



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪110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，维持贵公司本期债券信用等级为AA⁺，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

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
二零一六年五月二十三日

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（2016）

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	2015/06/16		
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	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	70.50	76.36	110.39
总资产（亿元）	85.59	99.55	137.45
总债务（亿元）	10.17	17.88	18.98
营业总收入（亿元）	10.48	11.55	12.30
营业毛利率（%）	36.41	37.83	40.03
EBITDA（亿元）	9.52	10.78	18.95
所有者权益收益率（%）	9.24	10.17	13.77
资产负债率（%）	17.63	23.30	19.69
总债务/EBITDA（X）	1.07	1.66	1.00
EBITDA 利息倍数（X）	16.08	13.21	18.14
中汇集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	77.91	94.09	128.28
总资产（亿元）	125.61	162.21	184.49
总债务（亿元）	28.27	48.29	40.43
营业总收入（亿元）	17.14	19.60	19.97
营业毛利率（%）	29.95	30.88	34.06
EBITDA（亿元）	10.04	12.10	19.72
所有者权益收益率（%）	6.14	5.80	11.27
资产负债率（%）	37.97	41.99	30.47
总债务/EBITDA（X）	2.82	3.99	2.05
EBITDA 利息倍（X）	4.79	4.89	9.67

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、中汇集团2015年财务数据未经审计。

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。2015 年，公司水务、市场运营和水路客运业务运营稳定，并新增垃圾处理及发电业务，业务结构进一步多元化。同时，受益于投资收益的大幅增长，公司盈利水平显著上升。此外，我们也关注到公司期间费用占比较高、盈利状况受投资收益影响较大等因素可能对其信用水平的影响。

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。
- 业务规模稳步增长。2015 年公司主要业务板块经营稳定，其中供水和污水处理业务收入较上年增长 2.52%；市场运营业务收入较上年增长 5.63%；客运业务收入较上年增长 7.63%。同时，公司当年新增垃圾处理及发电业务，业务结构进一步多元化。
- 公司盈利水平上升，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，2015 年公司投资收益大幅增长，盈利水平显著上升。

分析师

罗彬璐 bluo@ccxr.com.cn

刘刚 gangliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月23日

关注

- 较高的期间费用对公司利润水平的影响。公司期间费用规模较大, 2015年其三费收入占比为26.22%, 较上年上升1.53个百分点, 期间费用对其经营性业务利润形成一定挤占。
- 利润水平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, 公司利润水平或将呈现出一定的波动性。

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，特此声明如下：

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

“水十条”等相关政策的陆续出台和实施，将带动环保产业的提升发展，水务行业也将迎来新的发展机遇。

近年来，在国家宏观政策支持和中国城市化进程不断推进的背景下，水务行业需求日趋旺盛。2015年，水务市场持续活跃，行业内企业快速发展，资本多元化和运营市场化态势明显，并逐步向国际化推进。同时，政府日益提高的节能环保要求、环境产业政策的推进，促进了环境治理力度的不断加大，推进了环保产业的创新建设，不断完善投融资环境，为水务行业“十三五”规划打下了坚实的基础，未来中国供水市场发展潜力巨大。

法律法规方面，2015年1月1日，由十二届全国人大常委会第八次会议于2014年4月24日修订通过的《中华人民共和国环境保护法》（以下简称“《新法》”）正式施行，在明确政府责任、违法排污惩罚力度、信息公开等方面均进行了严格规定。《新法》提倡各级人民政府应当在财政预算中安排资金，支持农村饮用水源地保护和生活污水等环境保护工作，并应当统筹城乡建设污水处理设施及配套管网，水务行业内企业可凭借资源和技术优势，建设水务基础设施工程，增强自身盈利能力和市场竞争力。

政策方面，2015年4月16日，国务院正式发布《水污染防治行动计划》（以下简称“水十条”），明确了今后国内水污染防治新方向和奋斗目标，提出将在污水处理、工业废水、全面控制污染物排放等多方面实行最严格环保制度，并落实严格考核问责，形成“政府统领、企业施治、市场驱动、公众参与”的水污染防治新机制。“水十条”通过加大治污投资力度，大幅提升污染治理科技、环保装备研制和产业化水平等措施，可直接带动环保产业的提升发展，增加非农就业人口。

资金方面，为推进污水处理设施配套管网、海绵城市和地下综合管廊项目建设，构建城市生态空间，增强城市综合承载能力，财政部、住房城乡建设部于2015年6月1日制定了《城市管网专项资金管理暂行办法》（以下简称“《办法》”）。《办法》

规定了用于支持管网建设、城市地下空间集约利用、城市排水防涝及水生态修复等城市生态空间建设的专项资金实行专款专用，由财政部会同住房城乡建设部负责管理，采用奖励、补助等方式予以支持。此外，为规范和加强水污染防治专项资金管理，提高财政资金使用效益，财政部、环境保护部依据“水十条”于2015年7月9日制定并印发了《水污染防治专项资金管理办法》，其中明确规定了用于支持水污染防治和水生态环境保护方面的专项资金实行专款专用。

随着“水十条”等相关政策的出台实施，水务行业有望迎来新的发展机遇。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，来进一步提升其盈利能力。而面对高标准、严监管、市场导向和资本导向的发展趋势，水务企业也将面临诸多挑战，预计未来业内产业并购、整合现象将进一步加剧。

污水处理价格机制改革的落实、融资渠道的拓宽、综合性大型环保项目的推进，将进一步助力污水处理行业的可持续发展，提升污水处理企业的盈利能力。

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1.40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1.20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。该通知的推行将会提高污水处理费的收取标准，且处理费收取面明显拓宽，将有效提高污水处理企业发展的积极性，未来污水处理率有望显著提高，污水处理市场将会明显受益。

表 1: 2015 年污水处理费调整政策

单位: 元/吨

时间节点	标准要求		
2016 年底前	设市城市	居民	≥0.95
		非居民	≥1.40
	县城、重点建制镇	居民	≥0.85
		非居民	≥1.20
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未征收污水处理费的市、县和重点建制镇开始征收,并在 3 年内建成污水处理厂投入运行		

资料来源: 公开信息, 中诚信证评整理

2015 年 10 月 12 日,《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》(以下简称“《意见》”)出台,旨在深化重点领域价格改革,充分发挥市场决定价格作用。《意见》指出,政府应当统筹运用环保税收、收费及相关服务价格政策,加大经济杠杆调节力度,逐步使企业排放各类污染物承担的支出高于主动治理成本,提高企业主动治污减排的积极性。按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”原则,合理提高污水处理收费标准,城镇污水处理收费标准不应低于污水处理和污泥处理处置成本,探索建立政府向污水处理企业拨付的处理服务费用与污水处理效果挂钩调整机制,对污水处理资源化利用实行鼓励性价格政策。同时,积极推进排污权有偿使用和交易试点工作,完善排污权交易价格体系,运用市场手段引导企业主动治污减排。

2015 年 12 月 18 日,财政部印发《政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台运行规程》和《PPP 物有所值评价指引 (试行)》,体现了政府期望立足国内实际,借鉴国际经验,构建 PPP 平台,因地制宜地开展各项项目工作的思路。PPP 模式由政府项目投融资需求催生,目的是为通过引入社会资本,及专业服务商提升公共服务效率和质量。经过成功项目的经验积累和发酵,PPP 模式在各类公共服务领域创造了丰厚价值。截至 2015 年末,全国各地推出的 PPP 项目近万个,总计划投资规模达到了 10 万亿元,其中环保项目则是数量最多的项目类型之一。

管理治理方面,在企业污水处理项目层面上,工程规模实现转型,以往分散的单个的环保工程项

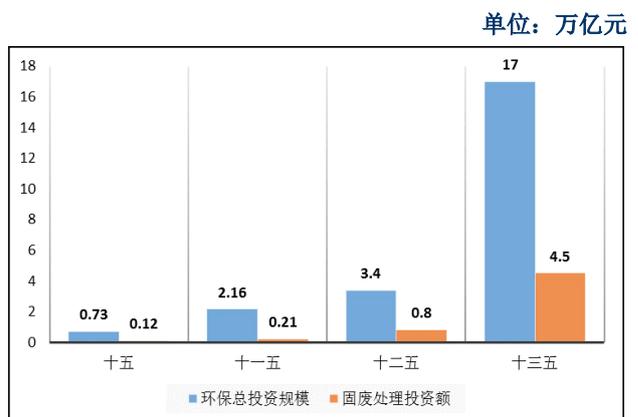
目正被大型化、综合化的环境服务项目所取代。以水处理领域为例,以往环保企业获得的多为污水处理、供水等单个的项目合同,而自 2015 年以来,涵盖水体修复、大型污水厂建设运营、海绵城市建设、工业园区水处理、再生水等众多内容的区域性环境战略合作协议被签订。系统治理与管理在很大层面上解决了污水处理企业在产业发展中的可持续问题,同时规模式、集约式发展也增强了污水处理企业的盈利能力和市场竞争力。

随着污水处理费提升政策的落实、融资渠道的拓宽、综合类大型环保项目的推进,污水处理行业整体运营环境不断改善,污水处理企业收入规模有望得到提升,盈利能力有望进一步增强。

“十三五”规划落地及相关政策不断出台,环保法规体系逐步完善,固废处理行业迎来新的发展契机。

据环保部规划院测算,预计“十三五”期间环保投入将增加到每年 2 万亿元左右,“十三五”期间社会环保总投资有望超过 17 万亿元,未来几年固废市场规模将占环保投资总额的 30%左右。据此测算,“十三五”期间固废处理行业投资区间在 4.25~5.10 万亿之间,到 2020 年前,我国固废处理行业市场规模有望达到一万亿元的规模。

图 1: “十五”至“十三五”期间中国环保总投资规模及固废处理投资额情况



资料来源: 环保部, 中诚信证评整理

从固废处理细分行业来看,根据国务院办公厅印发的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》(以下简称“《规划》”)明确了“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,其中新建无害化处理

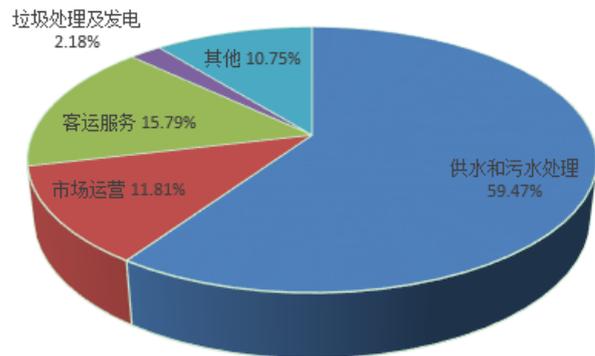
设施投资 1,385 亿元；续建无害化处理设施投资 345 亿元；收运转运体系建设投资 351 亿元；餐厨垃圾专项工程投资 109 亿元；存量整治工程投资 211 亿元；垃圾分类示范工程投资 210 亿元；监管体系建设投资 25 亿元。到 2015 年末，中国城镇生活垃圾无害化处理能力中选用焚烧技术的将达到 35%，东部地区选用焚烧技术的将达到 48%。

政策方面，被称为“土十条”的《土壤环境保护和污染治理行动计划》已由环保部提交至国务院审核，预计 2016 年内出台。按照国务院要求，即将出台的“土十条”中，会包括划定重金属严重污染的区域、投入治理资金的数量、治理的具体措施等多项内容。作为土壤管理和综合防治的一个重要规划，将会制定治理我国土壤污染具体时间表，总体上把土壤污染分为农业用地和建设用地，分类进行监管治理和保护，对于土壤污染治理责任和任务也将逐级分配到地方政府和企业，争取到 2020 年土壤恶化的情况能得到有效遏制。“土十条”预计可带动投资超 5 万亿元，固废处理产业需求被进一步拉动，行业市场前景较好。面对标准趋高、监管趋严、公众参与和效果导向的新常态，业内企业将面临诸多挑战，技术改革、转型升级的节奏将进一步加快。

业务运营

2015 年 7 月，公司完成收购中山市天乙能源有限公司（以下简称“天乙能源”）100% 股权，天乙能源拥有特许经营垃圾焚烧处理发电和垃圾渗滤液处理资质，为中山市三大垃圾综合处理组团基地之一，属广东省重点工程项目、中山市重点民生工程项目，故垃圾处理及发电成为公司主营业务板块之一。2015 年公司实现营业总收入 12.30 亿元，较上年增长 6.53%，其中供水和污水处理、市场运营、客运服务、垃圾处理及发电业务收入占比分别为 59.47%、11.81%、15.79% 和 2.18%。

图 2：2015 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司售水量稳步增长，供水效率不断提高，带动供水业务收入规模稳步上涨。

公司现已形成以城市供水和污水处理为主，涵盖水质监测、工程设计、施工安装、信息技术、水处理技术研发等领域的水务运营管理模式，其中城市供水和污水处理业务主要由其子公司中山市供水有限公司和中山市污水处理有限公司负责运营。截至 2015 年末，公司设计日供水能力 235 万 m³，设计日污水处理能力 51 万 m³；供水管道长度 5,100 公里，覆盖面积超 2,000 平方公里。公司供水总量约占中山市的 80%，济宁市城区的 50%；污水处理总量约占中山市的 35%，济宁市的 60%。2015 年公司供水和污水处理业务收入合计 7.31 亿元，较上年增长 2.52%。

表 2: 截至 2015 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	3.13	100%
东升分公司	14	9.23	100%
东风分公司	8	7.98	100%
三乡分公司	10	10.95	100%
古镇分公司	12.5	10.57	100%
神湾分公司	0	1.59	100%
港口分公司	0	4.92	100%
板芙分公司	2	3.01	100%
南头水司	8.5	5.76	90%
民众水司	1.5	3.54	55%
沙朗水司	0	2.50	55%
阜沙水司	3	2.97	51%
南镇水司	8	5.37	49%
稔益水司	14	9.21	49%
新涌口水司	8	7.76	49%
五桂山分公司	0	1.36	100%
南区分公司	0	2.61	100%
中山大丰	50	32.91	33.89%
中山中法	50	36.36	33.89%
合计	209.5	161.73	

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从自来水产销情况来看, 2015 年公司自来水生产量和售水量均较上年有所提升, 分别为 44,790 万立方米和 38,887 万立方米, 同比分别增长 2.95% 和 3.61%。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, 2015 年公司管网漏损率为 13.18%, 同比下降 0.55 个百分点。

表 3: 2013~2015 年公司自来水产销情况

指标	2013	2014	2015
生产量 (万 M ³)	42,248	43,506	44,790
销售量 (万 M ³)	36,344	37,531	38,887
管网漏损率 (%)	13.97	13.73	13.18
水压合格率 (%)	99.01	99.50	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, 2015 年占比分别为 29.11% 和 70.89%, 其中趸售对象主要为镇级水司。

表 4: 2014~2015 年公司的售水结构

单位: 万 m³

类别	2014 年		2015 年	
	售水量	占比 (%)	售水量	占比 (%)
趸售	10,416	27.75	11,321.40	29.11
直供	27,115	72.25	27,565.84	70.89
居民	11,829	31.52	12,464.63	32.05
非居民	15,161	40.40	14,981.07	38.53
特种行业	125	0.33	120.14	0.31
合计	37,531	100.00	38,887.24	100.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

污水处理业务方面, 2015 年公司污水处理实际完成量与结算量均为 9,847 万立方米, 基本与上年持平; 污水处理单价为 1.08 元/立方米, 与上年保持一致。

总体来看, 跟踪期内公司城市供水和污水处理业务保持稳定增长, 未来随着公司水厂整合的不断推进和管网建设的持续完善, 其该项业务仍有一定的增长空间。

农贸批发市场运营业务稳步增长, 出租率仍保持在较高水平。

农贸批发市场运营是公司另一主营业务板块。截至 2015 年末, 公司拥有综合性农贸市场 31 家, 果菜、水产专业批发市场 2 家, 商户数量近 9,000 家, 总经营面积超过 20 万平方米, 遍布中山市 18 个镇区。公司下属农贸批发市场批发业务量约占全市总量的 70%, 零售交易量约占全市总量的 30%, 年交易额 30 亿元以上。

2015 年公司下属农贸批发市场出租率约为 80%, 市场运营业务收入为 1.45 亿元, 较上年增长 5.63%。

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。

公司的客运业务主要由其子公司中港客运联营有限公司 (以下简称“中港客运”) 负责运营。2015 年, 公司客运业务收入为 1.94 亿元, 较上年增长 7.63%, 占营业收入的比重为 15.79%。

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, 2015 年, 两条航线

占客运收入比分别为 80%和 20%。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 185 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 5：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	185
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

截至 2015 年末，中港客运可载客量为 278 万人次，客位数平均 338 人/船。2015 年，中港客运的客运量为 121 万人次，年总航次 8,244 航次，分别较 2014 年增长 0.75%和 2.60%。

从采购方面来看，中港客运主要成本为燃油采购费，2015 年，中港客运的燃油采购量和采购单价分别为 1,028 万升和 2.94 元/升，分别较 2014 年增长 1.36%和下降 39.83%。

此外，公司亦从事对外投资业务。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、济宁中山公用水务有限公司等企业。金融投资领域，截至 2015 年 12 月 31 日，公司持有广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）境内上市内资股（A 股）股份 686,754,216 股，占广发证券总股本 9.01%。公司全资子公司公用国际（香港）投资有限公司持有广发证券境外上市外资股（H 股）股份 29,172,200 股，占广发证券总股本的 0.38%；持有中山银达担保投资有限公司 43.83%的股权；持有改制后的广州农村商业银行（原广州市农村信用合作联社）0.06%的股权。

表 6：截至 2015 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	9.39%	74.51
中海广东天然气有限责任公司	25%	1.41
济宁中山公用水务有限公司	49%	3.74
中山银达担保投资有限公司	43.83%	1.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）审计并出具标准无保留意见的 2013 年、2014 年、2015 年度审计报

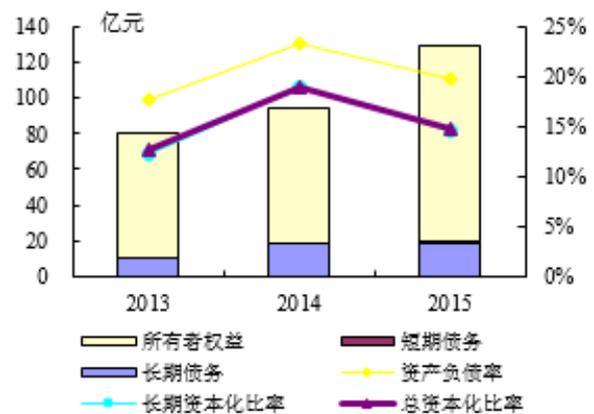
告。

资本结构

2015 年 12 月，公司完成非公开发行 73,481,564 股，总股本增至 1,475,111,351 股。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 137.45 亿元，总负债为 27.06 亿元，分别较上年末增长 38.06%和 16.65%，其中总资产增幅较大主要由于长期股权投资大幅增加。所有者权益方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司所有者权益为 110.39 亿元，较上年末增长 44.57%。

财务杠杆方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 19.69%和 14.67%，分别较上年末下降 3.61 个百分点和 4.30 个百分点，财务杠杆处于较低水平。

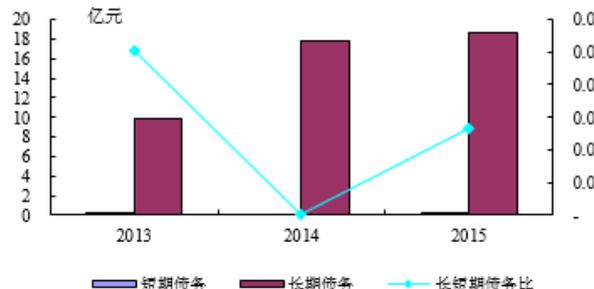
图 3：截至 2012~2015 年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，公司有息债务以长期债务为主，截至 2015 年 12 月 31 日，公司长期债务为 18.73 亿元，其中应付债券为 17.92 亿元，短期债务为 0.25 亿元，长短期债务比为 0.01。

图 4：截至 2012~2015 年末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，非公开发行股票完成后，公司自有资本实力提升，财务结构稳健性增强，同时，公司债务期限结构合理，短期偿债压力不大。

盈利能力

2015年,公司业务规模总体保持小幅增长态势,全年共实现营业收入12.30亿元,同比增幅为6.53%。从收入结构来看,供水及污水、废液处理收入仍为公司营业收入的主要构成,2015年合计7.31亿元,较上年增长2.52%,占比为59.47%;同期,公司客运服务收入和市场租赁业收入分别为1.94亿元和1.45亿元,分别较上年增长7.63%和5.63%,占比分别为15.79%和11.81%;此外,2015年公司新增垃圾处理及发电业务,当年收入为0.27亿元,占比为2.18%。

表 7: 2014-2015 年公司主要业务板块收入情况

单位: 亿元

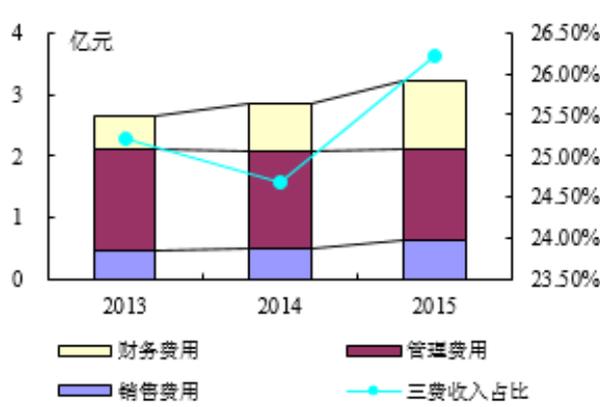
业务	2014		2015	
	金额	占比	金额	占比
供水	6.07	52.56%	6.33	51.49%
污水、废液处理	1.06	9.18%	0.98	7.98%
市场租赁业	1.37	11.91%	1.45	11.81%
物业管理	0.16	1.40%	0.16	1.34%
客运服务	1.80	15.62%	1.94	15.79%
垃圾处理及发电收入	-	-	0.27	2.18%
其他	0.13	1.14%	0.24	1.92%

资料来源: 公司定期报告、中诚信证评整理

营业毛利率方面,2015年公司营业毛利率为40.03%,较上年上升2.20个百分点。其中供水毛利率为28.89%,较上年上升1.09个百分点;污水、废液处理毛利率为42.21%,较上年上升0.99个百分点;市场租赁业毛利率为62.48%,较上年上升1.73个百分点;客运服务毛利率为65.06%,较上年上升10.96个百分点,主要得益于油价下跌带来的成本下降。

期间费用方面,2015年公司期间费用合计3.23亿元,较上年增加13.13%,其中销售费用为0.63亿元,较上年增加23.77%;管理费用为1.47亿元,较上年减少5.67%;财务费用为1.13亿元,较上年增加43.69%,增幅较大的主要原因是公司发行公司债券后利息支出增加。2015年公司三费收入占比为26.22%,较上年增加1.53个百分点。

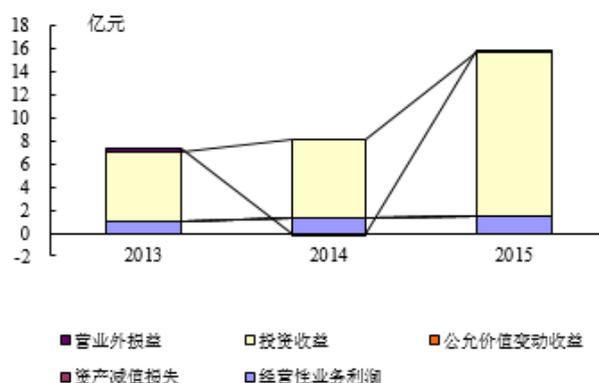
图 5: 2013~2015 年公司期间费用分析



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,2015年公司利润总额为15.87亿元,同比增加94.27%,其中投资收益为14.13亿元,同比增加106.07%,占利润总额的比重为89.01%,主要来源于对广发证券的投资;经营性业务利润为1.50亿元,同比增加13.59%,占利润总额的比重为9.42%。

图 6: 2013~2015 年公司利润总额分析



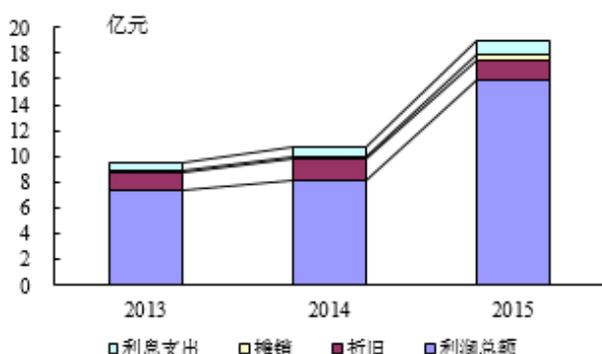
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看,2015年公司主要业务板块保持稳定增长,同时,得益于投资广发证券产生的投资收益,其盈利水平显著提升,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。但鉴于资本市场景气度对公司投资收益及整体盈利状况影响较大,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

获现能力方面,公司EBITDA主要由利润总额折旧和利息支出占比较小。2015年公司EBITDA为18.95亿元,同比增加75.72%,其中利润总额为15.87亿元,占EBITDA的比重为83.77%。

图 7: 2013~2015 年公司 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的稳定性决定了公司的现金流入较为稳定。2015 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 3.22 亿元。

表 8: 2013~2015 年公司现金流分析

财务指标	单位: 亿元		
	2013	2014	2015
经营活动净现金流	3.73	3.80	3.22
投资活动净现金流	-2.57	-7.67	1.26
筹资活动净现金流	-1.66	5.58	4.58
现金及现金等价物净增加额	-0.50	1.72	9.03

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从主要偿债指标来看, 2015 年公司 EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 指标分别为 18.14 倍和 1.00 倍, EBITDA 对债务本息的覆盖能力很强。同期, 公司经营性现金流表现稳定, 经营活动净现金/利息支出为 3.08 倍, 经营净现金流/总债务为 0.17 倍。

表 9: 2013~2015 年公司主要偿债能力指标

财务指标	2013	2014	2015
总债务 (亿元)	10.17	17.88	18.98
EBITDA (亿元)	9.52	10.78	18.95
资产负债率 (%)	17.63	23.30	19.69
长期资本化比率 (%)	12.34	18.97	14.51
总资本化比率 (%)	12.61	18.97	14.67
EBITDA 利息倍数 (X)	16.08	13.21	18.14
总债务/EBITDA (X)	1.07	1.66	1.00
经营净现金流/总债务 (X)	0.37	0.21	0.17
经营净现金/利息支出 (X)	6.29	4.65	3.08

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 2015 年 12 月 31 日, 公司无对外担保。

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。由于中汇集团审计报告尚未出具, 以下分析主要基于中山公用 2015 年年报中披露的中汇集团 2015 年度未经审计的财务报表。

中汇集团的主营业务包括水务、市场租赁、客运、清洁服务以及雨污安装工程等, 其中水务、市场租赁及客运业务主要由中山公用负责运营。截至 2015 年 12 月 31 日, 中汇集团资产总额 184.49 亿元, 负债总额 56.21 亿元, 所有者权益 (含少数股东权益) 128.28 亿元, 资产负债率为 30.47%。2015 年, 中汇集团实现营业收入 19.97 亿元, 净利润 14.46 亿元, 经营活动现金流量净额 3.56 亿元。

雨污工程业务是由中汇集团下属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, 根据中山公用提供的工程公司 2015 年 12 月未经审计财务数据, 截至 2015 年 12 月 31 日, 工程公司总资产 4.43 亿元, 净资产 0.65 亿元, 2015 年实现营业收入 4.61 亿元, 净利润 0.37 亿元。

环卫板块主要由中汇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, 根据中山公用提供的环境服务公司 2015 年 12 月未经审计财务数据, 截至 2015 年 12 月 31 日, 环境服务公司的总资产 1.13 亿元, 净资产 0.84 亿元, 2015 年实现营业收入 1.39 亿元, 净利润 0.07 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 2015 年 12 月 31 日，中汇集团总资产为 184.49 亿元，同比增长 13.74%，所有者权益（含少数股东权益）128.28 亿元，同比增长 36.33%。同期，由于偿还了部分长期借款，中汇集团总债务降至 40.43 亿元，降幅为 16.28%。截至 2015 年 12 月 31 日，中汇集团资产负债率和总资本化比率分别为 30.47% 和 23.96%，分别较上年末下降 9.95 个百分点和 11.52 个百分点，其负债水平较低，财务结构稳健。

从债务期限结构来看，中汇集团有息债务绝大部分系长期债务，截至 2015 年 12 月 31 日，中汇集团短期债务为 0.2 亿元，长期债务为 40.23 亿元，短期偿债压力小。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，长期债务的融资需求或将有所上升。

从盈利能力看，近年来中汇集团的收入和盈利水平总体呈上升趋势。2015 年，中汇集团实现营业收入 19.97 亿元，较上年略有上升。从收入构成来看，由中山公用负责运营的水务、市场租赁及客运等业务仍为中汇集团最主要的收入来源，2015 年收入合计 12.16 亿元，占比为 60.89%；其次为雨污工程业务，2015 年收入合计 4.61 亿元，占比为 23.08%；同期环卫业务收入为 1.39 亿元，占比为 6.96%。2015 年，中汇集团营业毛利率为 34.06%，较上年上升 3.18 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。2015 年，中汇集团经营性现金流实现净流入 3.56 亿元，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.09 和 1.75 倍，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力尚可。同期，中汇集团 EBITDA 为 19.72 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.05 和 9.67 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力较好。

表 10：2013~2015 年中汇集团主要财务指标

指标	2013	2014	2015
总资产（亿元）	125.61	162.21	184.49
所有者权益（亿元）	77.91	94.09	128.28
短期债务（亿元）	0.95	0.40	0.20
总债务（亿元）	28.27	48.29	40.43
营业总收入（亿元）	17.14	19.60	19.97
营业毛利率（%）	29.95	30.88	34.06
EBITDA（亿元）	10.04	12.10	19.72
所有者权益收益率（%）	6.14	5.80	11.27
资产负债率（%）	37.97	41.99	30.47
总资本化比率（%）	26.62	33.92	23.96
经营净现金流/总债务（X）	0.13	0.05	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	1.75	0.97	1.75
总债务/EBITDA（X）	2.82	3.99	2.05
EBITDA 利息倍数（X）	4.79	4.89	9.67

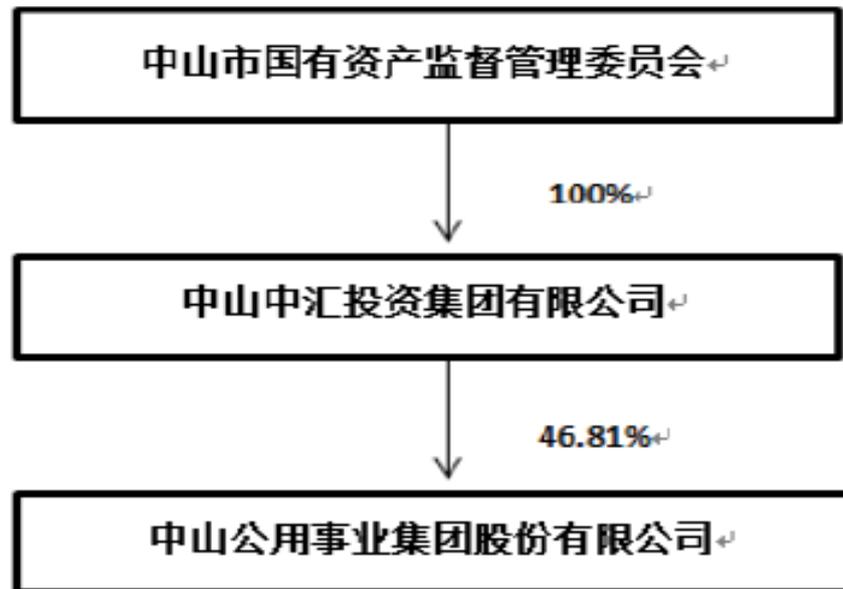
资料来源：中山公用、中诚信证评整理

中诚信证评认为，中汇集团财务结构稳健，经营状况良好，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，中汇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。

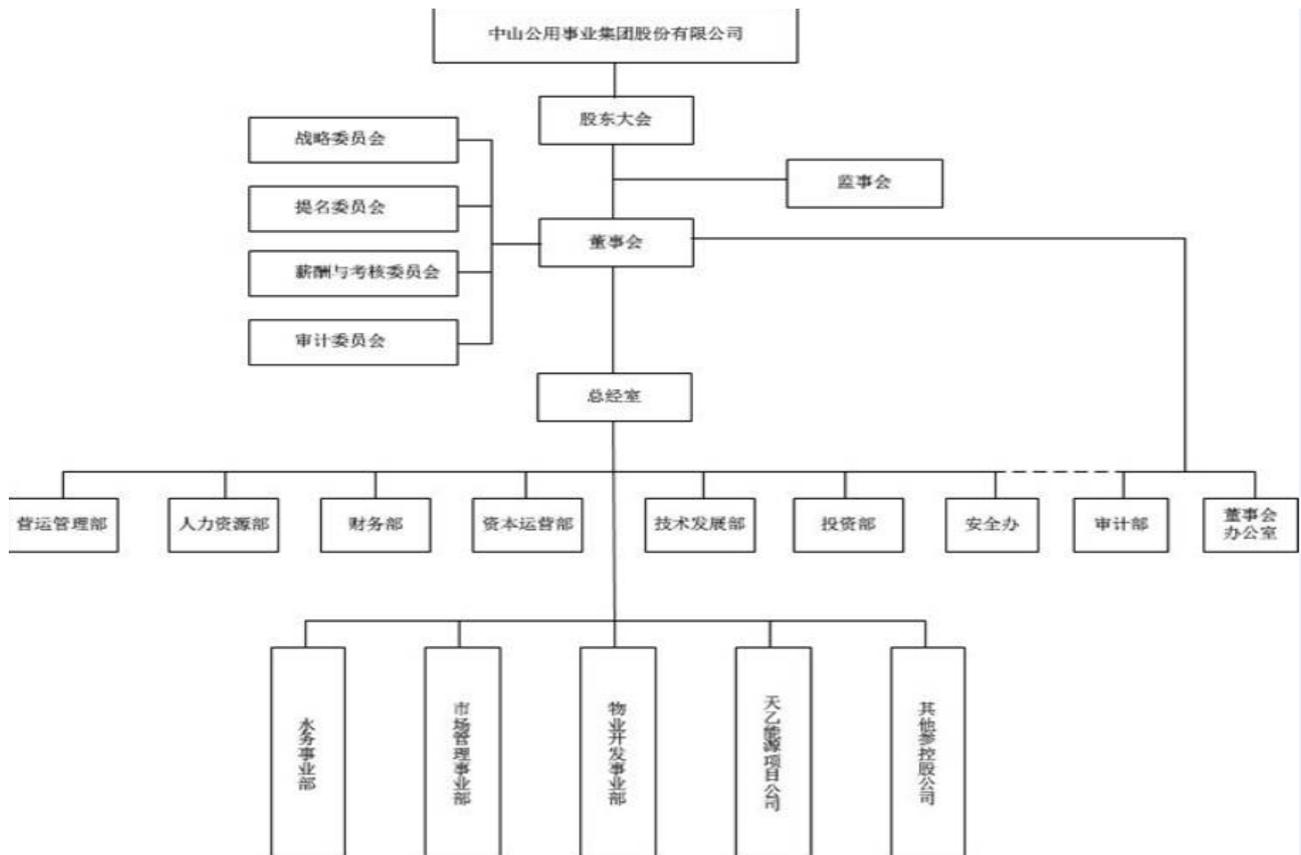
结论

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 12 月 31 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 12 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)	2013	2014	2015
货币资金	51,425.21	68,575.30	158,897.36
应收账款净额	5,609.47	5,324.84	6,449.22
存货净额	2,621.18	3,748.67	7,032.39
流动资产	98,156.59	165,067.27	198,684.30
长期投资	490,592.22	555,160.89	847,611.19
固定资产合计	233,332.37	238,981.01	247,567.01
总资产	855,943.40	995,540.54	1,374,479.52
短期债务	2,500.00	0.00	2,500.00
长期债务	99,233.33	178,766.67	187,333.33
总债务（短期债务+长期债务）	101,733.33	178,766.67	189,833.33
总负债	150,924.95	231,946.65	270,568.86
所有者权益（含少数股东权益）	705,018.44	763,593.88	1,103,910.65
营业总收入	104,785.08	115,487.49	123,027.23
三费前利润	36,455.25	41,677.63	47,212.01
投资收益	60,752.06	68,554.76	141,270.50
净利润	65,160.18	77,624.25	152,005.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	95,227.25	107,823.43	189,462.12
经营活动产生现金净流量	37,281.84	37,996.73	32,170.93
投资活动产生现金净流量	-25,738.57	-76,655.85	12,560.68
筹资活动产生现金净流量	-16,569.62	55,809.26	45,774.87
现金及现金等价物净增加额	-5,026.36	17,150.09	90,322.06
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	36.41	37.83	40.03
所有者权益收益率（%）	9.24	10.17	13.77
EBITDA/营业总收入（%）	90.88	93.36	154.00
速动比率（X）	1.86	3.12	2.39
经营活动净现金/总债务（X）	0.37	0.21	0.17
经营活动净现金/短期债务（X）	14.91	-	12.87
经营活动净现金/利息支出（X）	6.29	4.65	3.08
EBITDA 利息倍数（X）	16.08	13.21	18.14
总债务/EBITDA（X）	1.07	1.66	1.00
资产负债率（%）	17.63	23.30	19.69
总债务/总资本（%）	12.61	18.97	14.67
长期资本化比率（%）	12.34	18.97	14.51

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：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)	2013	2014	2015
货币资金	112,880.72	209,119.73	275,310.71
应收账款净额	9,792.86	11,162.67	41,189.46
存货净额	7,892.35	9,411.90	8,749.55
流动资产	289,575.76	548,709.73	490,561.28
长期投资	533,051.55	596,849.91	897,472.61
固定资产合计	313,807.10	316,155.74	326,598.89
总资产	1,256,051.45	1,622,051.99	1,844,938.71
短期债务	9,500.00	4,000.00	2,000.00
长期债务	273,166.48	478,934.82	402,298.48
总债务（短期债务+长期债务）	282,666.48	482,934.82	404,298.48
总负债	476,950.62	681,108.05	562,133.13
所有者权益（含少数股东权益）	779,100.83	940,943.94	1,282,802.58
营业总收入	171,383.91	196,045.47	199,742.71
三费前利润	48,006.37	56,389.81	63,600.13
投资收益	61,665.99	77,277.58	144,572.68
净利润	47,813.96	54,619.46	144,618.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	100,360.52	120,993.74	197,184.03
经营活动产生现金净流量	36,536.79	24,072.65	35,611.46
投资活动产生现金净流量	-51,069.36	52,680.22	82.79
筹资活动产生现金净流量	10,137.12	19,127.60	19,360.19
现金及现金等价物净增加额	-4,395.45	95,880.43	54,774.01
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	29.95	30.88	34.06
所有者权益收益率（%）	6.14	5.80	11.27
EBITDA/营业总收入（%）	58.56	61.72	98.72
速动比率（X）	1.73	3.36	3.06
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.05	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	3.85	6.02	17.81
经营活动净现金/利息支出（X）	1.75	0.97	1.75
EBITDA 利息倍数（X）	4.79	4.89	9.67
总债务/EBITDA（X）	2.82	3.99	2.05
资产负债率（%）	37.97	41.99	30.47
总债务/总资本（%）	26.62	33.92	23.96
长期资本化比率（%）	25.96	33.73	23.87

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.数据未经审计。

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。