



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪007号

瀚蓝环境股份有限公司：

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
信用评级委员会
二零一四年四月八日

南海发展股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告 (2014)

发行主体	瀚蓝环境股份有限公司		
发行规模	6.5 亿元		
存续期限	2011/07/07~2016/07/07		
上次评级时间	2013/04/15		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

瀚蓝环境	2011	2012	2013
所有者权益 (亿元)	17.93	23.02	24.84
总资产 (亿元)	39.04	46.35	54.28
总债务 (亿元)	16.85	16.43	19.11
营业总收入 (亿元)	7.48	8.85	10.01
营业毛利率 (%)	42.24	40.65	38.50
EBITDA (亿元)	3.99	4.94	5.61
所有者权益收益率 (%)	8.96	8.34	9.46
资产负债率 (%)	54.08	50.34	54.25
总债务/EBITDA (X)	4.22	3.32	3.41
EBITDA 利息倍数 (X)	4.61	4.63	5.32

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。

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

2014年4月8日

基本观点

公司¹目前作为广东省佛山市南海区重要的公用事业平台，2013 年区域垄断优势不断得到巩固，全年供水业务稳步增长，污水处理和固废处理业务保持良好增长势头，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，公司保持较好的盈利能力和获现能力。

公司致力于成为全国性的环境服务投资商和运营商，未来随着创冠环保股份有限公司和区政府下属的优质燃气资产逐步注入，公司的规模有望进一步扩大，经营状况有望进一步向好。但同时，中诚信证评也关注到公司区外资源的拓展能力。综上，中诚信证评维持本次公司债券信用等级 AA，维持主体信用等级 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全国污水处理行业快速发展；同时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，且业务开始向全国性发展。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，公司区域垄断地位将得以巩固，且北京首钢垃圾焚烧发电项目的中标使得公司业务开始向全国领域发展，固废业务未来将保持较高的增长态势。
- 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特征显著，其特许经营模式决定了较为稳定的收益，并具有较好的现金流获取能力。

¹ 公司 2013 年 11 月 1 日召开 2013 年第二次临时股东大会，公司名称由“南海发展股份有限公司”变更为“瀚蓝环境股份有限公司”。公司已于 2013 年 11 月 20 日取得新的工商营业执照。公司证券简称自 2013 年 12 月 10 日由“南海发展”变更为“瀚蓝环境”，证券代码 600323 不变。

关 注

- 销售区域目前存在一定局限性。公司各板块业务目前主要集中在南海区，区域性的特征短期内制约公司的成长性，未来创冠中国的加入有望带动公司业务向全国性领域发展。故中诚信证评将持续关注公司区外资源的拓展和获取能力。
- 公司所从事行业政策敏感度较高，中诚信证评将持续关注政策变化对公司经营所带来的影响。

行业分析

水务行业发展持续成熟，行业市场化程度不断提高，阶梯水价的实行对水务公司盈利增厚较为有限。

近两年，随着国家宏观政策支持力度的加大以及行业本身市场需求的旺盛，水务市场较为活跃，行业市场化程度不断提高，优势企业以资金及技术优势提高市场占有率，2013 年水务领域并购规模达到 70.95 亿元，行业集中度不断提高。同时，政府日益提高的节能环保要求、市政公用的继续开放、环境产业政策的推进以及投融资环境的日趋完善，为水务行业“十二五”的发展打下了坚实的基础，未来中国供水和污水处理市场的需求巨大。

供水价格方面，2014 年 1 月 3 日，国家发展改革委、住房城乡建设部印发《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》，部署全面实行城镇居民阶梯水价制度。指导意见明确，2015 年底以前，设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度；具备实施条件的建制镇也要积极推进。各地要按照不少于三级设置阶梯水量，第一级水量原则上按覆盖 80% 居民家庭用户的月均用水量确定，保障居民基本生活用水需求；第二级水量原则上按覆盖 95% 居民家庭用户的月均用水量确定，体现改善和提高居民生活质量的合理用水需求；第一、二、三级阶梯水价按不低于 1:1.5:3 的比例安排，缺水地区应进一步加大价差。

然而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。同时，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。

行业扶持政策推进污水处理行业持续增长，回用及乡镇污水处理市场潜力巨大。

2013 年，国家及地方政府相继出台多个污水处理行业扶持政策，对污水处理行业的发展产生了明显的助推作用。

表 1：2013 年部分污水处理行业发展政策

政策名称	出台时间	发布机关	主要内容
城镇排水与污水处理条例	2013.10	国务院	包括总则、规划与建设、排水、污水处理、设施维护与保护、法律责任等部分，鼓励社会资金参与投资、建设和运营城镇排水与污水处理设施，旨在保障城镇排水与污水处理设施安全运行
关于加快发展节能环保产业的意见	2013.8	国务院	加大中央预算内投资和中央财政节能减排专项资金对污水处理行业的投入，鼓励地方政府加大投入力度，加快重点流域、清水廊道、规模化畜禽养殖场等重点水污染防治工程建设
循环经济发展和 2013 年近期行动计划	2013.01	国务院	到 2015 年，工业用水重复利用率超过 90%，城镇污水处理设施再生水利用率超过 15%，政府将从价格政策、价格和收费政策方面对污水处理行业进行支持

资料来源：中国水网

我国中水回用项目起步较晚，与发达国家相比项目较少，但随着国家环保政策的推进和居民环保意识的增强，我国中水回用项目将迎来大量的投资机会，未来，以深度处理和污水回用为主的污水处理市场将迅猛发展。

从污水处理厂建设情况来看，根据住房和城乡建设部信息，截止 2013 年 9 月底，全国已有 651 个设市城市建有污水处理厂，约占设市城市总数的 99.1%；累计建成污水处理厂 2,020 座；全国已有 1,336 个县城建有污水处理厂，约占县城总数的 82.3%；累计建成污水处理厂 1,481 座，形成污水处理能力 2,564 万立方米/日。以上数据表明，设市城市和县城的污水处理厂拥有率已经趋向饱和，后期增长速度趋缓。与此相反，乡镇污水处理市场则潜力巨大。目前全国约有 60 万个行政村，按照其中 1/3 即 20 万个行政村迫切需要治理，每个行政村治理需要 50 万元计算，则共需投入资金 1,000 亿元。

中诚信证评认为，2013 年行业政策持续推进污水处理行业快速增长，且深度处理及污水回用潜力

巨大，此外，与趋于饱和的城市污水处理市场相比，乡镇污水处理市场具有较为广阔的发展空间。

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。

“十一五”期间我国环保总投资额与固废处理投资额分别为 2.16 万亿元、2,100 亿元，到“十二五”末将分别达到 3.4 万亿元、8,000 亿元，从投资占比情况来看固废处理占比由“十一五”的 9.7% 提高到 23.5%，固废处理将进入快速发展的阶段。

从细分行业来看，“十二五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设计划总投资约 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%。

环保部印发的《“十二五”危险废物污染防治规划》指出，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。

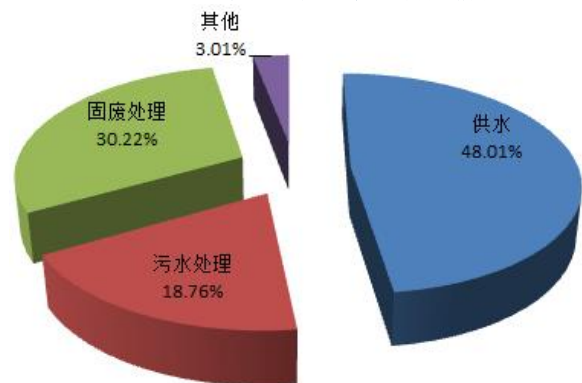
从垃圾焚烧发电项目的建设情况来看，截至 2013 年 9 月，我国已经投入运营的垃圾焚烧发电厂约 159 座，总垃圾处理规模为 14.5 万吨，发展势头良好。

中诚信证评认为，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，发展环保节能的洁净能源已经成为大势所趋，随着国家环保压力的增强，环境保护要求将越来越高，我国固废处理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。2013 年公司实现营业总收入 10.01 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 48.01%、30.22% 和 18.76%，其余则为安装费和北京首钢垃圾焚烧发电项目技术服务收入等少量其他业务收入。

图 1：2013 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

公司售水业务稳步增长；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%。2013 年，公司下属子公司九江自来水有限公司收购佛山市铂锦水务有限公司 100% 股权，此外，子公司佛山市南海瀚蓝供水投资有限公司增资南海西岸自来水有限公司，持有西岸水司 60% 股权，公司已将铂锦水务和西岸水司纳入公司合并报表范围，在南海供水市

市场占有率进一步提升。

2013年,公司该板块业务实现稳健经营,售水量稳重有升。全年售水量为34,981万M³,供水量为36,114万M³,同比分别增长3%和1.54%。全年该板块业务收入4.81亿元,同比增长4.73%。

表 2: 2011~2013 年公司自来水产销情况

指标	2011	2012	2013
供水量(万M ³)	35,951	35,568	36,114
销售量(万M ³)	34,113	33,961	34,981
平均水价(元/M ³)	1.3391	1.3517	1.3743

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,2013年占比分别为78.81%和21.19%。2013年趸售制中镇级水司的占比为66.22%,村级水站占比12.58%。

表 3: 2012~2013 年公司的售水结构

单位: 万 M³

类别	2012 年		2013 年	
	售水量	占比 (%)	售水量	占比 (%)
趸售	27,998	82.44	27,568	78.81
镇级水司	22,653	66.70	23,166	66.22
村级水站	5,345	15.74	4,402	12.58
直供	5,963	17.56	7,413	21.19
居民	2,731	8.04	3,282	9.38
非居民	3,191	9.40	4,087	11.68
特种行业	41	0.12	44	0.13
合计	33,961	100	34,981	100

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

水价方面,2013年水价维持上年水平,仍按照南海区物价局和政府定价执行。但由于公司售水结构的变动,综合平均水价较上年有所提高。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,公司通过银联平台和市内中行、工行、农行、建行、广发行、佛山及南海农商行共6家联网银行签订代缴协议,2013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 4: 截至 2013 年底公司供水资产分布情况

单位: 万 M³

水厂	日制水能力	平均日供水量
桂城水厂	38	33.66
第二水厂	75	60.91
九江水厂	13	4.38
合计	126	98.95

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稳步推进,已完成工程量的92%,计划于2014年上半年完工并投入使用。2013年公司投入资金3.17亿元,累计已投资5.33亿元,投资进度约为40.44%。

公司已于2012年8月7日非公开发行股票,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。此外,公司于2011年9月22日与南海区人民政府签订《桂城水厂整体迁移协议书》,拟对公司下属的桂城水厂进行整体迁移,南海区人民政府将对公司进行货币补偿,应补偿款估算为13.23亿元,具体补偿款按实际发生的费用计算。目前,公司已配合政府启动收回桂城水厂土地使用权并改为商住用地功能,预计土地拍卖工作将于2014年进行,根据此前市场研究机构的估算,功能调整后的桂城水厂土地使用权市场价值约为18-20亿元。土地拍卖后,公司将根据与南海区政府签订的协议书,获得现金补偿。届时,公司的资金压力有望减轻,同时公司的资产负债率有望下降,资产流动性有望提升。

总体来看,公司在南海区市场占有率较高,水费回收率较好,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。

2013 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。

2013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1.88亿元,同比增长8.43%。从污水处理能力方面来看,受2013年9月公司下属禹门污水处理厂、樵汇污水处理厂投产运营以及

部分污水处理厂按处理规模的 100% 保底结算的影响，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 17,635 万 M³，同比增长 6.35%，结算量为 20,601 万 M³，同比增长 8.17%。

表 5：2013 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	16.47
罗村污水处理厂	1.10
罗村务庄污水处理厂	1.13
九江明净污水处理厂	4.47
西樵樵泰污水处理厂	1.74
丹灶横江污水处理厂	1.22
丹灶城区污水处理厂	1.12
金沙城北污水处理厂	1.13
松岗污水处理厂	2.71
官窑污水处理厂	1.01
狮山东南污水处理厂	2.81
小塘北江污水处理厂	2.90
大沥城西污水处理厂	3.14
里水城区污水处理厂	3.48
里水和桂污水处理厂	0.30
禹门污水处理厂	1.61
和顺城区污水处理厂	1.70
樵汇污水处理厂	0.016
合计	48.326

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从日处理能力来看，公司下属 19 个污水处理项目运营状况良好，日处理能力为 56.3 万 M³，较上年增加 0.5 万立方米/日。

表 6：2013 年公司污水处理项目日处理能力

污水处理厂	日处理能力（万 M ³ ）
平洲污水处理厂	10
平洲污水厂三期	6
东南污水厂	5
小塘北江污水厂	4
松岗污水厂 2 期	3
松岗污水厂 1 期	1
官窑污水厂	1
横江污水处理厂	1.3
城区污水处理厂	1
城北污水处理厂	1
樵泰污水处理厂	2
净蓝污水处理厂一期	2
净蓝污水处理厂二期	3
里水城区一期	4
和桂污水厂	0.5
和顺城区污水厂	2
大沥城西污水处理厂	5
罗村污水处理厂	1
罗村务庄污水处理厂	1
禹门污水处理厂	2
樵汇污水处理厂	0.5
合计	56.3

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，2013 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，积极寻求污水处理项目的并购，并探索展开污水管网委托运营等新业务，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。

2013 年，由于新增飞灰固化项目和南海污泥干化处理项目、小塘和大沥西垃圾转运站投产等原因，公

司固废处理业务收入呈现较大幅度增长。全年，公司固废处理业务共完成收入 3.03 亿元，同比增长 31.86%。

从垃圾处理业务来看，公司全年销售量完成 96.95 万吨，同比增长 35.18%。然而由于 2013 年 1 月起，一厂关闭导致公司垃圾焚烧产能降低，全年垃圾处理量为 62.92 万吨，同比下降 12.27%，公司部分垃圾系外运处理。公司 2013 年发电效率有所提高，故全年上网电量为 18,831 万千瓦时，基本与上年持平。目前公司上网电价仍为 0.65 元/KWH。

表 7：2011~2013 年公司固废处理业务运营情况

类别	2011	2012	2013
垃圾处理能力(吨/日)	1900	1900	1500
垃圾处理量(万吨)	34.55	71.72	62.92
上网电量(万 kwh)	9,089	18,835	18,831
上网电价(元/kwh)	0.58 ² /0.689	0.689 ³ /0.65 ⁴	/0.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从公司未来规划来看，目前老一厂已处于停止运营的状态，公司正对其进行改扩建，2012 年一厂改扩建项目主设备招标工作已基本完成，目前正在有序筹建中。2013 年完成投资 0.59 亿元，累计完成投资投入 2.46 亿元，占总投资额 32%。预计一厂改扩建项目于 2014 年底建成，2015 年上半年投产运营。南海区政府就垃圾焚烧发电一厂提前关闭给予公司补偿金 2000 万元，分两年拨付。公司 2013 年实际收到补偿 1000 万元，计入当期损益。

垃圾转运系统建设方面，2013 年小塘和大沥西垃圾中转站投入运营，目前公司目前投资建设的 10 个转运站已全部正常投运，转运垃圾能力将达到 3000 吨/日。受此影响，公司 2013 年垃圾转运处理量和销售量均为 87.50 万吨，同比增长 34.06%。南海垃圾转运站项目计划总投资 3.3 亿元，2013 年投资资金 0.40 亿元，累计完成投资 2.87 亿元。

另外，南海污泥处理项目已于 2013 年 7 月建成投产，项目总投资约 2.07 亿元，2013 年完成投资 1.04 亿元，累计完成投资 1.19 亿元。特许经营期自本项目正式商业运行或市政部门确认之开始商业运营日起，截至南海垃圾焚烧发电一厂改扩建

项目特许经营期终止日同时终止。从结算情况来看，根据已签署的 BOT 合同，公司将每月截至月末的污泥处置服务费计算出当月的结算单，于次月的第 5 日前提交给南海市政管理部门，市政管理部门在收到结算单后，应对当月的计算单予以审核并在 5 日内向公司出具审核后的正式支付凭证，并在审核后 5 日内向公司支付污泥处置服务费。2013 年公司完成污泥处理量 2.32 万吨。

2013 年，公司新增南海飞灰处置项目，该项目总投资 546 万元，已于 2013 年建成投产，当年公司该业务实现飞灰处理量 2.75 万吨。

总体来看，公司固废处理业务产业链较为完善，公司的南海固废环保产业园在业内具有一定影响，固废处理的“南海模式”得到了国家住房和城乡建设部的认可。公司固废业务发展较快，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，随着新业务的不断开展，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逐步注入，同时重大资产重组启动，公司业务范围将逐步拓宽，资产规模进一步扩大，盈利能力有望获得进一步提升。

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 2013 年 12 月 31 日，公司已完成实际增资，持股比例达到 40%。

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；

² 一厂含税价。

³ 二厂含税价（1-3 月）。

⁴ 二厂含税价（4 月后）。

2013年，燃气公司年销售收入达11.55亿元，净利润1.32亿元，分别较上年增长14.58%和48.31%。

2013年10月，公司启动重大资产重组项目，拟以发行股份及支付现金方式购买创冠中国100%股权和燃气发展公司30%股权，并募集配套资金约7.5亿元。创冠中国目前是国内固废处理行业的龙头企业之一，建成和在建垃圾焚烧项目总的处理规模为11500吨/日，该重组项目有望带动公司业务向全国性领域发展，资产规模约达到100亿元，总营业收入有望超过约26亿元。目前重大资产重组项目已经公司股东大会审议通过，尚需中国证监会、国家商务部等部门核准。

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2011~2013年合并财务报告。

资本结构

2013年公司各板块业务继续稳步发展，同时公司对污水处理和固废处理业务仍保持较高的投资力度，资产与负债水平均有所增长，资产负债率有所上升，但仍处于适中水平。截至2013年12月31日，公司所有者权益增加至24.84亿元，较上年略有增长；资产规模达到54.28亿元，同比增长17.11%；负债规模29.45亿元，同比增长26.20%；资产负债率为54.25%，同比上升3.91个百分点。

图2：2011~2013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2013年底公司固定资产、无形资产、在建工程和货币资金分别为11.99亿元、17.77亿元、7.10亿元和3.92亿元。公司2013年在建工程较上年增长91.28%，主要系

新桂城水厂及其管道工程和子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司一厂改扩建项目投入大幅增加所致；货币资金较上年下降47.55%，主要系2013年支付佛山市南海燃气发展有限公司增资款以及构建其他长期资产支付现金增加所致；2013年末公司预付款项2.55亿元，同比增长3400.74%，主要系年预付创冠环保(中国)有限公司股权收购款2.5亿元所致；2013年公司长期股权投资为5.08亿元，较上年增加99.38%，主要系公司增加对燃气发展公司的股权投资所致。

公司2013年项目投入不断增加，资本支出较大，其债务规模较上年有所增加，当年公司总债务规模为19.11亿元，同比上升16.29%，资产负债率为54.25%，较上年增加3.91个百分点，总资本化比率为43.48%，较上年增加1.82个百分点。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进一步提升。

从债务结构来看，公司2013年一年内到期的长期借款为1.43亿元，较上年略有增加，导致短期债务规模同步上升，但公司债务仍以长期债务为主，短期债务/长期债务指标为0.12，债务期限结构合理。

图3：2011~2013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，致力于成为全国有影响力的系统性环境服务投资商和运营服务商，公司2013年资产规模及债务规模均不断提高，但资本结构仍较为稳健，且债务结构合理。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

2013 年公司供水业务稳步增长, 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 10.01 亿元, 同比增长 13.12%。分业务来看, 2013 年公司供水业务实现收入 4.81 亿元, 同比增长 4.73%; 污水处理业务实现收入 1.88 亿元, 较上年增长 8.43%, 主要是 2013 年 9 月公司下属禹门污水处理厂投产运营以及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 3.03 亿元, 同比增长 31.86%, 主要是 2013 年新增飞灰固化项目和南海污泥干化处理项目、小塘和大沥西垃圾转运站投产所致。

表 8: 公司 2012~2013 年分业务收入和毛利率情况

单位: 亿元

业务	2012		2013	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
自来水生产和供应业务	4.59	37.89	4.81	37.84
污水处理业务	1.73	39.15	1.88	40.45
固废处理业务	2.29	47.97	3.03	38.32

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略有波动, 2013 年公司营业毛利率为 38.50%, 同比下降 2.15 个百分点。分业务来看, 2013 年公司供水业务毛利率为 37.84%, 基本与上年保持持平; 污水处理业务毛利率为 40.45%, 较上年增加 1.30 个百分点, 主要是由于当年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 38.32%, 同比下降 9.65 个百分点, 主要原因有两个, 一是 2013 年 1 月一厂关闭后, 二厂现有产能难以处理全部的垃圾, 部分垃圾需要外运进行填埋处理, 增加了运费、填埋处理等费用, 另一方面减少了发电量, 从而减少了收入; 二是二厂项目上网电价下调所致。

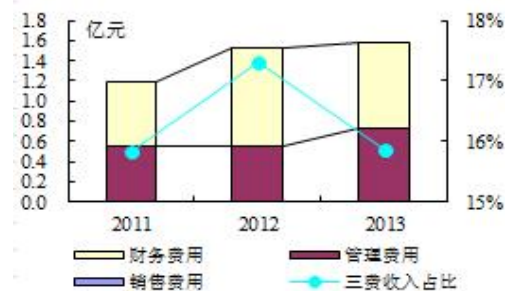
图 4: 公司 2011~2013 盈利能力分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从期间费用来看, 2013 年公司三费合计 1.59 亿元, 较上年增加了 0.06 亿元。2013 年公司管理费用为 0.72 亿元, 同比增加 32.15%, 主要由于公司业务扩张及进行重大资产重组等支出部分评估、审计、法律顾问、差旅等费用。虽然管理费用有所增加, 但公司同期收入水平亦有增加, 2013 年公司三费收入占比下降至 15.85%, 较上年下降了 1.45 个百分点。

图 5: 2011~2013 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, 2013 年公司利润总额为 2.77 亿元, 较上年增长了 23.26%, 公司 2013 年由于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 2.20 亿元, 较上年增加 9.08%, 主营业务持续实现盈利增长。

图 6: 2011~2013 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以及新业务的投产运营, 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

2013年，公司因资本投入较大导致债务规模较上年有所提升，年末公司总债务为19.11亿元，同比增加16.29%。

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。2013年，公司EBITDA为5.61亿元，较上年增长13.50%。

图 7：2011~2013 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2013年公司主营业务经营稳定，经营性现金流实现净流入4.97亿元，基本与上年持平。公司2013年工程投入增加以及对燃气公司增资致使当年投资活动产生的净现金流为-12.09亿元，同比增加65%。2013年公司银行借款减少，当年筹资活动净现金流为3.57亿元，较上年下降14.27%。总体来看，公司现金流状况保持稳定，资金较为充裕。

表 9：2011~2013 现金流分析

财务指标	单位：亿元		
	2011	2012	2013
经营活动净现金流	2.04	4.97	4.97
投资活动产生现金流入	0.39	0.81	0.35
投资活动产生现金流出	6.29	8.14	12.44
投资活动净现金流	-5.89	-7.32	-12.09
筹资活动净现金流	5.47	4.16	3.57
现金及现金等价物净增加额	1.63	1.81	-3.55

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标看，2013年EBITDA利息倍数为5.32倍，总债务/EBITDA指标为3.41，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，公司经营性现金流状况保持良好，2013年经营活动净现金流利息保障倍数为4.71倍，经营净现金流/总债务指标为0.26，现金流对债务本息的保障能力较强。

表 10：2011~2013 年偿债能力分析

财务指标	2011	2012	2013
总债务（亿元）	16.85	16.43	19.11
EBITDA（亿元）	3.99	4.94	5.61
资产负债率（%）	54.08	50.34	54.25
长期资本化比率（%）	47.47	40.86	40.74
总资本化比率（%）	48.44	41.65	43.48
EBITDA 利息倍数（X）	4.61	4.63	5.32
总债务/EBITDA（X）	4.22	3.32	3.41
经营净现金流/总债务（X）	0.12	0.30	0.26
经营净现金利息倍数（X）	2.36	4.66	4.71

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2013年末，公司未清担保余额为773.44万元，占期末归属母公司所有者权益的0.32%，或有负债风险较小。

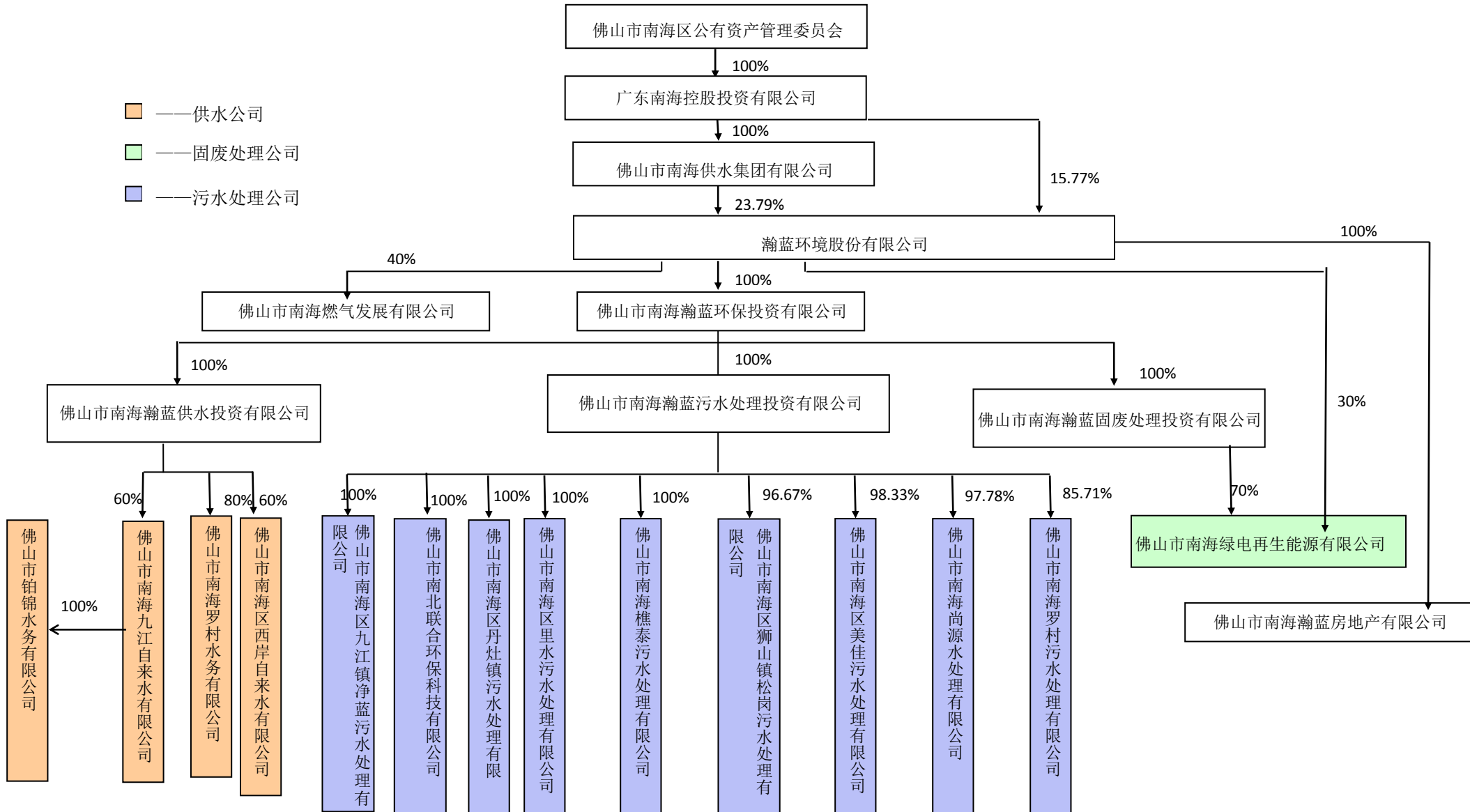
公司与银行保持着良好的合作关系，融资渠道畅通，截至2013年末，公司共获得中国农业银行、华夏银行、中国银行、招商银行及中信银行共31.69亿元的授信总额，其中已使用2.79亿元，未使用28.89亿元，备用流动性较好。

总体看，公司的债务水平适中，经营获现能力稳定，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，未来公司资产重组和配套募集成功后，自有资本实力有望得到进一步提升，偿债能力有望进一步提高。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：瀚蓝环境股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：瀚蓝环境股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	56,676.83	74,751.88	39,209.76
应收账款净额	7,241.43	4,919.46	7,966.69
存货净额	1,964.05	2,459.46	5,204.12
流动资产	85,747.20	87,638.99	83,261.56
长期投资	927.26	25,479.90	50,802.48
固定资产合计	136,951.52	157,892.51	193,265.54
总资产	390,444.08	463,530.16	542,840.40
短期债务	7,761.75	5,229.25	20,326.25
长期债务	160,707.66	159,058.14	170,726.58
总债务(短期债务+长期债务)	168,469.41	164,287.39	191,052.83
总负债	211,141.03	233,336.71	294,465.97
所有者权益(含少数股东权益)	179,303.06	230,193.46	248,374.43
营业总收入	74,769.81	88,526.80	100,144.94
三费前利润	31,109.60	35,498.78	37,892.14
投资收益	22.72	2,216.76	4,766.83
净利润	16,071.50	19,201.74	23,484.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	39,878.46	49,413.03	56,085.40
经营活动产生现金净流量	20,446.07	49,724.03	49,655.83
投资活动产生现金净流量	-58,925.51	-73,246.72	-120,858.77
筹资活动产生现金净流量	54,744.49	41,597.74	35,660.82
现金及现金等价物净增加额	16,265.05	18,075.05	-35,542.12
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	42.24	40.65	38.50
所有者权益收益率(%)	8.96	8.34	9.46
EBITDA/营业总收入(%)	53.33	55.82	56.00
速动比率(X)	1.67	1.17	0.65
经营活动净现金/总债务(X)	0.12	0.30	0.26
经营活动净现金/短期债务(X)	2.63	9.51	2.44
经营活动净现金/利息支出(X)	2.36	4.66	4.71
EBITDA 利息倍数(X)	4.61	4.63	5.32
总债务/EBITDA(X)	4.22	3.32	3.41
资产负债率(%)	54.08	50.34	54.25
总资本化比率(%)	48.44	41.65	43.48
长期资本化比率(%)	47.27	40.86	40.74

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。