



信用等级通知书

信评委函字[2016] G320号

成都市兴蓉环境股份有限公司：

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拟发行的“成都市兴蓉环境股份有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”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AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月三日

成都市兴蓉环境股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	成都市兴蓉环境股份有限公司
发行总额	本次债券发行规模为不超过人民币22亿元（含22亿元），其中本期债券发行规模为人民币11亿元
债券期限	本期债券的期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率	本期公司债券的票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与保荐人（主承销商）按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利
偿还方式	在本期债券的计息期限内，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付

概况数据

兴蓉环境	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	68.15	75.06	83.15	84.34
总资产（亿元）	104.11	121.56	142.02	145.58
总债务（亿元）	12.19	27.36	32.49	33.07
营业总收入（亿元）	24.27	27.25	30.62	7.19
营业毛利率（%）	48.11	44.15	42.32	43.50
EBITDA（亿元）	12.95	13.84	15.15	-
所有者权益收益率（%）	11.08	10.15	10.25	10.72
资产负债率（%）	34.54	38.26	41.45	42.07
总债务/EBITDA（X）	0.94	1.98	2.14	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.75	7.58	9.20	-

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；2016年一季所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“成都市兴蓉环境股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**，该级别反映本期债券信用质量极强，信用风险极低。

中诚信证评评定成都市兴蓉环境股份有限公司（以下简称“兴蓉环境”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体兴蓉环境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。中诚信证评肯定了行业发展前景良好、区位优势明显、财务结构稳健及很强的盈利能力和获现能力等正面因素对公司经营发展及信用质量的支持作用。同时，我们也关注到公司盈利空间受区域价格政策影响较大及资本支出压力较大等因素对公司整体信用状况的影响。

正 面

- 行业发展前景良好。“阶梯水价制度”、“水十条”等政策的推行，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盈利能力的提升；同时，污染物排放标准等政策的陆续出台有利于推进固废处理、垃圾焚烧发电等行业的快速发展。
- 区位优势明显，收入规模稳步提升。公司是成都市最大的供水主体和污水处理企业，区域优势明显。随着产能的不断扩充和逐步释放以及服务范围的不断扩大，公司收入规模稳步提升。
- 财务结构稳健。尽管对外融资规模有所扩大，但公司负债水平依然适中，资本结构相对稳健，且债务结构较为合理，财务弹性较好。
- 很强的盈利能力和获现能力。公司近年来来自来水供应和污水处理业务规模发展迅速，保持了很强的盈利能力，同时公用事业的属性也使得公司现金流状况保持稳定。公司很强的盈利能力和获现能力对债务本息可形成充足保障，整

体偿债能力很强。

关 注

- 公司盈利空间受区域价格政策影响较大。公司属公用事业行业，水价及污水、污泥、垃圾渗滤液、中水处理服务的价格均由当地政府决定，区域价格政策的变动将对公司盈利空间产生较大影响。
- 资本支出压力较大。公司近期内在水务及环保领域仍将不断扩充产能，随着各项目的持续推进，公司或将面临一定资本支出压力。

分 析 师

梁晓佩 xpli@ccxr.com.cn

袁龙华 lhyuan@ccxr.com.cn

吴承凯 ckwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 3 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 and 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。

概 况

发行主体概况

公司原名为蓝星清洗股份有限公司（以下简称“蓝星清洗”），蓝星清洗于 1996 年 5 月 29 日在深圳证券交易所挂牌上市交易，2010 年 3 月 10 日，蓝星清洗与成都市排水有限责任公司完成重大资产重组后更名为成都市兴蓉投资股份有限公司，2015 年 6 月 25 日，为使公司名称更准确地反映公司主营业务及发展战略，公司名称变更为现名，截至 2016 年 3 月底，公司注册资本为 29.86 亿元，成都市兴蓉集团有限公司（以下简称“兴蓉集团”）持有公司 42.10% 股份，成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）持有兴蓉集团 100% 股份，故公司实际控制人系成都市国资委。

公司为一家西部领先的城市综合环境服务商，主营业务为自来水供应、污水处理及垃圾渗滤液处理，三项业务分别通过全资子公司成都市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）、成都市排水有限责任公司（以下简称“排水公司”）和成都市再生能源有限公司（以下简称“再生能源”）公司实施。公司业务区域已从成都拓展至四川巴中、西安、兰州、银川、深圳、海南等地。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额 142.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）83.15 亿元，资产负债率 41.45%；2015 年公司实现营业收入 30.62 亿元，净利润 8.52 亿元，经营活动净现金流为 13.34 亿元。

截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产总额 145.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.34 亿元，资产负债率 42.07%；2016 年一季度公司实现营业收入 7.19 亿元，净利润 2.26 亿元，经营活动净现金流为 2.27 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	成都市兴蓉环境股份有限公司
债券名称	成都市兴蓉环境股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本次债券发行规模为不超过人民币 22 亿元（含 22 亿元），其中本期债券发行规模为人民币 11 亿元
债券期限	本期债券的期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率	本期公司债券的票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与保荐人（主承销商）按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利
偿还方式	在本期债券的计息期限内，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付
募集资金用途	公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后，主要用于补充公司营运资金和优化公司债务结构

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

水务行业概况

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镇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处理建设等方面内容。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。

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、优势民营企业集中。目前水务行业竞争主体包括以北控水务集团、首创股份为代表的国有企业，以桑德环境、国祯环保为代表的民营企业以及威立雅、苏伊士为代表的外资企业。中诚信证评认为，资本实力或融资能力、运营能力和政府资源仍然是决定水务企业竞争实力的关键要素，资金实力雄厚、水务产业链完整、运营经验丰富的国有大型水务企业集团具备较强的市场竞争优势，技术领先、融资渠道畅通的民营水务企业亦能够在激烈的市场竞争中占据一席之地。

城市供水

从人均水资源占有情况来看，中国水资源较为匮乏。按照第六次全国人口普查数据计算，人均水资源量为 2,125 立方米，不足世界平均水平的三分

之一。水资源短缺已成为制约中国经济和社会可持续发展的重要因素，我国水资源相对比较匮乏。

供应方面，2006~2015 年，中国供水总量呈现出稳步上升的态势。从来源的角度来看，用水主要来源于地表水和地下水两部分，其中地表水是供水的主要来源，其供给量占供水总量的 80% 左右。从历年供水量看，中国供水总量平稳增长，生产用水波动不大，生活用水呈现上涨态势。根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长，城市化发展和经济发展，中国供水行业将保持稳定增长，到 2030 年，中国国民经济用水需求量将达到 7,000 亿至 8,000 亿立方米。其中，城市供水需求增长将领先于其他用水需求量的增长。

需求方面，2015 年全年总用水量 6,180 亿立方米，比上年增长 1.4%。其中，生活用水增长 3.1%，工业用水增长 1.8%，农业用水增长 0.9%，生态补水增长 1.7%。万元国内生产总值用水量 104 立方米，比上年下降 5.1%。万元工业增加值用水量 58 立方米，下降 3.9%。近年自来水用量基本稳定，自来水供应可分为居民生活用水和生产经营用水（包括工业用水、行政事业用水、经营服务用水和特种行业用水），其中工业用水是用水主体。2015 年 1~10 月累计中国自来水生产量为 452.34 亿立方米，同比增长 2.06%。

水价方面，从定价模式来看，中国水价仍然由各地物价局举行价格听证会的方式决定，但是自来水价格正在逐步实现市场化调整。2014 年 1 月 3 日，国家发改委和住建部联合出台了《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》，对全面实行城镇居民阶梯水价做部署，要求设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度。随后，水利部、发改委、工信部等十部门于 2 月 13 日联合印发了《实行最严格水资源管理制度考核工作实施方案》，启动了最严格水资源考核问责制，进一步保障了阶梯水价制度在全国范围内的推行，完善水价形成机制，促进水价调整工作规范化、透明化的进程不断加快。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，中国自来水价格也不断上涨。据统计，目前全

国 36 个大中城市，居民生活用水（自来水）价格平均为 2.08 元/吨，其中 36% 的城市水价在 2 元~3 元/吨，8% 的城市水价高于 3 元/吨。为体现水资源的稀缺性，充分发挥水价的调节作用，国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。

从全球角度看，中国水价远远低于国际水平。水费支出占居民可支配收入的比重（以下简称水费收入比）是世界上最主要的水价衡量指标之一。全球范围内的水费收入比一般在 2%~5% 之间，原中国建设部在《城乡缺水问题研究》中明确指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到 2.5%~3% 为宜。而从现状看，现行水价远未达到上述标准。以全国水价较高的北京市为例，其用水家庭支出占家庭收入的比重也仅为 1.8%，全国平均水平仅在 1% 左右，基本没有体现自来水的稀缺资源价值。从长期来看，基于水资源的稀缺性和中国城市化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，自来水价格仍将长期处于上行通道。

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

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的 60% 以上。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。2012 年 4 月 19 日，国务院办公厅印发国家发改委、住建部、环保部编制的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》。根据该规划，到 2015 年，城市污水处理率将达到 85%，污水处理率进一步提高，到 2013

年末，这一目标已超前达成。根据住房城乡建设部发布《关于全国城镇污水处理设施 2015 年第三季度建设和运行情况的通报》，截至 2015 年 9 月底，全国设市城市、县（以下简称城镇，不含其它建制镇）累计建成污水处理厂 3,830 座，污水处理能力达 1.62 亿立方米/日。全国设市城市建成运行污水处理厂共计 2,163 座，形成污水处理能力 1.33 亿立方米/日。全国已有 1,437 个县城建有污水处理厂，占县城总数的 88.8%；累计建成污水处理厂 1,667 座，形成污水处理能力 0.29 亿立方米/日。截至 2015 年 12 月末，城市污水处理厂日处理能力比上年末增长 5.3%，城市污水处理率达到 91.0%，城市生活垃圾无害化处理率达到 92.5%。城市污水处理行业快速发展，污水处理能力和处理率大幅提高，但是排水管网建设、污水排放标准还有很大的提升空间。

污水处理收费方面，由于污水处理行业较早开始市场化运作，相对于自来水价格，污水价格更多采取市场定价方式。根据中国水网公布的最新数据，截至 2015 年 10 月，居民生活污水处理费排名前十的城市包括南京、北京、上海等地，价格处于 1.3~1.5 元/吨之间。

污水处理行业是典型的公用事业，因此其主要驱动因素是产业政策。近年来，国家政策不断向行业倾斜。根据《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及 2020 年远景目标》，涉及水厂改造、管网改造、新建管网、新建水厂、水质检测监管、供水应急能力建设等多个领域。

2014 年 6 月，根据财政部《自来水小型水电等将统一执行 3% 增值税率》，会议决定，从 2014 年 7 月 1 日起，将自来水、小型水利发电等特定一般纳税人适用的增值税 6%、5%、4%、3% 四档征收率合并为一档，统一执行 3% 的征收率。该政策有助于减轻水务公司税负，增强水务公司盈利能力。

2015 年 1 月 26 日国家发改委、财政部、住建部三部委联合下发《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》污水处理收费标准应按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，综合考虑本地区水污染防治形势和经济社会承受能力等因素制定和调整。收费标准要补偿污水处

理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。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不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建设镇原则上每吨应调整为居民不低于 0.85 元，非居民不低于 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、县和重点建设镇，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。2015 年 2 月 19 日最新的全面推行居民阶梯水价制度，也是利好于水务板块整体，未来水资源价格可能会出现持续上涨，由此对整体板块形成长期利好。

2015 年 4 月，根据《国务院关于印发水污染防治行动计划的通知》（国发〔2015〕17 号），一方面要求全面控制污染物排放，取缔“十小”企业，全面排查装备水平低、环保设施差的小型工业企业，2016 年底，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目；另一方面要求完善收费政策，修订城镇污水处理费、排污费、水资源费征收管理办法，合理提高征收标准，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，该政策有望提高公司污水处理环节盈利能力。

表 2：污水处理行业政策

时间	政策名称	主要条款
2014 年 6 月	《自来水小型水电等将统一执行 3% 增值税率》	从 2014 年 7 月 1 日起，将自来水、小型水利发电等特定一般纳税人适用的增值税率合并为一档，统一执行 3% 的征收率。
2015 年 1 月	《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》	污水处理收费标准应按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，综合考虑本地区水污染防治形势和经济社会承受能力等因素制定和调整。收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。
2015 年 4 月	《国务院关于印发水污染防治行动计划的通知》	①要求全面控制污染物排放，取缔“十小”企业，全面排查装备水平低、环保设施差的小型工业企业；②要求完善收费政策，修订城镇污水处理费、排污费、水资源费征收管理办法。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

中诚信证评认为，污水处理行业正处于快速发展阶段，污水处理总量节节攀升，未来行业具有良好的发展前景，但势必会带动大批行业投资，行业竞争也将加剧。

固废处理行业

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。自 2007 年以来中央财政节能环保支出呈增长趋势，2015 年 1~11 月中央财政节能环保支出达到 3,692 亿元，同比增加 35%。但当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题已经成为威胁人体健康、公共安全和社会稳定的重要因素之一。我国将积极实施各项环境保护工程，据环保部规划院测算，“十三五”全社会环保投资将达到 17 万亿元，是“十二五”的 3 倍以上；环保产业将成为拉动经济增长重要支柱。

围绕重点工程需求，我国将大力发展环保产业，推动以污水处理、垃圾处理、烟硫脱硝、土壤修复和环境监测为重点的装备制造业发展，推进烟气脱硫脱硝、城镇污水垃圾处理、危险废弃物处理处置等污染设施建设和运营的专业化、社会化、市场化进程。与此同时，我国将进一步完善环境经济政策，包括燃煤电厂烟气脱硫电价政策、排污收费制度等，以形成对环保产业的基础支撑。

固废处理规划方面，固体废弃物包括生活垃圾、工业固体废物等。根据《固体废物环境污染防治法》的规定，地方政府应当配套建设生活垃圾清扫、收集、储存、运输、处置设施，而产生工业固体废物的单位应当采取防治工业固体废物污染环境的措施。

目前我国生活垃圾无害化处理能力还不能满足人口总量的持续增长和城镇化进程的快速推进，垃圾分类、回收、处理和污染防治能力相对不足。且从技术路线来看，我国目前的生活垃圾处理以简单的卫生填埋为主。到 2015 年，全国生活垃圾无害

化处理能力达到87.1万吨/日，基本形成与生活垃圾产生量相匹配的无害化处理能力规模；且选用焚烧技术的达到35%，东部地区选用焚烧技术的达到48%。

除生活垃圾外，工业生产中还产生了大量的工业固体废物。2014年，我国244个大、中城市一般工业固体废物产生量达19.2亿吨，其中，综合利用量12.0亿吨，处置量4.8亿吨，贮存量2.6亿吨，倾倒丢弃量13.5万吨。尽管工业废物的产生量逐年增加，但工业废物污染防治设施的建设相对滞后，尤其是危险废物没有实现完全的贮存和处置，严重威胁着环境安全和人体健康。目前，我国在北京、天津、上海、重庆、安徽等省（区、市）规划了31座国家级综合性危险废物集中处理基地。

在政策利好的推动下，固废处理行业多个细分市场快速发展快速，垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理等固废处理行业的细分市场发展较快。

餐厨垃圾处理方面，自2010年启动餐厨废弃物资源化利用和无害化处理城市试点工作以来，国家发改委已在2011年、2012年、2013年和2014年分别公布了四批餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点城市，其中首批33个市（区），第二批16个城市，第三批17个城市、第四批17个城市，目前餐厨垃圾试点城市数量已达83个。

固废处理行业在我国还是一个新兴的产业，随着环境问题的日益突出，固废处理行业紧跟污水处理行业，进入了高速发展时期。目前来看，我国固废处理行业的产业化程度和市场集中度较低，具备核心竞争力的企业较少。具备领先工艺、设备、技术和丰富运营经验的企业将占据优势地位。一方面，固废处理技术结合了物理、化学和生物等学科技术，具有技术复合型的特点，行业进入门槛较高。尤其是在工业废物处理领域，随着国家环保政策的逐渐完善，对工业废物处置、利用的标准不断提高，生产规模小、处理技术低的企业将被淘汰。另一方面，固废处理行业是一个实践性较强的产业，处理技术的应用需要经过长期的经验积累。对行业运行规律和发展模式的理解是进入固废处理行业的基本前

提，项目经验不足成为潜在进入者面临的主要壁垒之一。

总体来看，国家环境保护产业政策向好，尤其是一系列固废处理设施建设、固废污染防治等规划的出台，使得固废处理行业面临良好的发展机遇；但随着行业内竞争日趋激烈，未来具备领先的处理技术、丰富的运营经验和很强的资本实力的企业将占据市场优势地位。

竞争实力

特许经营的政策优势

公司拥有成都市中心城区 30 年污水处理、污水污泥处理特许经营权、成都市中心城区 24 年中水服务特许经营权、成都市中心城区及郫县 30 年自来水供应特许经营权、成都天府新区直管区 30 年供水特许经营权、成都市固体废弃物卫生处置场垃圾渗滤液处理服务 20 年特许经营权、万兴环保发电厂项目 25 年特许经营权、隆丰环保发电项目 25 年特许经营权等。

同时，公司通过异地拓展在兰州市、银川市、西安市以及四川省巴中市的污水处理 BOT 项目以及深圳市污水处理委托运营项目获授特许经营权，成都市近郊金堂县部分地区获授 30 年供水特许经营权。特许经营的政策优势为公司的发展提供了有力保障。

规模优势突出

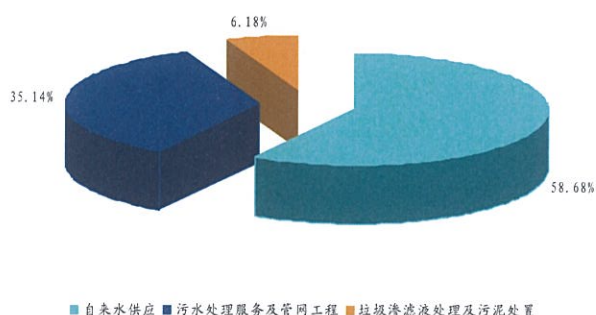
公司是成都市最大的供水主体和污水处理企业，目前运营及在建给排水规模达 580 万吨/日，居西部地区首位，公司污泥处理规模 400 吨/日、垃圾渗滤液处理规模 2,300 吨/日、垃圾焚烧发电规模 3,900 吨/日，业务区域除四川外，已拓展到甘肃、宁夏、陕西、深圳、海南等地，公司规模优势非常突出。

业务运营

公司目前业务主要分为水务和环保两大板块，包括自来水供应、污水处理以及垃圾渗滤液处理等三项业务。具体来看，涉及自来水制售、污水处理服务、供排水管网工程、垃圾渗滤液处理、污泥处

置及其他业务等。2014 年，公司完成设立成都市兴蓉安科建设工程有限公司，并设立成都市兴蓉环境股份有限公司中水分公司。2015 年，下属子公司成都市兴蓉安科建设工程有限公司完成对成都市沃特特种工程有限公司 100% 股权的收购，并成立兴蓉研究院及合资公司成都市新蓉环境有限公司，主营业务由原来的自来水供应、污水处理、管道安装、垃圾渗滤液及污泥处置业务，新增了中水服务、市政工程施工及环保设施设备与城市供排水系统的研究开发、安装、运行管理业务。2013~2015 年公司实现营业收入 24.27 亿元、27.25 亿元和 30.62 亿元。2015 年主营业务中自来水供应、污水处理服务及管网工程和垃圾渗滤液处理及污泥处置等三大业务占比分别为 58.68%、35.14% 和 6.18%，污水处理服务及管网工程业务收入占比略有提升。

图 1：公司 2015 年营业收入构成



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

自来水供应业务

公司从事的供水业务包括了从水源取水、自来水净化到输水管网输送的完整供水产业链。目前，公司自来水业务主要由子公司成都市自来水有限责任公司负责，该公司旗下拥有成都市水二厂、水五厂、水六厂、水七厂（一期）以及沱源公司和海南公司，供水能力分别为 23 万吨/日、15 万吨/日、140 万吨/日、50 万吨/日、4 万吨/日和 1.8 万吨/日。

公司目前扩建清澜水厂三期，预计 2016 年 6 月竣工，规划产能 2 万吨/日。公司水七厂二期工程预计 2017 年 4 月投产，规划产能 50 万吨/日。

2015 年，公司实现供水总量 7.62 亿吨，较上年度增加 0.46 亿吨，日均供水达到 208.77 万吨，供水范围涵盖成都市中心城区、郫县、天府新区直

管区（2015 年新拓展区域）和金堂县（部分地区），并已拓展至海南等地。公司供水能力位居西部首位，属区域性水务龙头企业。

表 3：2013~2016.Q1 年公司自来水板块业务指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
供水能力（万吨/日）	214.8	233.80	233.80	239.80
供水量（亿吨）	6.83	7.16	7.62	1.94
售水量（亿吨）	5.82	6.26	6.52	1.64
供水管网（千米）	4,120	4,352	4,982	4,982

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水价方面，公司向终端客户征收的自来水终端水价包括自来水价格和代收污水处理费。其中，污水处理费属于行政事业性收费，由公司向用户代收后上缴财政。根据成都市发展和改革委员会《关于建立并实施中心城区城市供水价格联动调整机制的通知》（成发改价格【2013】1071 号）和《关于中心城区城市供水价格联动调整的通知》（成发改价格【2013】1183 号）规定，公司供水范围内的自来水终端价格按规定实施同步同幅联动调整，水费和水资源费联动调整，2013 年 12 月 20 日起用水终端价格上调 0.09 元/吨。根据《关于中心城区城市供水价格联动调整的通知》（成发改价格【2014】1090 号）规定，由于上游水资源费调整，决定启动成都市中心城区城市终端供水价格与上游水价联动调整机制，对自来水公司供水区域内的自来水终端价格采取“一次确定调整标准，分两步执行到位”的办法实行同步同幅联动调整，即自来水公司自 2015 年 1 月 1 日起同步上调终端水价 0.02 元/吨，2015 年 12 月 1 日起同步再上调终端水价 0.02 元/吨。根据成都市发改委发布《成都市发展和改革委员会关于建立实施我市中心城区居民用水阶梯价格制度的通知》，2016 年 1 月 1 日起成都正式实施阶梯水价。但因为户表用户比例很低，绝大部分是合表用户，阶梯水价实施后，对公司水费收入影响有限。

表 4：成都市污水处理费及自来水价格收费标准

单位：元/m³

用水类别	包含类型	城市供水运营水费	水利工程水费	水资源费	污水处理费	终端价格
居民生活用水	第一阶梯（m ³ /户表·年） 0-216m ³	1.74	0.24	0.10	0.90	2.98
	第二阶梯（m ³ /户表·年） 217-300m ³	2.61	0.24	0.10	0.90	3.85
	第三阶梯（m ³ /户表·年） 301m ³ 以上	5.22	0.24	0.10	0.90	6.46
	合表（含居民住宅用水；学校教学、学生生活用水；部队、武警的干部家属生活用水）	1.74	0.24	0.10	0.90	2.98
非居民生活用水	除居民生活用水、特种行业用水以外的其他用水	2.69	0.24	0.10	1.40	4.43
特种行业用水	洗浴行业用水 含桑拿、洗浴、浴足等用水	10.29	0.24	0.10	4.50	15.13
	洗车行业用水 洗车用水	6.39	0.24	0.10	3.40	10.13
	其他特种行业用水 含娱乐业；健身房、休闲会所、美容美发、茶楼、酿酒、饮料业、饮用水制造（含纯净水）、烟草加工等	5.39	0.24	0.10	1.80	7.53

资料来源：成都市自来水有限责任公司官网，中诚信证评整理

水费收缴方面，公司主要通过自建收费点或依托银行及超市等网点进行水费的收缴或代扣。目前公司拥有 11 家自建收费点，6 家合作的代收银行——建设银行、招商银行、光大银行（含 11 个转授权线上渠道）、成都农商银行、中信银行、邮储银行，并与四川利安信息传播有限公司、四川华夏通成科技有限责任公司和成都红旗连锁股份有限公司等企业签订了水费代收协议。众多收费网点的设置，保证了公司水费的及时收缴。

水源方面，公司水资源主要取自岷江，水源水质达到国家颁发的《地表水环境质量标准》二类水质标准。岷江全长 1,279 公里，流域面积 13.35 万平方公里，年均径流量 900 多亿吨，水量丰富，可充分满足公司的生产需求。

伴随近年来售水量的稳步增加，公司自来水销售收入逐年提升，2013~2015 年自来水供应业务收入分别达到 15.60 亿元、16.25 亿元和 17.97 亿元。2013 到 2015 年成都自来水价格逐步提升，但是由于 BOT 净水采购、原水、药剂、管材等材料成本和人工成本上升较快的影响，公司自来水供应业务毛利率分别为 44.21%、43.73%和 43.86%。

总体来看，公司供水业务在区域市场占有率很高，水费回收情况较好，构成了公司稳定收入来源

之一。成都市作为中国西部地区的经济中心，未来城镇化进程还将继续推进，加之天府新区的加快建设，公司自来水产销量有望保持持续增长态势。

污水处理业务

公司从事的污水处理业务包括对通过城市污水管网所收集的生活污水、工商业污水、雨水及其他污水进行除渣、除害处理，以及污泥的后续加工，然后将经过无害处理且符合国家环保标准的污水排放入岷江的全过程。目前，公司污水处理业务主要集中于子公司成都市排水有限责任公司。

公司目前主要负责成都市中心城区的污水处理业务，近年来公司还进行了异地拓展，在兰州市、银川市、西安市及四川巴中市的污水处理 BOT 项目及深圳市污水处理委托运项目获得特许经营权。目前，公司在成都市中心城区拥有 7 座污水处理厂，污水处理能力 160 万吨/天，年污水处理量约 5.84 亿吨，基本实现了对成都市中心城区污水处理的全覆盖。此外，此外，公司在兰州、西安、巴中和深圳合计具备 81.99 万吨/天的污水处理能力。截至 2016 年 3 月末，公司在全国拥有的污水处理产能共计 239.49 万吨/天。目前公司正在新建的项目有成都新建污水处理厂二期工程、成都中和污水处理厂工程、巴中市经济开发区污水处理厂一期工程和银

川第六处理厂一期二步工程，其产能分别为 30 万吨/天、5 万吨/天、1.99 万吨/天和 2.5 万吨/天。公司扩建项目有中心城区第三四五八污水处理厂扩能改造项目，采用预处理+MP+MBR 工艺为主体的处理工艺，预计产能从 40 万吨/天，提高到 75 万吨/天。

表 5：公司污水处理业务运营情况

	2013	2014	2015	2016.Q1
污水处理能力（万吨/日）	195	207.50	239.49	241.99
污水处理量（万吨）	57,208	64,464	77,240	18,819.38
污水处理收入（亿元）	7.71	8.21	9.01	2.01

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

公司从事的污水处理业务采用“政府特许、政府采购、企业经营”的商业经营模式，即公司的污水处理服务费采取政府采购的形式。污水处理服务结算价格每 3 年核定一次。

污水处理费方面，2011 年成都市政府对居民生活污水处理费进行了调整，由 0.80 元/吨提高到了 0.90 元/吨，非居民生活用水污水处理费维持 1.40 元/吨。公司目前仍执行上述收费标准。此外，排水公司承担了成都市中心城区污水污泥 400 吨/天的处理服务特许经营，经营期 30 年，采用“半干化+焚烧”和“干法+湿法”烟气处理工艺对污水污泥进行处理。目前，该项目已进入试运行阶段。2013 年公司开始运营，运行设计 400 吨/天，2015 年日处理能力为 302.59 吨/天；污水污泥处理服务暂按 696.81 元/吨的价格由政府购买，待项目正式投产运行后委托事务所进行核定，并根据核定价格相应调整，目前政府购买价格变动不大，仍然为 2013 年水平。

污水处理服务业务是公司收入的另一重要构成，随着排水管网体系的完善将带来污水处理量的逐年增加，产能利用率也将逐步提高，运营成本将随之降低，公司污水处理业务有望保持稳定增长。2013~2015 年，公司污水处理业务分别实现收入 7.71 亿元、8.21 亿元和 9.01 亿元。2013~2015 年公司污水处理服务板块毛利率分别为 57.91%、52.33% 和 50.21%。因为近三年污水处理价格没有上调，而营业成本上升较快，污水处理业务毛利率略微下降，但基本保持稳定。

为满足日益增长的污水业务，公司加大污水处

理投资的力度。截至 2016 年 3 月，公司新建与扩建的污水处理工程合计预计新增产能 44.49 万吨/日，并预计 2016 年 9 月底全部投产。

需要注意的是，公司污水处理业务保持较高和稳定的毛利空间主要在于成都市政府在污水处理结算价格上给予公司一定程度的补贴，但结算价格的签订周期仅为 3 年，公司后续污水处理业务的盈利空间完全取决于政府新的结算价格，而未来结算价格存在调整的可能性，公司污水处理业务的盈利空间也将随之波动。

总体来看，近年来公司污水处理业务发展迅速，污水处理能力和处理规模保持增长态势。同时，成都市实行的政府采购的经营模式能够为公司污水处理项目带来持续稳定的回报。未来，污水污泥处理项目投产之后，亦可为公司带来一定的收益。

环保业务

公司于 2012 年 5 月收购集团公司旗下成都市兴蓉再生资源能源有限公司 100% 股权，从而将业务拓展至环保领域。目前公司下属一座垃圾渗滤液处理厂，现拥有垃圾处理能力 2,300 吨/日，再生能源公司拥有该项目 20 年特许经营权。2015 年公司处理垃圾渗滤液 63.52 万吨。垃圾渗滤液处理亦由政府购买服务，定价每三年核定一次，目前执行政府采购价 151.56 元/吨（2014 年 1 月起执行），较上期价格提高 29.08 元/吨。

污泥处理方面，公司取得了成都市中心城区污水污泥 400 吨/天的处理服务特许经营权，经营期 30 年，采用“半干化+焚烧”和“干法+湿法”烟气处理工艺对污水污泥进行处理。该项目于 2011 年 7 月开工，2013 年 10 月竣工，进入试运行阶段。2014 年公司处理污泥 10.41 吨，同比增长 871.50%；2015 年处理污泥 11.04 吨，同比增长 6.11%。

中水服务方面，2014 年 10 月 31 日，公司与成都市水务局签订了《成都市中心城区中水服务特许经营权协议》，期限为 2014 年至 2038 年，协议约定由成都市兴蓉环境股份有限公司向成都市锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区以及成都市高新西区和南区提供污水处理服务。中水服务费根据中水处理成本为基础，再考虑一定的运营管理费

用计算确定，中水处理价格根据选聘的会计师事务所核定为 0.28 元/吨，每 3 年核定一次。目前，公司中水服务规模为 30 万吨/天，2015 年中水实际生产量为 6,272 万吨，较上年度增长 314.81%。

垃圾滤液处理业务自从 2012 年开展，已经取得一定规模。2014 年实现营业收入 1.00 亿元，2015 年略有下降为 0.85 亿元，主要是公司垃圾渗滤液处理量有所下降等原因所致。

新建的垃圾发电项目是未来公司业绩的增长点。2012 年 11 月再生能源公司与政府签署《成都市万兴环保发电厂项目特许经营权协议》，协议项目特许经营期 25 年，运营垃圾焚烧发电业务，年度日均处理能力 2,400 吨。该项目计划总投资 12.74 亿元，截至 2016 年 3 月底，建设进度为 39.16%，预计全部工程将于 2016 年底建成并试运行。此外，彭州隆丰发电项目设计日处理城市生活垃圾 1,500 吨，计划总投资 8.83 亿元，该项目已于 2015 年 12 月开工建设，截至 2016 年 3 月建设进度为 9.21%，预计将于 2017 年底建成。

近年来，公司供水业务和污水处理业务稳步上升，未来随着垃圾发电项目的运营，公司的环保业务将快速增长。

公司管治

治理结构

按照《公司法》等法律、法规、规范性文件和《公司章程》的规定，公司已建立健全了以股东大会、董事会、监事会以及公司管理层为主体结构的决策与管理体系，形成了较为规范的公司治理架构，并且制定了较为规范和完善的制度。公司董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会四个专门委员会，为董事会的科学决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业和高效。

上市以来，公司相继制定并完善了相关规章制度，2013 年更进一步完善了《公司章程》和《募集资金使用管理办法》，已形成比较系统的公司治理框架。

公司股东会为其权力机构，由全体股东组成；

公司设董事会，成员九人，由全体股东选举产生。董事会设董事长一人，由全体董事选举产生。董事每届任期三年，连选可连任，有权聘任或解聘公司经理；公司设总经理一名，由股东会聘任或解聘，并有权提请聘任或解聘公司副经理、财务负责人；公司设监事会，成员三人，监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生，监事任期每届三年，任期届满，连选可连任。

日常运作中，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、公司章程和相关议事规则的规定开展工作并切实履行应尽的职责和义务，无违法、违规情形发生。

内部管理

公司组织结构方面，公司董事会下设四个专门委员会，分别是战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会。各专门委员会职责明确，依据公司董事会制定的各专门委员会实施细则履行职责，就专业性事项进行研究，提出意见及建议，为董事会决策提供参考。

审计方面，公司采用内部审计和外部审计相结合的方式对经营风险进行监督管理，一方面公司每年接受外部会计师事务所的独立审计；另一方面，公司设立了内部审计部对公司及所属单位的财务收支、经济活动的真实、合法和有效性进行独立监督和评估。

内部控制方面，公司不断完善内部控制监督机制，重大事项由公司管理层及时向董事会报告，并按照规定提交股东大会审议，公司董事会和管理层在规定范围内履行决策权限。公司持续修订完善了成都市兴蓉投资股份有限公司内部控制制度及流程汇编，建立起了科学的决策机制、有效的监督机制和涵盖经营管理各环节的规范的内部控制体系。

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，公司将资金使用权利下放至二级子公司，但对其资金账户进行严格监管。此外，公司在融资管理与对外担保方面控制较为严格，实施集中管理制度，通

过公司统一对外融资。

人力资源方面，公司在职工总数为 3240 人，其中母公司 112 人，子公司 2686 人，异地公司 442 人。其中生产人员、销售人员、技术人员、财务人员和行政人员分别为 1493 人、394、516、103 和 734 人。公司大专以上学历占 70.80%，其中硕士和本科比例为 4.29%、32.35%，整体人员素质较高。

总体来看，公司管理制度较为健全，有效地协调了各部门和下属各公司的业务运行，有效地规避了资金风险，提高了公司的运营效率。

战略规划

公司围绕“兼容发展，一主多元”的发展战略，坚持“立足中国、辐射全球”的发展定位，响应“一带一路”等政策号召，以良好的运营和投资能力为支撑，以科学规范的管理体系为保障，不断拓展市场的深度和广度，逐步形成“以水务产业为基石，新兴环保产业（垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理和污泥处理）共同发展”的产业格局，不断提升公司投资、建设、运营、服务的综合竞争能力，进一步丰富公司业务结构，完善产业价值链。

2016 年，公司一是做强做精水务产业。继续抓好现有自来水厂、污水厂安全稳定运行，思考与探索二次供水、直饮水、“智慧水务”工程，并配合相关部门做好排污“深隧”系统规划、海绵城市建设等工程，拓展水务产业发展新空间；二是做大做深环保产业。继续抓好垃圾渗滤液厂、中水利用、污泥处置厂的稳定运行和在各在建、拟建环保项目的快速实施，不断丰富环保产业门类，增强产业发展动力与活力，逐步实现公司供水、排水、环保领域均衡发展的局面。

财务分析

2015 年公司下属安科公司完成对成都市兴蓉集团有限公司控制的成都汇锦实业发展有限公司持有的成都市沃特特种工程有限责任公司 100% 股权收购工作，形成同一控制下的企业合并，公司就同一控制下的企业合并对 2013 年合并财务报表期初数和上年数进行了追溯调整，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对追溯调整后的财务报表出

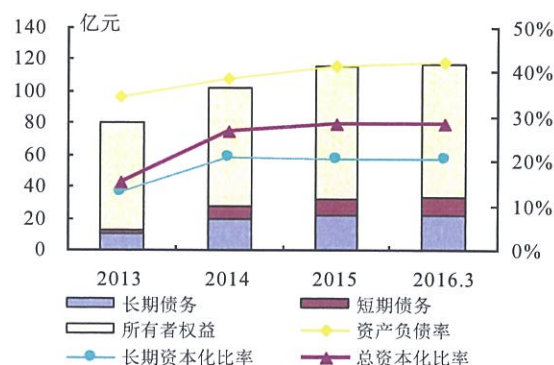
具了 XYZH/2016CDA20379 号《成都市兴蓉环境股份有限公司 2015 年、2014 年、及 2013 年度财务报表审阅报告》，以下财务分析基于该审阅报告以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

资本结构

近年来，随着业务规模的不断扩大，公司资产规模呈不断上升趋势，2013~2015 年末及 2016 年 3 月末，公司总资产分别为 104.11 亿元、121.56 亿元、142.02 亿元和 145.58 亿元。同期，公司负债总额分别为 35.96 亿元、46.50 亿元、58.87 亿元和 61.24 亿元；所有者权益分别为 68.15 亿元、75.06 亿元、83.15 亿元和 84.34 亿元，受益于近年较好的盈余积累，公司自有资本实力逐年提升。

财务杠杆比率方面，2013~2015 年末及 2016 年 3 月末，公司资产负债率分别为 34.54%、38.26%、41.45%和 42.07%；总资本化比率分别为 15.17%、26.72%、28.10%和 28.17%，负债水平虽有所上升，但其财务杠杆较为适中，财务结构相对稳健。

图 2：2013~2016.Q1 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

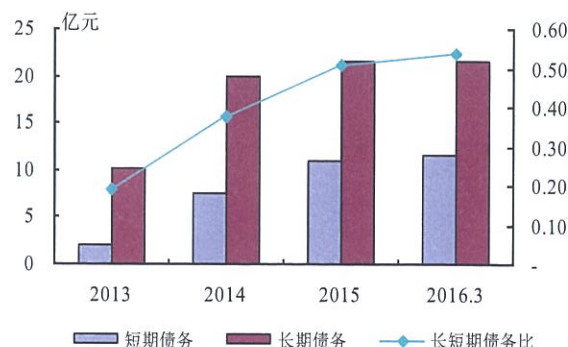
从资产结构看，公司资产以非流动资产为主，2013~2015 年末及 2016 年 3 月末，公司非流动资产分别为 83.24 亿元、93.22 亿元、108.97 亿元和 112.97 亿元，分别占资产总额的 79.96%、76.69%、76.73%和 77.47%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成，截至 2015 年末，上述三项在非流动资产中占比分别为 51.30%、21.54%和 23.50%，其中，固定资产主要系管网资产、机器设备和房屋建筑物等；在建工程主要系污水处理厂、管网建设、环保发电厂等在建项目；无形资产主要系特许经营权、土地使用权等。2013~2015 年末及

2016年3月末，公司流动资产分别为20.87亿元、28.34亿元、33.05亿元和32.79亿元，主要由货币资金和应收账款构成，截至2015年末，上述两项在流动资产中占比分别为75.22%和14.08%。

从负债结构看，公司非流动负债与流动负债规模相当，2013~2015年末及2016年3月末，公司流动负债分别为18.07亿元、24.18亿元、31.55亿元和33.85亿元，分别占当期负债总额的50.25%、51.99%、53.60%和55.28%。公司流动负债主要由应付账款、其他流动负债、其他应付款和预收款项构成，截至2015年末，公司应付账款、其他流动负债、其他应付款和预收款项分别为11.71亿元、8.99亿元、3.47亿元和2.69亿元，上述四项在流动负债中的占比分别为37.11%、28.50%、10.99%和8.54%，其中，应付账款主要为应付生产经营款、工程款及构建和维护长期资产款，其他流动负债为超短期融资券，其他应付款主要为保证金，预收款项主要为预收用户水表安装等其他工程款及预收水费。2013~2015年末及2016年3月末，公司非流动负债分别为17.89亿元、22.33亿元、27.32亿元和27.39亿元，分别占当期负债总额的49.75%、48.01%、46.40%和44.72%，主要为长期借款和应付债券，截至2015年末，上述两项在非流动负债中的占比分别为38.78%和40.02%。

债务期限结构方面，2013~2015年末及2016年3月末，公司总债务分别为12.19亿元、27.36亿元、32.49亿元和33.07亿元，其中长期债务分别为10.24亿元、19.88亿元、21.52亿元和21.50亿元，主要系长期借款和应付债券等；同期，短期债务分别为1.95亿元、7.48亿元、10.97亿元和11.57亿元，主要为其他流动负债等。2013~2015年末及2016年3月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.19倍、0.38倍、0.51倍和0.54倍，以长期债务为主的债务结构较为合理。

图3：2013~2016.Q1公司债务结构分析



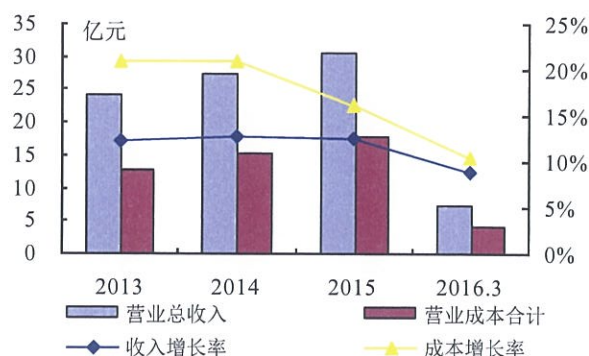
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，公司作为成都市最大的供水主体和污水处理企业，各业务板块发展均较为稳定。公司上市以来，自有资本实力获得大幅提升，财务结构亦得到不断改善，以长期债务为主的债务结构较为合理，整体财务结构较为稳健。

盈利能力

2013~2015年，公司营业总收入分别为24.27亿元、27.25亿元和30.62亿元，得益于公司业务规模的不断扩大，近年来公司收入规模呈不断上升趋势。从毛利率来看，2013~2015年，公司综合毛利率分别为48.11%、44.15%和42.32%，虽略有下滑但依然处于较高水平。2016年一季度，公司实现营业收入7.19亿元，同比增长8.77%，继续保持增长态势。

图4：2013~2016.Q1公司收入成本分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

三费方面，2013~2015年，公司三费合计金额分别为2.47亿元、3.26亿元和4.12亿元，占营业收入的比例分别为10.17%、11.98%和13.45%，公司费用控制能力有所减弱。从三费构成看，公司三费中管理费用占比最高，管理费用主要是职工薪酬、

办公差旅费用、中介机构服务费等, 2013~2015 年, 公司管理费用分别为 1.44 亿元、1.73 亿元和 2.02 亿元; 同期, 公司财务费用分别为 0.31 亿元、0.73 亿元和 1.19 亿元, 公司销售费用分别为 0.71 亿元、0.80 亿元和 0.91 亿元, 公司近年来财务费用大幅增加主要是由公司融资规模增加所致。

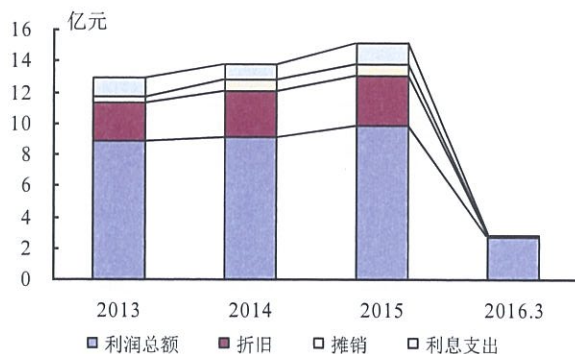
表 6: 公司 2013~2016.Q1 期间费用情况

	单位: 亿元、%			
	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	0.71	0.80	0.91	0.15
管理费用	1.44	1.73	2.02	0.38
财务费用	0.31	0.73	1.19	0.18
三费合计	2.47	3.26	4.12	0.72
营业总收入	24.27	27.25	30.62	7.19
三费收入占比	10.17	11.98	13.45	9.94

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2013~2015 年, 公司分别实现利润总额 8.89 亿元、9.16 亿元和 9.89 亿元, 2015 年公司利润总额的增加主要得益于投资收益的较快增长, 当年公司实现投资收益 0.77 亿元, 主要系自来水公司将其持有的股票出售所产生的收益。同期, 公司经营性业务利润分别为 8.93 亿元、8.51 亿元和 8.48 亿元, 近年来公司经营性业务利润略有下降。

图 5: 2013~2016.Q1 公司 EBITDA 结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

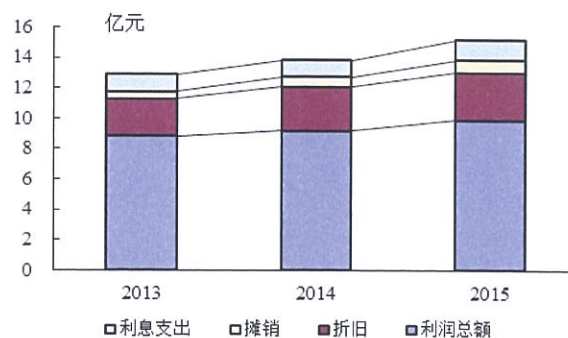
总体来看, 公司业务板块经营良好, 收入规模持续增长, 保持着很强的盈利能力, 但公司近年来三费控制能力有所下降, 财务费用和管理费用增加较快。

偿债能力

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额、和折旧构成, 公司固定资产规模不断扩大, 公司折

旧亦不断增加, 2013~2015 年分别为 2.48 亿元、2.91 亿元和 3.12 亿元。受益于公司利润总额和折旧不断增加, 公司 EBITDA 也逐年提高, 2013~2015 年, 公司 EBITDA 分别为 12.95 亿元、13.84 亿元和 15.15 亿元。

图 6: 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

2013~2015 年末, 公司总债务分别为 12.19 亿元、27.36 亿元和 32.49 亿元, 从 EBITDA 对债务本息的保障程度看, 2013~2015 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 0.94 倍、1.98 倍和 2.14 倍, 同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 10.75 倍、7.58 倍和 9.20 倍, 公司 EBITDA 对债务本息的保障程度很强。

现金流方面, 2013~2015 年, 公司经营活动净现金流分别为 10.81 亿元、11.72 亿元和 13.34 亿元。2013~2015 年, 公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.89 倍、0.43 倍和 0.41 倍; 同期, 公司经营活动净现金流利息保障倍数分别为 8.97 倍、6.42 倍和 8.10 倍, 公司经营活动净现金流对债务本息偿还的保障程度很强。

表 7: 2013~2015 年公司主要偿债能力指标

	2013	2014	2015
总债务 (亿元)	12.19	27.36	32.49
EBITDA (亿元)	12.95	13.84	15.15
经营活动净现金流 (亿元)	10.81	11.72	13.34
总债务/EBITDA (X)	0.94	1.98	2.14
EBITDA 利息保障倍数 (X)	10.75	7.58	9.20
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.89	0.43	0.41
经营活动净现金流/利息支出 (X)	8.97	6.42	8.10
资产负债率 (%)	34.54	38.26	41.45
总资本化比率 (%)	15.17	26.72	28.10

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 84.27 亿元，其中未使用授信额度为 67.67 亿元，备用流动性充足。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司对外担保合计人民币 0.22 亿元，担保总额占公司 2015 年末净资产的比例为 0.26%，主要是公司对成都城市燃气有限责任公司的一般保证。为化解公司对成都城市燃气有限责任公司担保潜在的债务风险，兴蓉集团承诺因该项担保产生的任何经济损失，由其全额承担，因此公司面临的或有负债风险较小。

总体来看，公司经营状况持续向好，营业收入不断增加，保持了很强的盈利能力，得益于良好的盈利累积，自有资本实力不断增强，公司有着很强的获现能力，能够对债务本息偿还形成良好保障，公司整体偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评评定成都市兴蓉环境股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“成都市兴蓉环境股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

关于成都市兴蓉环境股份有限公司 2016年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

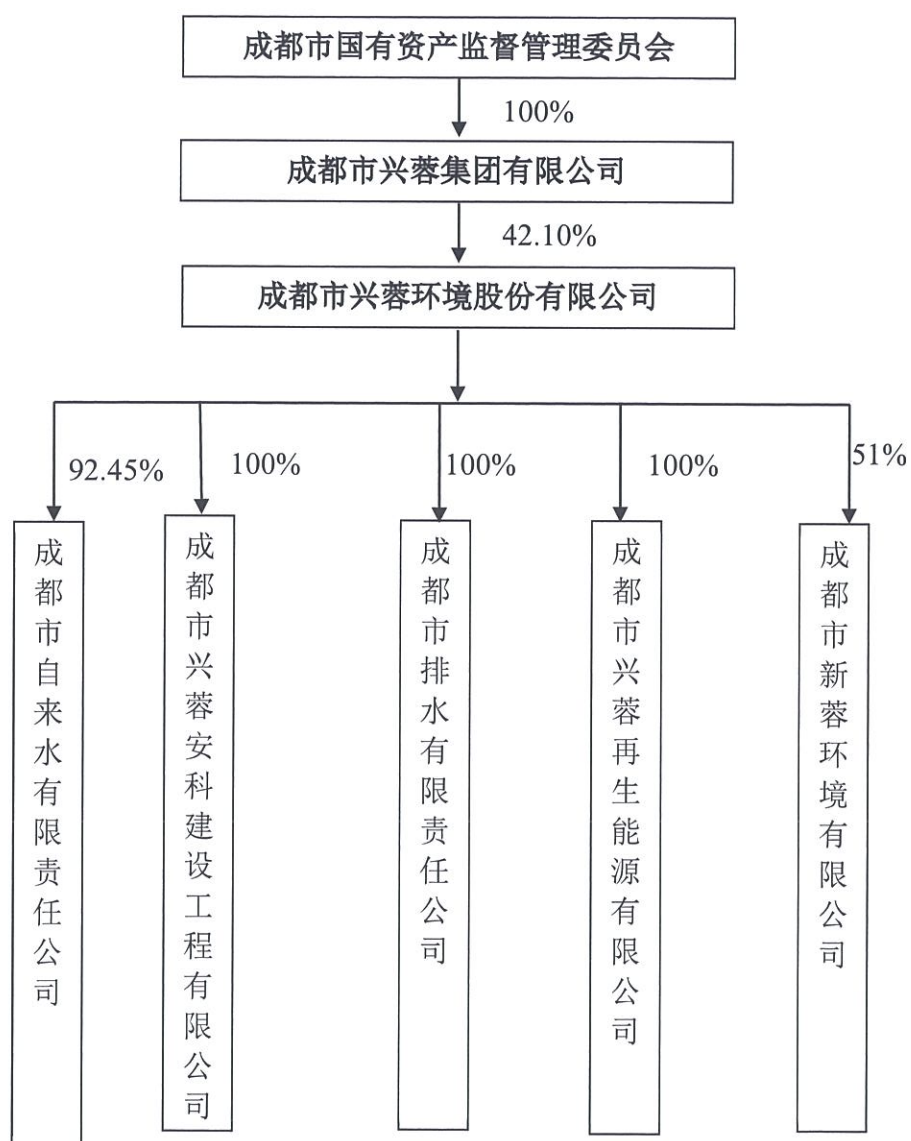
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）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。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

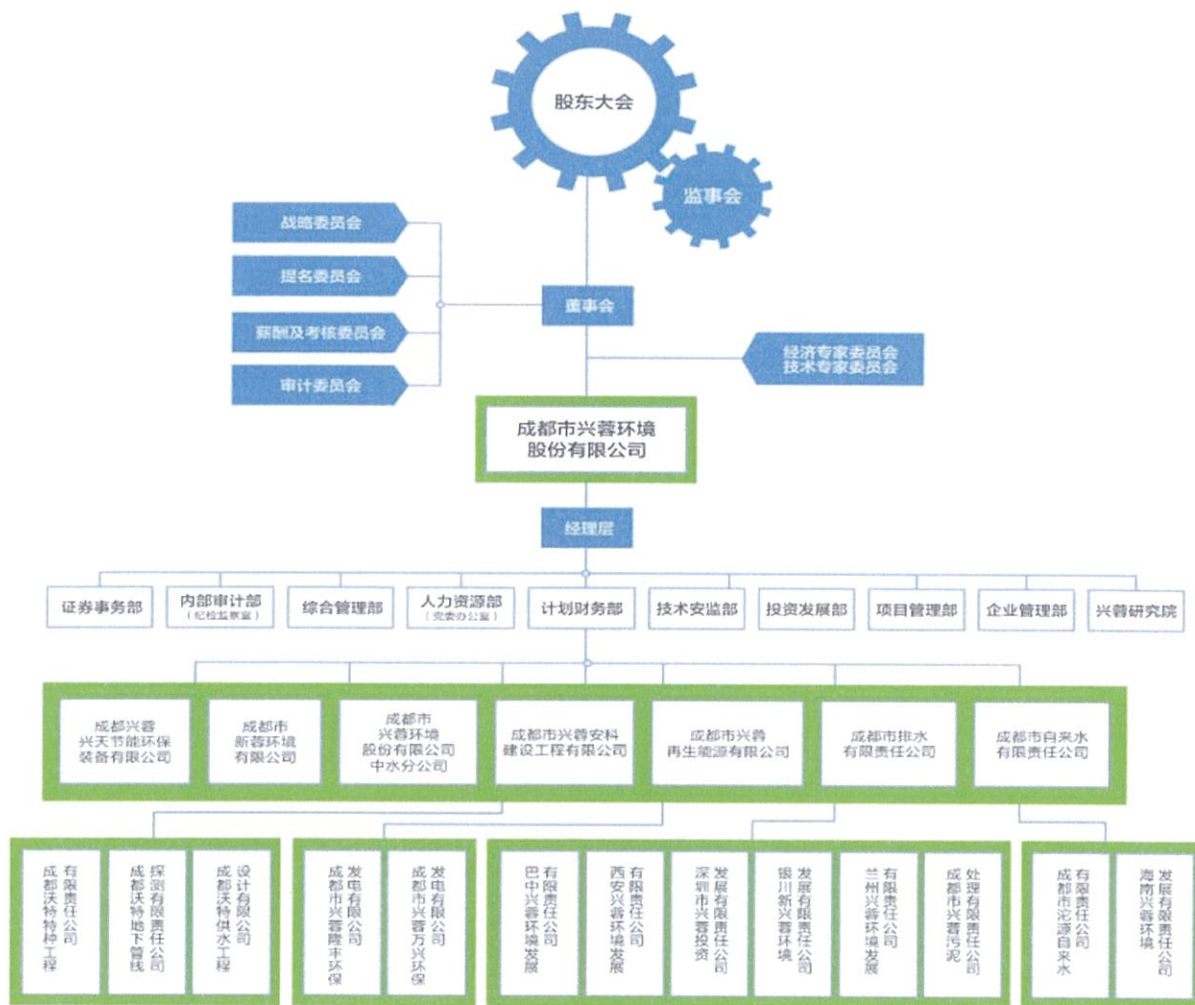
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：成都市兴蓉环境股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：成都市兴蓉环境股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：成都市兴蓉环境股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	150,904.13	216,289.69	248,602.63	239,799.29
应收账款净额	40,255.13	45,293.76	46,529.19	53,521.76
存货净额	11,230.98	11,518.72	16,358.30	17,241.97
流动资产	208,681.61	283,390.44	330,500.81	327,943.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	617,506.75	669,407.11	793,731.06	844,984.62
总资产	1,041,072.29	1,215,594.67	1,420,213.90	1,455,820.63
短期债务	19,457.66	74,791.96	109,671.76	115,728.76
长期债务	102,436.66	198,820.85	215,233.20	214,958.42
总债务	121,894.33	273,612.80	324,904.96	330,687.18
总负债	359,610.14	465,042.70	588,705.06	612,433.22
所有者权益（含少数股东权益）	681,462.15	750,551.97	831,508.84	843,387.41
营业总收入	242,697.85	272,469.74	306,248.71	71,943.73
三费前利润	114,009.06	117,723.78	126,006.60	30,633.03
投资收益	0.00	101.05	7,681.70	0.00
净利润	75,525.01	76,168.14	85,240.32	22,556.18
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	129,494.86	138,362.90	151,485.83	-
经营活动产生现金净流量	108,086.92	117,160.48	133,417.02	22,728.36
投资活动产生现金净流量	-147,848.38	-122,458.77	-158,554.05	-35,491.18
筹资活动产生现金净流量	67,598.81	71,026.08	59,578.85	6,186.92
现金及现金等价物净增加额	27,668.86	65,657.21	34,473.46	-6,559.64
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	48.11	44.15	42.32	43.50
所有者权益收益率（%）	11.08	10.15	10.25	10.72
EBITDA/营业总收入（%）	53.36	50.78	49.46	-
速动比率（X）	1.09	1.12	1.00	0.92
经营活动净现金/总债务（X）	0.89	0.43	0.41	0.27
经营活动净现金/短期债务（X）	5.55	1.57	1.22	0.79
经营活动净现金/利息支出（X）	8.97	6.42	8.10	12.35
EBITDA 利息倍数（X）	10.75	7.58	9.20	-
总债务/EBITDA（X）	0.94	1.98	2.14	-
资产负债率（%）	34.54	38.26	41.45	42.07
总资本化比率（%）	15.17	26.72	28.10	28.17
长期资本化比率（%）	13.07	20.94	20.56	20.31

注：1、2016.Q1所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标均经年化处理；

2、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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-手续费及佣金支出-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+利息支出+手续费及佣金支出+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/期末所有者权益

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。