



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪024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，评级展望正面；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
二零一五年四月二十四日

南海发展股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2015）

发行主体	瀚蓝环境股份有限公司（原南海发展股份有限公司）		
发行规模	6.5 亿元		
存续期限	2011/07/07~2016/07/07		
上次评级时间	2014/04/08		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	正面

概况数据

瀚蓝环境	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	23.03	25.39	36.88
总资产（亿元）	51.64	57.88	109.80
总债务（亿元）	19.45	19.11	41.37
营业总收入（亿元）	18.94	21.56	24.35
营业毛利率（%）	30.96	30.18	31.11
EBITDA（亿元）	5.92	7.45	8.16
所有者权益收益率（%）	11.29	13.08	9.53
资产负债率（%）	55.41	56.13	66.41
总债务/EBITDA（X）	3.28	2.56	5.07
EBITDA 利息倍数（X）	5.56	6.66	5.26

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

许家能 jnxu@ccxr.com.cn
刘刚 gangliu@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
2015年4月24日

基本观点

近年来，公司¹逐步由广东省佛山市南海区重要的公用事业平台发展成为全国性的综合环境服务商，2014 年随着创冠环保（中国）有限公司（以下简称“创冠中国”）和南海燃气发展有限公司（以下简称“燃气公司”）的并入，公司公用事业业务范围进一步拓宽，区域垄断优势不断得到巩固，且业务范围逐步向全国领域拓展，目前固废业务已遍布广东、福建、湖北、辽宁、河北和贵州等省市。公司全年各板块业务运营良好，收入规模稳步增长。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。但同时，中诚信证评也关注到公司未来具有较大的资本支出压力以及公司大部分业务销售区域存在一定局限性，区外资源的拓展能力有待加强等。

综上，中诚信证评维持瀚蓝环境股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望调整为正面；维持“南海发展股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA**。

正 面

- 行业发展前景向好。“水十条”政策的即将推行，为水务行业发展带来良好契机；污水处理费的逐步上调有望促进行业内企业收入规模的提升；同时污染物排放标准政策的不断出台有利于推进固废处理行业的稳步增长；此外，天然气作为清洁难能源，在环境标准日益提高的背景下，将会有较大的增长空间。
- 优质资产并入，区域垄断地位得到巩固。公司是佛山市南海区最大的供水、污水处理和固废处理运营主体，且 2014 年随着燃气板块和创冠中国的并入，区位优势进一步加强。
- 资本实力大幅增强。2014 年随着燃气板块和

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。

创冠中国的并入，公司资产规模大幅增加至 109.88 亿元，所有者权益增加至 36.88 亿元。2015 年 2 月，公司非公开发行股票，募集资金 7.3 亿元，资本实力进一步增强。

- 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。

关 注

- 销售区域存在一定局限性。公司各板块业务目前除固废处理业务逐步向全国范围内拓展外，其余主要集中在南海区，区域性的特征短期内制约公司的成长性，而未来区内产业结构调整可能会影响公司业务量。故对公司区外资源的拓展和获取能力应予以关注。
- 资本支出压力。公司未来对于污水及固废业务项目投入仍将较大，在不考虑股权融资的情况下负债规模和负债水平有可能进一步上升。

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

募集资金专项说明

2011年7月7日，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2011〕981号核准，公司以5.60%的票面利率公开发行公司债券6.5亿元（扣除发行承销费用后，募集资金净额为6.43亿元），发行期限为5年（2011年7月7日至2016年7月7日）。截至2014年12月31日，公司已按照募集说明书中列明的募集资金使用计划，将资金用于优化公司债务结构、偿还公司债务和补充流动资金，募集资金已全部使用完毕。2014年，公司对公司债券利率进行调整，由原5.65%调整至6.40%，调整后起息日为2014年7月7日。

行业分析

水务行业发展维持平稳，“水十条”政策即将出台，后续相关政策将密集发布，水务市场迎来新的发展机遇，且国企改革方案即将实施，水务企业盈利能力有望提升。

近年来，在国家宏观政策支持力度的加大及水务行业本身市场旺盛的需求带动下，水务市场较为活跃，2014年，水务市场依然延续了稳步发展的态势，不断夯实，行业内企业积极发展，并购优质资产，并逐步向国际化推进。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不断完善，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。

从政策方面来看，2014年1月3日，国家发改委、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，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。

国家发改委、环保部制定的《环境污染第三方治理指导意见》于2015年1月发布，进一步完善了工业污水处理行业的融资模式和商业模式。

此外，根据公开信息显示，被称为“水十条”的《水污染防治行动计划》已经获得国务院常委会通过，有望在2015年4月出台，预计主要包括对全面控制污染物排放、加快水价改革、完善污水处理费、排污费和水资源费等多方面进行强力监管并启动严格问责制，投资额预计将达两万亿元，为水务企业带来了新的发展机遇。随着“水十条”政策的即将发布，阶梯水价改革的步伐将进一步加紧推进，该政策有望加速各地发改委阶梯水价政策落实，预计国内平均用水成本将上升31%，自来水厂的成本倒挂现象有望缓解。

2015年，我国国企改革的总体方案有望出台，中央部委以及地方国资委对国企改革的认识取得更多共识，国企改革推进过程中，将会制定市场化薪酬体系和实施股权激励等手段，在这样的背景之下，未来水务公司将通过加速外延扩张、提升管理水平增厚利润、选择股东优质资产注入等手段来进一步提升盈利能力。

污水处理费标准上调，行业运营环境良好，乡镇污水处理市场受益显著。

2015年1月21日，国家发改委、财政部和住建部联合下发《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，该通知明确规定：2016年底，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民用户不低于0.95元，非居民用户不低于1.4元；县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民用户不低于0.85元，非居民用户不低于1.2元；已经达到最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于2015年底开征，并在3年内建成污水处理厂投入运行。该通知对污水处理行业企业的发展产生了明显的助推作用。

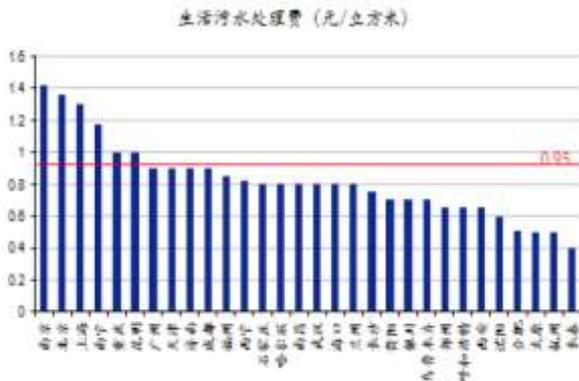
表 1: 2015 年污水处理费调整政策

时间节点	标准要求		
	设市城市	居民	非居民
2016 年底前		居民	≥0.95
		非居民	≥1.4
	县级、重点建制镇	居民	≥0.85
		非居民	≥1.2
2015 年底前	已经达到最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的,应进一步上调污水处理费收费标准		
2015 年底前	未征收污水处理费的市、县和重点建制镇开始开征,并在 3 年内建成污水处理厂投入运行		

资料来源: 中国人民共和国国籍发展和改革委员会公开信息

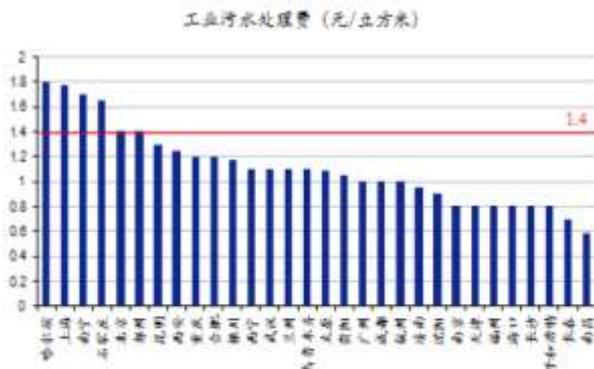
目前,我国多地污水处理费均存在上调空间,全国大部分地区政府所征收污水处理费均低于《通知》要求,全国 30 个重点城市中(不包括拉萨),只有 1/5 的城市的居民污水处理费和非居民污水处理费(以工业污水处理费为标准)达到 0.95 元/吨和 1.4 元/吨,随着各地污水处理费的上调,地方政府的财政支付能力将得以提升,从而保障污水处理项目投入,同时为污水处理公司上调污水处理费提供机遇。

图 1: 全国重点城市生活污水处理费情况



资料来源: 中国水网, 中诚信证评整理

图 2: 全国重点城市工业污水处理费情况



资料来源: 中国水网, 中诚信证评整理

该通知的推行将会提高乡镇污水处理费的收取标准,且处理费收取面将会大大拓宽,将有效缓

解长期制约乡镇污水处理市场发展的资金困局,未来乡镇污水处理率有望显著提高,乡镇污水处理市场将会明显受益。

中诚信证评认为,随着污水处理费提升政策的不断推进,污水处理企业收入有望得到提升,盈利能力有望进一步增强,污水处理行业整体运营环境保持良好。

政策法规不断完善,环保体系法规监管趋严,促进固废处理、垃圾发电等行业快速发展。

“十一五”我国环保总投资额与固废处理投资额分别为 2.16 万亿元、2100 亿元,到“十二五”末将分别达到 3.4 万亿元、8000 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。我国目前危废处理行业年产值约为 210 亿元,而潜在市场约为 980 亿元,市场空间巨大。

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%。

2014 年实施的新版《环境保护法》系目前我国最严的环保法,在明确政府责任、违法排污惩罚力度、信息公开的方面均进行的严格规定。此外,为增强新保护法确立的按日连续处罚、查封扣押、限产停产、信息公开等规定的操作性,环保部颁布了《环境保护按日连续处罚暂行办法》、《实施环境保护查封、扣押暂行办法》《环境保护限制生产、停产整治暂行办法》和《企业事业单位环境信息公开暂行办法》四项办法,企业将面临着一个全新的、更加严格的环保执法环境。

环保部印发的《“十二五”危险废物污染防治规划》(简称“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）。

2014 年 7 月 1 日环保部与国家质检总局共同发布的《生活垃圾焚烧污染控制标准》实施。该《标准》进一步提高了污染控制要求，多项污染物排放限值达到“史上最严”，并对污染物监测提出更高要求。其中，飞灰成分之一的重金属汞及其化合物，排放标准由 0.1 毫克/立方米改为 0.05 毫克/立方米。二噁英类控制限值采用国际上最严格的 0.1ngTEQ/m³，与欧盟标准一致，比原标准收严了 10 倍。该标准是对焚烧处理处置标准的规范，是治理标准的提升，将推动垃圾焚烧厂的升级改造以及高标准焚烧厂的建设。

中诚信证评认为，随着政策法规的逐渐完善，固废产业迎来黄金发展期。固废产业面对标准趋高、监管趋严、公众参与和效果导向的新常态，将面临诸多挑战。未来，中国经济转型对固废行业政策与市场环境产生深刻影响，混合经济体将面临较好的发展机遇，产业并购、整合将进一步加剧。

2014 年，天然气供需基本平衡，但随着油价持续下跌、经济增长持续低速和天然气价格的上涨，未来天然气市场需求或出现紧缩。

2014 年，随着我国经济增速放缓、天然气第二轮价改推出、国际原油价格和煤炭价格持续下跌，我国天然气需求增速放缓。2014 年天然气表观消费量为 1816 亿立方米，同比增长仅 118 亿立方米，远低于预期；绝对消费量 1761 亿立方米，同比增长 121 亿立方米，增长率为 7.4%，增幅显著下降。2014 年天然气消费量占全国能源消费总量的 6.0%，较上一年增加 0.2 个百分点。2014 年，我国天然气供应量为 1878 亿立方米，同比增长 157 亿立方米，供需基本平衡。

从管网建设方面来看，从 2004 年以来，我国天然气管网建设一直处于高峰建设阶段，目前已初步形成了“西气东输、海气登陆、就近供应”的供气格局。天然气管道、地下储气库以及 LNG 建设全

面提速，特别是地下储气库进入了建设和投产的高峰阶段。2014 年建成投产管道长度达到 8.3 万公里，新增管道长度 5013 公里，主要投产的管道包括西三线西段、中贵联络线陇南支线、中缅天然气管道支线等；截至 2014 年底，地下储气库达到 20 座，设计工作气量总计达 151 亿立方米，有效工作气量 42 亿立方米，调峰气量为 28 亿立方米；投产的 LNG11 座，总接收能力 3740 万吨/年。

从天然气价格来看，2014 年 3 月 20 日，国家发改委出台《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》，指出为进一步促进天然气市场的可持续健康发展，确保居民基本用气需求，同时引导居民合理用气、节约用气，要逐步在全国范围内建立健全的居民用气阶梯价格制度。

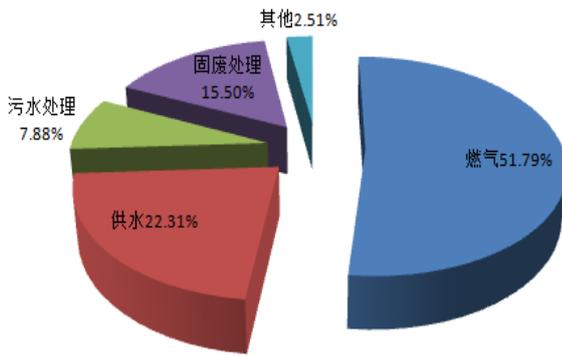
2014 年 8 月 12 日，国家发改委出台了《关于调整非居民用存量天然气价格的通知发改价格》（[2014]1835 号），指出非居民用存量气最高门站价格每千立方米提高 400 元；广东、广西存量气最高门站价格按与全国水平衔接的原则适当提高。居民生活用气、学校教学和学生生活用气、养老福利机构用气等（不包括集中供热用气）门站价格此次仍不作调整。

2015 年，在油价持续下跌、经济长期低迷及天然气价格高位的影响下，我国天然气市场可能逐步出现供大于求的局面，随着经济发展进入新的常态，且工业增加值和发电量增长缓慢，天然气市场需求可能会出现紧缩。

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，2014 年 12 月底，公司成功实施重大资产重组，将创冠中国和燃气发展公司纳入公司合并范围，致力于打造成为全国综合环境服务领跑者。目前，公司主要为辖区提供燃气供应、供水、固废处理和污水处理四大服务。2014 年公司实现营业收入总收入 24.35 亿元，其中燃气、供水、固废处理和污水处理四大业务收入占比分别为 51.79%、22.31%、15.50% 和 7.88%，其余则为供水工程安装、燃气工程安装等少量其他业务收入。

图 3：2014 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

2014 年，公司售水结构有所改变，平均水价相应提升，且市场占有率进一步扩大，在量价齐升的带动下，供水业务收入规模进一步增长。

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%。2014 年，公司与南海各镇街的合作不断推进，完成了狮山镇、里水镇、丹灶镇的供水整合工作，并纳入公司合并范围，进一步扩大了公司在南海供水市场的占有率。

2014 年，公司整合了部分终端供水市场，且当年增值税税率有所下降，故终端水价有所增加，当年公司平均水价为 1.4934 元/立方米，较上年增长 8.67%，同时售水量进一步增长，全年售水量为 36,382 万 M³，供水量为 37,910 万 M³，同比分别增长 4.01% 和 4.97%。在量价齐升的带动下，公司该板块业务收入 5.43 亿元，同比增长 13.02%。

表 2：2012~2014 年公司自来水产销情况

指标	2012	2013	2014
供水量 (万 M ³)	35,568	36,114	37,910
销售量 (万 M ³)	33,961	34,981	36,382
平均水价 (元/M ³)	1.3517	1.3743	1.4934

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，2014 年占比分别为 69.26% 和 30.74%。2014 年趸售制中镇级水司的占比为 57.22%，村级水站占比 12.04%。

表 3：2013~2014 年公司的售水结构

单位：万 M³

类别	2013 年		2014 年	
	售水量	占比 (%)	售水量	占比 (%)
趸售	27,568	78.81	25,199	69.26
镇级水司	23,166	66.22	20,819	57.22
村级水站	4,402	12.58	4,380	12.04
直供	7,413	21.19	11,184	30.74
居民	3,282	9.38	4,428	12.17
非居民	4,087	11.68	6,689	18.39
特种行业	44	0.13	67.08	0.18
合计	34,981	100	36,383	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水价方面，公司按照南海区物价局的政府定价执行。水费收缴方面，公司目前除一个桂城营业点可进行现金收费外，公司通过银联平台和与市内中行、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，此外，公司还通过人民银行的收费平台扣缴水费，2014 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 2014 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	33.50
第二水厂	75	65.85
九江水厂	13	4.52
合计	126	103.87

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已全面完成，新桂城水厂于 2014 年 11 月正式投产运营，项目总投资约为 13.18 亿元，尚未完成工程结算，截至 2014 年末，公司对桂城水厂整体搬迁项目资金总投入为 9.53 亿元，投资进度约为 72.35%。

从管道铺设方面来看，2014 年公司供水管道铺设主要集中在新桂城水厂专用输水管道工程方面，新桂城水厂专用输水管道工程项目总投资约 6.64 亿，已于 2014 年 10 月完工。此外，公司 2014 年

供水管道铺设还包括向新增区域（平胜转供水工程、一汽大众二期配套园区、桂城区域配水管网等）供水而铺设的供水管道。未来三年，供水管道投资将主要用于向新增区域供水、改善现有区域供水安全性和可靠性（水压）等方面。

总体来看，公司在南海的供水业务市场占有率不断扩大，水价稳中有升，且水费回收率较好，业务规模保持一定的自然增长。

公司污水处理项目继续保持良好运营效率，收入规模稳步提升，且公司不断提升污水处理能力，探索新业务，未来污水处理业务有望进一步扩大。

公司污水处理业务由下属佛山市瀚蓝污水处理投资有限公司对其控股的 8 家污水处理厂以及直属于公司的平洲污水处理厂进行管理。

2014 年，公司下属污水处理厂保持稳定生产运营状态，污水处理业务稳步增长，当年实现污水处理业务收入 1.92 亿元，同比增长 2.18%。全年污水处理量为 17,050 万 M³，结算量为 20,525 万 M³，处理量与结算量基本与上年持平。

表 5：2014 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	16.09
罗村污水处理厂	1.03
罗村务庄污水处理厂	1.03
九江明净污水处理厂	4.55
西樵樵泰污水处理厂	1.83
丹灶横江污水处理厂	1.08
丹灶城区污水处理厂	1.11
金沙城北污水处理厂	1.02
松岗污水处理厂	3.15
官窑污水处理厂	0.95
狮山东南污水处理厂	2.47
小塘北江污水处理厂	1.59
大沥城西污水处理厂	3.41
里水城区污水处理厂	3.58
里水和桂污水处理厂	0.41
禹门污水处理厂	1.46
和顺城区污水处理厂	1.68
樵汇污水处理厂	0.26
合计	46.71

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，日处理能力保持在 56.3 万 M³。

表 6：2014 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 年起，公司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稳定，污水处理项目的运营情况良好，污水处理业务收入稳中有升。公司计划新建大石污水处理厂和大沥工业废水处理厂以提升污水处理能力，计划 2015 年投资建设，且未来还将不断探索展开污水管网委托运营等新业务，公司污水处理业务有望迎来新的增

长点。

公司固废处理业务各个项目运转正常，垃圾焚烧发电规模大幅提升，固废处理业务收入仍保持快速增长。

2014年，创冠中国纳入公司合并范围，公司固废处理业务拓展至国内多个省市，且随着污泥处理业务于2013年8月正式投产运营，公司当年固废处理业务收入呈现较大幅度增长，全年共完成收入3.78亿元，同比增长24.75%。

从垃圾处理业务来看，公司全年销售量完成106.25万吨，同比增长9.60%；全年垃圾处理量为66.33万吨，同比增长5.40%。公司部分垃圾为外运处理，故垃圾处理量低于销售量。随着创冠中国的并入，公司垃圾焚烧发电规模从3000吨/日提升至14350吨/日，增加了近4倍，为未来的持续增长打下了良好的基础。2014年，公司发电效率有所提高，故全年完成发电量24,805万千瓦时，实现上网电量20,922万千瓦时，上网电量同比提升11.10%。目前公司上网电价仍为0.65元/KWH。

表 7：2012~2014 年公司固废处理业务运营情况

类别	2012	2013	2014
垃圾处理能力（吨/日）	1900	1500	1500
垃圾处理量（万吨）	71.72	62.92	66.33
上网电量（万 kwh）	18,835	18,831	20,922
上网电价（元/kwh）	0.689 ² /0.65 ³	0.65	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。2014年完成投资2.43亿元，累计完成投资投入4.89亿元，占总投资额70%。预计一厂改扩建项目于2015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。

垃圾转运系统建设方面，公司目前投资建设的10个转运站运转正常，转运垃圾能力达到3000吨/日。2014年，公司垃圾转运生产量和销售量均为95.99万吨，同比增长9.70%。

另外，南海污泥处理项目于2013年7月正式建成投产，项目总投资约2.07亿元，2014年完成投资66万元，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。2014年公司完成污泥处理量9.31万吨，同比增长301.5%。

公司飞灰处理项目于2013年新增，该项目总投资546万元，已于2013年建成投产，2014年公司该业务实现飞灰处理量3.29万吨，同比增长19.55%。

总体来看，随着创冠中国的并入，公司固废处理业务产业链不断完善，业务领域逐步向全国范围扩展，业务规模不断提升，同时，公司打造的南海固废环保产业园在业内有着广泛的影响，未来，随着国家环保投资力度不断加大，固废处理行业迎来快速发展期，公司固废处理业务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，燃气业务较为稳定成熟，带动公司收入规模进一步扩大。

2014年，公司成功收购南海燃气发展有限公司30%的股权，目前持股比例为70%，其余30%的股权计划在3年内注入公司。当年，公司燃气板块业务实现营业收入12.61亿元，占主营业务比为51.79%。

南海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，燃气的输送范围为南海区。

从燃气采购模式来看，公司根据审核的气源年

² 二厂含税价（1-3月）。

³ 二厂含税价（4月后）。

度采购计划签订长期购销合同，根据计划量、实际库存量以及市场情况调整实际采购量。2014 年公司全年采购天然气 26,812 万立方米，液化气采购量为 24,764 吨。

从采购价格来看，液化气采购价格根据市场价格随时波动，每月询价一次，每 10 天结算一次。而天然气采购方面，佛山高压供应的一期气按照合同价进行采购，零担气、海气按照市场价浮动，西二线气价格亦按合同价格进行采购，每两周结算一次；自行采购的 LNG 每月询价一次，每月结算一次。

2014 年，由于西气东输到达南海，公司用成本较低西气替代了原成本较高的部分气源，故当年采购成本有所下降。

从销售模式来看，公司通过管网将管道气输送到用气用户，或通过瓶装液化气供应点销售瓶装气，终端用户主要为工业用户、商业用户、公用性用户、学校类用户和居民用户，截至 2014 年末，公司拥有瓶装液化气供应网点 11 个。2014 年，公司天然气销售量达 25,666 万立方米，液化气销售量达 25,527 吨。

总体来看，随着创冠中国和燃气板块优质资产的并入，公司公用事业业务范围进一步拓宽，业务领域向全国发展，收入规模呈稳步上升的态势。

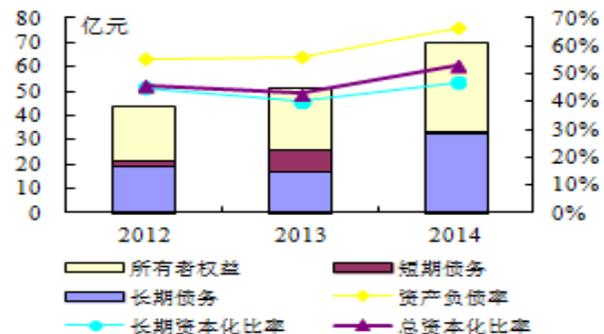
财务分析

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 2012~2014 年合并财务报告。根据企业会计准则，合并创冠中国是属于非同一控制下的合并，2014 年合并报表只将创冠中国的资产负债期末数纳入合并，创冠中国 2014 年损益不纳入合并；合并燃气发展公司是属于同一控制下的企业合并，在编制 2014 年合并报表时需要将燃气发展公司 2014 年的资产负债和损益纳入合并，并追溯调整 2013 年和 2012 年的合并财务数据。本次 2012 年数据为 2014 年追溯数，2013 年、2014 年数据分别为 2014 年年报期初数和期末数。

资本结构

2014 年，公司各板块业务继续稳步发展，加之公司对污水处理和固废处理业务仍保持较高的投资力度，资产与负债水平均较上年呈现较大幅度提升，当年由于公司合并创冠中国，同时母公司和下属佛山市南海绿电再生能源有限公司需要较多资金用于对外投资、项目建设及生产运营等，故当期银行借款规模大幅增加，导致公司当年资产负债率有所上升。截至 2014 年 12 月 31 日，公司所有者权益增加至 36.88 亿元，较上年增长 45.24%；资产规模达到 109.80 亿元，同比增长 89.69%；负债规模 72.91 亿元，同比增长 124.42%；资产负债率为 66.41%，同比上升 10.28 个百分点。

图 4：2012~2014 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

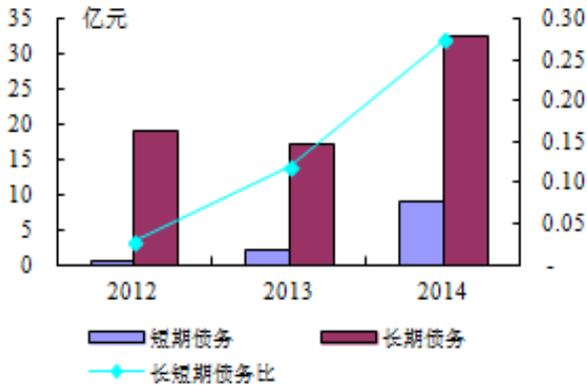
从公司资产构成看，固定资产、无形资产、在建工程和货币资金占较大比重，截至 2014 年底公司固定资产、无形资产、在建工程和货币资金分别为 30.05 亿元、42.42 亿元、13.21 亿元和 8.54 亿元，均由于创冠中国和燃气公司的并入呈现较大幅度的增长，以上四项分别较上年增加 95.75%、134.67%、64.37%和 18.19%。

公司 2014 年银行借款规模增加较多，故债务规模较上年大幅增加，当年公司总债务规模为 41.37 亿元，同比上升 116.52%，资产负债率为 66.41%，较上年增加 10.28 个百分点，总资本化比率为 52.86%，较上年增加 9.93 个百分点。未来公司项目建设仍较多，资本支出较大，在不启动股权融资的情况下，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 2014 年新增短期借款以补充流动资金，且当期一年内到期的非流动负债有所增加，导致短期债务规模上升幅度较大，2014

年公司短期债务/长期债务指标为 0.27，较上年提高 0.15 个百分点，公司债务仍以长期债务为主，债务期限结构仍处于较为合理的水平。

图 5：2012~2014 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，公司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，随着规模的不断扩大，资产及债务规模均不断提高，但资本结构仍较为稳健，且债务结构较为合理。未来公司资金仍将主要投入于重点项目建设，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。

盈利能力

2014 年公司并入燃气业务，且其余各块业务均保持增长态势，全年公司实现营业收入 24.35 亿元，同比增长 12.94%。分业务来看，2014 年公司供水业务实现收入 5.43 亿元，同比增长 13.02%；污水处理业务实现收入 1.92 亿元，较上年增长 2.18%；固废处理业务实现收入 3.78 亿元，同比增长 24.75%；燃气业务实现收入 12.61 亿元，同比增长 14.25%。

表 8：公司 2013~2014 年各业务收入和毛利率情况

单位：亿元

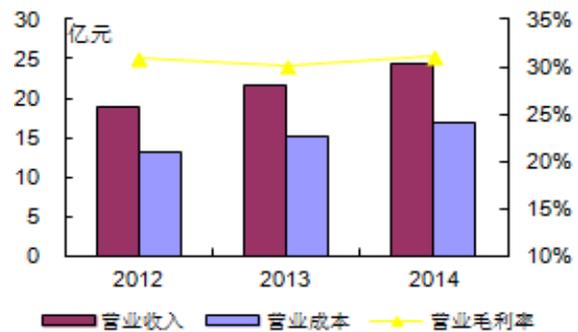
业务	2013		2014	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
自来水生产和供应业务	4.17	37.63	5.43	36.75
污水处理业务	1.88	40.45	1.92	41.61
固废处理业务	3.03	38.32	3.78	37.10
燃气业务	11.04	20.26	12.61	24.18

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 2014 年来公司营业毛利率基本与上年持平，2014 年公司营业毛

利率为 31.11%，略增 0.93 个百分点。分业务来看，2014 年公司供水业务毛利率为 36.75%，减少 0.88 个百分点，主要系与镇街合作新增的三个子公司毛利率较低；污水处理业务毛利率为 41.61%，较上年增加 1.16 个百分点，主要是由于当年部分污水处理费收入小幅增加所致；固废处理业务毛利率为 37.10%，同比下降 1.22 个百分点，主要原因有两个，一是因垃圾量增长，垃圾焚烧处理能力难以满足而导致垃圾外运填埋量增加，同时单位垃圾外运填埋处置费增加；二是因垃圾转运量增加和转运车使用年限增加，导致油费、修理费等增加；燃气业务毛利为 24.18%，同比增加 3.92 个百分点，主要系采购成本下降所致。

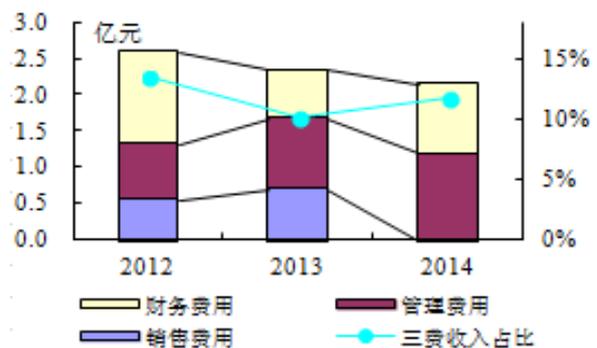
图 6：公司 2012~2014 盈利能力分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2014 年公司三费合计 2.87 亿元，较上年增加了 31.31%。2014 年公司销售费用为 0.72 亿元，同比增长 26.29%，管理费用为 1.20 亿元，同比增加 24.28%，均随着业务规模的增长相应增加；公司 2014 年财务费用为 0.95 亿元，同比增加 46.10%，主要系因为银行借款增加、新桂城水厂投产后借款利息停止资本化转为费用以及公司债券利率上调所致。公司 2014 年三费收入占比为 11.77%，较上年略增 1.65 个百分点。

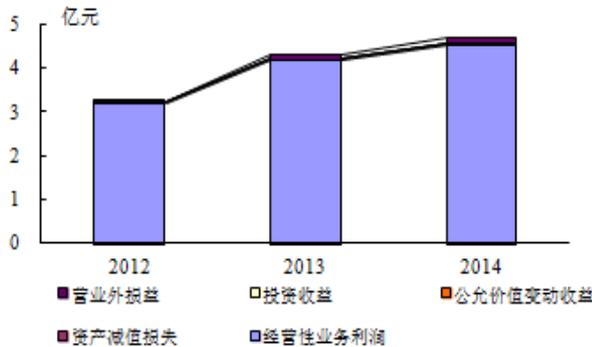
图 7：2012~2014 公司期间费用分析



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，2014 年公司利润总额为 4.67 亿元，较上年增长了 9.23%，其中经营性业务利润完成了 4.56 亿元，较上年增加 8.90%，主营业务持续实现盈利增长。

图 8：2012~2014 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

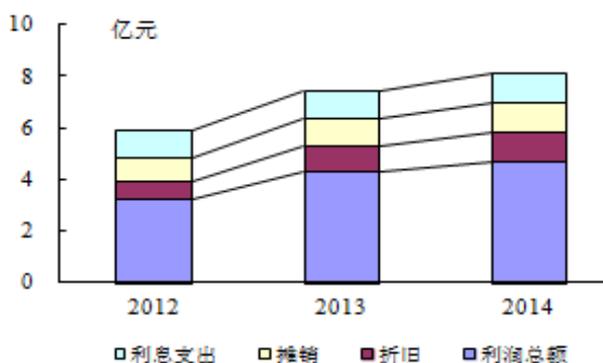
总体来看，燃气板块由于其公用事业的特性保持了较好的收入规模，且其余各板块业务稳步增长。未来，随着公司供水市场占有率的进一步扩大、污水处理效率的提升以及固废处理业务向全国范围的不断拓展，公司营业收入规模有望进一步提升，盈利能力有望保持较高水平。

偿债能力

2014 年，公司因资本投入较大导致借款规模相应增加，债务规模较上年有所提升，年末公司总债务为 41.37 亿元，同比增加 116.52%。

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。2014 年，公司 EBITDA 为 8.16 亿元，较上年增长 9.47%。

图 9：2012~2014 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，随着销售收入的增加，公司 2014 年经营性现金流实现净流入 8.29 亿元，同比增长 19.61%。公司 2014 年工程投入增加较多致使当年投资活动产生的净现金流为 -10.67 亿元。2014 年公司银行借款大幅增加，当年筹资活动净现金流为 3.57 亿元，较上年增长 3.65 亿元。总体来看，公司整体现金流状况保持稳定，资金较为充裕。

表 9：2012~2014 年现金流情况分析

单位：亿元

财务指标	2012	2013	2014
经营活动净现金流	6.38	6.93	8.29
投资活动产生现金流入	3.31	3.49	0.58
投资活动产生现金流出	11.45	10.98	11.25
投资活动净现金流	-8.14	-7.49	-10.67
筹资活动净现金流	0.78	-0.08	3.57
现金及现金等价物净增加额	-0.98	-0.64	1.19

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标看，2014 年 EBITDA 利息倍数为 5.26 倍，总债务/EBITDA 指标为 5.07，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，2014 年经营活动净现金/利息支出为 5.35 倍，经营净现金流/总债务指标为 0.20，现金流对债务本息的保障能力较强。

表 10：2012~2014 年偿债能力分析

财务指标	2012	2013	2014
总债务（亿元）	19.45	19.11	41.37
EBITDA（亿元）	5.92	7.45	8.16
资产负债率（%）	55.41	56.13	66.41
长期资本化比率（%）	45.11	40.20	46.82
总资本化比率（%）	45.78	42.93	52.86
EBITDA 利息倍数（X）	5.56	6.66	5.26
总债务/EBITDA（X）	3.28	2.56	5.07
经营净现金流/总债务（X）	0.33	0.36	0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	5.98	6.20	5.35

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，公司作为担保人为全资子公司佛山市南海丹灶镇污水处理有限公司（简称“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 2014 年末，公司未清担保余额

为 567.19 万元，占期末公司净资产的 0.15%，或有负债风险较小。

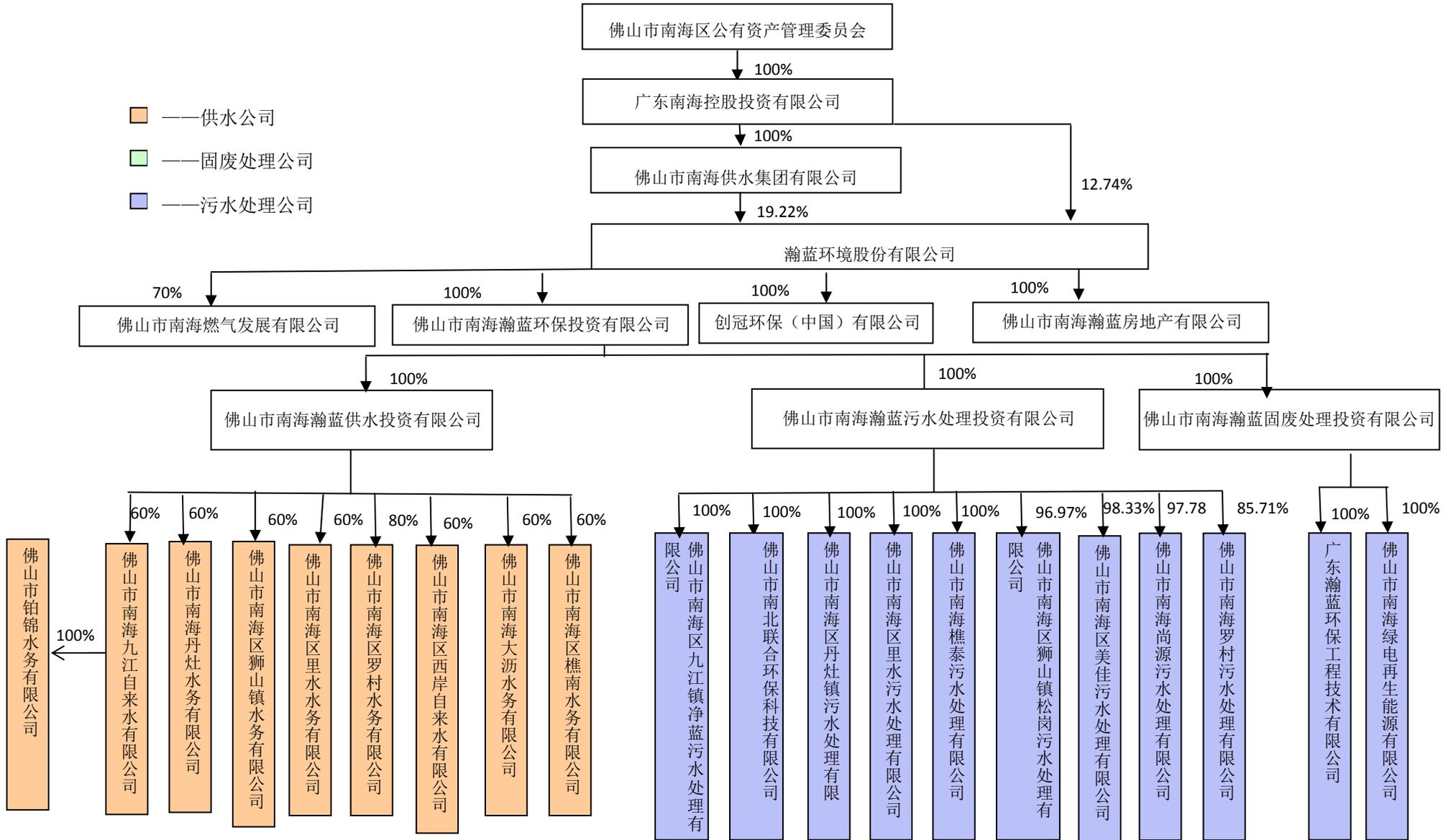
公司与银行保持着良好的合作关系，融资渠道畅通，截至 2014 年末，公司共获得中国农业银行、华夏银行、中国银行及招商银行共 22.69 亿元的授信总额，其中已使用 3.79 亿元，未使用 18.90 亿元，备用流动性较好。

总体看，公司业务规模稳步增长，财务结构较为稳健，经营获现能力稳定，偿债能力很强。未来，随着供水合作方的增加，公司供水市场占有率将不断提升，且污水处理项目的相继投产和固废处理业务向全国范围内的扩展使得公司获利能力和获现能力有望不断增强。同时我们也关注到公司未来面临较大的资本支出，在不考虑融资的情况下，债务规模可能会继续攀升等不利因素。

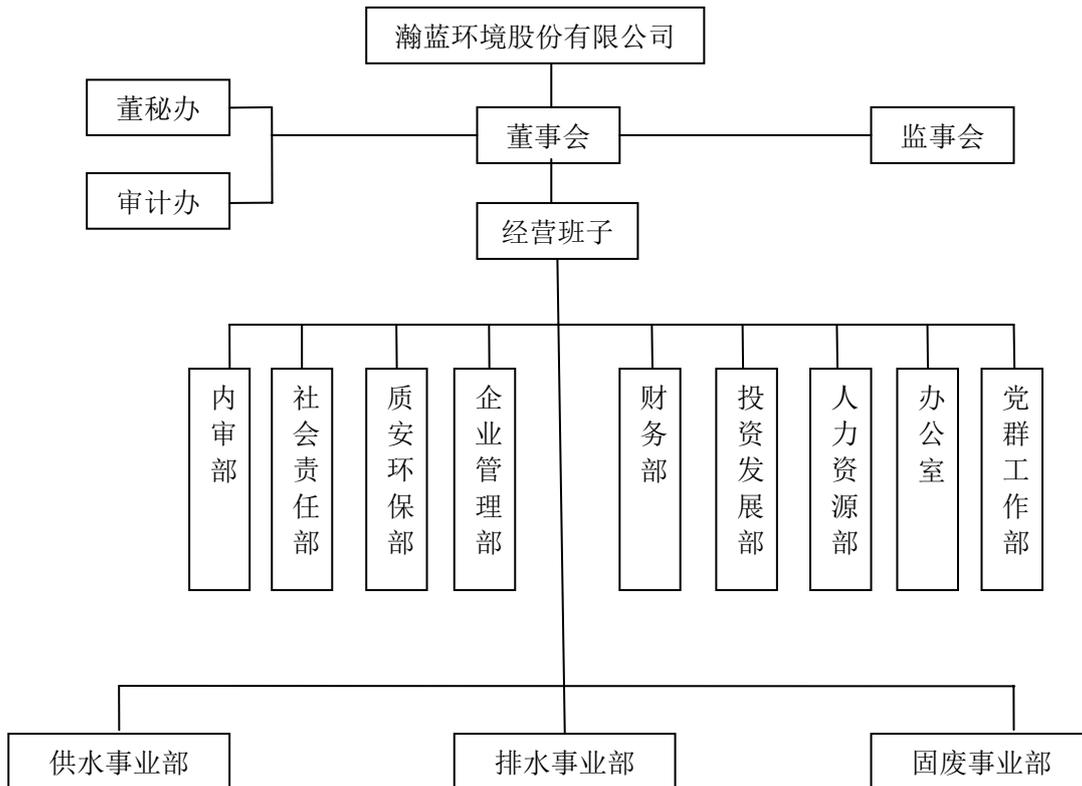
结 论

综上，中诚信证评维持瀚蓝环境股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望调整为正面；维持“南海发展股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：瀚蓝环境股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：瀚蓝环境股份有限公司组织架构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014
货币资金	78,716.62	72,279.66	85,427.97
应收账款净额	5,813.58	8,892.44	21,323.55
存货净额	5,317.85	8,809.69	9,701.55
流动资产	126,678.37	122,049.19	155,613.52
长期投资	927.26	927.26	927.26
固定资产合计	192,378.66	236,706.62	440,590.82
总资产	516,405.72	578,839.72	1,097,984.82
短期债务	5,229.25	20,326.25	88,965.90
长期债务	189,233.40	170,726.58	324,707.61
总债务(短期债务+长期债务)	194,462.65	191,052.83	413,673.51
总负债	286,126.95	324,897.27	729,149.07
所有者权益(含少数股东权益)	230,278.77	253,942.44	368,835.75
营业总收入	189,363.33	215,632.83	243,529.59
三费前利润	57,651.55	63,718.40	74,282.42
投资收益	0.00	0.00	0.00
净利润	26,009.16	33,214.99	35,163.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	59,235.05	74,513.60	81,571.69
经营活动产生现金净流量	63,801.68	69,323.53	82,920.45
投资活动产生现金净流量	-81,366.76	-74,916.74	-106,670.61
筹资活动产生现金净流量	7,790.58	-843.74	35,664.47
现金及现金等价物净增加额	-9,774.50	-6,436.95	11,914.30
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	30.96	30.18	31.11
所有者权益收益率(%)	11.29	13.08	9.53
EBITDA/营业总收入(%)	31.28	34.56	33.50
速动比率(X)	1.28	0.75	0.40
经营活动净现金/总债务(X)	0.33	0.36	0.20
经营活动净现金/短期债务(X)	12.20	3.41	0.93
经营活动净现金/利息支出(X)	5.98	6.20	5.35
EBITDA 利息倍数(X)	5.56	6.66	5.26
总债务/EBITDA(X)	3.28	2.56	5.07
资产负债率(%)	55.41	56.13	66.41
总资本化比率(%)	45.78	42.93	52.86
长期资本化比率(%)	45.11	40.20	46.82

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

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。