

# 信用等级通知书

信评委函字 [2014] 跟踪229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2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“05渝水务债”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，此次跟踪评级维持公司债券AAA的债项信用等级。

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

二零一四年六月二十五日

## 2014 年度重庆水务集团股份有限公司公司债券跟踪评级报告

受评主体 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)	存续期	本次债 项信用 等级	上次债 项信用 等级
05 渝水务债	17	2005-4-26~ 2015-4-26	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）	2011	2012	2013	2014.3
总资产（亿元）	173.90	179.37	198.82	208.41
所有者权益（亿元）	115.95	123.98	130.38	133.28
总负债（亿元）	57.94	55.39	68.44	75.13
总债务（亿元）	37.06	35.43	48.43	48.12
营业总收入（亿元）	37.75	39.69	40.00	10.27
EBIT（亿元）	17.35	19.82	20.99	—
EBITDA（亿元）	22.55	25.22	26.58	—
经营活动净现金（亿元）	19.11	19.82	22.73	6.71
营业毛利率（%）	46.77	47.53	50.27	43.76
EBITDA/营业总收入（%）	59.73	63.56	66.45	—
总资产收益率（%）	10.26	11.15	11.10	—
资产负债率（%）	33.32	30.88	34.42	36.05
总资本化比率（%）	24.22	22.23	27.09	26.53
总债务/EBITDA（X）	1.64	1.40	1.82	—
EBITDA 利息倍数（X）	19.97	19.04	14.74	—
中国农业银行	2011	2012	2013	
资产总额（百万元）	11,677,5770	13,244,342	14,562,102	
净利润（百万元）	121,956	145,131	166,211	
总资本（百万元）	649,788	751,354	844,537	
净利息收入（百万元）	307,199	341,879	376,202	
不良贷款率（%）	1.55	1.33	1.22	
平均资本回报率（%）	20.46	20.72	20.83	

注：重庆水务 2011~2013 年以及 2014 年一季度财务报告执行新会计准则。

### 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

2014 年 6 月 25 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。

中诚信国际肯定了公司在重庆地区的业务优势、很强的盈利能力以及较低的负债水平等优势；中诚信国际也关注到公司可能存在的污水处理结算价格下调风险以及汇率波动风险等因素对公司的影响。中诚信国际同时考虑到中国农业银行提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

### 优势

- **显著的区位优势 and 持续提升的运营实力。**公司的供排水业务在重庆市主城区市场占有率较高，如将合营及联营公司包括在内，垄断优势显著。在建水厂计划年内投产，供水能力增加 20 万立方米/日；已投产水厂后续项目随着重庆市市政工程及管网项目的建设推进，产能也将逐步释放，公司供水量将进一步提升。
- **公司拥有较强的盈利能力。**公司供排水业务区域垄断优势明显，业务平稳发展，利润稳定增长，整体盈利能力较强。同时，重庆市将推行阶梯水价，工商企业水价，尤其是二、三档水价的提升将使得公司盈利能力进一步增强。
- **较低的负债水平。**公司资产负债率维持在较低水平，货币资金充裕，且截至 2013 年末公司尚有一定未使用银行授信额度，流动性较好。
- **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 9.62% 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

- **未来可能存在污水处理结算价格下调风险。**目前公司污水处理结算价格仍按照 3.25 元/立方米的第二期结算价格核定，公司未来或面临结算价格向下调整而导致的经营和效益风险。
- **汇率波动风险。**公司拥有外币借款，汇率波动所产生的汇兑损益将对公司的财务费用及利润总额产生影响。

## 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 2013 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

**受益于“一圈两翼”的发展战略，重庆市区域经济持续较快增长，财政实力不断增强，但债务率较高，且债务压力下沉的趋势明显**

重庆市位于长江上游，东邻湖北、湖南，南靠贵州，西接四川，北连陕西，是中西部地区唯一的直辖市，也是西南工商业重镇和水陆交通枢纽。全市面积 8.24 万平方公里，下辖 19 个行政区和 19 个县（自治县）。

2013 年，重庆市实现地区生产总值（GDP）12,656.69 亿元，比上年增长 12.3%。在宏观经济持续下行的背景下，重庆市 GDP 增速也呈逐年放缓趋势，但仍高于全国平均增速。分产业来看，2013 年，重庆市三次产业增加值分别为 1,002.68 亿元、6,397.92 亿元、5,256.09 亿元，同比增速分别为 4.7%、13.4% 及 12.0%，三次产业结构比为 7.9: 50.5: 41.6。按常住人口计算，全年人均 GDP 达到 42,795 元，比上年增长 11.3%。

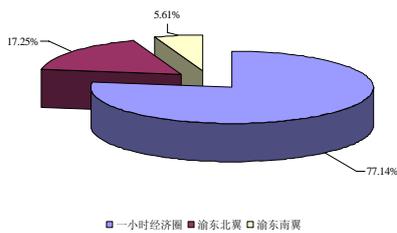
图 1：2009 年~2013 年重庆市主要经济指标



资料来源：重庆市统计信息网、中诚信国际整理

为发挥大城市对大农村的辐射和带动效应，重庆市确立了“一圈两翼”的发展战略，即在以主城区为核心、一小时通勤距离为半径的范围内，创造条件形成一个具有明显集聚效应、规模经济和竞争优势的城市群，带动渝东南、渝东北“两翼”地区发展。2013 年，属于“一小时经济圈”的都市功能核心区实现地区生产总值 3,647.46 亿元，比上年增长 9.9%，占全市生产总值的 28.8%；都市功能拓展区实现地区生产总值 1,885.47 亿元，增长 12.8%，占全市的 14.9%；城市发展新区实现地区生产总值 4,230.23 亿元，增长 13.3%，占全市的 33.4%；渝东北翼生态涵养发展区实现地区生产总值 2,183.79 亿元，增长 13.2%，占全市的 17.3%；渝东南翼生态保护发展区实现地区生产总值 709.74 亿元，增长 13.5%，占全市的 5.6%。

图 2：2013 年重庆市地区生产总值构成

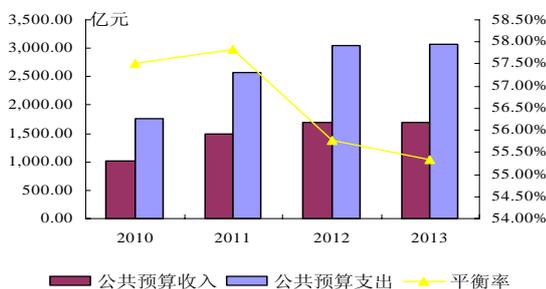


资料来源：重庆市统计公报、中诚信国际整理

在三峡工程建设、西部大开发等政策叠加的作用下，重庆市经济实力显著增强。重庆市自身经济实力较强，笔记本相关产业、汽车、摩托车产业发达，随着西部大开发战略的深入，重庆市的经济发展基础将更加坚实。但中诚信国际也注意到，重庆市经济发展质量不高、自主创新能力不强、产业结构有待优化，房地产等相关行业对经济贡献较大，但房地产行业风险不断积聚，这些都将成为制约其经济发展的因素；另外，分属“一圈两翼”的各个区县初步形成协同效应但发展不平衡的问题仍较为突出。

财政方面，2013 年受宏观经济增速放缓的影响，重庆市公共财政预算收入 1,692.90 亿元，总量和增速较上年均有所下降，但总体保持平稳。2013 年，重庆市级公共财政预算收入完成 663.6 亿元，其中，税收收入完成 414.5 亿元，增长 14.5%；非税收入 249.1 亿元，增长 11.4%。

图 3：2010 年~2013 年重庆市一般预算收支情况



资料来源：重庆市统计年鉴，中诚信国际整理

2013 年重庆市税收收入完成 1,112.3 亿元，全年增长 14.60%，税收规模首次突破千亿。其中，增值税、营业税、企业所得税分别完成 107.3 亿元、424.1 亿元和 135.7 亿元，营业税增幅居首。分行业看，建设投资领域贡献超过 50%，增长 16.90%，较

上年提高 8.6 个百分点；工业税收占比逐月回升，全年增长 11.70%，较上年提高 9.3 个百分点；金融业税收增长 15.40%，继续保持较快增长。辖区税收中，建设投资、工业、金融及商贸流通等服务业税收各占三分之一，结构保持相对稳定。

受房地产市场调控政策影响，2013 年重庆市土地出让面积增速稳定，基金预算收入为 1,669.8 亿元，增长 15.5%。重庆市大规模城市建设和旧城改造置换出较大规模的储备土地，未来，重庆市将根据建设需求逐步出让用以平衡资金，但在国家整体宏观调控政策作用下，土地出让增速将受到一定影响。

表 2：2011 年~2013 年重庆市财政收入情况（亿元）

	2011	2012	2013
地方财政收入 (1)	2,908.8	3,137.9	3,362.7
公共财政预算收入	1,488.2	1,703.5	1,692.9
基金预算收入	1,420.6	1,434.4	1,669.8
中央补助、上年结转及其他 (2)	1,843.4	2,209.9	1,818.4
<b>财政总收入 (1) + (2)</b>	<b>4,752.2</b>	<b>5,347.8</b>	<b>5,181.1</b>
地方财政支出 (3)	3,961.7	4,520.0	4,797.0
公共财政预算支出	2,573.5	3,055.2	3,059.9
基金预算支出	1,388.2	1,464.8	1,737.1
上解中央 (4)	21.5	80.3	56.7
<b>财政总支出 (3) + (4)</b>	<b>3,983.2</b>	<b>4,600.3</b>	<b>4,853.7</b>

资料来源：重庆市财政局、中诚信国际整理

2013 年，重庆市地方财政支出增速放缓，为 4,797.0 亿元，其中，公共财政预算支出完成 3,059.9 亿元，增速有所放缓；基金预算支出完成 1,737.1 亿元，同比增长 18.59%。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，2013 年重庆市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）保持平稳，为 55.33%。

根据重庆市审计局发布的政府性债务审计报告，截至 2012 年末，全市政府负有偿还责任债务的债务率为 69.90%，总债务率为 92.75%，债务率很高。截至 2013 年 6 月末，全市各级政府负有偿还责任的债务 3,575.09 亿元，其中信托占 16.92%，BT 占 8.90%，信托、BT 融资占比较高。

截至 2012 年末，在政府负有偿还责任的债务中，区县级债务占比为 72.99%；而截至 2013 年 6 月末，这一比例提高至 74.09%。2012 年重庆市 11 个区县本级、27 个乡镇政府负有偿还责任债务的债

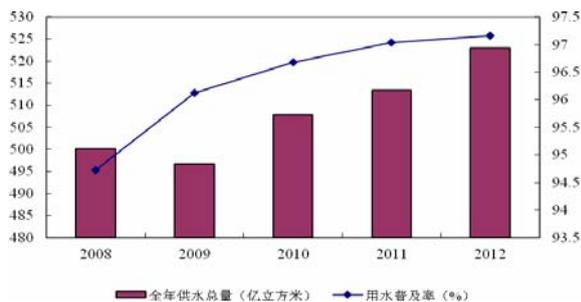
务率高于 100%，其中有 3 个区本级 2012 年政府负有偿还责任债务的借新还旧率（举借新债偿还的债务本金占偿还债务本金总额的比重）超过 20%。截至 2013 年 6 月底，市本级和区县政府负有偿还责任的债务余额 3,538.13 亿元。其中，市本级年均减少 1.91%，区级年均增长 15.99%，县级年均增长 20.42%，债务压力下沉的趋势比较明显。

总体上看，重庆市地区经济保持了较高的增长速度，其经济增长也支撑了重庆市财政实力的稳步增强，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力和支持当地经济发展奠定了良好的基础。未来重庆市财政收入规模还将保持稳定，但政府基金收入增速可能受土地出让增速的影响而放缓。中诚信国际也注意到，重庆市债务率较高，且债务压力下沉的趋势明显。

### 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

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。2008~2012 年，我国用水普及率从 94.70% 提高到 97.16%，但城市供水总量一直保持着低速增长，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。目前来看，我国现有的城市供水能力基本能够满足生产、生活用水的需要，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。

图 4：2008 年~2012 年我国城市供水总量、用水普及率

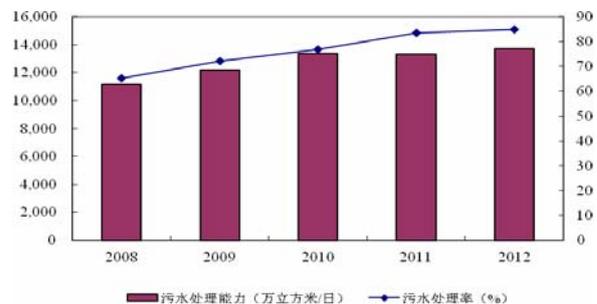


资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

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》，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。在城市供水能力基本饱和的情况下，供水行业的固定资产投资仍将保持较快增长，尤其是针对新标准进行的供水设施改造。

污水处理方面，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。2008~2012 年，我国城市污水处理厂日处理能力从 11,172.50 万立方米增加到 13,692.90 万立方米，污水处理率从 65.30% 提高到 84.90%。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 5：2008 年~2012 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

按照《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》的要求，到 2015 年，我国城市污水处理率将达到 85%。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。

### 公司供水业务平稳增长，未来在建水厂的顺利投产以及重庆市阶梯水价的实施将会有利公司运营实力的进一步增强

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。供水业务在重庆市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 2013 年末，公司合计拥有水厂 33 个，总供水能力 193.30 万立方米/日；2013 年，公司售水收入为 8.90 亿元，供水业务逐年稳固增长。

目前，公司在建的鱼嘴水厂一期（设计日供水能力 20 万立方米/日）预计将于 2014 年投产；此外，新建成的白洋滩水厂一期（设计日供水能力 10 万立方米/日）、井口水厂一期（设计日供水能力 20 万立方米/日）将随着重庆市市政工程及管网项目的建设推进，产能将逐步释放，利用率进一步提升。

表 3：截至 2013 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	15	161.30		
渝南自来水	3	11.20		
万盛自来水	7	6.20		
合川自来水	2	8.00		
两江水务	6	6.60		
合计	33	193.30		
供水指标		2011	2012	2013
供水能力（万立方米/日）		173.30	178.30	193.30
年售水收入（亿元）		7.93	8.35	8.90

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《水价调整改革方案》，自 2010 年起居民自来水终端价格调整为 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。

2014 年 1 月 3 日，国家发改委和住建部联合出台了《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》，对全面实行城镇居民阶梯水价做出部署，要求 2015 年底前，设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度。未来，阶梯水价的实施将促进公司自来水销售收入及利润进一步增长。但考虑到重庆市居民水价高于全国平均水平，提升空间有限；而工商企业水价并不高，具备较大提升空间，尤其是二三档水价的提升将对公司供水业务产生利好。

表 4：公司终端水价构成（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步提升，供水业务对公司整体运营平稳增长提供了较强的保障。未来，随着在建供水项目的顺利投产、水价的调整，公司供水业务收入和盈利水平有进一步增长空间。

### 污水处理业务的区域垄断和价格优势保障了公司该项业务较强的盈利能力，但未来存在一定的结算价格下调风险

2013 年，公司实现污水处理业务收入 23.39 亿元，占当期公司营业总收入比重近 60%，是公司营业收入的主要来源。公司主要负责重庆市主城九区以及重庆市辖下的万州区、涪陵区等 33 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%，在重庆市场占有率约为 96%，具有显著的区域垄断优势。

截至 2013 年末，公司投入运行的污水处理厂有 44 个，总污水处理能力 204.33 万立方米/日；2013 年，公司污水处理结算量为 7.20 亿立方米。

**表 5：2011 年~2013 年公司污水处理情况**

	2011	2012	2013
污水处理厂数目（个）	44	44	44
污水处理能力（万立方米/日）	179.13	199.13	204.33
污水处理结算量（亿立方米）	6.21	6.78	7.20

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)，第二期政府采购污水处理服务结算价格为 3.25 元/立方米（有效期为 2011 年 1 月 1 日~2013 年 12 月 31 日）。由于第三期价格核定所需的部分统计数据尚未对外公布，目前，重庆市财政局已批复同意待统计数据对外披露后两个月内公司再上报第三期价格核定申请，重庆市财政局暂按第二期结算价格计算并支付公司污水处理服务费，差额部分待第三期价格核定后 30 日内再进行结算。考虑到公司较高的污水处理结算价格，公司未来或面临结算价格向下调整而导致的经营和效益风险。

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。尽管污水处理结算价格存在一定的下调风险，但“价格锁定”的结算模式保障了公司污水处理业务仍将保持长期稳定的合理利润。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年财务报告。

### 公司负债水平仍然维持较低水平，货币资金充裕，短期流动性较好

截至 2014 年 3 月末，公司总资产为 208.41 亿元，其中主要系非流动资产，占比达 67.72%。作为重庆市最大的供排水一体化经营企业，公司资产以管网

和在建项目为主，资产结构较为合理。

流动资产方面，截至 2013 年末，公司流动资产为 58.63 亿元，同比增长 23.34%，是公司总资产增加的主要原因。公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成，截至 2013 年末，上述两个科目占流动资产比重分别为 80.93% 和 11.32%。2013 年 1 月，公司成功发行了 15.00 亿元公司债券，募集资金的到位使得公司年末货币资金大幅增加至 47.45 亿元。2014 年 3 月末，因公司收取重庆国际信托有限公司股权转让交易保证金 6.01 亿元等因素，使得期末流动资产增加至 67.26 元。

**表 6：2011 年~2014 年 3 月公司流动资产构成（亿元）**

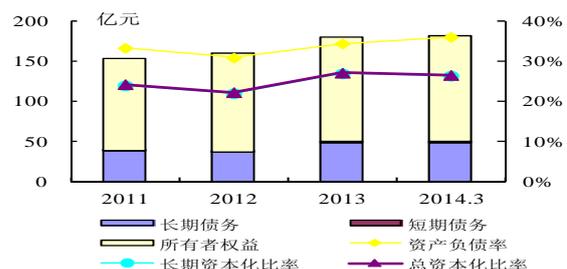
	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	24.49	35.52	47.45	44.87
应收账款	5.42	5.58	6.64	5.50
存货	1.08	1.22	1.32	1.40
预付账款	2.09	1.38	1.23	1.86
其他	4.85	3.84	2.00	13.64
流动资产	37.93	47.53	58.63	67.26

资料来源：公司财务报告

负债方面，受公司债券成功发行的影响，2013 年末，公司总负债由 2012 年末的 55.39 亿元增加至 68.44 亿元；2014 年 3 月末，因公司收取的重庆国际信托有限公司股权转让交易保证金 6.01 亿元列支其他应付款科目，使得公司总负债进一步增加至 75.13 亿元。截至 2014 年 3 月末，公司资产负债率由 2012 年末的 30.88% 推升至 36.05%，尽管如此，公司负债水平仍然维持在较低水平。

从有息债务来看，截至 2014 年 3 月末，公司总债务增加至 48.12 亿元，主要系长期债务，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.01 倍。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 6：2011 年~2014 年 3 月公司资本结构分析**



资料来源：公司财务报告

总的来看，尽管公司债券的发行使得公司负债规模有所增加，但公司资产负债率仍然维持在较低水平，且货币资金充裕，公司流动性较好。

### 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

2013年，公司主营业务收入35.60亿元，较2012年略有下降，主要系公司对外承接工程施工业务减少所致。2013年，公司污水处理业务收入23.39亿元，是营业收入的主要来源。该项业务收入逐年平稳增长，加之其较强的盈利能力，对公司整体运营

实力的增强起到了有力保障。供水业务方面，2013年，公司供水业务收入8.90亿元，同比增长6.56%，但由于各项成本增加，毛利率较2012年下降了0.95个百分点。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，未来几年公司供水业务毛利率仍可能存在小幅下降压力。但整体来看，公司营业毛利率仍处于较高水平，同时考虑到可能存在的污水处理价格下调因素，公司未来面临一定的经营和效益风险。

表 7：2011 年~2013 年公司主营业务收入和毛利率情况（亿元、%）

	2011		2012		2013	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供水	7.93	35.33	8.35	26.67	8.90	25.71
污水处理	20.28	65.86	22.06	68.09	23.39	68.15
工程施工	5.60	15.30	4.57	15.76	2.33	19.15
其他	1.40	25.76	0.79	37.21	0.98	34.18
主营业务收入	35.21	49.35	35.77	51.05	35.60	53.40

资料来源：公司财务报告

2013年，公司的期间费用合计4.34亿元，与2012年基本持平，主要由管理费用构成。2013年，受人工成本上升影响，公司管理费用增加至5.16亿元；财务费用则由于外币借款按期末汇率折算发生汇兑收益而有所下降。2013年，公司三费收入占比为10.85%，总体呈现逐年下降趋势，公司期间费用控制情况较好。2014年1~3月，公司期间费用合计1.70亿元，三费收入占比为16.57%

表 8：2011 年~2014 年 3 月公司期间费用情况（亿元、%）

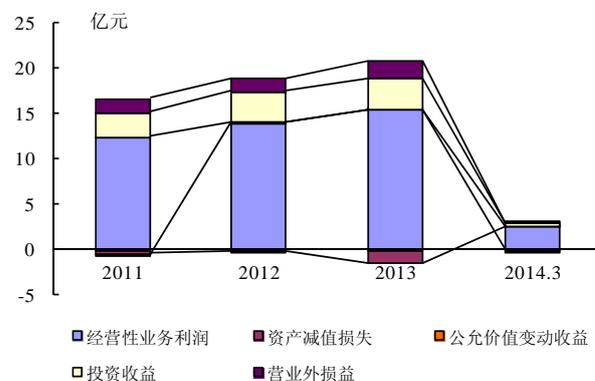
	2011	2012	2013	2014.3
销售费用	0.51	0.56	0.58	0.14
管理费用	4.16	4.73	5.16	0.98
财务费用	0.14	-0.85	-1.40	0.58
三费合计	4.81	4.44	4.34	1.70
营业总收入	37.75	39.69	40.00	10.27
三费收入占比	12.73	11.20	10.85	16.57

资料来源：公司财务报告

2013年，公司经营性业务利润15.45亿元，是公司利润总额的主要构成；同时，公司还确认了其所投资的重庆国际信托有限公司（以下简称“重庆国际信托”）2.23亿元的投资收益<sup>1</sup>并收到了1.94亿元的政府补助，对公司利润总额起到了一定的补

充。2013年12月，公司董事会决定将其持有的重庆国际信托股权通过重庆联合产权交易所挂牌出让；2014年2月，公司发布公告，拟将其持有的23.86%的重庆国际信托有限公司股权以每股4.17元的价格转让给国寿投资控股有限公司，双方已就此交易签署《产权交易合同》，合计购买价格为24.26亿元。2014年1~3月，公司利润总额为2.97亿元，其中经营性业务利润为2.68亿元。

图 7：2011 年~2014 年 3 月公司利润总额结构



资料来源：公司财务报告

<sup>1</sup>因重庆国际信托拟出售，只确认前三季度权益。

整体来看，公司主营业务收入虽有小幅下滑但仍维持稳定，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未来供水价格及污水处理价格调整对公司盈利水平的影响。

### 债务规模的上升使得公司偿债指标略有弱化，但整体来看公司偿债能力依然较强

作为水务企业，公司获现能力较强。2013年，公司经营活动净现金流为22.73亿元，呈现逐年增长趋势。投资活动现金流方面，2013年，公司投资活动净现金流为-11.34亿元。公司在2012年收到了重庆中法供水有限公司和重庆中法唐家沱污水处理有限公司股权转让款，并收回了2011年发放委托贷款和理财产品，使得当年投资活动现金流入大幅增加至13.16亿元。由于上述事项具有不可复制性，公司2013年投资活动现金流入1.81亿元，较2012年明显下滑。2013年，公司投资活动现金流出13.15亿元，其中投资支付的现金为7.23亿元，主要系公司通过银行先后向重庆耀龙农业开发有限公司、隆鑫控股有限公司以及重庆长寿经济技术开发区开发投资集团有限公司发放的委托贷款。筹资活动现金流方面，2013年，受15.00亿元公司债券成功发行的影响，公司当年筹资活动呈现净流入状态。

2014年1~3月，因公司向重庆耀龙农业开发有限公司发放的委托贷款到期，加之收到了重庆国际信托有限公司股权转让交易保证金，公司投资活动现金流入达9.44亿元；投资活动现金流出方面，除购买了12.00亿元的委托理财产品，公司还通过银行向重庆市合川农村农业投资（集团）有限公司发放了3.00亿元的委托贷款，公司当期投资活动现金流出大幅增加至17.65亿元。

表9：2011年~2014年3月公司现金流分析（亿元）

	2011	2012	2013	2014.3
经营活动现金流入	47.05	47.86	51.01	15.00
经营活动现金流出	27.94	28.04	28.28	8.29
经营活动净现金流	19.11	19.82	22.73	6.71
投资活动现金流入	2.38	13.16	1.81	9.44
投资活动现金流出	23.81	6.49	13.15	17.65
投资活动净现金流	-21.43	6.67	-11.34	-8.21
筹资活动现金流入	0.54	1.14	14.86	—

其中：吸收投资	—	—	14.86	—
借款	0.50	—	—	—
筹资活动现金流出	12.25	16.62	14.27	1.07
其中：偿还债务	1.55	2.29	0.67	0.26
筹资活动净现金流	-11.70	-15.48	0.59	-1.07
现金及现金等价物净增加	-14.02	11.01	11.98	-2.58

资料来源：公司财务报告

2013年，债务规模的上升使得公司总债务/EBITDA和经营活动净现金流/总债务两项指标较2012年略有弱化；同时EBITDA利息保障倍数及经营净现金流利息保障系数也较2012年有所下降，但总体来看，公司EBITDA和经营活动净现金流对利息的覆盖能力很强。

表10：2011年~2014年3月公司偿债能力分析

	2011	2012	2013	2014.3
资产负债率（%）	33.32	30.88	34.42	36.05
长期资本化率（%）	23.93	21.97	26.91	26.36
总资本化比率（%）	24.22	22.23	27.09	26.53
总债务/EBITDA（X）	1.64	1.40	1.82	—
经营活动净现金流/总债务（X）	0.52	0.56	0.47	—
EBITDA利息保障倍数（X）	19.97	19.04	14.74	—
经营净现金流利息保障倍数（X）	16.92	14.96	12.61	—

资料来源：公司财务报告

截至2013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，公司全资子公司重庆自来水、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2013年末，公司存在保函保证金180.62万元。

截至2013年末，公司银行授信总额为30.00亿元，未使用额度为13.00亿元，能为公司提供一定的流动性支持。

表11：截至2013年末公司银行授信情况（亿元）

授信银行	授信总额	尚未使用银行授信
农业银行	25.00	8.00
建设银行	4.00	4.00
光大银行	1.00	1.00
合计	30.00	13.00

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 9.62% 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 2013 年末，农行共有境内分支机构 23,547 个，并设立了 13 家海外机构；其员工人数也居国内银行首位，为 478,980 人。截至 2013 年末，该行各项存款余额为 118,114 亿元，贷款余额 72,247 亿元，资产总额 145,621 亿，所有者权益 8,445 亿元，当年实现净利润 1,662 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 2013 年末，农行核心一级资本充足率为 9.25%，资本充足率为 11.86%。该行不良贷款率为 1.22%，较上年下降了 0.11 个百分点；拨备覆盖率为 367.04%，较上年上升了 40.90 个百分点。截至 2013 年末，该行存贷比为 61.17%，较上年略有提高。2013 年该行平均资产回报率为 1.20%，较上年提高了 0.04 个百分点；平均资本回报率为 20.89%，较上年提高了 0.15 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

中诚信国际肯定了公司在重庆地区的业务优势、很强的盈利能力以及较低的负债水平等优势；中诚信国际也关注到公司可能存在的污水处理结算价格下调风险以及汇率波动风险等因素对公司的影响。中诚信国际同时考虑到中国农业银行提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

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）	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	244,938.79	355,180.44	474,466.04	448,691.81
交易性金融资产	308.91	337.61	379.95	339.69
应收账款净额	54,246.34	55,801.79	66,385.57	54,951.09
存货净额	10,769.14	12,166.71	13,192.42	14,031.70
其他应收款	34,938.40	10,671.14	11,700.71	134,519.63
长期投资	435,825.31	369,418.49	450,212.62	464,493.02
固定资产(合计)	768,782.01	805,443.68	818,875.21	816,917.13
总资产	1,738,981.81	1,793,656.49	1,988,207.47	2,084,082.47
其他应付款	41,025.06	22,682.37	18,235.44	81,434.01
短期债务	5,806.04	5,241.56	4,169.15	4,232.68
长期债务	364,802.76	349,038.64	480,143.24	476,987.84
总债务	370,608.80	354,280.20	484,312.38	481,220.52
净债务	125,670.01	-900.24	9,846.34	32,528.72
总负债	579,441.23	553,894.12	684,408.41	751,305.25
财务性利息支出	10,143.02	11,191.41	15,441.47	—
资本化利息支出	1,152.01	2,053.56	2,589.93	—
所有者权益	1,159,540.58	1,239,762.37	1,303,799.06	1,332,777.21
营业总收入	377,536.79	396,873.66	399,957.54	102,732.82
三费前利润	172,880.20	184,895.47	197,886.28	43,833.51
投资收益	25,730.05	33,636.07	34,297.23	1,977.45
EBIT	173,538.70	198,153.21	209,932.85	—
EBITDA	225,519.46	252,238.93	265,774.21	—
经营活动产生现金净流量	191,127.68	198,191.61	227,311.80	67,075.87
投资活动产生现金净流量	-214,326.61	66,740.58	-113,432.86	-82,103.72
筹资活动产生现金净流量	-117,034.26	-154,798.56	5,920.16	-10,724.75
现金及现金等价物净增加额	-140,233.20	110,133.63	119,799.10	-25,752.60
资本支出	79,742.91	48,938.02	50,447.67	10,924.69
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率（%）	46.77	47.53	50.27	43.76
三费收入比（%）	12.73	11.20	10.85	16.57
EBITDA/营业总收入（%）	59.73	63.56	66.45	—
总资产收益率（%）	10.26	11.15	11.10	—
流动比率（X）	2.07	2.81	3.79	3.01
速动比率（X）	2.01	2.74	3.70	2.94
存货周转率（X）	20.51	18.16	15.69	—
应收账款周转率（X）	7.62	7.21	6.55	—
资产负债率（%）	33.32	30.88	34.42	36.05
总资本化比率（%）	24.22	22.23	27.09	26.53
短期债务/总债务（%）	1.57	1.48	0.86	0.88
经营活动净现金流/总债务（X）	0.52	0.56	0.47	—
经营活动净现金流/短期债务（X）	32.92	37.81	54.52	—
经营活动净现金流/利息支出（X）	16.92	14.96	12.61	—
总债务/EBITDA（X）	1.64	1.40	1.82	—
EBITDA/短期债务（X）	38.84	48.12	63.75	—
EBITDA 利息倍数（X）	19.97	19.04	14.74	—

注：2011~2013 年以及 2014 年一季度财务报告执行新会计准则

### 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）	2011	2012	2013
贷款总额	5,639,928.00	6,433,399.00	7,224,713.00
贷款损失准备	-229,842.00	-279,988.00	-322,191.00
关注贷款	314,657.00	295,451.00	276,343.00
不良贷款（五级分类）	87,358.00	85,848.00	87,358.00
总资产	11,677,577.00	13,244,342.00	14,562,102.00
风险加权资产	6,388,375.00	7,216,178.00	9,065,631.00
存款总额	9,622,026.00	10,862,935.00	11,811,411.00
总负债	11,027,789.00	12,492,988.00	13,717,565.00
总资本	649,788.00	751,354.00	844,537.00
净利息收入	307,199.00	341,879.00	376,202.00
手续费及佣金净收入	68,750.00	74,844.00	83,171.00
汇兑净损益	2,686.00	1,483.00	312.00
证券交易净收入	409.00	2,802.00	-2,084.00
投资净收益	-2,139.00	-48.00	3,769.00
其他净收入	826.00	750.00	-202.00
非利息净收入	70,532.00	79,831.00	84,966.00
净营业收入合计	377,731.00	421,710.00	461,168.00
业务及管理费用（含折旧）	-135,561.00	-155,130.00	-167,940.00
拨备前利润	218,838.00	241,599.00	218,838.00
贷款损失准备支出	-62,100.00	-54,628.00	-51,721.00
税前利润	158,201.00	187,927.00	214,174.00
净利润	121,956.00	145,131.00	166,211.00
财务指标（%）	2011	2012	2013
核心资本充足率	9.50	9.67	9.25
资本充足率	11.94	12.61	11.86
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	1.55	1.33	1.22
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	7.13	5.93	5.04
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	263.10	326.14	367.04
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	9.93	8.32	7.52
净息差（净利息收入/平均盈利资产）	2.80	2.75	2.71
拨备前利润/平均总资产	1.99	1.94	1.90
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	20.46	20.72	20.83
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.11	1.16	1.20
非利息净收入占比（非利息净收入/净营业收入）	18.67	18.93	18.42
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	42.07	42.71	42.60
总贷款/总存款	58.61	59.22	61.17

注：2011~2013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。