回报

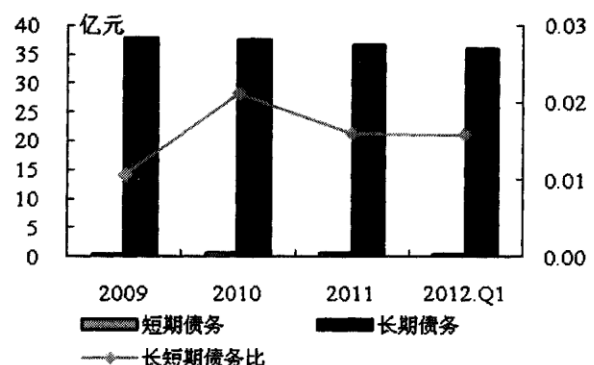
⁹ 已经扣除承销费和保荐费余款等发行费用以及扣除律师费、审计费、印花税以及信息披露及路演推荐费、上市登记、公证等其他发行费用的募集资金净额。

¹⁰ 包含募集资金存款利息净额。

¹¹ 公司根据 2010 年 5 月 17 日召开的 2009 年度股东大会审议通过的《关于募集资金超额部分用于补充流动资金的议案》，已实施超募资金 13.85 亿元补充公司流动资金。

周期长的特点，公司以长期债务为主的债务结构有利于财务结构的稳定。2009~2011 年公司短期债务分别为 0.40 亿元，0.79 亿元和 0.58 亿元，长期债务分别为 37.65 亿元、37.41 亿元和 36.48 亿元，长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.01、0.02 和 0.02。2012 年一季度，公司长期借款规模较年初略有下降，截至 3 月末短、长期债务分别为 0.57 亿元和 35.90 亿元，长短期债务比仍为 0.02。

图 4：2009~2012.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

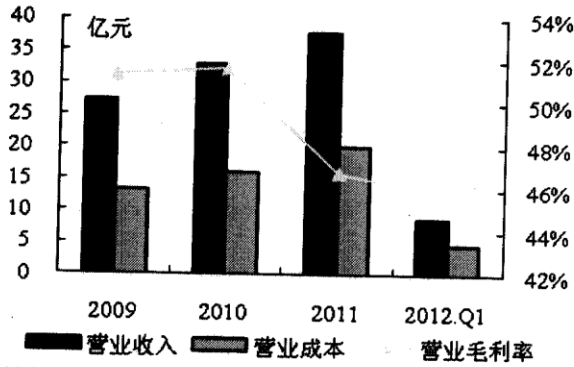
根据公司本次发债计划，本次公司债券发行规模为 15 亿元，扣除发行费用后拟全部用于补充营运资金，因此债务净增加 15 亿元。若本次债券成功发行，按照公司 2012 年 3 月末财务数据进行静态保守测算，公司资产负债率及总资本化比率将分别为 39.09%和 30.01%，财务结构仍处于较为合理的水平。

综合来看，公司作为重庆市最大的供水主体和污水处理企业，各业务板块发展都较为稳定。2010 年公司上市后，自有资本实力获得大幅提升，财务结构亦得到改善。与同业相比，公司负债水平偏低，资本结构稳健，财务弹性较好，未来资本结构仍有望保持稳健。

盈利能力

近年来随着公司水务板块产能的持续扩张，公司营收规模逐年增长。2009~2011 年，公司分别实现营业收入 27.29 亿元、32.80 亿元和 37.75 亿元，三年复合增长率为 17.61%。2012 年一季度，公司实现营业收入 8.71 亿元，同比增长 13.55%，继续保持良好增长态势。

图 5：2009~2012.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分业务板块来看，污水处理服务业务是公司收入的主要来源，2009~2011年，公司污水处理服务业务收入分别为17.30亿元、19.24亿元和20.28亿元。2011年经重庆市财政局渝财建[2011]623号文件规定，公司2011~2013年第二期政府采购污水处理服务结算价格为3.25元/立方米，结算价格较首期下降了5.25%，但是受益于当年污水结算规模的提升，2011年公司污水处理服务业务收入仍同比增长5.39%，增幅较上年下降了5.82个百分点。自来水销售方面，伴随近年来售水量的稳步增加，公司自来水销售收入逐年提升，2009~2011年分别实现业务收入5.75亿元、7.10亿元和7.93亿元。2009~2011年公司工程施工业务收入分别为1.91亿元、2.35亿元和5.60亿元，占主营业务收入的比重为7.48%、7.66%和15.89%，2011年公司工程施工收入大幅增加主要系公司承接BT项目按完工百分比确认收入增加所致。

表 9: 2009~2011 年公司主营业务收入情况

	2009		2010		2011	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
污水处理业务	17.30	68.85	19.24	69.43	20.28	65.86
自来水供应	5.75	26.70	7.10	35.87	7.93	35.33
工程施工	1.91	15.16	2.35	15.95	5.60	15.30

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2009~2011年公司综合营业毛利率分别为51.41%、51.67%和46.77%，2011年受污水处理服务结算价格下降的影响，公司综合毛利率水平有所下降。分业务板块来看，2009~2011年公司污水处理服务毛利水平分别为68.85%、69.43%和65.86%，2011年该项业务毛利水平下降主要是当年

服务结算价格下降所致；2009~2011年公司供水业务毛利水平分别为26.70%、35.87%和35.33%，2010年受自来水销售价格上调的影响，当年该项业务毛利率获得明显提升，2011年基本较上年保持平稳；工程施工方面，凭借区域上较好的股东背景公司承接的工程项目回报收益较有保障，因此该项业务毛利率近年来基本都维持在15%以上。

从期间费用来看，2009~2011年公司期间费用分别为3.75亿元、5.53亿元和4.81亿元，三费占营业收入的比重分别为13.73%、16.86%和12.73%。公司管理费用2010年度较2009年增长28.52%，主要是因为当年按照股东大会决议计提董事会基金以及新增股票发行费用所致，2011年度较2010年增长16.85%，主要是当年污水处理量上升，同期的污水处理管网及设备修理成本增加所致。2009~2011年公司财务费用分别为0.59亿元、1.53亿元和0.14亿元。虽然2010年公司通过募集资金获取了较多的利息收入，但是由于当年外币借款按期末汇率折算发生一定汇兑损失，导致当年财务费用出现较大幅度增加。随着公司污水处理量继续增加，管网及设备的修理费用仍将保持上升趋势，但是公司将逐步受益于污水处理能力上升所带来的规模效应，因此同期的三费占比有望进一步下降。

表 10: 2009~2012.Q1 公司期间费用变化

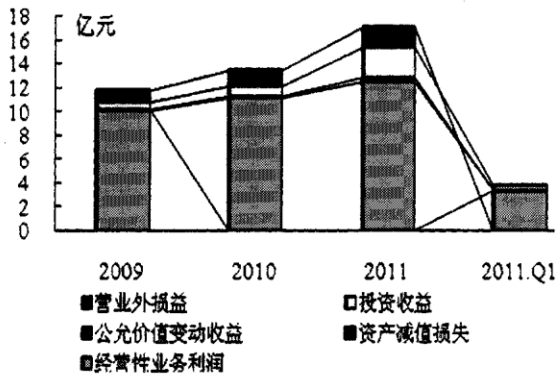
	单位：亿元			
	2009	2010	2011	2012.Q1
销售费用	0.39	0.44	0.51	0.13
管理费用	2.77	3.56	4.16	0.83
财务费用	0.59	1.53	0.14	-0.45
三费合计	3.75	5.53	4.81	0.51
三费收入占比	13.73%	16.86%	12.73%	5.81%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

目前公司利润总额仍以经营性业务利润为主，2009~2011年公司利润总额分别为11.73亿元、13.38亿元和16.34亿元，受益于同期经营性业务利润的稳步增长，公司利润总额亦保持增长态势。投资收益方面，公司在金融板块和水务板块的投资近年来给予了公司较好的收益回报，2009~2011年公司投资收益分别为0.66亿元、0.94亿元和2.57亿元，其中2011年投资收益主要来自于重庆信托，当期贡献

1.89亿元。2012年一季度，公司业务规模实现良好增长，利润总额达到3.70亿元，同比增长11.33%，为全年利润的增长奠定较好基础。

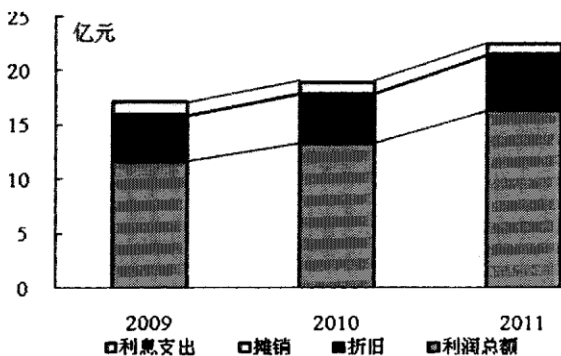
图 6: 2009~2012.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 公司摊销、利息支出规模相对较小, 利润总额和折旧是EBITDA的主要构成。未来随着公司生产项目逐渐投产, 固定资产折旧部分将会有所增加。2009~2011年, 公司EBITDA分别为17.21亿元、19.03亿元和22.55亿元, 同期的EBITDA/营业总收入分别为63.07%、58.03%和59.73%, 公司整体盈利获现能力较强。

图 7: 2009~2011 公司 EBITDA 结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司近几年营收规模持续增长, 较高水平的服务结算价格给予了公司较好的利润空间。除此以外, 投资收益、政府补助等收益亦对公司的利润形成有力补充。

偿债能力

近年来公司水务板块的投资项目主要依靠上市募集的资金作为筹资来源, 13.85 亿元超募资金对公司的流动资金形成较好的补充¹², 加上公用事

¹² 公司根据 2010 年 5 月 17 日召开的 2009 年度股东大会审议通过的《关于募集资金超额部分用于补充流动资金的议

业的业务属性使得公司现金流状况保持稳定, 因此公司同期的债务融资需求较小。截至 2011 年末公司总债务规模达到了 37.06 亿元, 同比下降 1.60%。2012 年一季度末, 公司总债务规模为 36.47 亿元。

从偿债指标看, 2009~2011 年, 公司总债务/EBITDA 指标分别为 2.21、2.01 和 1.64; EBITDA 利息倍数分别为 13.59 倍、16.26 倍和 19.97 倍。公司盈利对债务本息的覆盖能力较好。2012 年一季度公司经年化的总债务/EBITDA 指标和 EBITDA 利息倍数分别为 1.70 和 18.89 倍。现金流偿债指标方面, 2009~2011 年经营活动净现金流利息保障倍数分别为 12.76 倍、15.39 倍和 16.92 倍, 经营净现金流/总债务指标分别为 0.42、0.47 和 0.52。公司经营性现金流呈现持续净流入态势, 对债务本息形成较好的保障。2012 年一季度末, 公司经营活动净现金流利息保障倍数和经营净现金流/总债务分别为 12.87 和 0.40 倍。

表 11: 公司 2009~2012.Q1 部分偿债能力指标

财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
总债务 (亿元)	38.05	38.20	37.06	36.47
EBITDA (亿元)	17.21	19.03	22.55	5.37
资产负债率 (%)	42.23	32.97	33.32	34.07
长期资本化比率 (%)	34.48	25.35	23.93	23.03
总资本化比率 (%)	34.71	25.74	24.22	23.31
EBITDA 利息倍数 (X)	13.59	16.26	19.97	18.89
总债务/EBITDA (X)	2.21	2.01	1.64	1.70
经营净现金流/总债务 (X)	0.42	0.47	0.52	0.40
经营净现金流利息倍数 (X)	12.76	15.39	16.92	12.87

注: 上述 2012 年一季度的经营净现金流/总债务指标经年化处理; 资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司在各大银行等金融机构的资信情况良好, 截至2012年3月31日, 公司获得主要贷款银行的授信额度为42亿元, 已使用额度为17亿元, 备用流动性较为充裕。

或有负债方面, 截至2012年3月31日, 公司对外担保合计人民币17.04亿元¹³, 担保总额占归属于

案), 已实施超募资金 13.85 亿元补充公司流动资金。

¹³ 2005 年 4 月, 公司全资子公司重庆市自来水有限公司、重庆市三峡水务有限责任公司、重庆市万盛自来水有限公司以反担保人身份, 与担保人中国农业银行重庆市分行签订反担保合同 ([渝农银水务]农银反保字[2005]第 0001 号), 被担保的主债权为本公司 2005 年 4 月发行的 10 年期 17 亿元企业债券本金, 保证方式为连带责任担保, 保证期间为担保人履行担保责任期限届满之日起二年。

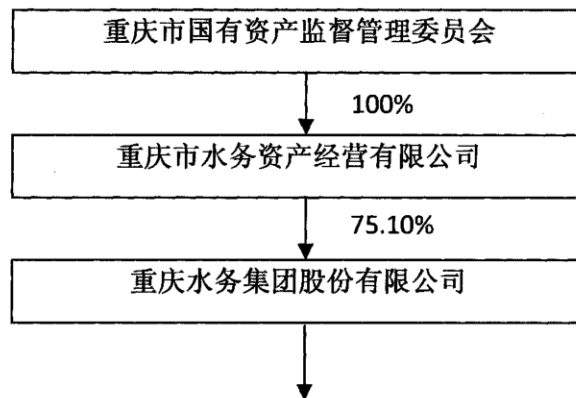
母公司所有者权益的比例为14.21%，主要是公司对其05年发行的企业债券的担保人提供的反担保，由于公司整体偿债能力较强，或有负债风险尚处可控范围之内。

总体来看，公司财务结构稳健，突出的盈利能力与稳定的现金获取能力对公司债务本息构成充足保障，公司整体偿债能力极强。随着公司未来水务板块的产能继续扩张，公司的获利能力和获现能力还将继续增强，为其偿债能力提供进一步保障。

结 论

综上，中诚信证评认为本期重庆水务公司债券信用质量极高，信用风险极低，中诚信证评认为重庆水务在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：重庆水务集团股份有限公司股权结构图（2011年12月31日）



序号	公司名称	持股比例
1	重庆市渝南自来水有限公司	100%
2	重庆市三峡水务有限责任公司	100%
3	重庆公用事业建设有限公司	100%
4	重庆公用事业投资开发有限公司	100%
5	重庆市渝西水务有限公司	100%
6	重庆市豪洋水务建设管理有限公司	100%
7	重庆公用工程建设监理有限责任公司	100%
8	重庆市排水有限公司	100%
9	重庆市万盛自来水有限公司	100%
10	重庆市自来水有限公司	100%
11	重庆市合川区自来水有限责任公司	100%
12	重庆井口水务建设工程有限公司	100%
13	重庆香江环保产业有限公司	100%
14	重庆市渝东水务有限公司	100%
15	重庆港华水务工程有限公司	100%
16	九龙县汤古电力开发有限公司	90%
17	重庆两江水务有限公司	100%
18	重庆东渝自来水有限公司	20%
19	重庆国际信托有限公司	23.86%
20	重庆中法水务投资有限公司	50%
21	重庆中法唐家沱污水处理有限公司	50%

注：1、表中仅列示公司主要的全资、控股及参股公司；

2、重庆井口水务建设工程有限公司已于2012年由公司的全资子公司重庆市自来水有限公司吸收合并，其工商注销手续尚未办理完毕；

3、重庆中法唐家沱污水处理有限公司已于2012年4月变更为重庆中法水务投资有限公司的全资子公司。

附二：重庆水务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	224,658.28	383,951.75	244,938.79	316,596.38
应收账款净额	41,095.97	44,884.91	54,246.34	54,634.71
存货净额	6,643.56	8,830.05	10,769.14	14,315.66
流动资产	334,789.49	486,303.44	379,322.18	455,809.20
长期投资	102,203.34	322,259.41	435,825.31	437,747.16
固定资产合计	698,232.60	720,783.51	768,782.01	770,315.95
总资产	1,238,755.04	1,643,770.69	1,738,981.81	1,820,231.13
短期债务	3,968.70	7,890.02	5,806.04	5,675.12
长期债务	376,516.00	374,065.60	364,802.76	359,016.06
总债务(短期债务+长期债务)	380,484.71	381,955.62	370,608.80	364,691.18
总负债	523,187.88	541,955.71	579,441.23	620,122.45
所有者权益(含少数股东权益)	715,567.16	1,101,814.98	1,159,540.58	1,200,108.68
营业总收入	272,937.98	328,042.14	377,536.79	87,117.98
三费前利润	138,733.84	166,962.06	172,880.20	39,204.20
投资收益	6,598.68	9,449.14	25,730.05	3,148.84
净利润	101,278.11	129,635.87	160,944.84	36,349.80
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	172,130.25	190,347.29	225,519.46	53,738.24
经营活动产生现金净流量	161,648.49	180,056.68	191,127.68	36,624.36
投资活动产生现金净流量	-44,338.56	-247,107.44	-214,326.61	37,296.92
筹资活动产生现金净流量	-45,808.18	225,500.65	-117,034.26	-2,263.68
现金及现金等价物净增加额	71,501.75	158,449.89	-140,233.20	71,657.59
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率(%)	51.41	51.67	46.77	45.86
所有者权益收益率(%)	14.15	11.77	13.88	12.12
EBITDA/营业总收入(%)	63.07	58.03	59.73	61.68
速动比率(X)	3.31	4.06	2.01	1.92
经营活动净现金/总债务(X)	0.42	0.47	0.52	0.40
经营活动净现金/短期债务(X)	40.73	22.82	32.92	25.81
经营活动净现金/利息支出(X)	12.76	15.39	16.92	12.87
EBITDA 利息倍数(X)	13.59	16.26	19.97	18.89
总债务/EBITDA(X)	2.21	2.01	1.64	1.70
资产负债率(%)	42.23	32.97	33.32	34.07
总资本化比率(%)	34.71	25.74	24.22	23.31
长期资本化比率(%)	34.48	25.35	23.93	23.03

注：1、重庆水务 2012 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理；
2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

附三：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

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)

附四：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。

关于重庆水务集团股份有限公司 2012年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。