



信用等级通知书

信评委函字[2014] 019号

中山公用事业集团股份有限公司：

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“中山公用事业集团股份有限公司2014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AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月六日

中山公用事业集团股份有限公司 2014 年公司债券信用评级报告

债券信用等级 AA⁺

主体信用等级 AA⁺

评级展望 稳定

发行主体 中山公用事业集团股份有限公司

发行规模 总发行规模为不超过人民币18亿元(含18亿元),其中本期债券为不超过人民币8亿元(含8亿元)。

债券期限 本期公司债券的期限为3年。

债券利率 根据网下询价簿记结果,由发行人与联席保荐人和主承销商按照国家有关规定协商确定。

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。

担保主体 中山中汇投资集团有限公司

担保方式 全额不可撤销的连带责任保证担保

概况数据

中山公用	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	57.18	60.91	65.86
总资产(亿元)	79.90	76.45	82.05
总债务(亿元)	17.55	10.47	10.17
营业总收入(亿元)	7.95	8.19	8.67
营业毛利率(%)	29.38	31.81	33.61
EBITDA(亿元)	15.49	5.96	8.93
所有者权益收益率(%)	19.12	6.04	9.26
资产负债率(%)	28.43	20.34	19.73
总债务/EBITDA(X)	1.13	1.76	1.14
EBITDA利息倍数(X)	23.98	8.00	14.59
中汇集团	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	61.67	68.48	72.69
总资产(亿元)	106.99	106.74	114.34
总债务(亿元)	31.88	23.86	25.39
营业总收入(亿元)	12.75	12.90	16.17
营业毛利率(%)	26.07	30.25	27.86
EBITDA(亿元)	16.32	7.39	10.08
所有者权益收益率(%)	16.51	4.87	7.65
资产负债率(%)	42.36	35.84	36.43
总债务/EBITDA(X)	1.95	3.23	2.52
EBITDA利息倍数(X)	8.20	3.51	5.55

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

中诚信证券评估有限公司(简称“中诚信证评”)评定“中山公用事业集团股份有限公司(以下简称“中山公用”或“公司”)2014年公司债券”的信用等级为AA⁺,该级别反映了本期债券信用质量很高,信用风险很低。

中诚信证评评定中山公用主体信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。该级别反映了中山公用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。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、公司显著的区域垄断优势、较为稳定的获现能力和盈利能力等有利评级因素。同时,中诚信证评也关注到公司期间费用占比较高以及资本市场波动对公司投资收益影响较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。
- ▶ 显著的区域垄断优势。公司是中山市最大的供水主体和城区唯一的污水处理企业。在中山市内,目前公司自来水供水量占比81%,污水处理量占比约30%,区位优势明显。
- ▶ 较为稳定的获现能力和盈利能力。公司水务、市场租赁业务决定了其市场回报较为稳定,且具有较好的现金流获取能力。与此同时,受益于持有的优质金融资产,公司盈利能力保持稳定。
- ▶ 偿债能力很强。公司的债务压力较小,资本结构稳健,现金流获取能力较强并保持稳定,整体偿债能力很强。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

刘刚 ganghu@ccxr.com.cn

王维 wwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年5月6日

关注

- 较高的期间费用占比对利润水平的影响。公司期间费用占比较高，挤占了一定的经营性业务利润，经营性业务利润水平不高。
- 利润状况较易受资本市场景气度的影响。公司投资收益是利润总额的主要组成部分，由于资本市场景气度变化影响广发证券经营业绩状况，进而导致公司利润状况呈现出一定的波动性。

公司概况

中山公用事业集团股份有限公司原名“佛山市兴华集团股份有限公司”（以下简称“佛山兴华”），于 1992 年 11 月 5 日经广东省企业股份制试点领导小组、广东省经济体制改革委员会“粤股审[1992]81 号”文批准设立。1997 年 1 月 14 日，公司采用“上网定价”方式发行社会公众股（A 股）1,600 万股，于 1997 年 1 月 23 日在深圳证券交易所挂牌交易。佛山兴华于 2000 年将其持有的占总股本 38.93% 的发起人股份（国家股）转让给中山公用事业集团有限公司（以下简称“公用集团”），公司名称由佛山兴华变更为“中山公用科技股份有限公司”（以下简称“公用科技”）。2007 年 7 月，原公用科技实施重大资产重组，通过换股吸收合并公用集团及新增发行 43,845.71 万股 A 股收购五家乡镇供水公司供水主业资产的方式，实现原控股股东公用集团水务资产的整体上市及中山市乡镇供水资产的注入，公司名称由公用科技变更为“中山公用事业集团股份有限公司”。截至 2013 年末，公司总股本 77,868.32 万股，中山中汇投资集团有限公司（以下简称“中汇集团”或“集团”）持有 62.25% 的股权，中汇集团为中山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“中山市国资委”）全资所有企业，公司实际控制人为中山市国资委。

公司主要从事自来水供应、污水处理和市场租赁等业务，同时对外投资了广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）、中山银达担保投资有限公司（以下简称“银达担保”）、中海广东天然气有限责任公司（以下简称“中海广东”）、中山市公用小额贷款有限公司（以下简称“中山小贷”）、广州农村商业银行股份有限公司（以下简称“广州农商行”）等。

截至 2013 年末，公司总资产 82.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）65.86 亿元；2013 年，公司实现营业总收入 8.67 亿元，净利润 6.10 亿元，经营活动现金净流量 3.13 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	本次发行期债券为不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元）。
债券期限	本期公司债券的期限为 3 年。
债券利率	根据网下询价簿记结果，由发行人与联席保荐人和主承销商按照国家有关规定协商确定。
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。
担保主体	中山中汇投资集团有限公司
担保方式	全额不可撤销的连带责任保证担保
担保范围	本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。
募集资金用途	扣除发行费用后，全部用于补充流动资金。

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，近年来行业在城镇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向国有大型水务企业集团以及外资企业集中。

从水务行业的整个产业链布局来看，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属于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所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，其中水资源费通常是由自来水供水企业代收后上交国家；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，再由政府拨付给污水处理企业，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
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 6,700 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。
2012.05	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》指出到 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%。
2013.01	国务院发布《循环经济发展战略及近期行动计划》，指出到 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。

2013.01 国家发改委《关于水资源费征收标准有关问题的通知》指导各地进一步加强水资源费征收标准管理，规范征收标准制定行为，促进水资源的节约和保护。

2013.08 国务院发布《关于加快发展节能环保产业的意见》，指出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。

2013.10 国务院发布《城镇排水与污水处理条例》，条例包括总则、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。

2014.01 国家发改委、住建部《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。2015 年底前，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，也要积极推进居民阶梯水价制度。

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。据国家统计局数据显示，截至 2012 年末，全国城市供水综合生产能力为 27,177.32 万立方米/日，较 2011 年增长 1.91%。供水量方面，全国城市年供水总量年度之间略有波动¹，但总体仍保持稳定。2012 年全年全国城市供水总量为 523.03 亿吨，较上年度增长 1.87%。截至 2012 年末，全国城市供水管道长度已达 59.19 万公里，较上年度增长 3.15%。

用水方面，随着全国用水结构的不断优化，用水效率也在不断提高，2011 年全国城市人均日生活用水量为 170.94 升²，较 2010 年下降 0.49 升。在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，全国城市用水量近年来不断增长，2012 年全国城市总用水量达到了 523.03 亿吨，较上年度增长 1.87%；其中生活用水总量 257.25 亿吨，较上年度增长 3.88%。

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。随着中国水务行业的市场化改革逐步推进，水价持续攀升。一方面，中国人均水资源供应不足以

¹ 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。

² 2012 年度数据缺失。

及供水企业成本，包括药剂和人工成本持续上升；另一方面，中国水价和国际平均水平相比仍处于较低位置，目前中国水价仅为同类型国家水价的1/5~1/4；鉴于以上两方面因素的影响，我们认为未来水价仍将具有一定的上升空间。

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，中国供水行业仍将保持稳定增长。

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：中诚信资讯，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。至 2013 年末，全国城市污水日处理能力达 12,246 万立方米，较 2001 年增长近一倍。需要注意的是，2013 年由于部分落后的城镇污水处理设施被淘汰，当年全国城市污水日处理能力出现了一定程度的下降。

住建部最新公布的《关于全国城镇污水处理设施 2013 年第四季度建设和运行情况的通报》显示，截至 2013 年底，全国设市城市、县累计建成污水处理厂 3,513 座，形成污水处理能力约 1.49 亿立方米/日，较 2012 年末增加处理能力约 680 万立方米/日。其中，全国已有 651 个设市城市建有污水处理厂，占设市城市总数的 99.1%；累计建成污水处理厂 1,999 座，形成污水处理能力 1.22 亿立方米/日，较 2012 年底增加了 500 万立方米/日；全国已有 1,341 个县城建有污水处理厂，占县城总数的 82.6%；累计建成污水处理厂 1,514 座，形成污水处

理能力约 2,600 万立方米/日，较 2012 年底增加了 179 万立方米/日。

从污水处理率来看，2011 年全国城市污水处理率达到 82.6%，2012 年进一步提高到 84.9%，2013 年达到 86% 左右，较 2005 年提高 30 多个百分点，接近发达国家水平。运营方面，2013 年全国城镇污水处理厂累计处理污水 444.6 亿立方米，同比增长 5.2%；运行负荷率达到 82.6%，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。

根据《“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，全国所有设市城市和县城都将具有污水集中处理能力，城市污水处理率提高到 85%，县级市处理率达到 70%，县城污水处理率平均达到 70%，建制镇污水处理率平均达到 30%。“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，新建污泥处理处置规模 518 万吨（干泥）/年，新建污水再生利用设施规模 2,675 万立方米/日。

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尤其是县、镇级污水处理率仍存在一定的提升空间，因此我们认为中国污水处理行业仍会保持旺盛的市场需求。价格方面，“十二五”节能减排力度加大，水价改革不断深化，污水处理价格存在较大的上调机会。

行业关注

受政策、市场双重因素推动，国内水价改革进程不断加快

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全面部署和具体安

排。2014年1月3日，国家发改委和住建部印发《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制定的指导意见》，部署全面实行城镇居民阶梯水价制度。

从以往国内水务行政管理部门的管理措施来看，相关部门主要是通过法律、行政、经济等措施对水资源进行管理和分配。作为一种资源性产品，中诚信证评认为通过价格等经济手段对水资源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；合理调整城市居民生活用水价格，稳步推行阶梯式水价制度”。《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制定的指导意见》明确提出，2015年底前，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。由此可见，我国水价改革进程正不断加快。

供水价格调整以阶梯式水价方式为主，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。2013年10月，国务院《城镇排水与污水处理条例》出台，该条例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。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，居民水价的改革模式已确定以阶梯式水价为主。目前全国36个大中城市，已经有17个实行了居民生活用水阶梯式水价，而全国所有城市中，已实行阶梯式水价的城市数量约占30%，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依。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、调整水价将起到重要的指导作用。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。

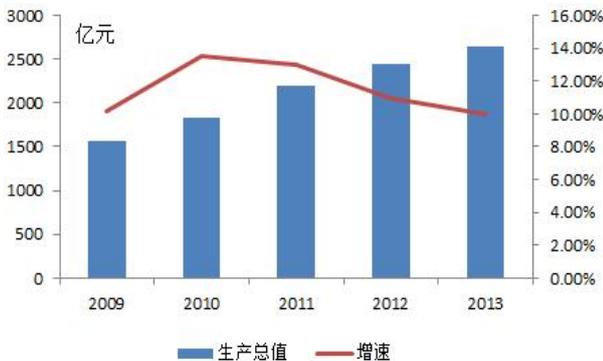
市场地位

区位优势

中山市位于珠江三角洲中南部，珠江口西岸，北连广州，毗邻港澳，总面积1,783.67平方公里，常住人口251.74万。中山市曾是广东省八十年代的四小虎之一，也是第一批被国家统计局列为率先跨入小康水平的六个城市之一。多年来，中山市凭借较好的经济基础和较快的经济增长势头，经济总量始终保持在广东省第5的位置。中山市目前已经拥有国家级产业基地27个，省级技术创新专业镇15个，省级以上名牌名标406个，区域内基本形成了

装备制造、健康医药、电子电信、灯饰光源、家用电器、金属制品、纺织服装、家居家具、精细化工、特色食品十大产业集群。

图 2：2009 年~2013 年中山市经济增长情况



资料来源：中山市统计局，中诚信证评整理

经济环境方面，近年来中山市经济运行连续保持平稳增长态势，经济结构继续调整优化。2013 年中山市生产总值达到 2,638.93 亿元，较上年增长 10.0%。其中，第一产业增加值 66.87 亿元，同比增长 2.2%；第二产业增加值 1,463.71 亿元，同比增长 10.9%；第三产业增加值 1,108.35 亿元，同比增长 9.0%，三次产业结构调整优化为 2.5:5.5:2.0。

交通环境方面，中山市拥有“五纵六横七高速九加密”交通路网布局，90 公里半内拥有深圳宝安、广州白云、珠海三灶等 5 大机场以及深圳赤湾、盐田等 4 大外轮深水港。随着广珠城轨的建设开通，以及未来西部沿海铁路、港珠澳大桥、深中通道的规划建设完成，中山市将成为粤西连接深圳、香港乃至更宽地域的重要交通节点。

人居环境方面，中山市先后获得过联合国人居奖、全国文明城市、国家卫生城市、中国优秀旅游城市、全国环保模范城市、全国生态市、中国最具幸福感城市等多项荣誉。中山市在“十一五”期间投入 170 亿元用于建设大批的生态环保工程，并成为全国第一个国家地级生态市。相关指标显示，中山市在环境保护、人居环境改造方面已经取得了较好的成果。截至 2012 年末，中山市森林覆盖率达到 19.42%，林木绿化率 26%，新建与改造绿地面积 71 万平方米，新种与提升道路绿化 401 公里。2012 年中山市目前已建成污水处理厂 20 座和 669 公里管网，城镇生活污水集中处理率为 87.5%，城区生活垃圾无害化处理率 100%。

总体来看，中山市经济发展较快，为供水、污水处理等公用事业的发展提供了有力的支持。以建设“适宜创业、适宜创新、适宜居住”的新型城市为目标，中山市将进一步加强公用基础设施的建设、维护和管理，加快推进供水和污水处理一盘棋。

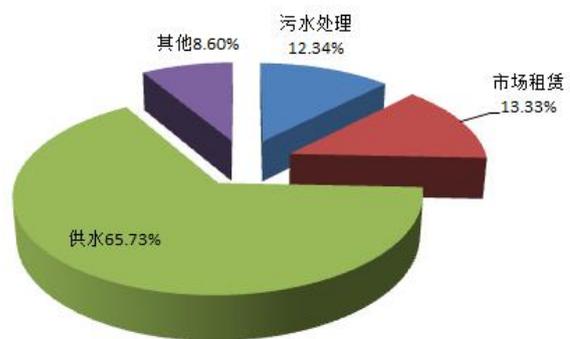
区域市场优势

公司目前是中山市最大的供水主体和城区唯一的污水处理企业。在中山市内，公司自来水供水量占比 81%，污水处理量占比约为 30%，区位优势明显。在供水方面，市政府将在全市范围内全力推动“供水一盘棋”，并确认将公司作为运营主体，对城区、各镇区的供水企业进行整合。污水处理方面，市政府也开始推行全市范围内的“污水一盘棋”，先由公司控股股东中汇集团作为运营主体，通过与各镇区成立合资公司的方式整合各镇区的污水处理资产，未来该部分资产有望注入公司。预计“供水一盘棋”和“污水一盘棋”都将在“十二五”期间完成，未来公司在区域内水务板块的龙头地位将更加突出。

业务运营

公司目前从事的业务主要包括自来水供应、污水处理以及市场租赁业务。2013 年公司实现营业总收入 8.67 亿元，上述三大业务收入占比分别为 65.73%、12.34% 和 13.33%，为营业总收入的主要组成部分。除三大业务外，公司还从事部分物业管理及其他业务，此部分业务收入占比相对较小。

图 3：公司 2013 年主营业务收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水务板块

自来水供应

表 3: 截至 2013 年末公司供水资产分布情况

单位: 万立方米

水厂	日制水能力	平均日供水量	持股比例
中山供水公司	20	6.45	100%
东升分公司	14	8.42	100%
东风分公司	8	7.83	100%
三乡分公司	10	10.88	100%
古镇分公司	12.5	9.87	100%
神湾分公司	0	1.41	100%
港口分公司	0	4.47	100%
板芙分公司	2	3.1	100%
南头水司	8.5	5.68	90%
民众水司	1.5	3.65	55%
沙朗水司	0	2.34	55%
阜沙水司	3	2.92	51%
南镇水司	8	3.85	49%
稔益水司	8	7.98	49%
新涌口水司	8	6.5	49%
中山大丰	50	32.12	33.89%
中山中法	50	26.55	33.89%
合计	203.5	144.02	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司主要负责中山市范围内的自来水供应。中山市下辖 1 个开发区、5 个街道和 18 个镇, 目前全市范围内除小榄镇、黄圃镇、坦洲镇以外, 均由公司担任供水主体, 公司供水的覆盖面积约 1,500 平方公里, 服务人口约为 220 万人。公司的供水业务主要通过全资子公司中山市供水有限公司 (以下简称“中山供水”) 运营。截至 2013 年 12 月 31 日, 公司已经拥有 6 座全资水厂, 3 家控股水厂、3 家参股水厂以及 2 家合作经营水厂, 管网长度 4380 公里, 日制水能力达到了 203.5 万立方米。

表 4: 2011~2013 年公司自来水产销情况

指标	2011	2012	2013
生产量 (万 M ³)	43,669	42,804	42,248
销售量 (万 M ³)	36,686	36,281	36,344
管网漏损率 (%)	15.99	15.24	13.97
水压合格率 (%)	98.00	98.36	99.01

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

近三年来公司自来水生产量和销售量基本保持稳定。2013 年, 公司供水量与售水量分别为 42,248 万立方米和 36,344 万立方米, 基本与上年持平。随着中山市“供水一盘棋”不断推进, 公司也

积极参与整合区域内的其他供水公司, 不断勘察管网, 节省成本费用, 供水效率不断提高, 管网漏损率不断降低。2013 年公司管网漏损率为 13.97%, 同比下降 1.27 个百分点。

表 5: 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	11,084	30.55	11,008	30
直供	25,197	69.45	25,336	70
居民	11,498	31.69	11,313	31
非居民	13,547	37.34	13,871	38
特种行业	152	0.42	152	1
合计	36,281	100	36,344	100

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

售水结构方面, 公司目前分为趸售制和直供水, 2013 年占比分别为 30% 和 70%, 其中趸售对象主要为镇级水司。

水价方面, 2001 年中山市建立了水价听证制度, 调整水价必须召开听证会, 邀请人大、政协和政府各有关部门及各界用户代表参加, 并听取社会各方面意见的, 以确保定价方案科学合理。公司的定价机制主要是由公司向政府物价部门提出调价申请, 由物价部门根据实际情况审议, 召开价格听证会, 通过后公司再执行物价部门制定的价格标准。“十一五”期间中山市自来水均价一直未做调整。2011 年 3 月 1 日, 根据中山市物价局文件 (中价 (2011) 30 号), 原来的行政事业用水、工业用水和经营服务用水将统一合并为“非居民用水”, 合并后水价分为居民生活用水、非居民用水和特种行业用水以及趸售水四级; 中山市中心城区和镇区的非居民生活用水、特种行业用水、趸售水的供水价格, 将分步统一调整为每立方米 1.80 元、3 元、1.46 元, 并依次在 2011 年 9 月和 2012 年 7 月分步调整到位; 而趸售用水的镇区供水价格由各镇区供水公司结合实际情况, 分别在原综合平均水价基础上每立方米调升 0.10 元~0.17 元幅度内制定水价。公司 (含子公司) 调整前综合水价为 1.47 元/立方米, 而 2012 年 7 月调整后的综合水价提升至 1.65 元/立方米, 调整幅度为 12.24%。截至 2013 年末, 公司水价与上年保持一致。

表 6: 公司 2012 年 7 月调整后的水价情况

单位: 元/立方米

	居民生活用水	非居民用水	特种行业	趸售用水
2012	1.60	1.80	3.00	1.52

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 18 个营业点, 并与市内 8 家联网银行签订代缴协议, 近年来水费回收率保持较高的水平, 2013 年为 94%, 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拆表处理, 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, 公司水源主要取自西江小榄水道、鸡鸦水道、洪奇沥水道、西江干流, 以上水源水质均达到国家规定的二级水质标准。虽然中山地处珠江三角洲下游水网地带, 雨量充沛, 处于“丰水”地区。但是由于水资源年内分配不均衡, 每年枯水期遭受咸潮侵袭, 出现局部季节性水资源短缺, 因此公司一方面结合“供水一盘棋”工作的推进, 逐步改造农村自备取水的处理工艺, 实施村村通水工程, 提高农村自来水普及率和供水安全保障; 另一方面积极建设抗咸设施, 科学调度, 保证咸潮期间全市居民的安全用水。

总体来看, 公司供水业务在中山市市场占有率较高, 水费回收率较好, 是公司稳定的收入来源之一。目前公司在政府的协助下, 积极推进其余几个镇区水厂的整合, 力争将中山市所有的水厂纳入到公司统一的供水体系当中。中诚信证评认为, 在中山市“供水一盘棋”规划下, 公司供水业务未来仍有一定的增长空间。

污水处理业务

公司的污水处理业务由全资子公司中山市污水处理有限公司(以下简称“污水处理公司”)负责经营。目前污水处理公司下设中嘉污水处理厂和珍家山污水处理厂两家污水处理厂, 其中中嘉污水处理厂的设计日处理能力为 20 万吨, 污水处理公司已经与中山市建设局签订了《中山市城区污水处理服务合同》, 合同期限为 30 年(2007 年 10 月 18

日~2037 年 10 月 18 日)。珍家山污水处理厂设计处理能力 10 万吨/日, 该厂目前已经于 2011 年内竣工并投入运营。截至 2013 年末, 公司污水日处理能力达到了 30 万立方米。2013 年污水处理实际完成量与结算量均为 9,865 万立方米, 同比增长 6.05%, 实现污水处理业务收入 1.07 亿元, 同比增长 4.77%。

污水处理费收取方面, 市财政局按照公司每月实际的污水处理量, 于次月将污水处理费划拨至公司专用账户。公司污水处理费计费方式是“污水处理单价×污水处理量”。目前, 公司污水处理服务单价为 1.08 元/立方米。

表 7: 截至 2013 年末公司污水处理资产情况

污水处理厂	权益 (%)	日处理能力 (万 M ³)	投产日期	污水处理费 (元/M ³)
中嘉污水处理厂	100%	20	1998.4	1.08
珍家山污水处理厂	100%	10	2011.1	1.08
合计	--	30	--	--

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2010 年 11 月, 中山市政府出台了《中山市镇区生活污水处理设施“一盘棋”工作方案》, 拟通过中汇集团整合各镇区污水处理设施, 引进现代企业管理措施, 最终实现污水处理的标准化管理和市场化运营。目前经市政府确定中汇集团将作为全市污水处理运营平台, 未来经集团公司培育成熟后的污水处理资产有望不断注入公司。

总体来看, 公司近年来污水处理业务发展较为稳定, 并且随着污水管网不断完善, 2014 年公司污水处理业务有望实现较快增长。“十二五”期间在市政府的协调下, 中汇集团将完成全市范围内的“污水处理一盘棋”的资产整合, 未来该部分资产有望在培育成熟后注入公司, 届时公司的污水处理将覆盖全市, 污水处理业务有望持续提升。

此外, 2009 年 8 月, 公司与济宁供水集团总公司共同组建的济宁中山公用水务有限公司(以下简称“济宁公用”)挂牌成立, 公司持有 49% 的股权。济宁公用拥有 5 个供水厂和 1 个污水处理厂, 供水能力 30 万吨/日, 服务面积约 75 平方公里, 服务人口约 70 万人; 污水处理能力 20 万吨/日, 服务面积约 47 平方公里, 服务人口约 50 万人。近三年来, 公司从济宁公用取得的投资收益分别为 963.68 万元、1,016.39 万元和 1,301.92 万元, 呈现良好增长

态势。未来随着自备水井的关闭和供水价格的调整，相关投资收益率有望进一步递增。

市场租赁业务

公司目前在中山市拥有 33 个市场，主要从事农副产品的批发、零售业务，并且垄断优势突出，其中鲜活产品批发业务约占中山市场份额的 80%，果蔬批发业务占 60%，农产品零售占 11%。从布局来看，各市场在全市范围内分布较为均匀，并且基本全部位于城区的繁华路段或者各镇区中心，交通便利。近年来公司对各农贸市场不断进行升级改造，对商户进行精细化管理，出租率呈现出稳步提升态势。

表 8：公司 2011~2013 年市场租赁情况

	2011	2012	2013
出租率 (%)	81.51	85	86.8
收入 (亿元)	1.05	1.08	1.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

市场租赁属于完全竞争行业，随着民营市场网点、大型商业卖场的增加，公司市场租赁业务面临激烈的市场竞争。同时，居民消费品质的提升也使得超市等经营方式对传统的农贸市场租赁模式形成巨大挑战。近年来，公司也在积极寻找应对策略，未来，公司市场租赁业务的战略方向是“打造区域性的优质农副产品交易平台与综合型服务提供商”，着力发展新型农产品批发交易平台和商贸流通业务，努力实现从以租赁收入为主的物管型企业向以交易额、物流量为增量的农产品物流及配套服务提供商转型。

对外投资业务

公司对外投资业务对水务以及市场租赁板块等经营性业务形成了重要补充。公司目前对外投资主要分为公用事业和金融投资两块。在公用事业领域，公司对外投资主要包括中海广东天然气有限责任公司（以下简称“中海广东”）和济宁中山公用水务有限公司（以下简称“济宁水务”）等企业。金融投资领域方面，公司持有广发证券 11.60% 的股权，持有中山银达担保投资有限公司 43.83% 的股权，持有中山市公用小额贷款有限责任公司 30% 的股权。2009 年公司还参与了广州市农村信用合作联社的改制，截至 2013 年 12 月末，公司持有改制后

的广州农商行 0.06% 的股权。

表 9：截至 2013 年末公司对外投资情况

对外投资单位名称	股权比例 (%)	账面价值 (亿元)
广发证券股份有限公司	11.60	40.20
中海广东天然气有限责任公司	25	1.47
济宁中山公用水务有限公司	49	3.56
中山银达担保投资有限公司	43.83	1.14
广州农村商业银行股份有限公司	0.06	0.14
中山市公用小额贷款有限责任公司	30	0.61

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前，公司对外投资中对利润贡献最大的为广发证券。公司目前持有广发证券 6.87 亿股股权，占其总股本的 11.60%，是广发证券的第三大股东。2011~2013 年公司确认的广发证券投资收益分别为 12.49³ 亿元、2.54 亿元和 3.26 亿元。广发证券是国内首批综合类证券公司，目前注册资本为 59.19 亿元，初步形成了涵盖证券、基金、期货领域的金融控股集团架构，资产规模和盈利水平位于全国证券公司前列。截至 2013 年末，广发证券总资产 1,173.49 亿元，净资产 347.88 亿元，2011~2013 年，广发证券营业收入分别为 59.46 亿元、69.71 亿元和 82.08 亿元，净利润分别为 20.58 亿元、21.90 亿元和 28.13 亿元。由于公司每年通过广发证券获取的投资收益对公司利润情况构成重要影响，后续我们将持续关注证券市场波动对广发证券业绩乃至对公司利润造成的影响。

管 理

作为上市公司，公司根据《公司法》、《证券法》和中国证监会的法律法规等规范性文件要求，不断

³ 2011 年公司按权益法核算对广发证券的投资，广发证券 2012 年非公开发行股票 4.53 亿股，共募集资金 120 亿元，公司未同比例参与上述非公开发行股票，持股比例下降至 11.60%，按新的持股比例确认归属于公司的广发证券增发股份导致的净资产增加份额，与应结转持股比例下降部分的长期股权投资账面价值之间的差额 9.77 亿元，公司根据中国证监会会计部 2011 年发布的“上市公司执行企业会计准则监管问题解答（2011 年第 1 期，总第 5 期）”的规定视同处置长期投资计入投资收益。剔除此因素，公司 2011 年从广发证券取得的投资收益为 2.72 亿元。

完善公司法人治理结构、建立现代企业制度、规范公司运作。公司已经制定了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《董事长工作细则》、《独立董事工作制度》、《总经理工作细则》、《董事会秘书工作细则》、《信息披露事务管理制度》、《公司管理制度》以及《外派董事、监事及高级管理人员行为规范与管理规定》、《关联交易公允决策制度》、《内部审计工作制度》等规章制度。根据中国证监会要求和公司资产重组后的变化情况，公司进而修订完善了《公司章程》、《内部审计制度》。

内部控制方面，公司结合“上市公司治理专项活动”自查及整改活动，以夯实公司内部管理为重点，全面落实公司内部控制制度的建立健全、贯彻实施及有效监督。

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，通过公司融资管理部统一对外融资。

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，较好的规避了资金风险，提高了公司的运营效率。

战略规划

公司未来将继续保持水务板块为龙头、市场租赁和股权投资为两翼的业务架构，夯实主营业务的基础上，适时开拓新兴产业，在未来3~5年内，实现产业结构、资本结构、业务结构上的重要突破。

水务板块方面，为将公司打造成“区域性的综合实力最强、产业链最健全的环保水务服务提供商”，公司在未来三年将着力构建“供水-污水”和“技术设计-工程管理-运营维护”两条完整业务链，努力实现从单一依赖水量增长、水价调升拉动增长的传统模式向综合产业服务商方向转型，通过产业链延伸及工程、设计等增值服务获取发展增量。此

外，受益于中山市推进供水系统的“供水一盘棋”战略，公司未来在中山市范围内的水务行业龙头地位将更加凸显，垄断优势将更加突出，进一步提高公司在全国水务企业中的综合竞争实力。

市场租赁方面，公司未来将向区域性的优质农副产品交易平台与综合型服务提供商发展，着力发展新型农产品批发交易平台和商贸流通业务，努力实现从以租赁收入为主的物管型企业向以交易额、物流量为增量的农产品物流及配套服务提供商转型。

股权投资方面，公司一方面以本地公用事业领域为基础，积极向异地市场进行拓展，加大在燃气领域及异地污水处理方面的投资力度；另一方面，公司将充分发挥参股子公司广发证券在金融领域的专业技能和渠道资源，以小额贷款业为切入点，加大在金融投资领域的投资比重，形成对公司公用事业板块的重要补充作用。

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有限公司审计并出具了标准无保留意见的2011、2012年审计报告，以及经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的2013年度审计报告，其中2012年数据为2013年期初重述数。

资本结构

近年来，随着公司水务板块和市场租赁业务稳定发展，加之对外投资的积极开展，公司资产规模基本保持增长态势。截至2013年末，公司资产规模达到82.05亿元，同比增长7.32%。与此同时，公司每年均有一定利润留存，所有者权益逐年增长，截至2013年末，公司的所有者权益（含少数股东权益）为65.86亿元，同比增长8.14%。

从公司资产构成看，长期股权投资和固定资产占比较高。截至2013年底，公司长期股权投资和固定资产分别为48.65亿元和16.41亿元，占总资产比重分别为59.30%和20%。长期股权投资中金额较大的是广发证券和济宁水务，2013年末两公司长期股权投资余额分别为40.20亿元和3.56亿元；公

司固定资产主要为管网设备、房屋建筑物和及其设备等。

图 4：2011~2013 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

债务规模方面，2011~2013 年，公司总债务规模分别为 17.55 亿元、10.47 亿元和 10.17 亿元。2012 年公司偿还了大部分银行借款及短期融资券，导致总债务规模较 2011 年大幅下降 7.08 亿元。2013 年，公司债务规模较 2012 年略有下降。截至 2013 年末，公司总债务规模为 10.17 亿元，较上年下降 2.86%。随着债务规模的下降，公司负债水平逐年降低。截至 2013 年末公司资产负债率为 19.73%，总资本化率为 13.38%，同比分别下降 0.61 个百分点和 1.29 个百分点。与同行业相比，公司的杠杆比率处于较低水平，财务弹性好。

表 10：2013 年末部分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	243.27	59.55	51.24
重庆水务	198.82	34.42	27.09
创业环保	110.74	62.66	45.70
中山公用	82.05	19.73	13.38
兴蓉投资	104.03	34.63	15.20
碧水源	81.33	37.01	24.53
洪城水业	46.32	61.15	54.06
瀚蓝环境	54.28	54.25	43.48
桑德环境	74.47	40.91	31.01
武汉控股	71.88	44.22	37.66

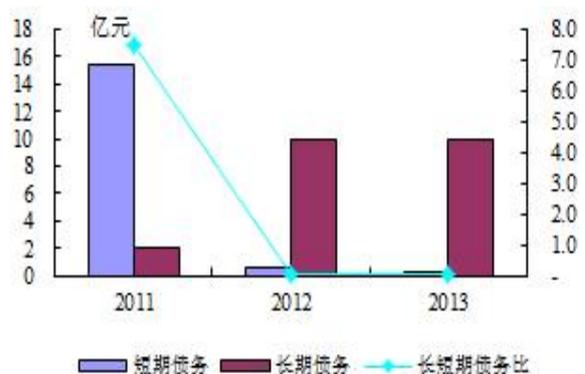
资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

根据公司本期发债计划，本期公司债券发行规模不超过 8 亿元，全部用于补充营运资金，因此债务净增加 8 亿元。若本期债券成功发行，按照公司 2013 年 12 月 31 日的财务数据进行静态保守测算，成功发行后，公司资产负债率和总资本化比率将分

别增至 26.86% 和 21.62%，财务结构仍处于合理的水平。

从债务期限结构来看，公司近年来积极调整债务结构，增加长期债务比重。2012 年公司通过发行公司债券用于偿还短期债务，导致短期债务大幅减少，长期债务占比相应增加。2011~2013 年公司短期债务分别为 15.48 亿元、0.57 亿元和 0.25 亿元，短期债务/长期债务指标分别为 7.49、0.06 和 0.03，债务期限结构持续优化。

图 5：2011~2013 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

综合来看，公司各业务资产质量较好，且资本结构稳健，债务期限结构合理。未来随着中山市的“供水一盘棋、污水一盘棋”推进，公司资本支出可能会加大，但是鉴于公司债务水平较低，财务弹性较好，公司近期资本结构仍有望保持稳健。

盈利能力

近年来公司水务业务和市场租赁业务稳定发展，营收规模逐年扩大。2011~2013 年公司分别实现营业收入 7.95 亿元、8.19 亿元和 8.67 亿元。分版块来看，水务板块方面，公司自来水供应量稳步上升，2013 年收入 5.70 亿元，同比增加了 3.43%；污水处理业务实现收入 1.07 亿元，同比增加 4.77%；市场租赁业实现收入 1.16 亿元，同比增长 7.09%，保持稳定发展。

表 11: 公司 2011~2013 年分业务收入和毛利率情况

单位: 亿元

业务	2011		2012		2013	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
自来水业务	5.29	21.90	5.51	25.17	5.70	26.62
污水处理	1.00	41.25	1.02	40.50	1.07	40.95
市场租赁	1.04	58.56	1.08	59.02	1.16	59.66
物业管理	0.11	12.38	0.11	15.18	0.15	12.16
房地产销售	0.16	26.36	0.08	16.04	-	-
其他	0.01	0.59	0.02	46.00	0.02	28.61

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, 由于供水和污水处理业务具有公用事业的特征, 政策的保障对公司业务的盈利能力有一定支撑作用。近年来水价的提升以及供水效率的不断提高使得公司营业毛利水平逐年上升。2011~2013 年公司营业毛利率分别为 29.38%、31.81% 和 33.61%。分业务来看, 2012 年, 得益于水价的提升, 公司当年自来水业务毛利率提升至 25.17%。2013 年, 公司自来水业务毛利率为 26.62%, 较上年略有提升, 主要是因为当年公司供水效率有所提升所致。污水处理业务方面, 近年来公司污水处理业务毛利率较为稳定, 基本维持在 41% 左右; 市场租赁业务方面, 由于公司下属的农贸市场基本全部位于城区的繁华路段或者各镇区中心, 交通便利, 较高的出租率和租金保证了该项业务较高的毛利水平, 近三年来的毛利率基本稳定在 59% 左右。

图 6: 公司 2011~2013 年盈利能力分析

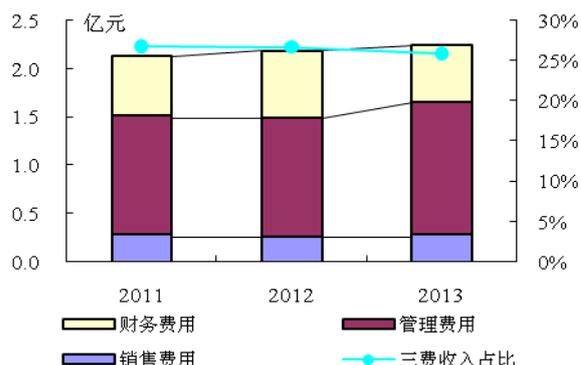


资料来源: 公司定期报告、中诚信证评整理

从期间费用来看, 2011~2013 年公司期间费用为分别为 2.13 亿元、2.20 亿元和 2.25 亿元, 2013 年较上年同比增加 2.38%, 主要系当年职工薪酬及研发费用增加导致管理费用上升所致。由于债务规

模有所下降, 2013 年公司财务费用为 0.59 亿元, 同比下降 15.94%; 销售费用方面, 2013 年该项费用为 0.29 亿元, 较上年增加 12.29%; 公司当年管理费用为 1.37 亿元, 较上年增加 10.69%。从期间费用占比看, 2011~2013 年公司三费收入占比分别为 26.85%、26.85% 和 25.94%, 较高的期间费用挤占了公司的部分利润空间。

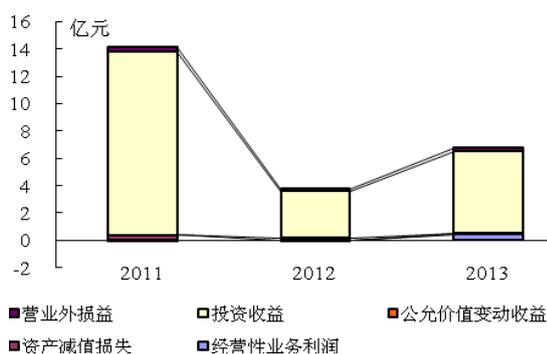
图 7: 2011~2013 年公司期间费用分析



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, 2011~2013 年公司利润总额分别为 13.41 亿元、3.77 亿元和 6.76 亿元, 主要由投资收益组成。受较高的期间费用影响, 公司经营性业务利润相对较低。2011~2013 年公司经营性业务利润分别仅为 0.03 亿元、0.18 亿元和 0.50 亿元。投资收益方面, 2011~2013 年公司投资收益分别为 13.38 亿元、3.43 亿元和 6.03 亿元, 呈现一定波动性。2011 年广发证券非公开发行股票 (见批注 9) 使得公司当期投资收益金额较高, 达到 13.38 亿元。2012 年, 公司从广发证券取得投资收益为 2.54 亿元, 当年投资收益共计 3.43 亿元。2013 年, 受益于广发证券经营状况的提升, 公司从其取得投资收益提升至 3.26 亿元。此外, 2013 年 12 月, 公司处置粤财信托·广发证券员工股权激励计划之股权储备集合财产信托项下的信托受益权, 取得投资收益 1.96 亿元, 使得公司 2013 年投资收益总额达到 6.03 亿元。鉴于公司投资收益系构成利润总额的主要组成部分, 由于广发证券业绩较易受资本市场景气度影响, 公司利润状况也将呈现出一定的波动性。

图 8: 2011~2013 公司利润总额分析



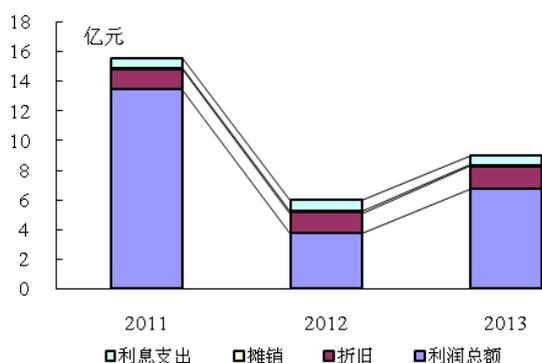
资料来源: 公司定期报告、中诚信证评整理

总体来看,近年来公司的收入水平保持稳步增长,综合毛利水平亦逐年小幅增加。未来随着水务板块规模扩大,以及良好的投资收益,公司盈利水平和盈利能力有望得到提升。鉴于资本市场景气度对公司投资收益影响较大,进而影响整体盈利水平,因此中诚信证评将持续关注资本市场景气度对公司盈利水平的影响。

偿债能力

从现金获取情况来看,目前公司 EBITDA 主要由利润总额构成,折旧和利息支出占比较小。近年来公司投资收益较大幅度变动造成 EBITDA 亦呈现一定的波动性。2011~2013 年,公司 EBITDA 分别为 15.49 亿元、5.96 亿元和 8.93 亿元。整体来看,公司获现能力很强。

图 9: 2011~2013 年 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告、中诚信证评整理

现金流方面,公司供水业务按月收取水费,污水处理业务根据服务合同按照公司完成的处理量按月进行结算,而市场租赁业务亦是按与商户签订的租赁协议,按月向商户收取租金,因此公用事业的特性和市场租赁业务稳定性决定了公司的现金流入较为稳定。随着业务规模的逐渐增长,公司经

营性现金流逐年改善,2011~2013 年公司分别实现经营性净现金流 1.95 亿元,2.72 亿元和 3.13 亿元。

从偿债指标看,2011~2013 年,公司 EBITDA 利息倍数分别为 23.98 倍、8 倍和 14.59 倍,总债务/EBITDA 指标分别为 1.13、1.76 和 1.14,公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力很强。同时,公司经营现金流表现良好,对利息支出的保障能力很强,2011~2013 年经营活动净现金流利息保障倍数分别为 3.01 倍、3.65 倍和 5.11 倍。

表 12: 2011~2013 偿债能力分析

财务指标	2011	2012	2013
总债务(亿元)	17.55	10.47	10.17
EBITDA(亿元)	15.49	5.96	8.93
资产负债率(%)	28.43	20.34	19.73
长期资本化比率(%)	3.49	13.99	13.09
总资本化比率(%)	23.48	14.67	13.38
EBITDA 利息倍数(X)	23.98	8.00	14.59
总债务/EBITDA(X)	1.13	1.76	1.14
经营净现金流/总债务(X)	0.11	0.26	0.31
经营净现金流利息倍数(X)	3.01	3.65	5.11

资料来源: 公司定期报告、中诚信证评整理

或有负债方面,截至 2013 年 12 月 31 日,公司无对外担保,也无对控股子公司的担保,不存在或有风险。

总体看,公司的债务压力较小,资本结构稳健,现金流获取能力较强并保持稳定,整体偿债能力很强。未来随着水务板块业务进一步提升,公司获利能力和获现能力也将持续增强,将为公司的偿债能力提供进一步保障。

担保实力

中山中汇投资集团有限公司为本期公司债券提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。

中汇集团成立于 2007 年 8 月,是中山市委、市政府对原中山公用事业集团有限公司实施重大资产重组、整体上市而组建成的国有独资企业,隶属于中山市国资委。作为中山市公用事业产业的投资、建设和经营管理主体,中汇集团的业务涵盖了水务、市场租赁、环卫及管道安装设计等领域。

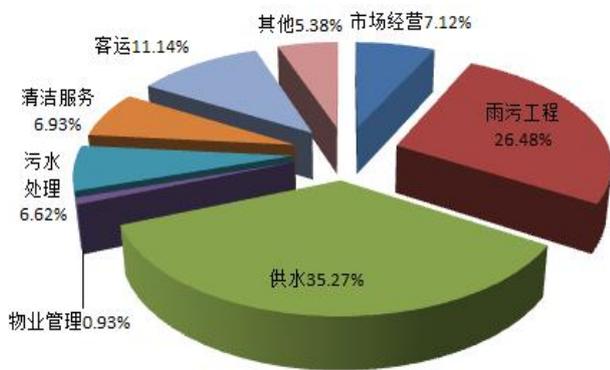
截至 2013 年底,中汇集团资产总额 114.34 亿元,所有者权益(含少数股东权益)72.69 亿元,

资产负债率为 36.43%。2013 年，中汇集团实现营业收入 16.17 亿元，净利润 5.56 亿元，经营活动现金流量净额 4.25 亿元。

业务运营

中汇集团的业务主要分为水务、市场租赁、环卫以及雨污工程等业务板块。2013 年集团实现营业收入 16.17 亿元，其中供水业务和雨污工程业务收入分别占比 35.27% 和 26.48%，为集团主要收入来源。目前中汇集团的水务、市场租赁业务是由公司作为运营主体。

图 10：2013 年集团主营业务收入构成情况



资料来源：公司提供、中诚信证评整理

集团雨污工程业务由集团全资子公司中山公用工程有限公司（以下简称“工程公司”）经营管理。工程公司主要经营承接净水、供水系统及管道安装设计工程，截至 2013 年末，工程公司总资产 2.60 亿元，净资产 0.73 亿元，2013 年实现营业收入 4.30 亿元，净利润 0.12 亿元。

集团环卫板块主要由集团控股子公司中山市名城环境服务有限公司（以下简称“环境服务公司”）运营。环境服务公司主要经营环境卫生清扫服务等卫生环保业务，截至 2013 年末，环境服务公司的总资产 0.99 亿元，净资产 0.73 亿元，2013 年实现营业收入 1.12 亿元，净利润 0.05 亿元。

财务表现

以下财务分析基于集团提供的经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计并出具了标准无保留意见的 2011、2012 年财务报告，以及经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2013 年度审计报告，其中 2012 年数据为 2013 年期初重述数。

财务结构方面，作为中山市公用事业行业的投资与运营主体，集团各项业务近年获得了稳定发展。截至 2013 年末，中汇集团总资产为 114.34 元，同比增加了 7.12%，所有者权益（含少数股东权益）72.69 亿元，同比增加了 6.14%。2013 年集团长短期债务均有所增加，截至当年年末集团总债务规模上升至 25.39 亿元，较上年提高了 6.41%。从负债水平看，2013 年末集团资产负债率为 36.43%，基本与上年持平，总资本化比率为 25.89%，较上年增加 0.05 个百分点，整体负债水平较低。从债务期限结构来看，截至 2013 年末，集团公司短期债务为 0.25 亿元，长期债务为 25.14 亿元，短期债务/长期债务指标为 0.01，债务期限结构合理。未来随着集团在管网设备方面的更新以及农贸市场升级改造方面的投入增加，长期债务方面的融资需求还将继续增加。总体来看，目前集团的资本结构较为稳健，财务弹性较好。

从盈利指标看，近年来集团营业收入稳步增长，毛利水平一直较为稳定。2013 年，集团实现营业收入 16.17 亿元，同比上升 25.35%；营业毛利率为 27.86%，较上年小幅下降 2.39 个百分点。

偿债指标方面，集团的公用事业以及市场租赁业务稳定发展，资金回收情况较好，经营性现金流入基本保持稳定。2013 年集团经营性现金流实现净流入 4.25 亿元，现金流对债务本息的覆盖能力较强。当年集团经营净现金流/总债务和经营净现金流利息倍数分别为 0.17 和 2.34 倍。虽然利润情况受到投资收益影响有所波动，但是集团获现能力仍较强。2013 年集团 EBITDA 达到 10.08 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.52 和 5.55，集团 EBITDA 对债务本息的覆盖能力较好。

表 13: 2011~2013 年中汇集团主要财务指标

指标	2011	2012	2013
总资产 (亿元)	106.99	106.74	114.34
所有者权益 (亿元)	61.67	68.48	72.69
短期债务 (亿元)	15.77	0.57	0.25
总债务 (亿元)	31.88	23.86	25.39
营业总收入 (亿元)	12.75	12.90	16.17
营业毛利率 (%)	26.07	30.25	27.86
EBITDA (亿元)	16.32	7.39	10.08
所有者权益收益率 (%)	16.51	4.87	7.65
资产负债率 (%)	42.36	35.84	36.43
总资本化比率 (%)	34.08	25.84	25.89
经营净现金流/总债务 (X)	0.17	0.25	0.17
经营净现金流利息倍数 (X)	2.79	2.85	2.34
总债务/EBITDA (X)	1.95	3.23	2.52
EBITDA 利息倍数 (X)	8.20	3.51	5.55

资料来源: 中汇集团定期报告、中诚信证评整理

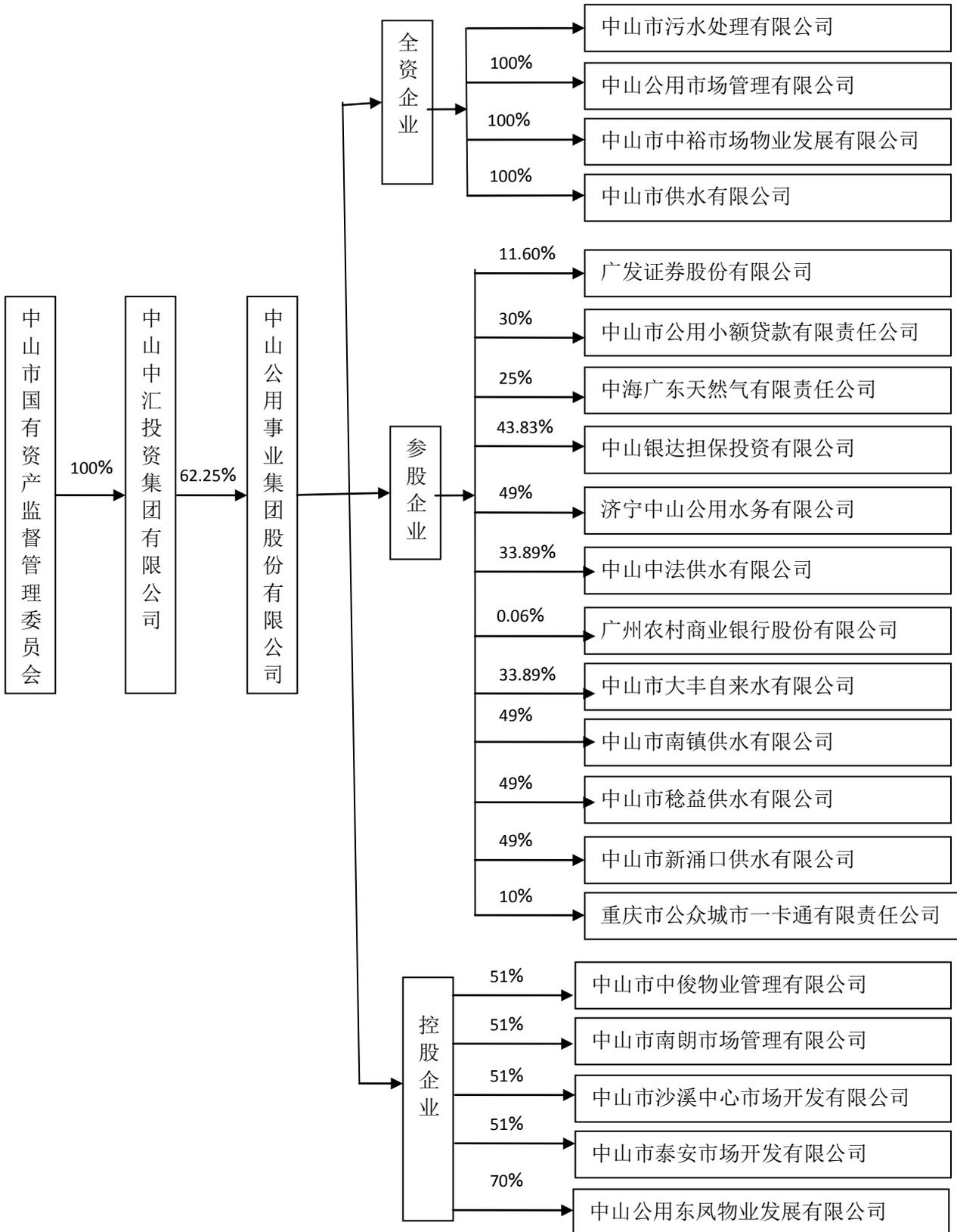
在或有负债方面, 截至 2013 年末, 中汇集团累计对外担保余额为 8.89 亿元 (未考虑本次 18 亿元债券), 其中 6 亿元系对中山市交通发展集团有限公司 6 亿元企业债提供的保证担保, 2.89 亿元系对中山市路桥建设有限公司交通银行借款提供的担保。2013 年末集团对外担保余额占集团净资产 (含少数股东权益) 的比例为 12.23%, 占比较低, 或有负债风险较小。

中诚信证评认为, 中汇集团整体经营状况良好, 资本结构较为稳健, 获现能力较强, 且现金流表现良好。同时, 作为中山市国资委全资企业和政府公用事业运营平台, 集团能够获得较强的政府支持, 整体偿债能力很强。综合来看, 中诚信证评认为中汇集团提供的全额不可撤销的连带责任保证担保将对本期公司债券按期偿还提供一定保障。

结 论

综上, 中诚信证评认为本期中山公用公司债券信用质量很高, 信用风险很低, 中诚信证评认为中山公用在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：中山公用事业集团股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：中山公用事业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)	2011	2012	2013
货币资金	91,712.23	41,011.17	43,175.79
应收账款净额	4,726.19	4,975.35	4,700.27
存货净额	2,372.83	1,817.25	2,621.18
流动资产	103,320.77	49,625.75	78,497.83
长期投资	453,365.27	464,590.23	486,532.97
固定资产合计	221,470.54	224,892.78	222,215.99
总资产	799,028.80	764,524.95	820,516.67
短期债务	154,833.00	5,700.00	2,500.00
长期债务	20,667.00	99,033.33	99,233.33
总债务(短期债务+长期债务)	175,500.00	104,733.33	101,733.33
总负债	227,179.19	155,474.71	161,899.36
所有者权益(含少数股东权益)	571,849.61	609,050.24	658,617.31
营业总收入	79,475.53	81,851.27	86,746.76
三费前利润	21,677.18	23,800.96	27,462.90
投资收益	133,798.02	34,341.74	60,344.33
净利润	109,356.08	36,802.55	60,986.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	154,949.70	59,637.04	89,312.71
经营活动产生现金净流量	19,457.70	27,215.32	31,315.26
投资活动产生现金净流量	295.18	10,538.43	-12,581.01
筹资活动产生现金净流量	42,352.39	-88,640.25	-16,569.62
现金及现金等价物净增加额	62,105.27	-50,886.51	2,164.62
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	29.38	31.81	33.61
所有者权益收益率(%)	19.12	6.04	9.26
EBITDA/营业总收入(%)	194.97	72.86	102.96
速动比率(X)	0.56	1.51	2.01
经营活动净现金/总债务(X)	0.11	0.26	0.31
经营活动净现金/短期债务(X)	0.13	4.77	12.53
经营活动净现金/利息支出(X)	3.01	3.65	5.11
EBITDA 利息倍数(X)	23.98	8.00	14.59
总债务/EBITDA(X)	1.13	1.76	1.14
资产负债率(%)	28.43	20.34	19.73
总资本化比率(%)	23.48	14.67	13.38
长期资本化比率(%)	3.49	13.99	13.09

注：上述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：中山中汇投资集团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	164,592.75	103,061.83	107,093.19
应收账款净额	11,296.94	15,857.39	11,486.28
存货净额	8,027.56	5,212.42	7,582.44
流动资产	318,655.78	262,739.95	270,095.33
长期投资	474,117.29	511,470.90	532,525.55
固定资产合计	248,974.99	246,881.87	253,439.22
总资产	1,069,944.45	1,067,409.93	1,143,425.66
短期债务	157,721.93	5,700.00	2,500.00
长期债务	161,090.00	232,872.33	251,366.33
总债务(短期债务+长期债务)	318,811.93	238,572.33	253,866.33
总负债	453,278.58	382,589.66	416,566.67
所有者权益(含少数股东权益)	616,665.87	684,820.27	726,858.99
营业总收入	127,523.47	129,002.44	161,710.58
三费前利润	30,739.10	35,877.66	42,266.50
投资收益	135,170.02	37,318.62	61,665.99
净利润	101,831.34	33,341.28	55,588.53
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	163,160.88	73,895.44	100,802.46
经营活动产生现金净流量	55,484.19	59,984.51	42,492.85
投资活动产生现金净流量	-1,920.74	-10,215.48	-28,544.47
筹资活动产生现金净流量	73,021.54	-109,299.94	982.98
现金及现金等价物净增加额	126,584.99	-59,530.91	14,931.36
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	26.07	30.25	27.86
所有者权益收益率(%)	16.51	4.87	7.65
EBITDA/营业总收入(%)	127.95	57.28	62.34
速动比率(X)	1.37	3.04	2.63
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	0.25	0.17
经营活动净现金/短期债务(X)	0.35	10.52	17.00
经营活动净现金/利息支出(X)	2.79	2.85	2.34
EBITDA 利息倍数(X)	8.20	3.51	5.55
总债务/EBITDA(X)	1.95	3.23	2.52
资产负债率(%)	42.36	35.84	36.43
总资本化比率(%)	34.08	25.84	25.89
长期资本化比率(%)	20.71	25.38	25.70

注：上述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。

附四：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+其他流动负债

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)

附五：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。

关于中山公用事业集团股份有限公司 2014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。

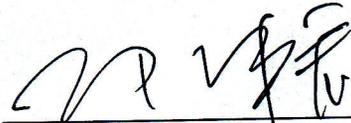
在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

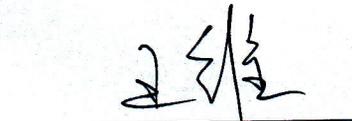
如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

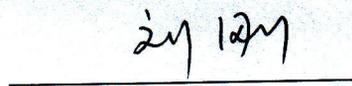
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

(本页无正文，为《中山公用事业集团股份有限公司2014年公司债券信用评级报告》之签章页)

分析师：


邵津宏


王维


刘刚

