



# 信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪005号

## 南海发展股份有限公司：

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已发行的“南海发展股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一三年四月十五日

## 南海发展股份有限公司公司债券 2013 年跟踪评级报告

发行主体	南海发展股份有限公司		
发行规模	6.5 亿元		
存续期限	2011/07/07~2016/07/07		
上次评级时间	2012/03/31		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

### 概况数据

南海发展	2010	2011	2012
所有者权益 (亿元)	16.41	17.93	23.02
总资产 (亿元)	31.92	39.04	46.35
总债务 (亿元)	10.44	16.85	16.43
营业总收入 (亿元)	5.95	7.48	8.85
营业毛利率 (%)	40.52	42.24	40.65
EBITDA (亿元)	8.81	3.99	4.94
所有者权益收益率 (%)	34.22	8.96	8.34
资产负债率 (%)	48.59	54.08	50.34
总债务/EBITDA (X)	1.19	4.22	3.32
EBITDA 利息倍数 (X)	18.02	4.61	4.63

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 基本观点

公司作为南海区重要的公用事业平台，2012 年区域垄断优势不断得到巩固。全年公司供水业务保持稳定，污水处理和固废处理业务增长势头较好，收入贡献明显提高，并逐步形成三足鼎立的局面。同时，受益于公用事业属性，公司盈利能力和获现能力均表现良好。未来随着区政府下属的优质燃气资产逐步注入，公司经营状况有望进一步向好。此外，我们也关注到未来区域内的产业结构调整对公司业务量的影响以及公司区外资源的拓展等。综上，中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

### 正面

- 行业发展趋势向好。“十二五”期间污水处理投资金额的加大将推动污水处理行业快速发展。环保产业细分政策的出台进一步促进固废处理行业的稳步增长。
- 区域垄断优势突出，垄断地位还将继续巩固。公司是佛山市南海区最大的供水、污水处理和固废处理运营主体，区位优势明显，随着公司区内水务项目、固废处理项目投产以及日后燃气板块的全部注入，公司区域垄断地位还将继续巩固。
- 各业务板块盈利稳定，现金流状况较好。公司各板块业务公用事业的特征和特许经营模式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

- 销售区域存在一定局限性。公司各板块业务主要集中在南海区，区域性的特征短期内制约公司的成长性，而未来区内产业结构调整可能会影响公司业务量。我们将持续关注公司区外资源的拓展和获取能力。

### 分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

刘刚 gangliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013年4月15日

## 行业分析

**国家出台水务方面各项细化政策规划，明确了水务行业的发展目标和投资重点，但阶梯水价的实行对水务公司盈利增厚较为有限。**

2012 年政府提高各项污染物排放指标，通过节能环保手段倒逼企业增加环保投入，并尝试通过补贴优惠促进节能环保行业发展。水务作为环保领域中历史最悠久的行业得到了优先重视。

在淡水资源紧缺和水污染日益严重的形势下，为保障居民充足的用水供给以及饮用水安全，国家标准委和卫生部于 2007 年 6 月 29 日联合发布的《生活饮用水卫生标准》新增 71 项指标强制于 2012 年 7 月起实施。虽然《新标准》受限于我国当前自来水厂技术建设以及一系列配套措施与新标准要求存在较大差异，实施时间将推迟到 2015 年，但可以看出我国在饮水卫生方面将会逐步与国际接轨。

供水价格方面，深圳自 1990 年开始实行阶梯水价，是我国最早实行这一政策的城市。目前在全国 660 多座城市中，已实行阶梯式水价的城市数量约占 12%，北京等多个城市正处于试点阶段。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。

然而，由于基本用水量设置过高，现有阶梯水价实行方案下基本不会产生超额用水；且阶梯水价仅针对占自来水公司售水量 30-40% 的居民用水，水务企业未能完全得益；加之部分上市水务公司自来水以“出厂批发价”的形式趸售给市政部门，享受阶梯水价带来的潜在收益相对有限，阶梯水价的实行对于水务公司盈利增厚有限。对于水务公司而言，最直接的增收方式仍然是提高水价。

**污水处理行业受政策性导向仍然保持较好的增长势头，城镇污水处理领域具有较大的发展空间。**

“十二五”期间全国城镇污水及再生利用投资计划 4,300 亿元，较“十一五”增长约 30%，其中新建管网规模、再生水利用分别较十一五投资增长 168% 和 200%，是增长最快的两个子领域。分类来

看，相对工业污水处理约 2% 的平均增速而言，生活废水处理市场具有更强的增长空间。目前，我国生活污水排放量近十年复合增速达到 5.6%，且随着城镇化的深化，未来仍可能保持较快增速。

同时，根据 2012 年 5 月 4 日发改委、住房城乡建设部、环境保护部编制的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，到 2015 年县城污水处理率平均要达到 70%，建制镇污水处理率平均要达到 30%。目前，县城和建制镇的实际污水处理率与预计目标均存在较大差距，小城镇污水处理存在资金投入不足、污水处理设施效率不高、运营管理能力薄弱等问题。“十二五”期间，政府政策明确支持第三方资金进入污染物处理运营领域，有望带来水务市场化的深入。“十二五”中后期开始，新增污水处理设施的建设重点将逐渐向县镇市场转移，业务模式将逐渐由 EPC 向 BOT 模式转移，具备资金、融资平台、项目经验优势的上市水务公司有望迎来市场集中度的提升。在利好政策导向之下，水务企业在 2012 年盈利情况普遍较上年好转。

需要关注的是，2012 年度污水垃圾处理设施中央预算内投资项目金额近 500 亿元，按照中央统一部署，到 2012 年底，各地落实这些项目资金投入的比例至少要达到 75%。但今年以来，各地项目推进的进度和质量以及资金落实到位的情况均不理想。中诚信证评认为，政府层面对资金落实监管和敦促工作中存在漏洞，尤其是对前期投入大的污水治理行业，财政资金的及时投入对其发展至关重要。

**细分环保规划和扶持政策相继持出台，促进危废处理、垃圾发电等行业稳定发展。**

2012 年 5 月，国务院正式发布了《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》。规划预计“十二五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 2,636 亿元，其中无害化处理设施投资 1,730 亿元；收运转运体系建设投资 351 亿元；存量整治工程投资 211 亿元；餐厨垃圾专项工程投资 109 亿元；垃圾分类示范工程投资 210 亿元；监管体系建设投资 25 亿元。到 2015 年，中国城镇生活垃圾无害化处理能力中选用焚烧技术的

将达到 35%，东部地区选用焚烧技术将达到 48%。

2012 年 10 月 23 日，环保部印发《“十二五”危险废物污染防治规划》。提出总体目标为，到 2015 年，基本摸清危险废物底数，规范化管理水平大幅提高，环境风险显著降低。同时，更强调对于行业全面管理的实施和规范，提出了新的投资计划，用于处理设施的建设、以及新技术的推广。本次《规划》的出台应是继 5 月出台的城镇生活垃圾处理“十二五”规划之后的另一重要行业指引，为促进固体废物行业、尤其是危险废物处理行业加快发展提供重要政策支持（包括量化的建设目标及投资金额——重点工程投资 261 亿元）。

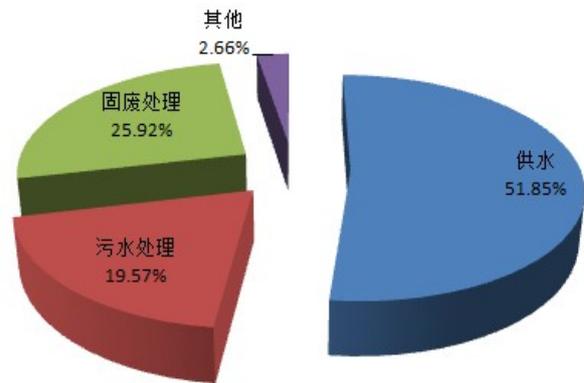
2012 年 4 月，国家发改委发布《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，对垃圾发电补贴电价进行了调整。通知明确规定，垃圾焚烧发电执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元，且垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。从 2006 年 1 月 1 日发改委对包括垃圾发电的可再生能源制定电价补贴政策以来，垃圾焚烧市场实现蓬勃发展，垃圾处理率呈现显著上升趋势，焚烧发电比例也逐年提高。此次调价政策将有效抑制“伪垃圾发电”企业的超额利润和投资冲动，促进行业长期健康稳定发展。

从垃圾焚烧发电项目的建设情况来看，2012 年以来，垃圾焚烧发电项目投建较多，发展势头良好，全国建成垃圾焚烧发电厂数量已攀升到 130 多座，50 多座在建。中央财政和各级地方政府纷纷加大固定资产投资力度，城镇垃圾处理设施建设加速，电力结构优化调整继续深入。我国垃圾发电技术逐渐成熟，设备国产化进程不断加快。发展环保节能的洁净能源已经成为大势所趋，我国垃圾发电行业将迎来历史性发展机遇。

## 业务运营

公司是佛山市南海区最主要的环境服务投资商和运营服务商，主要为辖区提供供水、固废处理和污水处理三大服务。2012 年公司实现营业总收入 8.85 亿元，其中供水、固废处理和污水处理三大业务收入占比分别为 51.85%、25.92%和 19.57%，其余则为安装费等少量其他业务收入。

图 1：2012 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 公司售水业务收入保持稳定；桂城水厂整体搬迁项目各项工作稳步推进，进展顺利。

公司作为佛山市南海区的主要自来水供应商，供水量占南海区的比重超过 80%。2012 年，虽然受经济环境和产业结构调整的影响，公司该板块业务量较上年略有下降。但公司通过加强运营成本管理，供水业务收益保持稳定，全年该板块业务收入 4.59 亿元，基本与上年保持一致。

表 1：2010~2012 年公司自来水产销情况

指标	2010	2011	2012
供水量（万 M <sup>3</sup> ）	35,380	35,951	35,568
销售量（万 M <sup>3</sup> ）	33,708	34,113	33,961
平均水价（元/M <sup>3</sup> ）	1.3933	1.3391	1.3517

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

售水结构方面，公司仍实行趸售制和直供水，2012 年占比分别为 82.44%和 17.56%。2012 年趸售制中镇级水司的占比为 66.70%，村级水站占比 15.74%。

表 2：2011~2012 年公司的售水结构

类别	2011 年		2012 年	
	售水量	占比 (%)	售水量	占比 (%)
趸售	28,206.66	82.69	27,998	82.44
镇级水司	22,596.89	66.24	22,653	66.70
村级水站	5,609.77	16.44	5,345	15.74
直供	5,906.70	17.31	5,963	17.56
居民	2,689.54	7.88	2,731	8.04
非居民	3,180.76	9.32	3,191	9.40
特种行业	36.40	0.11	41	0.12
合计	34,113	100	33,961	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水价方面，2012 年水价维持上年水平，仍按照南海区物价局由政府定价执行。水费收缴方面，公司目前除一个桂城营业点可进行现金收费外，公司还与市内中行、工行、农行、建行、广发行、佛山及南海信用社共 6 家网上银行签订代缴协议，2012 年水费回收率仍保持在 99% 以上，保证了公司经营现金流的稳定回流。

表 3：截至 2012 年底公司供水资产分布情况

单位：万 M <sup>3</sup>		
水厂	日制水能力	平均日供水量
桂城水厂	38	33.06
第二水厂	75	60.08
九江水厂	13	4.30
<b>合计</b>	<b>126</b>	<b>97.44</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供水资产分布方面，公司目前下设水厂仍为桂城水厂、第二水厂和九江水厂，合计日制水能力仍为 126 万立方米。

水厂改建项目方面，桂城水厂整体迁移工程的各项工作稳步推进，三大子项目即新桂城水厂工程、新桂城水厂专用输水管道工程和桂城增压泵站工程全面开工，计划于 2013 年底完成。2012 年公司投入资金 1.6 亿元，累计已投资 2.16 亿元。截止 2012 年底工程项目的投资进度约为 42.34%。公司 2012 年 8 月 7 日非公开发行人民币普通股（A 股）91,319,726.00 股，每股面值 1 元，每股发行价格为 6.57 元，实际募集资金净额 5.89 亿元，其中 3.46 亿元将用于新桂城水厂专用输水管理工程项目建设，其余将作为公司日常营运资金的补充。

受南海区产业结构调整、水价上调和节水意识增强等因素的影响，短期内公司供水业务仍有可能受到影响。但总体来看，公司在南海区市场占有率较高，水费回收率较好，是公司稳定收入来源之一。且 2012 年公司启动的桂城水厂搬迁计划进展顺利，同期配套的融资方案也将保证项目投资建设正常进行，未来公司供水能力有望进一步提升。

2012 年公司污水处理项目继续保持良好运营效率，处理量和结算量稳步增长，且公司还将积极拓展区内外资源，未来污水处理业务发展空间广阔。

2012 年，公司污水处理业务稳步增长，当年实现污水处理业务收入 1.73 亿元，同比增长 19.03%。

从污水处理能力方面来看，受 2012 年 9 月公司下属禹门污水处理厂投产运营的影响，公司污水处理量和结算量均实现稳步增长。全年污水处理量为 16581 万立方米，同比增长 19.62%，结算量为 19045 万立方米，同比增长 17.27%。

表 4：2012 年公司污水处理项目运营情况

项目	日实际处理量
平洲污水处理厂	14.28
罗村污水处理厂	1.04
罗村务庄污水处理厂	0.89
九江明净污水处理厂	4.15
西樵樵泰污水处理厂	1.62
丹灶横江污水处理厂	1.25
丹灶城区污水处理厂	1.15
金沙城北污水处理厂	1.04
松岗污水处理厂	3.78
官窑污水处理厂	1.05
狮山东南污水处理厂	2.44
小塘北江污水处理厂	3.12
大沥城西污水处理厂	3.27
里水城区污水处理厂	3.92
里水和桂污水处理厂	0.19
禹门污水处理厂	1.40
和顺城区污水处理厂	1.88
<b>合计</b>	<b>46.47</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，根据公司与政府签订的 BOT（或 TOT）协议以及公司每月实际的污水处理量，政府于次月 20 号左右将污水处理费划拨至公司专用账户。由于公司与当地政府签订了“照付不议”协议，在污水处理厂利用率较低时，政府要根据“保底利用率”向公司支付污水处理费，2012 年部分项目结算保底量从设计能力的 70% 提高到 100%。

总体来看，公司污水处理业务发展较为迅速，污水处理项目的运营情况良好，污水处理业务收入增长较快。未来公司还将不断加强精细化管理保证

污水处理项目的收益，同时，公司将根据发展战略和“十二五”战略规划，积极获取区外污水处理项目，拓展业务规模，未来公司污水处理业务将有较大的发展空间。

## 公司固废处理业务收入仍保持高速增长，垃圾处理和转运项目生产能力未来有望进一步提升。

受二厂 2011 年下半年投产的影响，公司 2012 年垃圾处理能力达到了 69.35 万吨/年，全年垃圾处理量为 71.72 万吨，同比增长 107.58%，完成上网电量为 18,835 万千瓦时，同比增长 107.23%。全年，公司固废处理业务仍保持了较快的发展态势，共完成收入 2.29 亿元，同比增长 115.44%。

电价方面，2012 年国家发改委发布垃圾焚烧发电上网电价新政策，二厂项目的上网电价 4 月开始从 0.689 元/千瓦时下调到 0.65 元/千瓦时。但由于公司垃圾转运和垃圾处理能力大幅提升，电价调整未对公司该板块业务水平造成影响。

表 5：2010~2012 年公司固废处理业务运营情况

类别	2010	2011	2012
垃圾处理能力(吨/日)	400	1900	1900
垃圾处理量(万吨)	9.51	34.55	71.72
上网电量(万 kwh)	2,522	9,089	18,835
上网电价(元/kwh)	0.58	0.58 <sup>1</sup> /0.689	0.689 <sup>2</sup> /0.65 <sup>3</sup>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从公司未来规划来看，由于南海垃圾焚烧发电一厂存在先天设计缺陷、加上长期运行后设备老化，造成产能利用率较低，盈利能力较差，且存在一定的安全隐患，经公司与南海区政府、佛山市南海区环境运输和城市管理局等协商，决定在 2012 年 12 月 31 日后停止运营老一厂。目前，老一厂已处于停止运营的状态。

一厂停止运营后，公司将对其进行改扩建，2012 年一厂改扩建项目主设备招标工作已基本完成，目前正在进行辅助设备和土建施工招标等工作，截止 2012 年底项目环评与立项还在审批中。2012 年完成投资 0.12 亿元，累计完成资金投入 1.87 亿

元，占总投资额 24.01%。预计一厂改扩建项目于 2014 年底建成投产。

垃圾转运系统建设方面，公司目前投资建设的 10 个转运站其中 8 个已经于 2011 年 7 月份投入运营，转运能力为 2,200 吨/日，另外 2 个转运站预计在 2013 年上半年建成投产，届时日转运垃圾能力将达到 3000 吨/日。南海垃圾转运站项目计划总投资 3.3 亿元，2012 年投资资金 0.32 亿元，累计完成投资 2.41 亿元。

另外，公司属下全资子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司与南海区环境运输和城市管理局 2011 年 9 月签署了《佛山市南海区污泥处置厂建设、运营、移交 (BOT) 项目特许经营协议》，项目设计规模日处理将达到 450 吨。该项目总投资约 2.07 亿元，2012 年完成投资 0.72 亿元，累计完成投资 0.74 亿元，截止 2012 年底污泥处理项目工程投资进度约为 60%，预计 2013 年下半年建成投产。

总体来看，公司固废处理业务发展较快，收入规模增长较大，“十二五”期间国家环保投资力度加大，固废处理行业迎来快速发展期，公司固废处理业务也将面临更大的发展空间。

## 南海区燃气板块优质资产将逐步注入，公司业务范围将逐步拓宽，盈利能力有望获得进一步提升。

2012 年初，公司成功完成了对佛山市南海燃气发展有限公司（以下简称“燃气发展公司”）25% 的股权收购工作。燃气发展公司是佛山市南海燃气总公司和 GOODTRADELIMITED 设立的中外合作企业，该公司成立于 1995 年 2 月 24 日，其业务涉及管道液化石油气、管道天然气及液化石油气的供应及相关配套业务、燃气工程的技术咨询和信息服务。经过 10 多年的发展，燃气发展公司现拥有 3,000 立方米储配库 1 座，1,000 吨级专用码头 1 个，液化石油气充装站和气化站各 2 个，管网调压计量站 4 个，电召服务中心 1 个，规范的瓶装气配送点 22 个；2012 年，燃气公司年销售收入达 10.08 亿元，净利润 0.89 亿元。

2012 年 6 月 15 日召开的 2012 年第一次临时股东大会审议通过公司向佛山市南海燃气发展有限

<sup>1</sup>一厂含税价。

<sup>2</sup>二厂含税价（1-3 月）。

<sup>3</sup>二厂含税价（4 月后）。

公司（以下简称“燃气发展公司”）增资的议案，公司向燃气发展公司单方增资 22055.75 万元，使公司对燃气发展公司的持股比例从 25% 提高至 40%。截止 2012 年 12 月 31 日，公司已与燃气有限公司、城建投公司签署《增资协议》，尚未办理实际增资。预计，公司将于 2013 年上半年完成实际增资，持股比例达到 40%。

由于燃气的生产和销售行业是城市市政公用事业中的重要领域，具有一定的自然垄断性，具备现金流稳定和收益稳健的特点，从业务模式上来看与公司现有的供水业务较为相似，通过收购燃气发展公司股权，公司可以拓宽公用事业的业务范围，增加有较强盈利能力的优质资产。

## 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审计并出具了标准无保留意见的 2010~2012 年合并财务报告。

### 资本结构

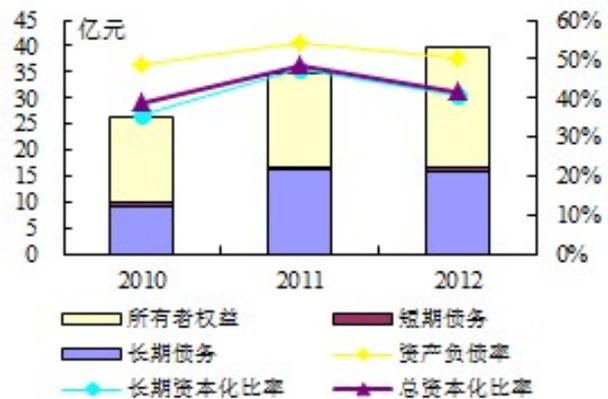
受 2012 年 8 月公司非公开发行 A 股和盈余积累的影响，公司资本实力得到进一步夯实，2012 年末所有者权益增加至 23.02 亿元，同比增长 28.39%，资产负债率相应下降，与同业相比负债水平属适中水平。截至 2012 年底，公司资产规模达到 46.35 亿元，同比增长 18.72%；负债规模 23.33 亿元，同比增长 10.52%；资产负债率为 50.34%，同比下降 3.74 个百分点。

表 6：截至 2012 年末水务企业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 (%)
重庆水务	179.37	30.88	22.23
创业环保	103.07	61.84	47.20
江南水务	25.36	30.98	0.23
中原环保	14.30	45.68	37.58
南海发展	46.35	50.34	41.65

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 2：2010~2012 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从公司资产构成看，固定资产、无形资产、在建工程和货币资金占较大比重，截至 2012 年底公司固定资产、无形资产、在建工程和货币资金分别为 11.25 亿元、16.15 亿元、3.71 亿元和 7.48 亿元。公司 2012 年在建工程较上年增长 123.57%，主要系新桂城水厂及其管道工程等在建项目持续增加所致。2012 年公司长期股权投资为 2.55 亿元，较上年增加 2647.88%，主要系公司增加对燃气发展公司的股权投资所致。

公司 2012 年债务规模基本与 2011 年持平，2012 年公司总债务规模为 16.43 亿元，资产负债率为 50.34%，总资本化比率为 41.65%。未来公司资金仍将主要投入于固废处理等项目，资本支出较大，公司的债务规模和负债水平有可能增高，但是从 2012 年末财务数据来看，公司负债规模与同行相比较为适中，资本结构稳健。

从债务结构来看，公司近年来根据业务需求和项目投资周期资本支出规模大、资金使用周期不断调整债务结构，增加长期债务的比重。2012 年公司长期债务为 15.91 亿元，短期债务/长期债务指标为 0.03，债务结构较上年持续优化，这与公司资本支出规模大、资金使用周期长的经营特点相符，债务期限结构较为合理。

图 3: 2010~2012 公司债务结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

综合来看, 作为佛山市南海区最重要的环境服务投资商和运营服务商, 公司 2012 年债务规模基本与上年持平, 资本结构仍较为稳健, 且债务结构比较合理。未来公司资金仍将主要投入于固废处理等项目, 面临较大的资本支出规模, 可能会推高公司的债务规模和负债水平, 对此我们将保持关注。

### 盈利能力

2012 年公司供水业务保持稳定, 而水污水处理业务和固废处理业务受仍保持较好发展势头, 全年公司实现营业收入 8.85 亿元, 同比增长 18.40%。分业务来看, 2012 年公司供水业务实现收入 4.59 亿元, 基本保持稳定; 污水处理业务实现收入 1.73 亿元, 较上年增长 19.03%, 主要是部分污水处理项目保底量有所提升所致; 固废处理业务实现收入 2.29 亿元, 同比增长 115.44%, 主要是 2011 年下半年南海垃圾压缩转运项目、垃圾焚烧发电二厂项目陆续投产, 2012 年核算全年收入所致。

表 7: 公司 2011~2012 年分业务收入和毛利率情况

业务	2011		2012	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
自来水生产和供应业务	4.57	41.03	4.59	37.89
污水处理业务	1.46	37.68	1.73	39.15
垃圾焚烧发电业务	1.07	53.53	2.29	47.97

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, 公司业务具有公用事业的特征, 而且公司以 BOT 模式建设的项目都是按照一定的投资利润率来定价, 因此近年来公司营业毛利率基本稳定, 2012 年公司营业毛利率为 40.65%, 下降 1.59 个百分点。分业务来看, 2012

年公司供水业务毛利率为 37.89%, 较上年有所下降, 主要原因是供水价格调节基金的征收、一户一表改造费用增加、电价提高以及其他供水投入增加所致; 污水处理业务毛利率为 39.15%, 较上年增加 1.47 个百分点, 主要是由于 2012 年部分污水处理项目的结算保底量有所提升所致; 固废处理业务毛利率为 47.97%, 同比下降 5.56 个百分点, 主要原因有两个, 一是一厂设备老化, 垃圾处理量下降, 焚烧效率下降; 二是二厂项目上网电价下调所致。

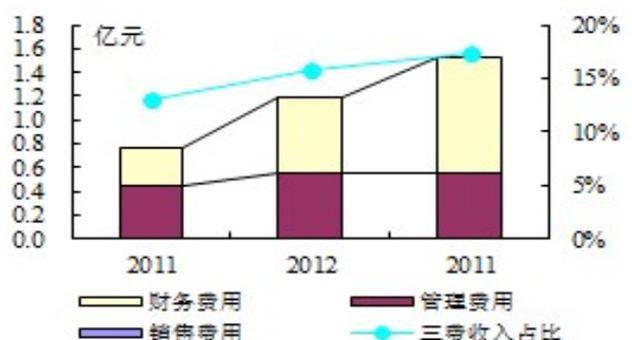
图 4: 公司 2010~2012 盈利能力分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从期间费用来看, 2012 年公司三费合计 1.53 亿元, 较上年增加了 0.35 亿元。2012 年公司财务费用为 0.98 亿元, 同比增加 55.17%, 主要由于南海垃圾焚烧发电项目二厂工程等项目完工结转, 工程占用银行借款相应的利息停止资本化, 计入当期损益, 且公司于 2011 年 7 月发行 6.5 亿元公司债券用于补充流动资金, 2012 年计提利息费用 0.37 亿元。受财务费用增加所致, 2012 年公司三费收入占比提升至 17.30%, 较上年同期增长了 1.48 个百分点。

图 5: 2010~2012 公司期间费用分析

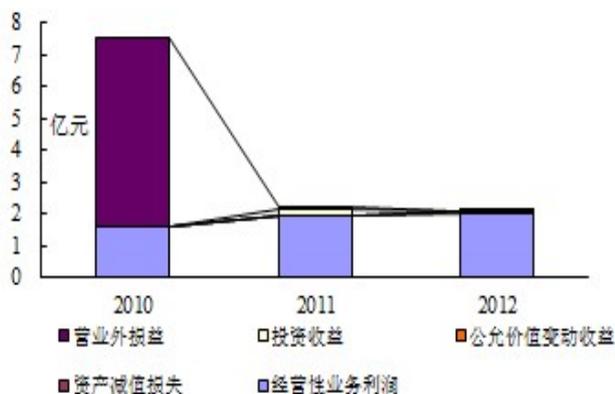


资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额构成来看, 2012 年公司利润总额为 2.24 亿元, 较上年增长了 16.35%, 公司 2012 年由于供水业务保持稳定同时污水处理和固废处理业

务发展较快，经营性业务利润完成了 2.02 亿元，较上年增加 4.70%，主营业务持续实现盈利增长。

图 6：2010~2012 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

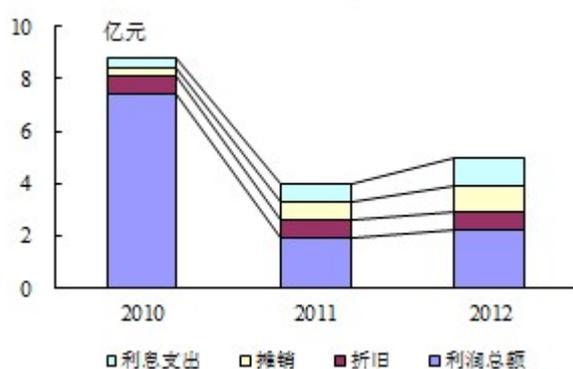
总体来看，近年来随着公司污水处理项目和固废处理项目的投产运营，公司营业收入规模有望继续提升，盈利能力始终保持较高水平。

## 偿债能力

2012 年，公司债务规模基本与上年持平，年末公司总债务为 16.43 亿元。

从 EBITDA 构成来看，由于公司前期固定资产投资较高，后续折旧计提规模也较大；同时，BOT（或 TOT）特许经营权每年要按照受托经营期限与所建资产可使用寿命孰低来进行摊销，因此在公司 EBITDA 构成中，利润总额、折旧、摊销和利息支出均占有一定的比例。2012 年，公司 EBITDA 为 4.94 亿元，公司当年 EBITDA 较上年仍保持了一定增长幅度。

图 7：2010~2012 年 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流角度来看，公司 2012 年公司主营业务收入增加，加之土地转让的部分税金在 2011 年缴纳，故当年经营性净现金流为 4.97 亿元，较上年

增长 143.20%。而公司在污水处理项目和固废项目方面仍保持较高的投资力度，因此投资活动产生的现金近年来表现为净流出，2012 年公司投资活动产生的净现金流为 -7.32 亿元。2012 年公司银行借款减少，当年筹资活动净现金流为 4.16 亿元，较上年下降 24.01%。总体来看，公司现金流状况保持稳定，资金较为充裕。

表 8：2010~2012 现金流分析

单位：亿元

财务指标	2010	2011	2012
经营活动净现金流	2.25	2.04	4.97
投资活动产生现金流入	6.80	0.39	0.81
投资活动产生现金流出	7.59	6.29	8.14
投资活动净现金流	-0.79	-5.89	-7.32
筹资活动净现金流	1.35	5.47	4.16
现金及现金等价物净增加额	2.81	1.63	1.81

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标看，2012 年 EBITDA 利息倍数为 4.63 倍，总债务/EBITDA 指标为 3.32，公司盈利水平对债务本息仍具备较好的保障能力。现金流偿债指标方面，随着收入规模的增加，公司经营性现金流状况持续改善，现金流的偿债指标有所上升，2012 年经营活动净现金流利息保障倍数为 4.66 倍，经营净现金流/总债务指标为 0.30，现金流对债务本息的保障能力较上年有所增长。

表 9：2010~2012 年偿债能力分析

财务指标	2010	2011	2012
总债务（亿元）	10.44	16.85	16.43
EBITDA（亿元）	8.81	3.99	4.94
资产负债率（%）	48.59	54.08	50.34
长期资本化比率（%）	35.70	47.47	40.86
总资本化比率（%）	38.90	48.44	41.65
EBITDA 利息倍数（X）	18.02	4.61	4.63
总债务/EBITDA（X）	1.19	4.22	3.32
经营净现金流/总债务（X）	0.22	0.12	0.30
经营净现金流利息倍数（X）	4.60	2.36	4.66

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，公司作为担保人为佛山市南海丹灶镇污水处理有限公司（下称“丹灶污水处理公司”）向中国银行佛山南海支行借款提供最高 1,800 万元的信用担保，担保期限为 2008 年 11 月 1 日~2017 年 12 月 31 日。丹灶污水处理公司以收费权

作为质押，就该项担保与公司签订了反担保质押合同。截至 2012 年末，公司未清担保余额为 979.69 万元，占期末归属母公司所有者权益的 0.43%，或有负债风险较小。

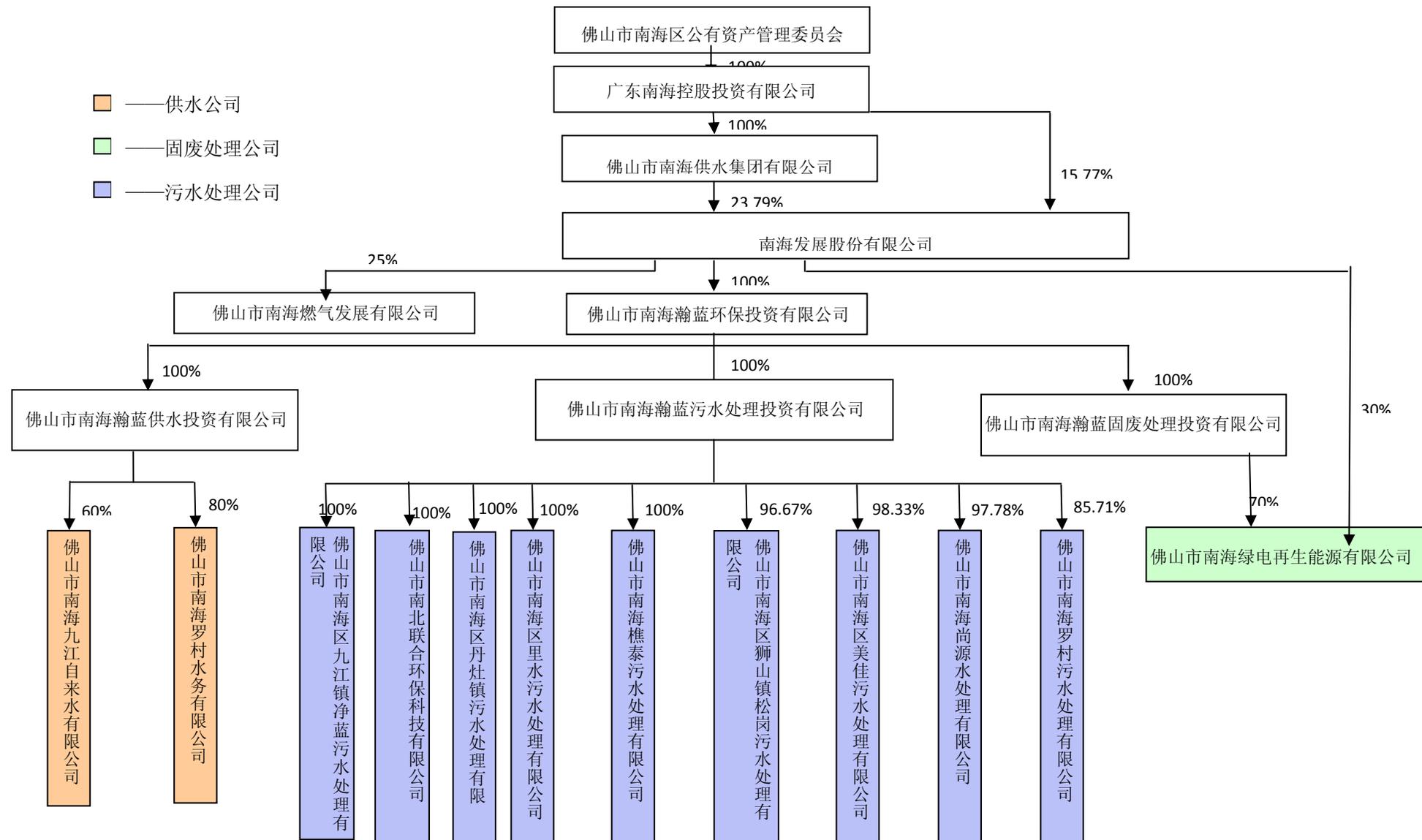
公司与银行保持着良好的合作关系，融资渠道畅通，截至 2012 年末，公司共获得授信总额 7.69 亿元，未使用 7.40 亿元，备用流动性较好。

总体看，公司的债务水平适中，现金流获取能力较强并保持良好，偿债能力较强，随着公司污水处理项目和固废处理项目的相继投产，公司获利能力和获现能力会不断增强，近期公司非公开成功，自有资本实力得到提升，为公司的偿债能力提供一定的保障。同时我们也关注到公司未来面临较大的资本支出，债务规模可能会继续攀升，对此我们将保持关注。

## 结论

综上，中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AA，维持公司主体信用等级 AA，评级展望为稳定。

附一：南海发展股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



**附二：南海发展股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	40,411.78	56,676.83	74,751.88
应收账款净额	3,797.58	7,241.43	4,919.46
存货净额	1,596.47	1,964.05	2,459.46
流动资产	70,340.24	85,747.20	87,638.99
长期投资	927.26	927.26	25,479.90
固定资产合计	170,048.51	136,951.52	157,892.51
总资产	319,164.33	390,444.08	463,530.16
短期债务	13,360.25	7,761.75	5,229.25
长期债务	91,082.94	160,707.66	159,058.14
总债务(短期债务+长期债务)	104,443.19	168,469.41	164,287.39
总负债	155,096.08	211,141.03	233,336.71
所有者权益(含少数股东权益)	164,068.25	179,303.06	230,193.46
营业总收入	59,530.86	74,769.81	88,526.80
三费前利润	23,670.41	31,109.60	35,498.78
投资收益	0.00	22.72	2,216.76
净利润	56,148.17	16,071.50	19,201.74
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	88,114.36	39,878.46	49,413.03
经营活动产生现金净流量	22,489.38	20,446.07	49,724.03
投资活动产生现金净流量	-7,874.63	-58,925.51	-73,246.72
筹资活动产生现金净流量	13,527.41	54,744.49	41,597.74
现金及现金等价物净增加额	28,142.16	16,265.05	18,075.05
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率(%)	40.52	42.24	40.65
所有者权益收益率(%)	34.22	8.96	8.34
EBITDA/营业总收入(%)	148.01	53.33	55.82
速动比率(X)	1.08	1.67	1.17
经营活动净现金/总债务(X)	0.22	0.12	0.30
经营活动净现金/短期债务(X)	1.68	2.63	9.51
经营活动净现金/利息支出(X)	4.60	2.36	4.66
EBITDA 利息倍数(X)	18.02	4.61	4.63
总债务/EBITDA(X)	1.19	4.22	3.32
资产负债率(%)	48.59	54.08	50.34
总资本化比率(%)	38.90	48.44	41.65
长期资本化比率(%)	35.70	47.27	40.86

注：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。