

# 信用等级通知书

信评委函字 [2013]跟踪20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2012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，此次跟踪评级维持贵公司AAA的债项信用等级，评级展望为稳定。

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

二零一三年六月二十六日

## 2013年重庆水务集团股份有限公司公司债券跟踪评级报告

发行主体 重庆水务集团股份有限公司

### 存续债券列表

债券简称	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
05渝水务债	17	10	AAA	AAA

注：05渝水务债由中国农业银行担保

### 概况数据

重庆水务（合并口径）	2010	2011	2012	2013.3
总资产(亿元)	164.38	176.16	179.37	197.13
所有者权益(亿元)	110.18	116.42	123.98	127.66
总负债(亿元)	54.20	59.74	55.39	69.47
总债务(亿元)	38.20	37.06	35.43	49.64
营业总收入(亿元)	32.80	37.75	39.69	8.48
EBIT(亿元)	14.45	17.35	19.82	-
EBITDA(亿元)	19.03	22.55	25.22	-
经营活动净现金流(亿元)	18.01	19.11	19.82	5.07
营业毛利率(%)	51.67	46.77	47.53	45.54
EBITDA/营业总收入(%)	58.03	59.73	63.56	-
总资产收益率(%)	10.03	10.19	11.15	-
资产负债率(%)	32.97	33.91	30.88	35.24
总资本化比率(%)	25.74	24.15	22.23	28.00
总债务/EBITDA(X)	2.01	1.64	1.40	-
EBITDA 利息倍数(X)	16.26	19.97	19.04	-
<b>中国农业银行</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	
资产总额(百万元)	10,337,406	11,677,5770	13,244,342	
净利润(百万元)	94,907	121,956	145,131	
总资本(百万元)	542,236	649,788	751,354	
净利息收入(百万元)	242,152	307,199	341,879	
不良贷款率(%)	2.03	1.55	1.33	
平均资本回报率(%)	21.44	20.46	20.72	

注：1、重庆水务 2010~2012 年以及 2013 年一季度财务报告执行新会计准则，中国农业银行 2010~2012 年财务报告执行新会计准则；

2、重庆水务 2013 年一季度财务报告未经审计；

### 分析师

项目负责人：王立 lwang03@ccxi.com.cn

项目组成员：安然 ran@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013年6月26日

### 基本观点

中诚信国际维持重庆水务集团股份有限公司（以下简称“重庆水务”或“公司”）“05渝水务债”信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了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、公司良好的收益及稳定的获现能力等优势；中诚信国际也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。

### 优势

- **良好的区域经济和很强的财政实力。**近年来，重庆市经济稳定增长，财政实力稳步增强。2012 年，全市实现地区生产总值 11,459.00 亿元，同比增长 13.6%，经济增速居全国第二，西部第一；全市一般预算收入完成 1,703.5 亿元，同比增长 14.5%。
- **公司业务在重庆市的垄断优势明显。**截至 2012 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%；污水处理业务在重庆主城区市场占有率约为 74%，在重庆市市场占有率约为 82%。如将合营及联营公司包括在内，截止 2012 年末，公司供水业务在重庆市主城区市场占有率约为 98%，在重庆市市场占有率约为 63%；污水处理业务在重庆市主城区市场占有率约为 95%，在重庆市市场占有率约为 96%，具有显著的区域垄断优势。
- **偿债能力有所提升，授信增强公司流动性。**截至 2012 年末，公司总债务 35.43 亿元，同比减少 4.41%；总债务/EBITDA 和经营活动净现金流/总债务指标分别为 1.40 和 0.56，公司偿债能力较 2011 年增强，且 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖能力较强。截至 2012 年末，公司未使用授信额度 23 亿元，对公司流动性形成有效补充。
- **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 9.91% 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资金投入的供排水项目之外，还投资建设水质监测和综合调度中心工程及供水管网改造等水务项目；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、营运任务，未来资金需求较大。
- **公司污水处理业务未来可能存在结算价格重新核定而导致的经营和效益风险。**公司污水处理服务按照“政府特许、政府采购、企业经营”的模式，每三年核定一次，目前污水处理服务政府采购价格为 3.25 元/立方米，价格执行期为 2011 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日，未来存在结算价格重新核定而导致的经营和效益风险。

## 募集资金项目进展

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 2012 年末，公司上述募投项目进展情况如下表：

表 1：公司债券募投项目进度

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、主水管网改造、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

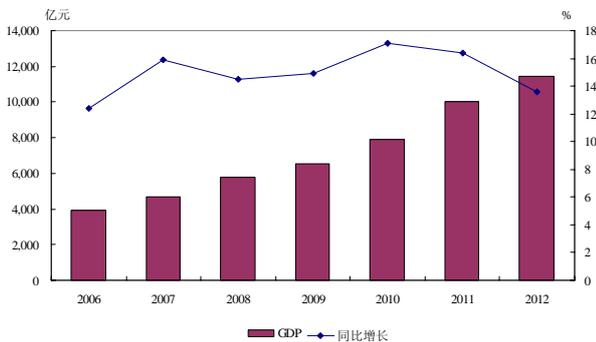
资料来源：公司提供

## 近期关注

### 区域经济快速增长，地方财政实力持续增强

设立直辖市以来，重庆市努力实施西部大开发战略，经济发展取得重要进展。2012 年，重庆市地区生产总值(GDP)11,459.00 亿元，同比增长 13.6%。其中，第一产业增加值 940.01 亿元，同比增长 5.3%；第二产业增加值 6,172.33 亿元，同比增长 15.6%；第三产业增加值 4,346.66 亿元，同比增长 12.0%。按常住人口计算，重庆市人均 GDP 达到 39,083 元，同比增长 12.4%。

图 1：2006~2012 年重庆市地区生产总值及其增长

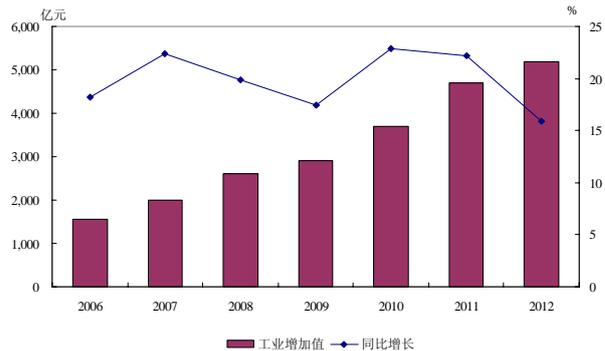


资料来源：重庆市统计公报

重庆市工业基础雄厚，产业门类齐全，汽车摩托车、装备制造、化工、材料等是其传统优势产业。2012 年，在规模以上工业中，重庆市汽车摩托车行业总产值 3,540.28 亿元，同比增长 11.3%，占工业

总产值的 27.0%；材料工业总产值 1,966.69 亿元，同比增长 5.0%，占工业总产值的 15.0%；装备制造行业总产值 1,248.43 亿元，同比增长 14.4%，占工业总产值的 9.5%。同时，按照“发挥优势、重点突破、开放引进、创新模式、集群发展”的原则，重庆市加快发展以信息产业为主要支柱的战略性新兴产业。2012 年，重庆市电子信息产品制造业总产值 2,193.74 亿元，同比增长 60.4%，占工业总产值的 16.7%。

图 2：2006~2012 年重庆市工业增加值及其增长



资料来源：重庆市统计公报

随着经济持续向好，重庆市财政实力不断增强。2012 年，重庆市完成地方财政收入 3,137.9 亿元，同比增长 7.9%。其中，一般预算收入 1,703.5 亿元，基金预算收入 1,434.4 亿元，分别同比增长 14.5%和 1.0%。受宏观经济增长放缓影响，重庆市财政收入增幅回落，但总体上呈持续向好的趋势，其走势与经济增长、工业增加值、投资、消费等主

要宏观指标相协调。在一般预算收入中，全市税收收入 970.17 亿元，同比增长 10.1%，来自建设投资、工业和金融、商贸等服务业的税收结构保持相对稳定。

表 2：2009~2012 年重庆市财政收入情况

	2009	2010	2011	2012
一般预算收入（亿元）	681.8	1,018.3	1,488.2	1,703.5
同比增长（%）	18.1	49.4	46.2	14.5
基金预算收入（亿元）	483.9	972.3	1,420.6	1,434.4
同比增长（%）	25.4	100.9	46.1	1.0
地方财政收入（亿元）	1,165.7	1,990.6	2,908.8	3,137.9
同比增长（%）	21.0	70.8	46.1	7.9

资料来源：重庆市财政局

财政支出方面，2012 年，重庆市完成地方财政支出 4,788.4 亿元。其中，一般预算支出 3,055.2 亿元，基金预算支出 1,733.2 亿元，分别同比增长 19.9% 和 5.4%。在一般预算支出中，全市民生支出 1,606.0 亿元，占 52.6%，教育、科技、文化、卫生等支出达到法定增长要求，就业、养老、低保、住房等基本公共服务水平进一步提高。同时，市级财政对区县各项补助总额达到 1,211.3 亿元，通过加大财力性转移支付，进一步缩小收入差距、推动区域协调发展。另一方面，全市利用财政资金对经济运行的调节作用，通过落实税费扶持政策，为实体经济发展创造了优惠的财税环境；围绕两江新区、保税港区、开发区的功能定位，分类设计财税政策，有效地支持了对外开放。

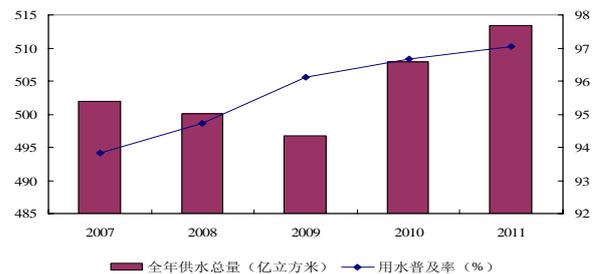
总体上，以西部大开发、建设全国统筹城乡综合配套改革试验区、设立两江新区等为契机，重庆市经济实力显著增强。按照重庆市“十二五”规划目标，全市地区生产总值年均增速将保持在 12.5% 左右，到 2015 年，地区生产总值将达到 15,000 亿元，重庆市作为西部增长极、长江上游地区的经济中心和城乡统筹发展的直辖市逐渐形成。

### 我国现有的城市供水、污水处理能力基本能够满足需要，改善供水水质、加快排水管网建设和提升污水排放标准是水务行业的主要发展趋势

在节约用水的发展目标下，我国加快城市供水管网的建设和改造，在扩大供水服务范围、提高用水普及率的同时，降低了供水管网漏损，促进了城

市节水。2007~2011 年，我国设市城市供水管道长度从 44.72 万公里增加到 57.38 万公里，相应地，用水普及率从 93.83% 提高到 97.04%。尽管城市人口增长和用水普及率提高带动了用水需求的增加，但我国城市供水总量自 2007 年起一直保持在 500 亿立方米左右的水平，主要得益于节水工作的开展，用水效率的提高在很大程度上抵消了用水需求增加的压力。

图 3：2007~2011 年我国城市供水总量、用水普及率



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

2006 年 12 月 29 日，卫生部、国家标准化委员会发布新的《生活饮用水卫生标准》，该标准是对 1985 年 8 月 16 日发布的《生活饮用水卫生标准》的第一次修订，将水质指标从之前的 35 项增加到 106 项，并且要求全部指标最迟于 2012 年 7 月 1 日实施。但是，我国绝大部分的水厂是在新标准发布前设计建造的，根据全国设市城市和县城现有公共水厂的普查结果，在地表水厂中，只有 2% 的水厂采用深度处理工艺；在地下水厂中，简单消毒处理和直接供水的水厂约占 91%。目前来看，针对新的《生活饮用水卫生标准》实施要求，水厂升级改造相对缓慢，现有公共水厂全面实现新标准存在一定困难。除处理工艺落后外，管网老化、管材低劣等因素还造成了管网水质的二次污染。

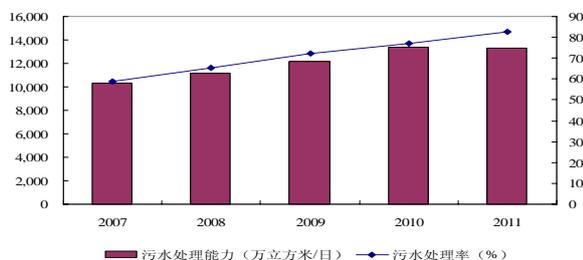
以保障城市供水水质、降低供水管网漏损为目标，住建部、国家发改委组织编制了《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及 2020 年远景目标》（建城[2012]82 号），要求对出厂水水质不能稳定达标的水厂全面进行升级改造，设市城市改造水厂规模 0.48 亿立方米/日；对使用年限超过 50 年和灰口铸铁管、石棉水泥管等落后管材的供水管网进行更新改造，设市城市改造管网长度 4.20 万公

里。针对规划提出的改造目标进行的供水设施投资将保持快速增长。

2011年中央1号文件指出,我国将实行最严格的水资源管理制度,包括用水总量控制制度、用水效率控制制度、水功能区限制纳污制度、水资源管理责任和考核制度等。因此,在现有供水能力基本满足生产、生活用水需要的情况下,供水总量将保持相对稳定的水平,而供水效率和供水水质还有很大的提升空间。

污水处理方面,在环保产业投资高速增长带动下,我国城市污水处理行业快速发展,污水处理能力和污水处理率大幅提高。2007~2011年,我国城市污水处理厂日处理能力从10,336.5万立方米增加到13,304.1万立方米,复合增长率为6.51%;污水处理率从59.0%提高到82.6%,提高了23.6个百分点。但是,污水配套管网建设相对滞后,导致污水处理厂运行负荷不高,污水处理能力大量闲置。同时,部分处理设施不能完全满足环保新要求,多数污泥尚未得到无害化处理。

图4: 2007~2011年我国城市污水日处理能力、处理率



资料来源: 统计年鉴、中诚信国际整理

为加快建设全国城镇污水处理设施,2012年4月19日,国务院办公厅印发国家发改委、住建部、环保部编制的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》。根据该规划,到2015年,城市污水处理率将达到85%,污水处理率进一步提高。“十二五”期间,我国将新建污水管网15.9万公里,新增污水处理规模4,569万立方米/日,升级改造污水处理规模2,611万立方米/日。

中诚信国际认为,在经历了大规模的污水处理厂建设后,设市城市现有的污水处理能力基本能够满足需要,但配套管网建设落后制约了处理能力的释放,污水排放标准偏低造成了水体水质的污染。

因此,我国污水处理行业发展将突出配套管网建设、污水处理厂升级改造等,以提高污水收集率和排放标准。

## 业务运营

公司主营业务包括供水、污水处理和工程施工,供水和污水处理业务是公司营业收入的主要来源。2012年,公司实现主营业务收入35.77亿元;其中,供水业务收入8.35亿元,占主营业务收入的23.34%,污水处理业务收入22.06亿元,占主营业务收入的61.66%。

### 公司供水服务稳定,保障能力强,垄断优势明显

重庆水务目前主要负责重庆主城九区、合川区以及綦江区万盛经济技术开发区的自来水供应。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%;如将合营及联营公司包括在内,供水业务在重庆市主城区市场占有率约为98%,在重庆市市场占有率约为63%,公司市场地位优势显著。

公司拥有供水子公司5家,分别为重庆市自来水有限公司(以下简称“重庆市自来水”)、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”)、重庆市渝南自来水有限公司(以下简称“渝南自来水”)和重庆两江水务有限公司(以下简称“两江水务”)。截至2012年末,公司合计拥有水厂32个,总供水能力178.3万立方米/日;2012年,公司年售水总量为3.48亿立方米,供水业务逐年稳固增长。

表3: 截至2012年末公司供水业务运营概况

供水企业	水厂数	供水能力 (万立方米/日)	
重庆自来水	14	146.3	
渝南自来水	3	11.2	
万盛自来水	7	6.2	
合川自来水	2	8.0	
两江水务	6	6.6	
合计	32	178.3	
供水指标	2010	2011	2012
供水能力 (万立方米/日)	148.20	173.30	178.30
年售水总量 (亿立方米)	2.98	3.29	3.48

资料来源: 公司提供

供水价格方面，公司自来水终端价格主要由三部分构成，分别为水资源费、自来水价格和污水处理费。根据 2009 年底重庆市水价调整听证会通过的《水价调整改革方案》，自 2010 年起居民自来水终端价格由 2.80 元/立方米调整为 3.50 元/立方米；其他用水统一合并为非居民用水，终端价格调整为 4.55 元/立方米。受重庆市特殊的地理环境导致投资成本较高及折旧的影响，重庆市自来水终端价格在全国 35 个大中城市中处于较高水平。公司供水价格和污水处理服务价格由重庆市政府核定，公司有权要求进行价格调整，但是应当依照法定程序，由公司事先提出调价申请，之后履行听证程序，最后由重庆市政府批准执行。因此，公司存在供水业务成本上升而水价不能及时得到调整的风险。

表 4：截至 2012 年末公司终端水价构成

单位：元/立方米	居民用水	非居民用水
原水费	0.10	0.10
自来水价格	2.40	3.15
污水处理费	1.00	1.30
终端水价	3.50	4.55

资料来源：公司提供

公司供水能力和供水量逐年稳固提升，供水服务保障能力强，且随着公司供水业务的投资建设，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收入稳定增长。

## 通过收购提升污水处理能力，公司收入、利润规模进一步扩大

污水处理方面，公司污水处理业务收入是公司营业收入的主要来源，占公司主营业务收入 60% 以上。2012 年，为避免同控股股东同业竞争，公司收购控股股东的重庆鸡冠石污水处理项目管理有限公司（以下简称“鸡冠石污水”）全部股权，使得公司污水处理能力进一步提升。截至 2012 年末，公司主要负责主城九区以及重庆市辖下的万州区、涪陵区等 23 个区县的污水处理业务，在重庆市主城区市场占有率约为 74%，在整个重庆市市场占有率约为 82%；如将合营公司包括在内，污水处理业务在重庆市主城区市场占有率约为 95%，在重庆市

市场占有率约为 96%，具有显著的区域垄断优势。

截至 2012 年末，公司排水企业投入运行的污水处理厂有 44 个，总污水处理能力 199.13 万立方米/日，2012 年，公司污水处理结算量为 6.78 亿立方米。

表 5：2010~2012 年公司污水处理情况

	2010	2011	2012
污水处理厂数目（个）	38	44	44
污水处理能力（万立方米/日）	170.55	179.13	199.13
污水处理结算量（亿立方米）	5.57	6.21	6.78

资料来源：公司提供

公司污水处理服务的结算模式可概括为“政府特许、政府采购、企业经营”，政府采购公司污水处理服务的结算价格每 3 年核定一次，首期污水处理结算价格为 3.43 元/立方米（2010 年 12 月 31 日到期），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。公司存在未来结算价格向下调整而导致的经营和效益风险。同时，每个价格核定期满前，结算价格原则上不得进行临时性调整，除非因特殊原因并得到市政府的正式批准。因此，公司也存在污水处理服务成本上升而污水处理服务价格不能及时得到调整的风险。

目前，公司上市募集资金投入的大部分供排水项目已竣工并投入运营；此外，公司还投资建设了主城区水质监测和综合调度中心工程、北碚红水水厂改扩建工程和钓鱼嘴供水管道工程。未来，公司在保障业务运营稳健发展的基础上，将进一步扩大公司的有效产能，提高特别是推动重庆市市内的供排水资源整合，进一步巩固公司在重庆市水务行业的绝对优势地位。

整体而言，作为主营业务收入的主要来源，公司污水处理业务运营稳定，市场占有率较高，区域地位优势显著。同时，中诚信国际也将持续关注污水处理结算价格调整对公司效益造成的影响。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年财务报告以及未经审计的 2013 年第一季度财务报告，各期均采用当期期末数据。

原控股子公司重庆井口水务建设工程有限公司被重庆市自来水有限公司吸收合并，其工商注销手续于2012年12月27日办理完成。

2012年，公司通过全资子公司重庆市排水有限公司收购公司控股股东重庆市水务资产经营有限公司所持有的鸡冠石污水100%股权，上述股权收购事项属同一控制下的企业合并。公司将鸡冠石污水纳入2012年合并报表范围。

### 公司债务负担减小，债务结构符合水务项目投资回收周期长的特点

公司为重庆市最大的供排水一体化经营企业，在重庆地区供排水业务享有垄断地位优势。截至2012年末，公司总资产为179.37亿元，较2011年末增长了1.82%；其中，流动资产为47.53亿元，较2011年末增长了25.23%，是公司总资产增加的主要原因。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、一年内到期的非流动资产和预付账款。货币资金和应收账款是公司流动资产的主要构成，截至2012年末，上述两个科目占流动资产比重分别为74.72%和11.74%。截至2012年末，公司货币资金35.52亿元。2012年，公司收回对外发放委托贷款3.9亿元、收回购买华夏银行股份有限公司重庆分行理财产品2.0亿元，并且随着污水处理结算量的稳固提升，公司污水处理费收入较2011年增加，这些都使得公司货币资金较2011年末增加了44.95%。公司于2013年1月25日发行了15亿元的公司债，募集资金的到位使得公司截至2013年3月末的货币资金增加至51.10亿元。

表 6：2010 年~2013 年 3 月公司流动资产构成（亿元）

	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	38.40	24.50	35.52	51.10
应收账款	4.49	5.42	5.58	4.69
一年内到期的非流动资产	0.40	1.16	2.65	2.06
预付账款	1.68	2.09	1.38	1.88
其他	3.66	4.78	2.41	2.65
流动资产	48.63	37.96	47.53	62.38

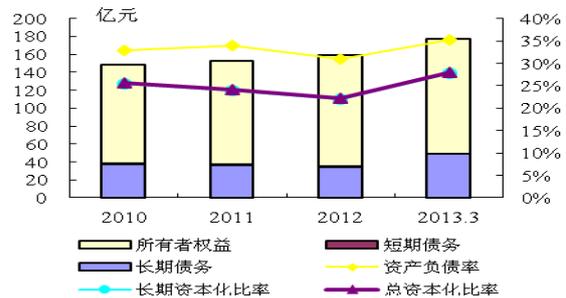
资料来源：公司财务报告

负债方面，2012年，公司偿付了部分债务使得

公司总负债由2011年末的59.74亿元下降到55.39亿元；截至2012年末，公司资产负债率为30.88%，较2011年末下降了3.03个百分点。截至2013年3月末，公司总负债为69.47亿元，资产负债率为35.24%。

从有息债务的债务结构来看，截至2012年末，公司长期债务34.90亿元，短期债务0.52亿元，长短期债务比为0.02。公司以长期债务为主的债务结构符合水务项目投资回收周期长的特点。

图 5：2010 年~2013 年 3 月公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

### 受公司污水处理业务收入及投资收益增加的影响，公司收入及利润保持稳步增长

2012年，公司实现营业总收入39.69亿元，较2011年提高了5.12%，主要系供排水收入增加所致。2012年，公司供水业务营业收入8.35亿元，但由于自来水销售的各项成本增加，供水业务毛利率为26.67%，较2011年下降了8.66个百分点。得益于公司对鸡冠石污水的收购，2012年公司污水处理能力得到了进一步提升，污水处理业务收入22.06亿元，污水处理业务毛利率提高至68.09%。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小幅下降压力，但公司整体毛利率仍处于较高水平。

表 7：2010 年~2012 年公司收入、成本和毛利率

	2010	2011	2012
主营业务收入 (亿元)	30.68	35.21	35.77
供水 (亿元)	7.10	7.93	8.35
污水处理 (亿元)	19.24	20.28	22.06
工程施工 (亿元)	2.35	5.60	4.57
其他 (亿元)	1.98	1.40	0.79
毛利率 (%)	54.53	49.35	51.05
供水 (%)	35.87	35.33	26.67
污水处理 (%)	69.43	65.86	68.09
工程施工 (%)	15.95	15.30	15.76

其他 (%)	22.47	25.76	37.21
--------	-------	-------	-------

资料来源：公司财务报告

2012年，公司的三费合计4.44亿元，较2011年有所减少，主要是财务费用受外币借款按期末汇率折算发生汇兑损益1.13亿元的影响而大幅减少。人工成本、低值易耗品摊销、折旧费等的增长是公司销售费用增长的主要原因。2012年，公司的三费收入的占比为11.20%，同比降低1.53个百分点。

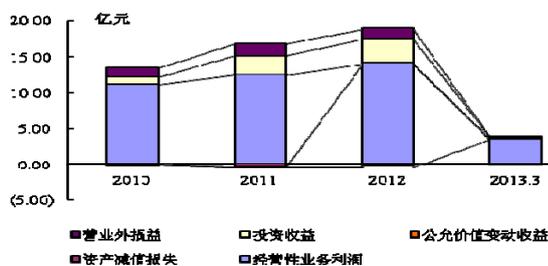
表 8：2010 年~2013 年 3 月公司三费情况

	2010	2011	2012	2013.3
销售费用 (亿元)	0.44	0.51	0.56	0.13
管理费用 (亿元)	3.56	4.16	4.73	0.93
财务费用 (亿元)	1.53	0.14	-0.85	-0.76
三费合计 (亿元)	5.53	4.81	4.44	0.30
营业总收入 (亿元)	32.80	37.75	39.69	8.48
三费收入占比 (%)	16.86	12.73	11.20	3.55

资料来源：公司财务报告

得益于水务业务收入的增加，2012年，公司经营业务利润14.05亿元，较2011年增加了12.53%。此外，2012年，受公司投资的重庆国际信托有限公司（以下简称“重庆国际信托”）按权益法核算产生2.09亿元的投资收益影响，公司当年投资收益也大幅上升至3.36亿元。

图 6：2010 年~2013 年 3 月公司利润总额结构



资料来源：公司财务报告

总体上看，公司主营业务收入增长稳定，且受投资于重庆国际信托所带来的投资收益影响，公司整体盈利向好。中诚信国际将持续关注公司未来供水价格及污水处理价格调整给公司盈利能力带来的影响。

## 偿债能力有所提升，充足的授信能对公司流动性形成有效补充

2012年，由于公司总债务下降，总债务/EBITDA 和经营活动净现金流/总债务两项指标的

变化显示公司偿债能力较 2011 年有一定程度的增强；EBITDA 利息保障倍数及经营净现金流利息保障系数虽较 2011 年有所下降，但 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖能力很强。

表 9：2010 年~2013 年 3 月公司偿债指标

	2010	2011	2012	2013.3
资产负债率 (%)	32.97	33.91	30.88	35.24
长期资本化率 (%)	25.35	23.86	21.97	27.79
总资本化率 (%)	25.74	24.15	22.23	28.00
总债务/EBITDA (X)	2.01	1.64	1.40	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.47	0.52	0.56	0.41*
EBITDA 利息保障倍数 (X)	16.26	19.97	19.04	-
经营净现金流利息保障倍数 (X)	15.39	16.92	14.96	-

资料来源：公司财务报告

注：带星号的指标经过年化处理

截至 2012 年末，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公司债券 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，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 2012 年末，公司存在保函保证金 0.07 亿元。

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 2012 年末，公司在多家国内主要商业银行共获得 40.00 亿元授信额度，未使用额度为 23.00 亿元，对公司流动性形成有效补充。

表 10：截至 2012 年末公司银行授信情况

授信银行	授信总额 (亿元)	授信类型	已使用授信额 (亿元)
农业银行	20	企业债担保保函 17 亿、流动贷款 3 亿	17
中信银行	12	流动贷款	0
民生银行	2	流动贷款	0
光大银行	1	流动贷款	0
兴业银行	5	流动贷款	0
合计	40		17

资料来源：公司提供

## 担保实力

本期债券由中国农业银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 9.91% 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 2012 年末，农行共有境内分支机构 23,472 个，4 家境外分行和 5 家境外代表处；其员工人数也居国内银行首位，为 461,100 人。截至 2012 年末，该行各项存款余额为 108,629 亿元，贷款余额 64,333 亿元，资产总额 132,443 亿，所有者权益 7,514 亿元，当年实现税后利润 1,451 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。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%。2012 年 12 月，农行在银行间债券市场成功发行 500 亿元人民币的次级债券，资本实力进一步增强。截至 2012 年末，农行核心资本充足率为 9.67%，资本充足率为 12.61%。该行不良贷款率为 1.33%，较上年下降了 0.22 个百分点；拨备覆盖率为 326.14%，较上年上升了 63.04 个百分点。截至 2012 年末，该行存贷比为 59.22%，较上年略有提高。2012 年该行平均资产回报率为 1.16%，较上年提高了 0.05 个百分点；加权平均净资产收益率为 20.74%，较上年提高了 0.28 个百分点。

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。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。

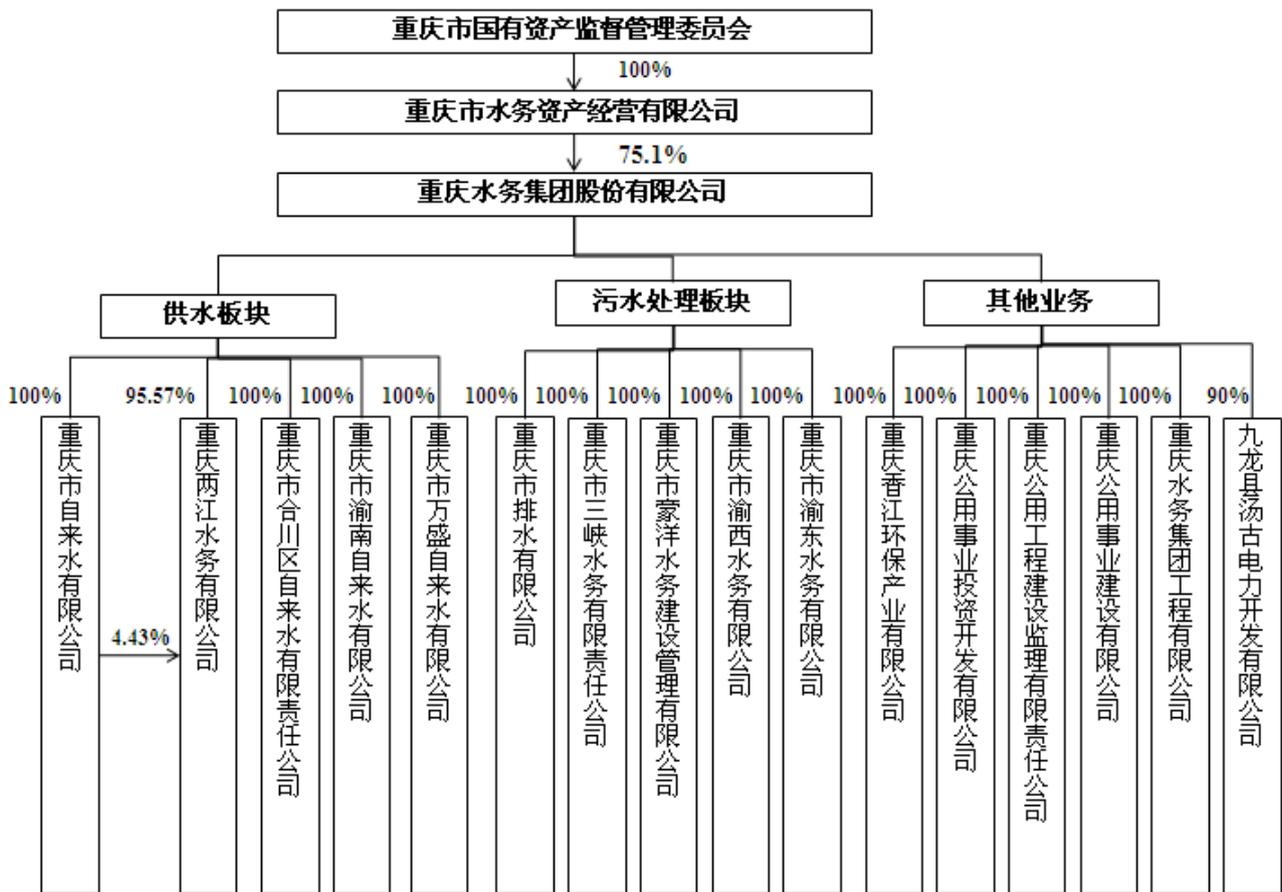
总体来看，财务重组完成后农行的财务状况获得全面改善，并且近年来为股份制改革所进行的内部管理改革也使农行组织架构逐步完善，风险管理水平逐步提高，商业化运营意识和竞争力持续增强。农行公开上市启动标志着该行将向公众持股公司转变。但考虑到中央政府的控股地位在一定时期内不会发生改变以及农行在国家金融体系中的重要地位，我们认为农行在今后的发展中仍将得到政府有力的支持。因此，基于对农行在中国金融体系中的重要地位以及由此获得的政府支持的考虑，中诚信国际认为农行拥有极强的综合财务实力，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

## 结 论

中诚信国际肯定了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良好的收益及稳定的获现能力等优势；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下调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。

中诚信国际维持重庆水务集团股份有限公司“05 渝水务债”信用等级为 **AAA**。

附一：重庆水务集团股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 3 月 31 日）



**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）	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	383,951.75	245,039.58	355,180.44	511,040.73
交易性金融资产	426.10	308.91	337.61	370.79
应收账款净额	44,884.91	54,246.34	55,801.79	46,877.89
存货净额	8,830.05	10,769.14	12,166.71	10,671.23
其他应收款	27,389.75	35,067.79	10,671.14	13,405.82
长期投资	322,259.41	435,825.31	369,418.49	400,768.32
固定资产(合计)	720,783.51	791,186.55	805,443.68	807,758.54
总资产	1,643,770.69	1,761,616.52	1,793,656.49	1,971,294.78
其他应付款	14,715.08	41,046.88	22,682.37	29,223.63
短期债务	7,890.02	5,806.04	5,241.56	4,999.47
长期债务	374,065.60	364,802.76	349,038.64	491,396.59
总债务	381,955.62	370,608.80	354,280.20	496,396.05
净债务	-1,996.14	125,569.22	-900.24	-14,644.68
总负债	541,955.71	597,447.94	553,894.12	694,717.70
财务性利息支出	10,706.89	10,143.02	11,191.41	-
资本化利息支出	996.34	1,152.01	2,053.56	-
所有者权益	1,101,814.98	1,164,168.58	1,239,762.37	1,276,577.08
营业总收入	328,042.14	377,536.79	396,873.66	84,768.51
三费前利润	166,962.06	172,880.20	184,895.47	37,906.56
投资收益	9,449.14	25,730.05	33,636.07	2,616.43
EBIT	144,487.85	173,538.70	198,153.21	-
EBITDA	190,347.29	225,519.46	252,238.93	-
经营活动产生现金净流量	180,056.68	191,127.68	198,191.61	50,721.44
投资活动产生现金净流量	-247,107.44	-223,761.38	66,740.58	-40,989.81
筹资活动产生现金净流量	225,500.65	-107,567.26	-154,798.56	146,404.47
现金及现金等价物净增加额	158,449.89	-140,200.96	110,133.63	156,136.11
资本支出	57,255.42	89,307.44	48,938.02	11,713.20
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
营业毛利率（%）	51.67	46.77	47.53	45.54
三费收入比（%）	16.86	12.73	11.20	3.55
EBITDA/营业总收入（%）	58.03	59.73	63.56	-
总资产收益率（%）	10.03	10.19	11.15	-
流动比率（X）	4.13	2.03	2.81	3.75
速动比率（X）	4.06	1.98	2.74	3.69
存货周转率（X）	20.49	20.51	18.16	16.17*
应收账款周转率（X）	7.63	7.62	7.21	6.60*
资产负债率（%）	32.97	33.91	30.88	35.24
总资本化比率（%）	25.74	24.15	22.23	28.00
短期债务/总债务（%）	2.07	1.57	1.48	1.01
经营活动净现金流/总债务（X）	0.47	0.52	0.56	0.41*
经营活动净现金流/短期债务（X）	22.82	32.92	37.81	40.58*
经营活动净现金流/利息支出（X）	15.39	16.92	14.96	-
总债务/EBITDA（X）	2.01	1.64	1.40	-
EBITDA/短期债务（X）	24.13	38.84	48.12	-
EBITDA 利息倍数（X）	16.26	19.97	19.04	-

注：1、2010-2012年以及2013年一季度财务报告执行新会计准则；

2、2013年一季度财务报告未经审计；

3、带星号的指标经过年化处理。

### 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)	2010	2011	2012
贷款总额	4,956,741.00	5,639,928.00	6,433,399.00
贷款损失准备	-168,733.00	-229,842.00	-279,988.00
关注贷款	316,671.00	314,657.00	295,451.00
不良贷款 (五级分类)	100,405.00	87,358.00	85,848.00
总资产	10,337,406.00	11,677,577.00	13,244,342.00
风险加权资产	5,383,694.00	6,388,375.00	7,216,178.00
存款总额	8,887,905.00	9,622,026.00	10,862,935.00
总负债	9,795,170.00	11,027,789.00	12,492,988.00
总资本	542,236.00	649,788.00	751,354.00
净利息收入	242,152.00	307,199.00	341,879.00
手续费及佣金净收入	46,128.00	68,750.00	74,844.00
汇兑净损益	1,722.00	2,686.00	1,483.00
证券交易净收入	720.00	409.00	2,802.00
投资净收益	-1,085.00	-2,139.00	-48.00
其他净收入	781.00	826.00	750.00
非利息净收入	48,266.00	70,532.00	79,831.00
净营业收入合计	290,418.00	377,731.00	421,710.00
业务及管理费用 (含折旧)	-49,318.00	-28,114.00	-29,201.00
拨备前利润	162,966.00	218,838.00	241,599.00
贷款损失准备支出	-43,536.00	-62,100.00	-54,628.00
税前利润	120,734.00	158,201.00	187,927.00
净利润	94,907.00	121,956.00	145,131.00
财务指标 (%)	2010	2011	2012
核心资本充足率	9.75	9.50	9.67
资本充足率	11.59	11.94	12.61
不良贷款率 (不良贷款/总贷款)	2.03	1.55	1.33
(不良贷款+关注贷款)/总贷款	8.41	7.13	5.93
拨备覆盖率 (贷款损失准备/不良贷款)	168.05	263.10	326.14
不良贷款/(资本+贷款损失准备)	14.12	9.93	8.32
净息差 (净利息收入/平均盈利资产)	2.54	2.80	2.75
拨备前利润/平均总资产	1.70	1.99	1.94
平均资本回报率 (净利润/平均总资本)	21.44	20.46	20.72
平均资产回报率 (净利润/平均总资产)	0.99	1.11	1.16
非利息净收入占比 (非利息净收入/净营业收入)	16.62	18.67	18.93
成本收入比 (非利息费用/净营业收入)	43.89	42.07	42.71
总贷款/总存款	55.77	58.61	59.22

注：2010-2012 年财务报告执行新会计准则。

#### 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

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（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

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））

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：债券信用等级的符号及定义

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。