



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪153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其
贵公司已发行的“中山公用事业集团股份有限公司2014年
公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信
用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，
评级展望稳定；维持本期债券信用等级为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
二零一五年六月十六日

中山公用事业集团股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2015）

发行主体	中山公用事业集团股份有限公司		
发行规模	8 亿元		
存续期限	2014/07/03~2017/07/02		
上次评级时间	2014/05/06		
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

中山公用	2012	2013	2014	2015.3
所有者权益（亿元）	65.83	70.50	76.36	80.95
总资产（亿元）	79.60	85.59	99.55	104.38
总债务（亿元）	10.47	10.17	17.88	17.89
营业总收入（亿元）	8.97	10.48	11.55	2.80
营业毛利率（%）	33.01	36.41	37.83	38.58
EBITDA（亿元）	6.13	9.52	10.78	4.29
所有者权益收益率（%）	5.80	9.24	10.17	17.20
资产负债率（%）	17.29	17.63	23.30	22.44
总债务/EBITDA（X）	1.71	1.07	1.66	1.04
EBITDA 利息倍数（X）	8.52	16.08	13.21	16.98
中汇集团	2012	2013	2014	
所有者权益（亿元）	68.48	77.91	94.09	
总资产（亿元）	106.74	125.61	162.21	
总债务（亿元）	23.86	28.27	48.29	
营业总收入（亿元）	12.90	17.14	19.60	
营业毛利率（%）	30.25	29.95	30.88	
EBITDA（亿元）	7.39	10.04	12.10	
所有者权益收益率（%）	4.87	6.14	5.80	
资产负债率（%）	35.84	37.97	41.99	
总债务/EBITDA（X）	3.23	2.82	3.99	
EBITDA 利息倍（X）	3.51	4.79	4.89	

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

2、中山公用2015年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务等指标均经年化处理。

基本观点

公司系中山市重要的公用事业平台，随着“水十条”政策的出台、污水处理费上调步伐的不断推进以及交通运输行业的平稳运行，公司垄断优势不断得到巩固。2014年，公司供水、农贸农批市场经营和水路客运业务稳步增长，污水处理业务基本保持稳定，同时，受益于持有的优质金融资产，公司盈利能力保持稳定，获现能力持续表现良好。未来随着政府供水和污水资产整合的持续推进，公司经营有望进一步向好。此外，我们也关注到公司期间费用占比较高、资本市场波动以及公司对广发证券持股比例下降对公司投资收益影响较大等因素可能对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持中山公用事业集团股份有限公司主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；维持“中山公用事业集团股份有限公司2014年公司债券”信用等级为AA⁺，该级别考虑了中山中汇投资集团有限公司提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 行业发展前景向好。“水十条”政策的出台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；此外，交通运输业保持平稳发展。公司业务所面临的总体行业环境向好。
- 显著的区域垄断优势。公司是中山市最大的供水主体、城区唯一的污水处理企业，目前在中山市内，公司自来水供水量占比和污水处理量占比均较大，区位优势明显。
- 业务规模稳步增长。公司各板块业务经营稳定，2014年供水、市场租赁及客运业务均保持增长势头，收入规模分别较上年增长6.47%、18.86%和3.98%。
- 公司盈利能力稳定，现金流状况较好。公司自来水供应和污水处理业务公用事业的特征和特许经营模式决定了其市场回报较为稳定，并具有较好的现金流获取能力，同时受益于持有

的优质金融资产，公司盈利能力保持稳定。

关 注

- 较高的期间费用对公司利润水平的影响。公司期间费用较高，2014年三费合计占营业收入的比重达到了24.69%，较高的三费支出对公司的经营性业务利润形成一定挤占。
- 利润水平较易受资本场景气度的影响。公司投资收益是利润总额的主要组成部分，由于资本场景气度变化影响广发证券经营业绩状况，且2015年公司对广发证券持股比例下降，公司利润水平或将呈现出一定的波动性。

分 析 师

刘 刚 gangliu@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年6月16日

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。

本次债券募集资金使用情况

2014年7月3日，公司发行8亿元公司债券，扣除发行费用后全部用于补充流动资金，截至2015年3月31日，公司按照募集说明书中列明的募集资金使用计划，已全部用于补充流动资金。

行业分析

水务行业发展维持平稳，且“水十条”政策的出台、后续相关政策的密集发布以及国企改革方案即将实施，给水务市场带来新的发展机遇。

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，2015年4月2日，被称为“水十条”的《水污染防治行动计划》正式出台，该计划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”政策的发布，阶梯水价改革的步伐进一步加紧推进，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》（以下简称“通知”），该通知明确规定：2016年底前，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年底前开征，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。

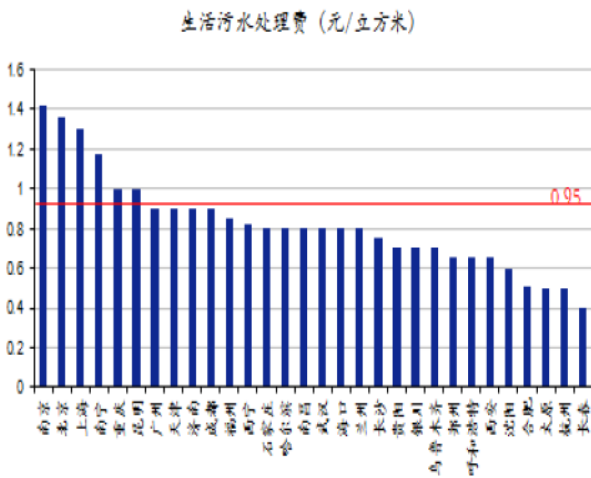
表 1：2015 年污水处理费调整政策

时间节点	标准要求		
	设市城市	居民	≥0.95
2016 年底前		非居民	≥1.4
	县级、重点建制镇	居民	≥0.85
		非居民	≥1.2
		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：中华人民共和国国籍发展和改革委员会公开信息

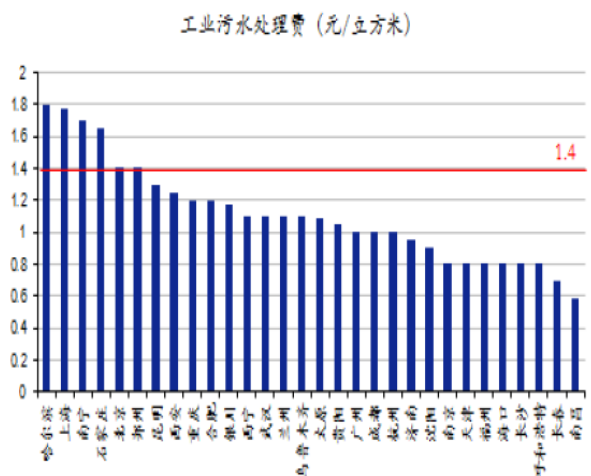
目前，我国多地污水处理费均存在上调空间，全国大部分地区政府所征收污水处理费均低于《通知》要求，全国 30 个重点城市中（不包括拉萨），只有 1/5 的城市的居民污水处理费和非居民污水处理费（以工业污水处理费为标准）达到 0.95 元/吨和 1.4 元/吨，随着各地污水处理费的上调，地方政府的财政支付能力将得以提升，从而保障污水处理项目投入，同时为污水处理公司上调污水处理费提供机遇。

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。

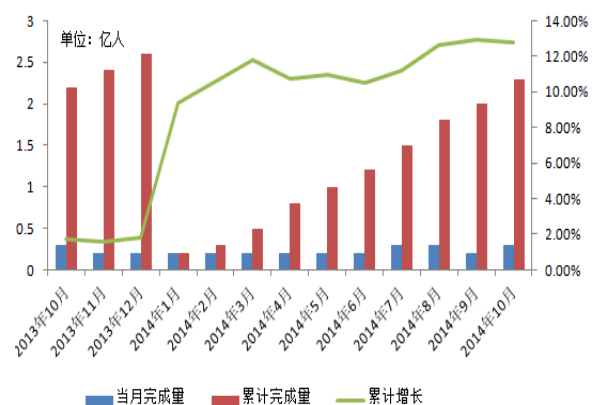
交通运输业总体运行缓中趋稳，行业结构调整步伐加快，新兴业务保持快速增长。

2014 年交通运输经济运行总体平稳，客货运量和基础设施投资都有所增长，但增速趋稳。

从货运方面来看，2014 年我国货运增速换挡调整，快递业务持续高速增长。根据 2015 年 1 月初交通运输部通报的 2014 年交通运输经济运行情况数据来看，我国全年铁路、公路、水路、民航预计完成货运量 432.1 亿吨，同比增长 7.2%，增速较上年放缓 2.7 个百分点。其中公路、水路货运量分别增长 8.7%和 6.4%，较上年均有所放缓，铁路货物发送量下降 3.9%。在电子商务快速发展带动下，快递业务实现高速增长，全年预计完成快递业务量 140 亿件，同比增长 52%，完成业务收入 2032 亿元，增长 41%。

从客运方面来看，2014 年全国客运业增速缓中趋稳，结构进一步优化。根据 2015 年 1 月初交通运输部通报的 2014 年交通运输经济运行情况数据来看，全年我国铁路、公路、水路、民航完成客运量预计为 220.1 亿人，同比增长 3.7%，增速较上年放缓 1.1 个百分点。其中铁路、民航客运量保持较快增长，全年预计分别增长 10.4%和 10.1%，公路客运量全年增长 2.8%。同时，从增速来看，2013 年 10 月至 2014 年 10 月，我国水路客运量增速呈上行趋势，行业运营保持平稳，增速保持在较为合理的区间内。

图 3：2013 年 10 月~2014 年 10 月全国水路客运量完成情况



资料来源：中国产业竞争情报网，中诚信证评整理

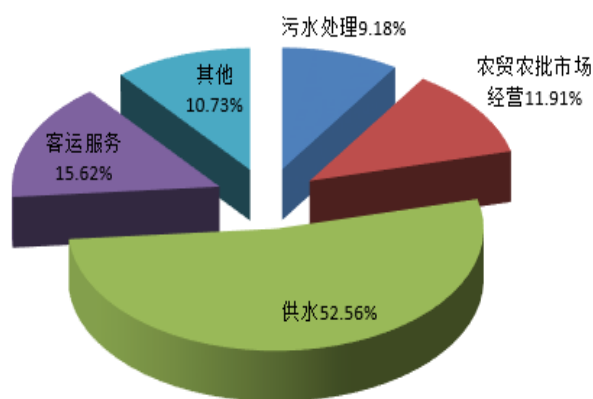
从固定资产投资来看，2014年我国交通固定资产投资保持较快增长，交通基础设施建设稳步推进。预计全年完成铁路公路水路固定资产投资 2.5 万亿元，其中铁路完成 8000 亿元建设任务，公路、水运分别完成投资 15256 亿元和 1458 亿元，分别增长 11.4%和下降 4.6%。

中诚信证评认为，在我国经济发展进入新常态后，交通运输经济运行也在呈现新的特点，交通运输生产增速向中高速增长转变，交通运输结构调整步伐加快，新业态增长较快，行业整体运营缓中趋稳。

业务运营

2014年，公司从关联方中山市歧江集团有限公司购入中港客运联营有限公司 60%的股权，购入价格为 1.88 亿元。目前，公司从事的业务主要包括生产供应自来水、污水处理、农贸农批市场经营以及客运服务等。2014年公司实现营业总收入 11.55 亿元，较上年增长 10.21%，上述四大业务占比分别为 52.56%、9.18%、11.91%和 15.62%，为营业总收入的主要组成部分。除四大业务外，公司还从事部分物业管理、建筑安装及其他业务。

图 4：2014 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司 2014 年年度报告，中诚信证评整理

公司售水量稳步增长，供水效率不断提高，带动供水业务收入规模稳步上涨。

公司主要负责中山市范围内的自来水供应。该板块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”）执行。2014年公司该板块业务实现稳健经营，实现营业收入 6.07 亿元，较上年增长 6.47%。

从自来水产销情况来看，2014年公司自来水生产量和售水量均较上年有所提升，分别为 43,506 万立方米和 37,531 万立方米，同比分别增长 2.98%和 3.27%。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，加大水损控制力度，节省成本费用，供水效率不断提高，管网漏损率不断降低，2014年公司管网漏损率为 13.73%，同比下降 0.24 个百分点。

表 2：2012~2014 年公司自来水产销情况

指标	2012	2013	2014
生产量 (万 M ³)	42,804	42,248	43,506
销售量 (万 M ³)	36,281	36,344	37,531
管网漏损率 (%)	15.24	13.97	13.73
水压合格率 (%)	98.36	99.01	99.50

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，2014年占比分别为 27.75%和 72.25%，其中趸售对象主要为镇级水司。

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	11,008	30	10,416	27.75
直供	25,336	70	27,115	72.25
居民	11,313	31	11,829	31.52
非居民	13,871	38	15,161	40.40
特种行业	152	1	125	0.33
合计	36,344	100	37,531	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水价方面，2011年 3 月 1 日，根据中山市物价局文件（中价〔2011〕30 号）规定，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、1.52 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%。

表 4: 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。此外, 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, 因此基本能够收回客户所欠水费。近年来, 公司水费回收率均保持较高水平, 2014 年为 100%, 保证了公司经营现金流的稳定回流。

表 5: 截至 2014 年 12 月 31 日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	6.19	100%
东升分公司	14	8.65	100%
东风分公司	8	7.97	100%
三乡分公司	10	10.92	100%
古镇分公司	12.5	10.52	100%
神湾分公司	0	1.46	100%
港口分公司	0	4.63	100%
板芙分公司	2	2.96	100%
南区分公司	0	2.42	100%
五桂山分公司	0	1.34	100%
南头水司	8.5	5.66	90%
民众水司	1.5	3.35	55%
沙朗水司	0	2.44	55%
阜沙水司	3	2.86	51%
南镇水司	8	5.37	49%
稔益水司	14	8.89	49%
新涌口水司	8	7.52	49%
中山大丰	50	28.42	33.89%
中山中法	50	33.37	33.89%
合计	209.5	154.94	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司主要负责中山市范围内的自来水供应, 水费回收率较好, 是公司稳定收入来源之一。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。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。

污水处理业务发展较为稳定, 未来随着“污水处理一盘棋”的资产整合, 污水处理业务有望实现提升。

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。该板块业务 2014 年经营基本保持稳定, 实现营业收入 1.06 亿元。

从污水处理能力方面来看, 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, 其中中嘉污水处理厂的设计日处理能力为 20 万吨, 珍家山污水处理厂处理能力为 10 万吨/日。截至 2014 年 12 月 31 日, 公司污水日处理能力为 30 万立方米。2014 年污水处理实际完成量与结算量均为 9,813 万立方米, 基本与上年持平。

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 6: 截至 2014 年 12 月公司污水处理资产情况

污水处理厂	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	20	1998.4	1.08
珍家山处理厂	10	2011.1	1.08
合计	30	--	--

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司近年来污水处理业务发展较为稳定, 未来随着污水管网不断完善, 公司污水处理业务有望实现增长。

农贸农批市场经营业务稳步增长, 出租率仍保持在较高水平。

公司农贸农批市场经营业务增速不断加快, 2014 年实现营业收入 1.37 亿元, 同比增长 18.86%, 出租率 85%。

从市场状况来看, 公司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 18%。从布局来看, 各市场在全市范围内分布较为均匀, 并且基本位于城区的

繁华路段或者各镇区中心，交通便利。

表 7：公司 2012~2014 年市场租赁情况

	2012	2013	2014
出租率 (%)	85	86.8	85
收入 (亿元)	1.08	1.16	1.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司近年来对各农贸市场不断进行升级改造，对商户进行精细化管理，收入及出租率呈现出稳步增长态势。

客运业务稳定增长，收入规模逐年上升，未来随着新中山港东移，客运航程将进一步缩短，有望带动公司客运业务规模进一步提升。

2014 年，公司从关联方中山市岐江集团有限公司购入中港客运联营有限公司（以下简称“中港客运”）60%的股权，购入价格为 1.88 亿元。中港客运目前注册资本 10.63 亿元，总资产达 40.55 亿元，目前主要从事中山港至香港的旅客水路运输业务，收入来源主要为客票，当年，公司客运业务实现收入 1.80 亿元，同比增长 3.98%，占营业收入比为 15.60%。

中港客运目前拥有船只 5 艘，航线 2 条，分别为中山-香港和中山-香港机场，2014 年，两条航线占客运收入比分别为 85%和 15%。目前，客运业务中山-香港航线开通班轮次数为 15 班次/天，票价为 150 元/班次；中山-香港机场开通班轮次数为 7 次/天，票价为 290 元/班次。

表 8：客运业务班轮情况表

航线	班轮数量	票价 (元)
中山-香港	15 班次/天	150
中山-香港机场	7 班次/天	290

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从客运量方面来看，中港客运目前每年的客运量约为 120 万人次，年总航次约 8000 航次，可载客量约为 274.4 万人次，客位数平均 343 人/船。

从采购方面来看，中港客运主要成本为燃油采购费，目前燃油均从香港新港石油有限公司采购，年采购量约为 1015 万升。

总体来看，在运输行业保持稳步增长的态势下，公司客运业务有望持续保持增长。

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（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2012 年、2013 年和 2014 年年度审计报告，以及未经审计的 2015 年一季度合并财务报表，其中 2012 年数据为 2014 年重述数，2013 年、2014 年数据分别为 2014 年年报期初和期末数。

资本结构

2014 年，公司收入规模不断扩大，且盈利状况稳定，自有资本实力不断得到夯实，当年 7 月，公司成功发行 8 亿元公司债券，故负债总额较 2013 年末有所增加，资产负债率有所上升。截至 2015 年 3 月 31 日，公司资产规模达到 104.38 亿元，较 2014 年末增长 4.84%；负债规模为 23.43 亿元，基本与 2014 年末持平，所有者权益增加至 80.95 亿元，较 2014 年末增长 6.01%，资产负债率为 22.44%，较 2014 年末下降 0.86 个百分点，与同行业相比负债水平偏低。

表 9：截至 2014 年 12 月 31 日水务企业上市公司

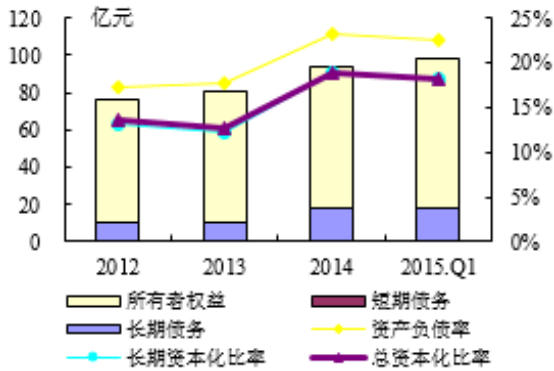
资本结构比较

公司	资产总计 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)
兴蓉投资	121.51	74.91	38.35
中山公用	99.55	76.36	23.30
桑德环境	95.49	52.76	44.75
武汉控股	75.01	43.05	42.61
瀚蓝环境	109.80	36.88	66.41
洪城水业	49.69	19.12	61.53
创业环保	108.59	43.38	60.05
重庆水务	205.71	132.55	35.56

资料来源：各上市公司 2014 年年度报告，中诚信证评整理

从公司资产构成看，长期股权投资和固定资产仍占比较高。截至 2015 年 3 月 31 日，公司长期股权投资和固定资产分别为 57.71 亿元和 16.36 亿元，占总资产比重分别为 55.29%和 15.68%。长期股权投资中金额较大的仍然是广发证券和济宁公用，固定资产主要为管网设备、房屋建筑物和及其设备等。

图 5：2012~2015.Q1 公司资本结构分析

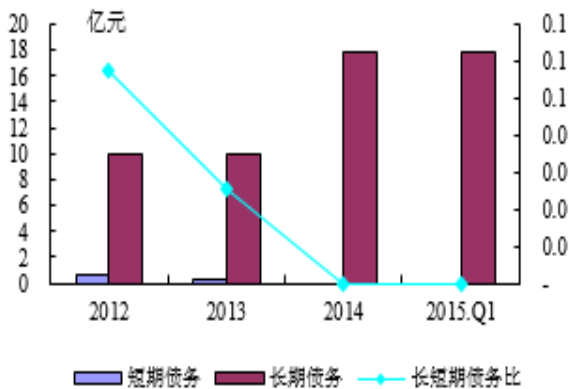


资料来源：公司 2014 年年度报告及 2015 年第一季度报告，中诚信证评整理

债务规模方面，2014 年 7 月，公司成功发行 8 亿元公司债券，故年末应付债券金额有所增加，长期债务规模上升，总负债规模相应上升。截至 2015 年 3 月 31 日，公司总债务规模为 17.89 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 22.44% 和 18.10%。与同行业相比，公司的杠杆比率处于较低水平，财务弹性好。

从债务期限结构来看，公司持续调整债务结构，增加长期债务比重，截至 2015 年 3 月 31 日，公司短期债务全部被置换，长期债务规模增加至 17.89 亿元，债务期限结构持续优化。

图 6：2012~2015.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司 2014 年年度报告及 2015 年第一季度报告，中诚信证评整理

综合来看，公司负债规模适中，资产负债率仍处于较低水平，资本结构较为稳健，且由于公司合理调整长短期债务，债务期限结构持续优化。未来随着中山市的“供水一盘棋、污水一盘棋”的推进，公司资本支出可能会增加，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

2014 年，除污水处理业务基本与上年持平以外，其余各版块业务均实现了一定程度的增长，公司全年实现营业收入 11.55 亿元，同比增长 10.21%。分板块来看，水务板块方面，公司自来水供应量稳步上升，2014 年收入 6.07 亿元，同比增加了 6.47%；污水处理业务实现收入 1.06 亿元，基本与上年持平；市场租赁业实现收入 1.37 亿元，同比增长 18.86%；客运服务业务实现收入 1.80 亿元，同比增长 3.98%。2015 年一季度公司实现营业收入 2.80 亿元，同比增长 5%。

表 10：公司 2013~2014 年各业务收入和毛利率情况

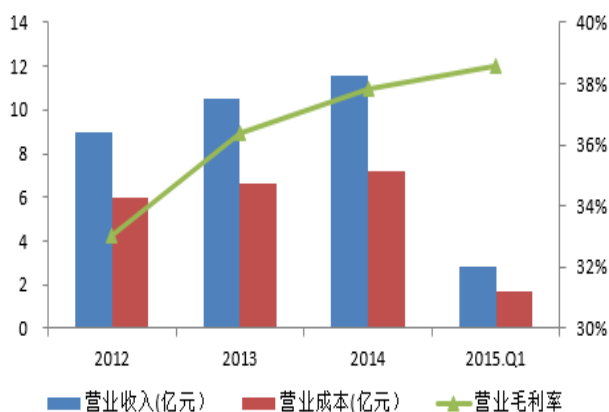
单位：亿元

业务	2013		2014	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
自来水业务	5.70	26.62	6.07	27.80
污水处理	1.07	40.95	1.06	41.22
市场租赁	1.16	59.66	1.37	60.75
客运服务	1.74	50.03	1.80	54.10
其他	0.81	-	1.24	-

资料来源：公司 2014 年年度报告、中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，2014 年公司各版块业务毛利水平略有提升，故公司综合营业毛利率小幅上升至 37.83%。分业务来看，2014 年，公司自来水业务毛利率为 27.80%，较上年提升 1.18 个百分点，主要是因为当年公司供水效率持续提升所致；公司污水处理业务毛利率为 41.22%，较上年略升 0.27 个百分点；市场租赁业务方面，由于公司下属的农贸市场基本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，当年该业务毛利率为 60.75%，同比上升 1.09 个百分点；客运服务业务当年毛利率为 54.10%，同比上升 4.07 个百分点，主要系当年燃料费用有所下降带动该板块业务成本有所下降所致。

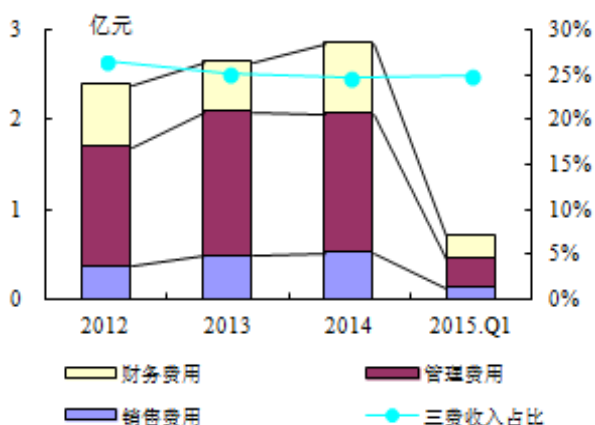
图 7：公司 2012~2015.Q1 盈利能力分析



资料来源：公司 2014 年年度报告及 2015 年第一季度报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2014 年公司期间费用合计 2.85 亿元，同比增加 7.94%，主要是 2014 年公司发行公司债，相应利息支出有所增加所致。由于当年公司发行公司债，2014 年公司财务费用为 0.78 亿元，同比增加 43.07%；销售费用方面，2014 年该项费用为 0.51 亿元，较上年增加 7.01%；公司当年管理费用为 1.56 亿元，较上年下降 3.66%。从期间费用占比看，2014 年公司三费收入占比为 24.69%，较高的期间费用挤占了公司的部分利润空间。2015 年一季度期间费用合计为 0.70 亿元，三费收入占比为 24.94%。

图 8：2012~2015.Q1 公司期间费用分析

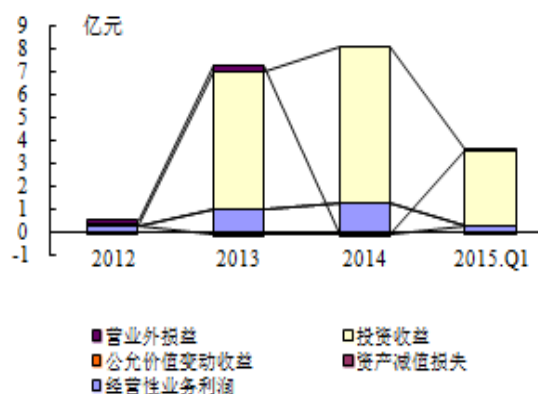


资料来源：公司 2014 年年度报告及 2015 年第一季度报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2014 年公司利润总额为 8.17 亿元，同比增加 11.57%，主要由投资收益构成。受较高的期间费用影响，公司经营性业务利润相对较低，2014 年公司经营性业务利润为 1.32 亿元。投资收益方面，近年来受广发证券业绩波动的影

响，公司投资收益亦呈现一定波动性。2014 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 5.82 亿元。2015 年一季度公司利润总额为 3.62 亿元，投资收益为 3.28 亿元，当期经营性业务利润为 0.34 亿元。2015 年 4 月 10 日，广发证券发行的境外上市外资股（H 股）在香港联交所主板挂牌并开始上市交易，由于广发证券总股本发生变化，公司持股比例从原 11.6% 下降至目前的 9.01%。考虑到公司投资收益是构成利润总额的主要组成部分，公司持股比例的下降以及广发证券业绩较易受资本场景气度影响，中诚信证评将对公司利润状况呈现出的波动性保持关注。

图 9：2012~2015.Q1 公司利润总额分析



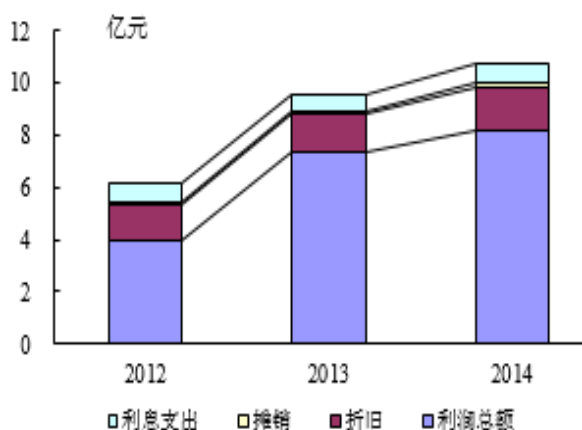
资料来源：公司 2014 年年度报告及 2015 年第一季度报告，中诚信证评整理

总体来看，2014 年公司的收入水平保持稳步增长，同时，公司所持有广发证券股份为公司带来一定的投资收益，进而对公司利润形成有效补充，未来随着水务板块规模扩大和中山港竞争能力的提升，公司收入规模和盈利能力有望进一步上升。鉴于资本场景气度对公司投资收益影响较大且公司对于广发证券的持股比例有所下降，中诚信证评将持续关注资本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。2014 年公司 EBITDA 为 10.78 亿元，较上年增加 1.26 亿元；2014 年公司 EBITDA/营业总收入为 93.36%，同比增加 2.48 个百分点。

图 10: 2012~2014 年 EBITDA 构成



资料来源: 公司 2014 年年度报告、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的稳定性决定了公司的现金流入较为稳定。2014 年, 随着收入规模的扩大, 公司经营性净现金流状况持续保持良好, 当年为 3.80 亿元。2015 年一季度, 公司经营活动净现金流为 0.51 亿元。

表 11: 2012~2014 年公司现金流分析

单位: 亿元

财务指标	2012	2013	2014
经营活动净现金流	2.86	3.73	3.80
投资活动净现金流	1.28	-2.57	-7.67
筹资活动净现金流	-7.69	-1.66	5.58
现金及现金等价物净增加额	-3.54	-0.50	1.72

资料来源: 公司 2014 年年度报告, 中诚信证评整理

从偿债指标看, 2014 年公司 EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 指标分别为 13.21 倍和 1.66 倍。公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力仍很强。同时, 公司经营性现金流表现良好, 对债务本息的保障能力很强, 2014 年经营活动净现金/利息支出为 4.65 倍, 经营净现金流/总债务指标为 0.21 倍。

表 12: 2012~2014 偿债能力分析

财务指标	2012	2013	2014
总债务 (亿元)	10.47	10.17	17.88
EBITDA (亿元)	6.13	9.52	10.78
资产负债率 (%)	17.29	17.63	23.30
长期资本化比率 (%)	13.08	12.34	18.97
总资本化比率 (%)	13.73	12.61	18.97
EBITDA 利息倍数 (X)	8.52	16.08	13.21
总债务/EBITDA (X)	1.71	1.07	1.66
经营净现金流/总债务 (X)	0.27	0.37	0.21
经营净现金/利息支出 (X)	3.98	6.29	4.65

资料来源: 公司 2014 年年度报告、中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司无对外担保, 也无对控股子公司的担保, 因此无对外担保引致的或有风险。

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增长以及客运竞争力的增强, 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

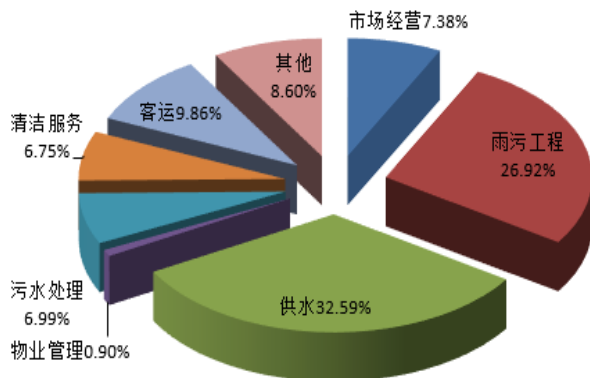
中山中汇投资集团有限公司 (以下简称“中汇集团”或者“集团”) 为本期公司债券提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。目前中汇集团的业务主要分为水务、市场租赁、客运、清洁服务以及雨污安装工程等业务板块。截至 2014 年底, 中汇集团资产总额 162.21 亿元, 所有者权益 (含少数股东权益) 94.09 亿元, 资产负债率为 41.99%。

2014 年中汇集团实现营业收入 19.60 亿元, 净利润 5.46 亿元, 经营活动现金流量净额 2.41 亿元。从收入构成来看, 供水业务和雨污安装工程收入分别占比 32.59% 和 26.92%, 为中汇集团主要收入来源。目前中汇集团的水务、市场租赁和客运业务均是由公司作为运营主体。

雨污工程业务是由中汇集团的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 2014 年 12 月 31 日, 工程公司总资产 3.21 亿元, 净资产 0.92 亿元, 2014 年实现营业收入 5.02 亿元, 净利润 0.19 亿元。

环卫板块主要由集团控股的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 2014 年 12 月 31 日，环境服务公司的总资产 1.08 亿元，净资产 0.79 亿元，2014 年实现营业收入 1.28 亿元，净利润 0.07 亿元。

图 11：2014 年中汇集团主营业务收入构成情况



资料来源：中汇集团 2014 年年度报告、中诚信证评整理

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（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2012、2013 年和 2014 年年度审计报告，其中 2013 年数据为 2014 年期初数。

截至 2014 年 12 月 31 日，中汇集团资产总额 162.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）94.09 亿元，资产负债率为 41.99%。2014 年实现营业收入 19.60 亿元，净利润 5.46 亿元，经营活动现金流量净额 2.41 亿元。

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，中汇集团各项业务发展较为稳定。截至 2014 年 12 月 31 日，中汇集团总资产为 162.21 亿元，同比增长 29.14%，所有者权益（含少数股东权益）94.09 亿元，同比增加了 20.77%。2014 年，集团长期借款及应付债券有所增加，导致当年集团总债务规模上升至 48.29 亿元，较上年提高了 70.85%。截至 2014 年 12 月 31 日，中汇集团资产负债率为 41.99%，同比上升 4.02 个百分点，但仍处于较低水平，总资本化比率为 33.92%，较上年上升 7.3 个百分点。

从债务期限结构来看，截至 2014 年 12 月 31 日，中汇集团短期债务为 0.4 亿元，长期债务为 47.89

亿元，短期债务/长期债务指标为 0.01，债务结构持续优化。未来随着中汇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，目前中汇集团的资本结构较为稳健，财务弹性较好。

从盈利能力看，近年来集团营业收入稳步增长，毛利水平一直较为稳定。2014 年，中汇集团实现营业收入 19.60 亿元，同比增长 14.39%；营业毛利率为 30.88%，较上年小幅增长 0.93 个百分点。

偿债指标方面，中汇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。2014 年集团经营性现金流实现净流入 2.41 亿元，现金流对债务本息的覆盖能力尚可。当年集团经营净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.05 和 0.97 倍。2014 年集团 EBITDA 达到 12.10 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.99 和 4.89 倍，集团 EBITDA 对债务本息的覆盖能力较好。

表 13：2012~2014 年中汇集团主要财务指标

指标	2012	2013	2014
总资产（亿元）	106.74	125.61	162.21
所有者权益（亿元）	68.48	77.91	94.09
短期债务（亿元）	0.57	0.95	0.40
总债务（亿元）	23.86	28.27	48.29
营业总收入（亿元）	12.90	17.14	19.60
营业毛利率（%）	30.25	29.95	30.88
EBITDA（亿元）	7.39	10.04	12.10
所有者权益收益率（%）	4.87	6.14	5.80
资产负债率（%）	35.84	37.97	41.99
总资本化比率（%）	25.84	26.62	33.92
经营净现金流/总债务（X）	0.25	0.13	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	2.85	1.75	0.97
总债务/EBITDA（X）	3.23	2.82	3.99
EBITDA 利息倍数（X）	3.51	4.79	4.89

资料来源：中汇集团 2014 年年度报告、中诚信证评整理

在或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，中汇集团累计对外担保余额为 8 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企业债提供的保证担保，2 亿元系对中山温泉有限公司信托贷款提供的连带责任担保。2014 年末集团对外担保余额占集团净资产（含少数

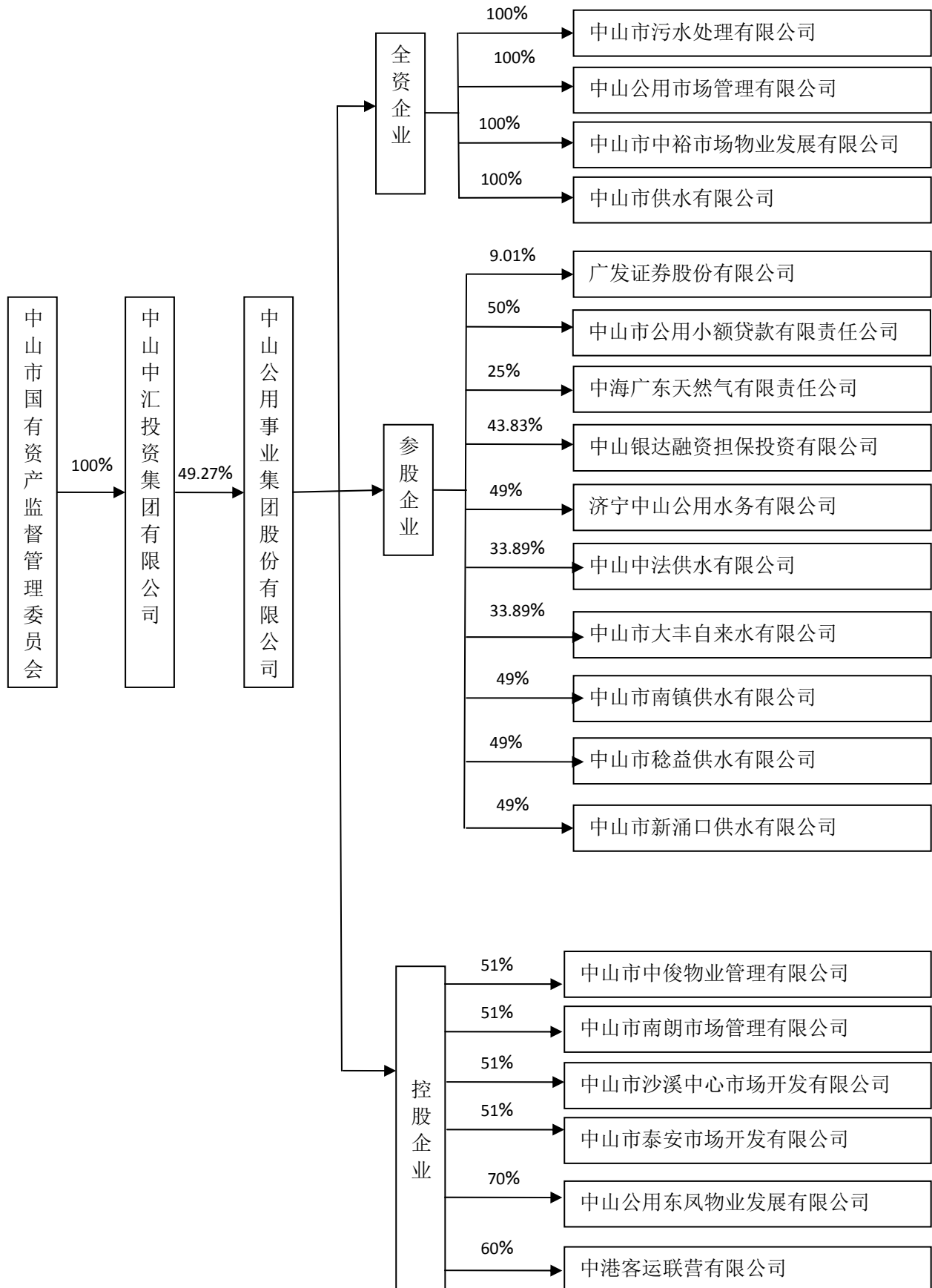
股东权益)的比例为 8.50%，占比较低，因对外担保引致的或有负债风险较小。

中诚信证评认为，中汇集团整体经营状况良好，资本结构稳健，获现能力较强。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，集团能够获得较大的政府支持，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。

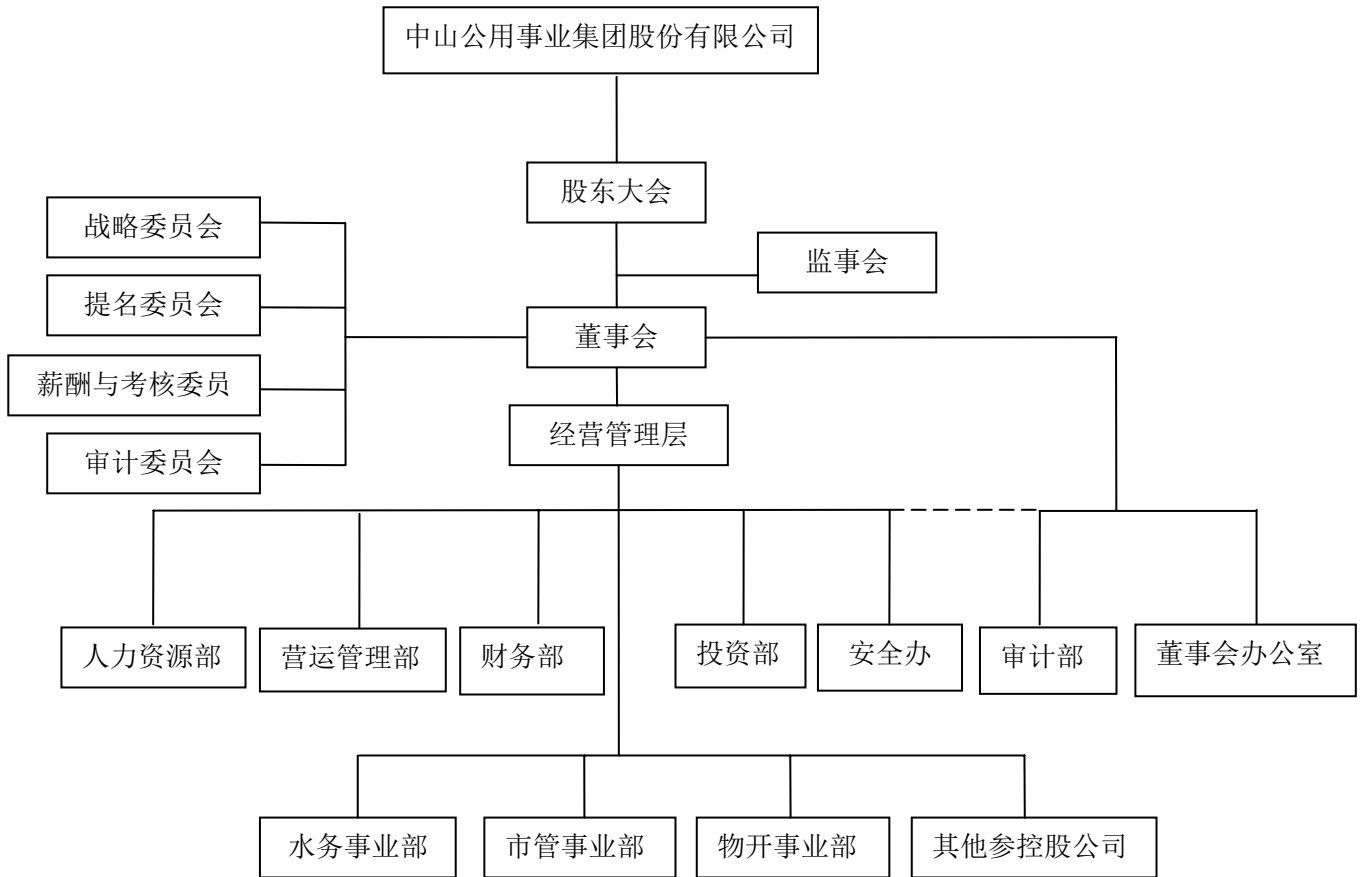
结 论

综上，中诚信证评维持中山公用主体信用等级 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“中山公用事业集团股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：中山公用事业集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 4 月 30 日）



附二：中山公用事业集团股份有限公司组织架构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	56,451.56	51,425.21	68,575.30	58,881.83
应收账款净额	6,590.66	5,609.47	5,324.84	9,318.53
存货净额	1,817.25	2,621.18	3,748.67	3,407.50
流动资产	68,103.21	98,156.59	165,067.27	185,897.55
长期投资	468,980.30	490,592.22	555,160.89	583,273.62
固定资产合计	233,472.23	233,332.37	238,981.01	238,637.60
总资产	796,009.09	855,943.40	995,540.54	1,043,759.57
短期债务	5,700.00	2,500.00	0.00	0.00
长期债务	99,033.33	99,233.33	178,766.67	178,883.33
总债务(短期债务+长期债务)	104,733.33	101,733.33	178,766.67	178,883.33
总负债	137,664.10	150,924.95	231,946.65	234,265.34
所有者权益(含少数股东权益)	658,344.99	705,018.44	763,593.88	809,494.23
营业总收入	89,697.14	104,785.08	115,487.49	28,044.73
三费前利润	27,374.25	36,455.25	41,677.63	10,366.87
投资收益	34,493.52	60,752.06	68,554.76	32,773.64
净利润	38,173.92	65,160.18	77,624.25	34,807.02
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	61,276.10	95,227.25	107,823.43	42,851.94
经营活动产生现金净流量	28,643.16	37,281.84	37,996.73	5,098.91
投资活动产生现金净流量	12,792.01	-25,738.57	-76,655.85	-14,981.24
筹资活动产生现金净流量	-76,894.83	-16,569.62	55,809.26	188.87
现金及现金等价物净增加额	-35,446.11	-5,026.36	17,150.09	-9,693.46
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	33.01	36.41	37.83	38.58
所有者权益收益率(%)	5.80	9.24	10.17	17.20
EBITDA/营业总收入(%)	68.31	90.88	93.36	152.80
速动比率(X)	1.73	1.86	3.12	3.39
经营活动净现金/总债务(X)	0.27	0.37	0.21	0.11
经营活动净现金/短期债务(X)	5.03	14.91	-	-
经营活动净现金/利息支出(X)	3.98	6.29	4.65	2.02
EBITDA 利息倍数(X)	8.52	16.08	13.21	16.98
总债务/EBITDA(X)	1.71	1.07	1.66	1.04
资产负债率(%)	17.29	17.63	23.30	22.44
总债务/总资本(%)	13.73	12.61	18.97	18.10
长期资本化比率(%)	13.08	12.34	18.97	18.10

注：1、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；

2、2015年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务等指标均经年化处理。

附四：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)	2012	2013	2014
货币资金	103,061.83	112,880.72	209,119.73
应收账款净额	15,857.39	9,792.86	11,162.67
存货净额	5,212.42	7,892.35	9,411.90
流动资产	262,739.95	289,575.76	548,709.73
长期投资	511,470.90	533,051.55	596,849.91
固定资产合计	246,881.87	313,807.10	316,155.74
总资产	1,067,409.93	1,256,051.45	1,622,051.99
短期债务	5,700.00	9,500.00	4,000.00
长期债务	232,872.33	273,166.48	478,934.82
总债务（短期债务+长期债务）	238,572.33	282,666.48	482,934.82
总负债	382,589.66	476,950.62	681,108.05
所有者权益（含少数股东权益）	684,820.27	779,100.83	940,943.94
营业总收入	129,002.44	171,383.91	196,045.47
三费前利润	35,877.66	48,006.37	56,389.81
投资收益	37,318.62	61,665.99	77,277.58
净利润	33,341.28	47,813.96	54,619.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	73,895.44	100,360.52	120,993.74
经营活动产生现金净流量	59,984.51	36,536.79	24,072.65
投资活动产生现金净流量	-10,215.48	-51,069.36	52,680.22
筹资活动产生现金净流量	-109,299.94	10,137.12	19,127.60
现金及现金等价物净增加额	-59,530.91	-4,395.45	95,880.43
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	30.25	29.95	30.88
所有者权益收益率（%）	4.87	6.14	5.80
EBITDA/营业总收入（%）	57.28	58.56	61.72
速动比率（X）	3.04	1.73	3.36
经营活动净现金/总债务（X）	0.25	0.13	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	10.52	3.85	6.02
经营活动净现金/利息支出（X）	2.85	1.75	0.97
EBITDA 利息倍数（X）	3.51	4.79	4.89
总债务/EBITDA（X）	3.23	2.82	3.99
资产负债率（%）	35.84	37.97	41.99
总债务/总资本（%）	25.84	26.62	33.92
长期资本化比率（%）	25.38	25.96	33.73

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；

附五：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)

附六：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。