



信用等级通知书

信评委函字[2016]G419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拟发行的“瀚蓝环境股份有限公司2016年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年七月六日

瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	瀚蓝环境股份有限公司
发行规模	不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）
债券期限	不超过 10 年（含 10 年），可以为单一年限品种，也可以为多种期限的混合品种
债券利率	固定利率债券，票面利率及其确定方式提请股东大会授权董事会根据发行当时市场利率水平情况与主承销商协商确定
付息方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

瀚蓝环境	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	25.39	36.88	49.14	50.31
总资产（亿元）	57.88	109.80	123.59	121.32
总债务（亿元）	19.11	41.37	44.84	42.56
营业总收入（亿元）	21.56	24.35	33.57	8.25
营业毛利率（%）	30.18	31.11	31.48	32.65
EBITDA（亿元）	7.45	8.16	13.38	3.50
所有者权益收益率（%）	13.08	9.53	9.07	9.17
资产负债率（%）	56.13	66.41	60.24	58.53
总债务/EBITDA (X)	2.56	5.07	3.35	3.04
EBITDA 利息倍数 (X)	6.66	5.26	4.56	5.37

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、2016 年第一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 经过年化处理。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

张世同

袁光华 lhyuan@ccxr.com.cn

袁光华

Tel: (021) 80102409

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 7 月 6 日

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“瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评授予发行主体瀚蓝环境股份有限公司（以下简称“瀚蓝环境”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了城市供水行业、污水行业、燃气供应及固废处理行业良好的发展前景，近年来公司不断并入优质资产、在巩固区域发展地位的同时进一步将业务范围拓展至全国。同时，中诚信证评也关注到区外业务拓展面临的市场竞争压力加大、在进一步的业务扩张过程中导致的资本支出压力加大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- ▶ 行业发展前景较好。“十三五”规划落地及相关政策的出台，固废处理行业迎来新的发展契机；“水十条”政策的出台和实施，也将带动水务行业的提升发展；此外，污水处理价格机制改革的落实，也将助理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，整体行业发展前景较好。
- ▶ 区域垄断地位较强。近年来，公司对多家企业进行并购或增资，进一步完成了南海区全区的燃气供应、固废业务整合以及全区的供水整合工作，巩固南海区的区域发展优势。随着优质资产并入，及业务发展在南海区得到进一步拓展，公司区域垄断地位得到巩固。
- ▶ 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，其特许经营模式保障了较为稳定的收益，并具有较好的现金流获取能力。公司 2013~2015 年经营性现金流净额分别为 6.93 亿元、8.29 亿元和 12.63 亿元。

关 注

- 区内外市场竞争压力较大。南海区内市政公用项目市场空间有限，并且趋于饱和，同时，近年来公司业务向区外拓展较快，但由于水务、固废行业市场化发展迅速，项目竞争激烈，公司面临的区内外竞争压力加大。
- 资本支出规模较大。预计 2016 年公司仍处于快速发展阶段，对于污水及固废业务项目投入仍将较大，面临较大规模的资本性支出，须对此保持关注。

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。

公司概况

发债主体概况

瀚蓝环境股份有限公司(以下简称“公司”或“瀚蓝环境”)。公司于2013年11月1日召开第二次临时股东大会,其名称由“南海发展股份有限公司”变更为“瀚蓝环境股份有限公司”。瀚蓝环境系1992年10月7日经广东省股份制试点联审小组、广东省经济体制改革委员会“粤股审(1992)65号”文批准,由广东省南海市发展集团公司以其下属的5家具有独立法人资格的企业为发起人,以定向募集方式设立。公司于2000年11月27日经中国证券监督管理委员会“证监发行字[2000]159号”文批准,向社会公开发行人民币普通股股票6,500万股,于2000年12月25日在上海证券交易所上市。截至2016年3月末,公司注册资本为7.66亿元,控股股东为佛山市南海供水集团有限公司,持股比例为17.98%,佛山市南海供水集团有限公司的实际控制人为佛山市南海区公有资产管理委员会,因此佛山市南海区公有资产管理委员会为公司的实际控制人。

目前公司已形成了以自来水供应、燃气供应、污水处理和固废处理等四大业务板块为主的业务发展格局。截至2016年3月末,公司旗下共有42个子公司。

截至2015年末,公司总资产合计123.59亿元,所有者权益(含少数股东权益)49.14亿元,负债合计74.45亿元,资产负债率为60.24%;全年公司实现营业总收入33.57亿元,取得净利润4.46亿元,经营活动净现金流12.63亿元。

截至2016年3月末,公司总资产合计121.32亿元,所有者权益(含少数股东权益)50.31亿元,负债合计71.01亿元,资产负债率为58.53%;2016年1-3月,公司实现营业总收入8.25亿元,取得净利润1.15亿元,经营活动净现金流1.37亿元。

本次债券概况

表1:本次公开发行公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	瀚蓝环境股份有限公司2016年公司债券
发行总额	本次公开发行公司债券规模为不超过人民币20亿元(含20亿元)
债券期限	本次发行公司债券的期限为不超过10年(含10年),可以为单一期限品种,也可以为多种期限的混合品种
票面金额和发行价格	本次公司债券面值100元,按面值平价发行
债券利率	本次公司债券的票面利率及其确定方式提请股东大会授权董事会根据发行当时市场利率水平情况与主承销商协商确定
付息方式	本次债券采用单利按年计息,不计复利,每年付息一次,最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还银行借款以及补充流动资金

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

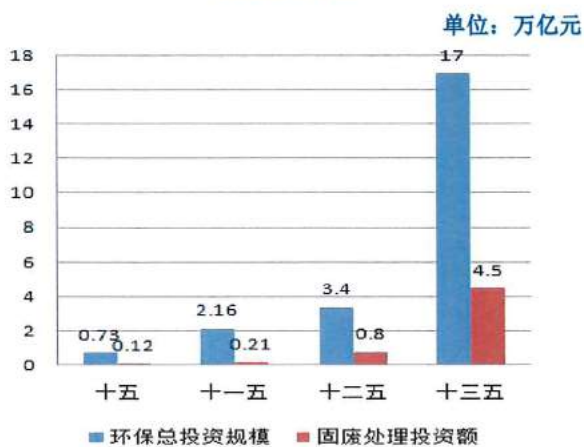
行业分析

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。为了促进环境改善与经济发展,国家加大对环境保护方面的投资。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。根据行业发展,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。同时,固废板块总收入维持25-35%的增长率,从“十三五”来看,受益于垃圾焚烧业务规模提升以及行业整合,固废行业仍存在较大增量空间。

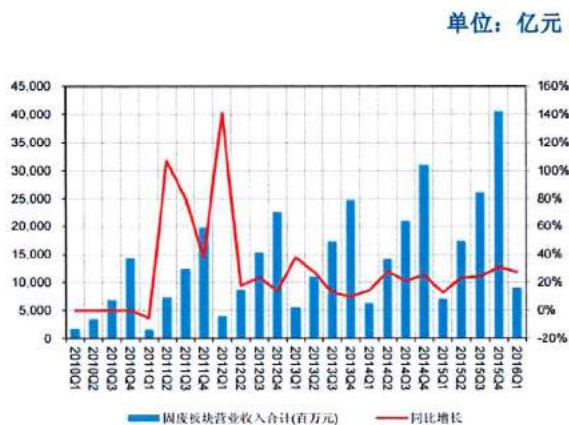
“十三五”规划落地及相关政策的出台,都预示着环保法规体系的逐步完善,固废处理行业迎来新的发展契机。

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

图 2：固废板块近年来营业收入额情况

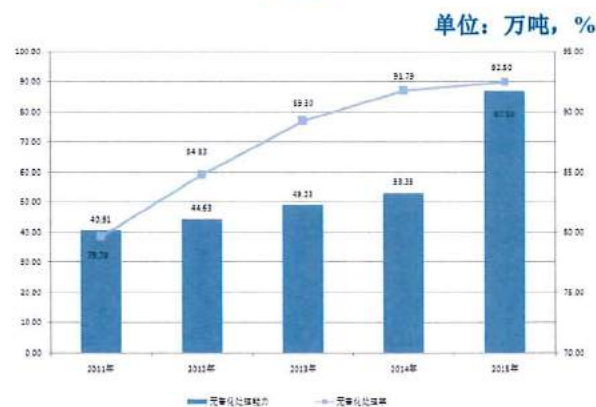


资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

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。我国城市生活垃圾无害化处理能力和无害化处理率逐年增长，截至 2014 年末，全国生活垃圾无害化处理能力达到 53.35 万吨/日，较去年增长了 4.12 万吨/日；无害化处理率达 91.79%，无害化处理率较去年增长 2.49%，2015 年我国生活垃圾无害化处理能力达到 87.10 万吨/日，较 2014

年增长了 33.75 万吨/日；无害化处理率为 92.5%，较 2014 年增长了 0.71%，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。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%。

图 3：2011~2015 年城市生活垃圾无害化处理能力和无害化处理率



资料来源：中国百科网，中诚信证评整理

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 年时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。而对业内企业而言，面对标准趋高、监管趋严、公众参与和效果导向的新常态，也将面临诸多挑战，技术改革、转型升级的节奏将有所加快。

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，截至 2015 年末，国家发改委公布第五批备选城市名单，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，第五批 17 个城市入围。目前已确定餐厨垃圾试点城市数量已达 83 个。

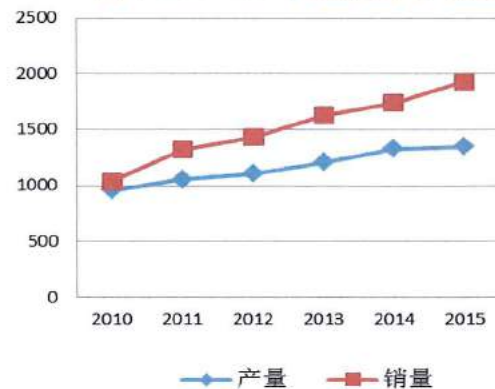
总的来看，受益于国家规划提振和政策扶持，固废处理行业在“十二五”期间呈现快速增长，加之垃圾处理具有区域垄断的特性，这些都促使行业内企业加速“圈地”，市场份额集中于资本实力雄厚的龙头企业。未来，固废处理企业的横向扩张仍将持续，同时通过逐步涉足市场潜力较大的上下游环节，纵向延伸业务，全力打造固废处理全产业链，行业强者愈强的局面逐步形成，梯队格局也将日趋稳定。

燃气行业

城市燃气是城市基础设施建设的重要组成部分之一，具有受国家政策严格管制、气源供应和输送干线专营、明显的地域特点等特征。天然气作为一种优质、高效、清洁的低碳能源，加快天然气产业发展、提高天然气在一次能源消费中的比重，对我国调整能源结构、促进节能减排等方面具有重要的战略意义。

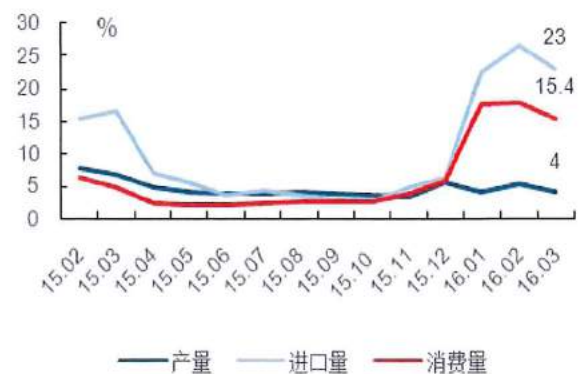
2013 年，我国天然气表现消费量为 1,679 亿立方米，天然气绝对消费量 1,633 亿立方米，燃气普及率 94.25%；2014 年我国天然气表观消费量为 1,930 亿立方米，天然气绝对消费量为 1,761 亿立方米，同比增长 7.4%；燃气普及率为 94.56%，2015 年，受我国整体经济增速放缓、国际油价和煤炭价格持续处于低位的双重影响，天然气下游消费市场需求增长动力不足，天然气市场也进入了平稳增长的新常态。2015 年，天然气表观消费量为 1,932 亿立方米，同比增长 5.7%，增幅为近十年最低水平；天然气绝对消费量为 1,845 亿立方米，同比增长仅 84 亿立方米，增幅为 4.8%。此外，2015 年，天然气产量为 1,350 亿立方米，同比增长 5.6%；天然气进口量为 614 亿立方米，同比增长 3.3%，供需基本平衡。根据 2015 年 2 月至 2016 年 3 月产销及进口量情况分析，其数额在 2015 年末有大规模提升。十二五天然气消费占一次能源比重仅 5.9%，同同期规划要求的 7.5% 相差明显，十三五规划占比 10%，发展空间显著。

图 4：2010~2015 年我国天然气产销情况



资料来源：国家发改委，中诚信证评整理

图 5：2015.2~2016.3 我国天然气产销量及进口量情况



资料来源：国家发改委，中诚信证评整理

供气规模与价格方面，2013~2015 年末，我国天然气产量分别为 1,210 亿立方米、1,329 亿立方米和 1,350 亿立方米，天然气进口量分别为 534 亿立方米、595 亿立方米和 614 亿立方米。2015 年，我国天然气对外依存度达到 38.7%，较 2014 年增加 6.3%。2016 年第一季度，我国天然气产量为 123 亿立方米，同比增长 4.0%。

2015 年 2 月 28 日，国家发改委宣布自 4 月 1 日起，将天然气存量气和增量气门站价格并轨，各省增量气最高门站价格每立方米下降 0.44 元，存量气最高门站价格每立方米上调 0.04 元，全面理顺非居民用气价格，同时试点放开天然气直供大用户用气价格，而居民用气门站价格不作调整。2015 年 11 月 18 日，国家发改委发出通知，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》（中发【2015】28 号）的精神，经国务院批准，决定自 2015 年 11 月 20 日起降低非居民用天然气门站价格，并进一步提高天然气价格市场化程度。通知决定，将非居民用气最高门站价格每立方米降低 0.7 元，

并由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，降低后的门站价格作为基准门站价格，供需双方可在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。该方案实施时门站价格暂不上浮，自 2016 年 11 月 20 日起允许上浮。对天然气企业而言，其用气成本将有所减少，在一定程度上会减轻负担，有利于促进用气企业平等竞争。

天然气储量方面，2015 年我国常规天然气地质资源量为 68 万亿立方米。同时我国每年探明的新增储量也保持在一定规模，根据国土资源部发布的数据显示，2012 年和 2013 年我国天然气新增储量 9,612.2 亿立方米和 6,164.33 亿立方米，2014 年新增探明储量超过 5,000 亿立方米，较“十一五”期间增长了 27.7%。这为我国未来天然气产量的增长打下了良好的储量基础。天然气开采方面，长庆气区、川渝气区、塔里木气区及海洋气区，四大气区仍是我国主要的天然气生产基地。

总的来看，“十三五”期间，国家层面的能源结构优化和环境污染治理将成为天然气消费最主要的推动力。并且随着环保压力增加和技术进步，全球能源消费的低碳化趋势日益明显，天然气年均供应量及年均需求量都逐年增长。城市燃气结构更加均衡，我国新型城镇化持续推进，年均气化人口在 3000 万人左右，全国城镇气化率 2020 年将达到 60% 以上，天然气将成为城市居民的主要燃料。

水务行业

近年来，在国家宏观政策支持和中国加速城市化背景下，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，迫切要求资本多元化和运营市场化，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。

国家宏观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。

从法律法规方面来看，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、信息公开的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。

从政策规划方面来看，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。

从资金投入方面来看，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。

从行业市场化改革方面来看，为了促进水务行业发展，提高行业运作效率，鼓励社会资金、外国资本参与水务设施建设。我国对水务行业的市场化改革显得尤为重要。我国水务市场呈现多元化的竞争格局，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，以国祯环保为代表的民营企业
和以威立雅、苏伊士为代表的外资企业。

表 2：我国水务市场主要企业概况

公司简称	概况
北控水务	供水能力 746.04 万立方米/日，污水处理能力 1171.12 万立方米/日（含在建）
首创股份	供水能力 933.33 万立方米/日，污水处理能力 638 万立方米/日
中国水务投资	供水能力 758 万立方米/日，污水处理能力 106.5 万立方米/日
深圳水务集团	供水能力 778.25 万立方米/日，污水处理能力 304.60 万立方米/日
重庆水务集团	供水能力 193.30 万立方米/日，污水处理能力 208.33 万立方米/日
兴蓉环境	供水能力 234.80 万立方米/日，污水处理能力 160 万立方米/日
武汉水务集团	供水能力 337 万立方米/日，污水处理能力 156 万立方米/日
国祯环保	污水处理能力 259.56 万立方米/日

注：1.以上统计包括参股项目；

2.北控水务集团、重庆水务为截至 2014 年末数据；首创股份、中国水务投资、深圳水务、兴蓉环境、武汉水务集团、国祯环保为截至 2015 年 3 月末数据。

资料来源：公开信息，中诚信证评整理

总的来说，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。

污水处理行业

“十二五”期间，伴随着污水处理厂提标改造，水处理、供水规模的不断提高及污泥处理、中水会用比例的提高，水处理行业将迎来大量的发展机会。同时，城镇化加速发展使得城镇污水处理规模及污水处理率逐年增长，这对于污水处理行业来说是重要的市场发展契机。

2016 年 4 月 25 日，财政部 PPP 中心发布《全国 PPP 综合信息平台项目库季报第 2 期》，披露了全国 PPP 项目的最新的入库、落地以及行业分布情况。截至 2016 年 3 月末，全国 PPP 综合信息平台项目库入库项目 7,721 个，总投资 87,802.47 亿元，比一月末分别增加了 724 个、6,480.47 亿元。其中污水处理项目占 647 个，在所有 PPP 项目中增幅最

大，新增数量为 647 例。根据环保子行业中仅污水处理领域 PPP 项目新增投资 1,557 亿元。可以体现出我国污水处理领域体量大，单个项目具规模性的特点，有利于污水治理规范化市场的形成。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。截止 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。

污水处理价格机制及提升污水排放标准是目前我国污水处理行业的主要发展趋势。国家环保改革的落实、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 1.4 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 1.20 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 3: 2015 年污水处理费调整政策

时间节点	标准要求
2016 年底前	设市城市 居民 (元/吨) ≥ 0.95
	非居民 (元/吨) ≥ 1.4
2015 年底前	县级、重点建制镇 居民 (元/吨) ≥ 0.85
	非居民 (元/吨) ≥ 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费收费标准	
2015 年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: 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。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。

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大项目所取代。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。

总的来看,污水处理行业在利好政策的推动下,行业景气不断上升,短期驱动力为阶梯水价,污水处理费调整,价格制约的逐步松动使得水资源价格

持续上涨,并且,PPP 模式可以加速提高企业扩张速度,解决期资金不足等问题。中国的水处理市场在未来很长一个时期都将处于一个积极发展状态。

区域经济概况

广东省是我国经济最发达省份之一,综合经济实力连续居全国前列。广东省外向型经济已经取得举世瞩目的成就,已成为中国经济发展最快、对外经济贸易最发达、最具市场活力和投资吸引力的地区之一。

随着经济的快速发展,广东省 GDP 稳步提高。2013~2015 年,广东省地区 GDP 分别为 62,475 亿元、67,810 亿元和 72,813 亿元,增长分别为 9%、8%和 8%。2015 年,广东省第一产业增加值 3345 亿元,增长 3.4%,对 GDP 增长的贡献率为 1.7%;第二产业增加值 32,511 亿元,增长 6.8%,对 GDP 增长的贡献率为 41.2%;第三产业增加值 36,956 亿元,增长 9.7%,对 GDP 增长的贡献率为 57.1%。经济保持了稳中有升、稳中有质量的发展状况。

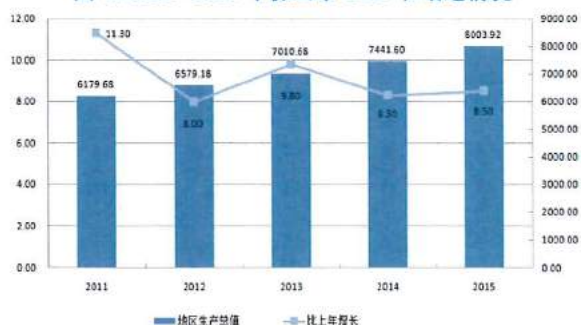
图 6: 2011~2015 年广东省 GDP 和增速情况



资料来源: 广东省统计公报, 中诚信证评整理

佛山市 2015 年全市生产总值 8,003.92 亿元,比上年增长了 8.5%。其中第一产业增加值 136.42 亿元,增长 2.6%,第二产业增加值 4,838.89 亿元,增加 7.6%,第三产业增加值 3,028.61,比上年增长 10.3%。在城市化的迅速发展,广佛在空间上形成粘连,产业上形成互补。广州和佛山在地理上相连、产业上相关,这些都促进和加快了广佛经济一体化进程,有利于有效整合和最大限度发挥广佛经济互补优势,共同推进经济区域的发展。

图 7：2011-2015 年佛山市 GDP 和增速情况



资料来源：广东省统计公报，中诚信证评整理

竞争优势

区域市场垄断优势

公司目前是佛山市南海区最大的集供水、污水处理、燃气处理和固废处理业务于一体的运营主体，截至 2016 年一季度末，在南海区内，公司自来水供水量占比 95%，污水处理量占比达到了 75%，固废处理量区域市场比重为 100%，区位优势明显。

公司整合了南海区供水终端市场，基本实现南海区供水业务总覆盖，新水厂的投产运营及在建工程项目使得公司供水产能持续扩大；同时公司燃气业务通过并购重组实现市场份额的扩大及燃气收入的持续增长；随着公司污水处理和固废处理业务的进一步发展，公司打造的环境产业链条进一步完善，公司将成为系统化的环境服务投资商和运营商，在南海区市政公用行业和环境治理方面的地位将得到显著增强，同时公司还将利用系统化的优势，积极向外拓展。

环境服务产业链趋于完善，固废处理业务已初具影响力

公司已形成包括供水、污水处理、固废处理、城市燃气供应等循环相扣的完整环保产业链条，具备为城市提供环境服务可持续发展规划、提供综合环境服务的能力。公司建成的南海固废处理环保产业园，具备从生活垃圾收运、垃圾处理（含餐厨垃圾处理）、污泥处理、渗滤液及灰渣处理的完整产业链，是国内固废处理服务领域唯一一家可以提供完整固废处理服务的公司，且建设与运营水平处于全国前列，形成了固废处理的竞争优势。公司连续

2 年被评选为中国固废处理行业十大影响力企业，公司的品牌影响力增加。

公司业务运营采用特许经营模式，有效降低经营风险

特许经营是一类特殊的政府购买服务。公司的污水处理业务和固废处理业务均采用特许经营的模式，通过与当地政府或市政管理部门签订 BOT 或 TOT 特许经营模式，在特许经营的范围内提供相应服务。并且，在固废处理业务方面，BOT 协议中公司与政府约定基准垃圾处理服务单价，由国家机构全额收购；在污水处理业务方面，结算方式为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，其措施有效的减少了公司受宏观环境影响的风险。

业务运营

公司业务主要包括固废处理、燃气供应、自来水供应和污水处理四大业务板块。近年来公司主要通过并购、重组扩展业务范围以及扩大业务规模，公司收入规模逐步提升，2013~2015 年，公司分别实现营业总收入 21.56 亿元、24.35 亿元和 33.57 亿元，近三年年均复合增长率达到 24.78%。2016 年一季度，公司实现营业总收入 8.25 亿元，较去年同期增长了 5.81%。2013 年数据来自于公司 2014 年审计报告年初数，对各业务板块收入规模进行了追溯调整。

表 4：2013-2015 年公司主营板块占营业总收入比例构成

	2013 ¹	2014	2015
营业总收入 (亿元)	21.56	24.35	33.57
自来水供应 (%)	22.28	22.31	20.84
固废处理 (%)	14.05	15.50	29.84
污水处理 (%)	8.72	7.88	5.16
燃气处理 (%)	51.19	51.79	39.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入结构来看，2013~2015 年营业总收入分别为 21.56 亿元、24.35 亿元和 33.57 亿元。2015 年公司营业总收入较上年增长 37.85%，当年自来水供应、固废处理、污水处理和燃气供应所占比例分

¹2013 年数据来自于公司 2014 年审计报告年初数，对各业务板块收入规模进行了追溯调整。

别为 20.84%、29.84%、5.16%和 39.93%。2015 年，公司完成了对创冠环保（中国）有限公司（以下简称“创冠中国”）的并购与重组，并且通过现金方式收购成功环保工程（佛山）有限公司（以下简称“成功环保”）100%股权，使得固废业务得到快速发展，占营业总收入比重增加至 29.84%。公司还通过增资的方式获得佛山市南海大沥水务有限公司（以下简称“大沥水务”）、佛山市南海区樵南水务有限公司（以下简称“樵南水务”）两家公司 60%的股权，并将其并入合并报表范围，使得公司自来水供应业务得到稳步增长。通过一系列的资本运作，营业总收入增加，公司的业务范围和业务规模都得以扩大。

固废处理板块

固废处理板块是公司的主导产业之一，是公司收入的重要组成部分，且在其长期发展规划中占有重要地位。公司固废处理业务主要包括前端的垃圾集中压缩转运，中端的垃圾填埋、生活垃圾焚烧发电、污泥干化处理、餐厨垃圾处理，以及末端的渗滤液处理、飞灰处理在内的全产业链覆盖。其中，垃圾填埋业务为 2015 年度新增业务。

2013~2015 年公司固废处理业务收入分别为 3.03 亿元、3.77 亿元和 10.02 亿元，2015 年固废业务收入较 2014 年实现大幅增加，增幅达到 165.32%。其原因主要系公司于 2014 年末将创冠中国纳入公司合并报表范围，加之 2015 年收购成功环保均使得固废处理业务得到拓展，公司固废处理业务收入因此实现大幅增长。

公司固废处理业务采用 BOT 特许经营模式，在 BOT 协议中公司与政府约定基准垃圾处理服务单价，由国家机构全额收购。BOT 特许经营模式通过与当地政府或市政管理部门签订 BOT 或 TOT 特许经营协议，在特许经营的范围内提供相应服务。收购创冠中国和成功环保使得固废处理业务拓展到国内多个省市。

垃圾转运系统建设方面，2013~2015 年，公司垃圾转运生产量和销售量分别为 87.50 万吨 95.99 万吨和 106.13 万吨。公司在 2015 年没有建立新的垃圾转运站。截至 2016 年 3 月末，公司投资建立垃圾转运站 10 个，转运垃圾能力达到 3,000 吨/日。

表 5：2013~2016.Q1 年公司固废处理业务运营情况

类别	2013	2014	2015	2016.Q1
垃圾处理能力 (吨/日)	1,500	1,500	14,350	15,350
垃圾处理量 (万吨)	62.92	66.33	308	90
上网电量 (万千瓦时)	18,831	20,922	82,026	24,723
上网电价 (元/千瓦时)	0.65	0.65	0.65	0.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从垃圾处理能力来看，随着创冠中国的并入与成功环保的收购，公司垃圾焚烧处理能力和垃圾填埋处理能力快速增长。垃圾焚烧处理能力从 2014 年的 1,500 吨/日增加 2015 年的到 14,350 吨/日，同比增加 9.6 倍，其中已投产运营项目的能力为 9,900 吨/日（含调试期 330 吨/日），仍处于在建或拟建期间项目的能力为 4,450 吨/日；同时，公司发电量也随之提高，2013~2015 年分别实现上网电量 18,831 万千瓦时、20,922 万千瓦时和 82,026 万千瓦时，2014 和 2015 年较去年同期上网电量分别增加了 11.10%和 292.06%。截至 2016 年一季度末，垃圾处理能力为 15,350 吨/日，其中已投产运营项目的能力为 9,900 吨/日（含调试期 330 吨/日），仍处于在建或拟建期间项目的能力为 5,450 吨/日，同时，垃圾处理量和上网电量也增长迅速，分别为 90 万吨和 24,723 万千瓦时。从上网电价来看，近年来均为 0.65 元/千瓦时。

从垃圾处理量来看，2013~2015 年公司垃圾销售量分别为 96.95 万吨、106.25 万吨和 337 万吨，较去年同期分别增长了 35.18%、9.60%和 217.18%，同期，公司垃圾处理量分别为 62.92 万吨、66.33 万吨和 308 万吨，较去年同期分别增长了-12.27%、5.40%和 364.34%。公司部分垃圾为外运处理，因此垃圾处理量低于销售量。2013~2014 年垃圾处理量较低主要系公司自从 2013 年 1 月起，垃圾焚烧一厂的关闭导致产能降低，2015 年，公司垃圾处理量成倍增长的主要原因是报告期内创冠中国业务量纳入合并范围及一厂改扩建项目投产对公司垃圾处理业务产生了积极影响。

截至 2016 年 3 月末，公司固废处理项目共有 10 个，分布于广东、福建、湖北、河北及大连等地，

其中 2 个项目正在筹建过程中。其中惠安垃圾焚烧二期项目、福清垃圾焚烧二期项目、黄石垃圾焚烧二期项目都是基于创冠中国的项目。公司固废处理一厂改扩建工程已于 2015 年 7 月 1 日完工并正式投入使用。固废一场改扩建工程累计投入 8.13 亿元, 2015 年投入 3.17 亿元, 占总投资的 38.99%。截至 2016 年一季度末, 改扩建后的固废一厂垃圾销售量为 13.16 万吨, 上网电量为 4,687.1 万度。公司 2015 年固废处理二厂项目垃圾销售量 89.67 万吨, 上网电量 18,301.80 万度; 截至 2016 年一季度末, 垃圾销售量为 19.50 万吨, 上网电量为 4,107.18 万度。

公司建成的南海固废处理环保产业园, 具备垃圾处理业务的完整产业链, 增强了公司在固废处理业务板块的竞争优势。公司高度重视收购与并购之后的融合与管理, 集中表现在对环保文化产业园和创冠中国采购方面的管理, 加大采购协同。采购主要包括采购有油与活性炭等原料的采购, 到目前为止, 原料采购是创冠中国独立完成, 但是存在与文化产业园的相互竞争与共享, 此举措可以大大节约成本。根据 2015 年 12 月公告称, 公司与德国瑞曼迪斯工业服务有限公司签订战略合作备忘录, 瑞曼迪斯在危险废弃物处理方面具有世界先进的技术与管理经验。未来公司或将通过并购与收购方式向危险废弃物处理业务板块发展。

总体来看, 公司在固废处理业务板块快速增长。由于公司原有业务规模扩大及并购创冠中国等原因, 其固废处理能力大幅增强, 固废处理业务收入也随之增长, 使得该业务成为公司盈利增长的核心动力。南海固废处理环保产业园全面落成, 也成为公司保持高标准的建设及运营管理的基础, 增强了公司在固废处理业务板块的竞争优势。同时, 公司固废处理业务采用 BOT 特许经营模式, 在 BOT 协议中公司与政府约定基准垃圾处理服务单价, 由国家机构全额收购, 有效降低公司经营风险。

燃气业务板块

公司燃气业务始于 2014 年, 公司通过成功收购燃气发展 30% 的股权进入燃气供应市场。公司燃气发展业务主要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, 燃气的输送

范围为南海区, 目前对燃气发展持股比例为 70%。公司于 2015 年 11 月启动非公开发行股票的工作, 所募集资金拟用于收购燃气发展剩余 30% 的股权。截至目前, 剩余 30% 的股权收购工作尚未全部完成。2014 年和 2015 年公司燃气板块业务实现营业收入分别为 12.61 亿元和 13.41 亿元, 占营业总收入的比例为 51.79% 和 39.95%。

2015 年, 南海区为限制高污染高能耗而强推清洁能源使用了有力政策, 同时, 公司积极推进并全面完成了南海区燃气管网铺设工作, 发展铝型材管理铺设。得益于此, 2015 年公司燃气板块业务实现营业收入 13.41 亿元, 同比增长 6.29%。

从燃气采购模式来看, 南海燃气是天然气的唯一供应商, 而液化气市场呈共同竞争状态。公司根据审核的气源年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 和 2015 年, 公司天然气采购量分别为 26,812 万立方米和 32,119 万立方米, 同比增长 19.79%; 液化气采购量分别为 24,764 吨和 19,590 吨, 同比减少 20.89%。2016 年第一季度公司采购天然气 7,429 万立方米, 液化气采购量为 4,522 吨。公司燃气采购模式逐渐向以天然气采购为主的采购模式倾斜。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。自 2014 年起, 由于西气东输到达南海, 公司用成本较低的西气替代了原成本较高的部分气源, 故采购成本也随之下降。

从销售模式来看, 公司的燃气销售主要集中在南海地区, 其主要原因是管道燃气不易扩展的天然特性。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 2015 年末, 公司拥有瓶装液化气供应网点 8 个, 比 2014 年减少了 3 个。2014 和 2015 年, 公司天然气销售量分别为 25,666 万立方米和 31,534 万立方米; 液化气销售量分别为 25,527

吨和 20,027 吨，较 2014 年分别增长了 22.86% 和 -21.55%。截至 2016 年一季度末，公司天然气销售量达 7,277 万立方米，液化气销售量达 4,610 吨，公司拥有瓶装液化气供应网点 7 个，较 2015 年减少了 1 个。

从燃气价格来看，燃气价格自 2015 年 11 月 20 日开始，非居民用天然气价格由之前的 2.88 元/立方米下降了 0.7 元/立方米，政策提倡进一步提高天然气价格市场化。燃气价格的下降对公司燃气业务板块未来的收入情况有明显影响，有营业收入下降的风险。

总体来看，南海燃气作为南海地区唯一的供应商，使得公司在天然气供应方面占据较大市场份额；公司液化气采购量及销售逐步减少，瓶装液化气供应网点也逐年下降，公司燃气业务板块自 2014 年开展以来，收入稳步增长。由于燃气管道本身的天然特性不易扩展到其他区域，使得公司未来更倾向于南海地区本地的业务发展。

供水业务板块

公司拥有供水服务全产业链，其中包括取水、制水、输水到终端的客户服务，其业务区域主要集中在佛山市南海区。2013~2015 年供水业务板块收入分别为 4.81 亿元、5.43 亿元和 6.99 亿元，呈逐年增长态势。

公司通过增资方式，于 2015 年获得佛山市南海大沥水务有限公司、佛山市南海区樵南水务有限公司等两家公司 60% 的股权，并将其纳入并表范围。通过此次增资，公司完成了对大沥镇和西樵镇的供水整合工作。公司供水业务的主要集中在南海区域，一系列整合措施基本实现了南海区供水区域的全覆盖，供水能力也达到了 136 万立方米/日，为南海区实现安全优质供水、同城同价同服务奠定了基础。

近年来公司所控制的供水终端市场的不断扩大，终端水价也逐步提升。2013 年公司供水量和销售量分别为 36,114 万立方米和 34,981 万立方米，平均水价为 1.3743 元/立方米；2014 年为 37,910 万立方米和 36,383 万立方米，同比增长 4.97% 和 4.01%，随着公司对终端供水市场的整合，终端水价也有所增加，价格是 1.4934 元/立方米；2015 年

全年供水量和销售量分别为 37,870 万立方米和 38,704 万立方米，同比分别下降 0.11% 和增长 6.38%，平均水价持续上涨到 1.81 元/立方米。2016 年第一季度供水量与销售量分别为 9,296 万立方米和 8,466 万立方米，平均水价为 2.03 元/立方米。在量价齐升的带动下，公司 2013~2015 年供水业务取得收入分别为 4.81 亿元、5.43 亿元和 6.99 亿元，年均复合增长率为 20.55%。

表 6：2013~2016.Q1 公司自来水产销情况

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
供水量 (万立方米)	36,114	37,910	37,870	9,296
销售量 (万立方米)	34,981	36,383	38,704	8,466
平均水价 (元/立方米)	1.3743	1.4934	1.8100	2.0300

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

售水结构方面，公司仍提供趸售自来水和直供水，但在 2015 年调整了供水模式，从原来的趸售制供水向直供水模式倾斜；从原来的以批发为主转变为以零售到户为主。趸售水模式即在部分区域供水量较少不能满足用水需求时，向较大规模供水站购水。2013~2015 年趸售制分别售水 27,568 万立方米、25,199 万立方米和 7,033.52 万立方米，占总售水量的比例分别为 78.81%、69.26% 和 18.17%。其中，2013~2015 年趸售制中镇级水司售水量的占比分别为 66.22%、57.22% 和 3.34%，村级水站售水量的占比分别为 12.58%、12.04% 和 14.83%。公司趸售制售水量的减少集中表现在镇级水司售水量的减少。直供水即采用直接装表计度的供水方式供水。2013~2015 年直供水分别售水 7,413 万立方米、11,184 万立方米和 31,670.59 万立方米，占总售水量的比例分别为 21.19%、30.74% 和 81.83%。2013~2015 年直供水售水比例中，居民直供水比例分别为 9.38%、12.17% 和 29.50%，非居民直供水比例分别为 11.68%、18.39% 和 51.72%，都呈增长状态，非居民售水量增幅明显。截至 2016 年一季度末，公司总售水量为 8,466.38 万立方米，趸售售水量为 1,136.59 万立方米，呈继续下降态势，占总售水量比也随之下落到 13.42%。直供售水量为 7,329.79 万立方米，其增速变缓，但是占总售水量比例为 86.58%，较 2015 年增加 4.75%。

表 7：2013~2016.Q1 公司的售水结构

	2013		2014		2015		2016.Q1	
	售水量 (万立方米)	占比(%)	售水量(万 立方米)	占比(%)	售水量 (万立方米)	占比 (%)	售水量 (万立方米)	占比 (%)
趸售	27,568	78.81	25,199	69.26	7,033.52	18.17	1,136.59	13.42
镇级水司	23,166	66.22	20,819	57.22	1,291.98	3.34	208.78	2.47
村级水站	4,402	12.58	4,380	12.04	5,741.54	14.83	927.81	10.96
直供	7,413	21.19	11,184	30.74	31,670.59	81.83	7,329.79	86.58
居民	3,282	9.38	4,428	12.17	11,416.66	29.50	2,949.61	34.84
非居民	4,087	11.68	6,689	18.39	20,017.55	51.72	4,324.99	51.08
特种行业	44	0.13	67.08	0.18	236.38	0.61	55.18	0.65
合计	34,981	100	36,383	100	38,704.11	100	8,466.38	100

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

供水资产分布方面，公司目前下设水厂为桂城水厂、第二水厂、九江水厂和樵南水务，合计日制水能力为 136 万立方米，其中，樵南水务未安装流量计，其日制水能力为估值。水厂改建项目方面，桂城水厂整体迁移工作已于 2015 年全面完成。新桂城水厂于 2014 年 11 月正式投产运营，总投资约为 13.18 亿元。2016 年，公司将启动第二水厂四期工程项目，该项目完工后，可提升供水能力 25 万立方米/日，继续扩大公司的供水产能，强化南海区的供水安全保障。

表 8：截至 2015 年末公司供水资产分布情况

水厂	日制水能力 (万立方米)	平均日供水量 (万立方米)
桂城水厂	38	30
第二水厂	75	68
九江水厂	13	5
樵南水务	10	-
合计	136	103

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水费收缴方面，除桂城一个营业点可进行现金收费外，公司还通过银联平台与市内中行、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，也可通过人民币的收费平台扣缴水费。2015 年，公司水费回收率仍保持在 99% 以上，保证了经营现金流的稳定回流。

管道铺设方面，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

设还包括为向新增区域（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。2015 年，新桂城水厂相关管道工程方面，已完成佛山火车西站段余下 DN1800 管道工程的安装；完成新桂城水厂专用输水管道工程——泵站出厂水管道接驳工程（滨江二路至海八路）管道工程的施工；平胜转供水工程方面，已完成平胜村委麻洪村的征地工作和穿越东平管道的施工工作。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。

总的来看，近年来公司对水务公司的投资规模扩大，供水范围和供水量逐步提升，基本实现南海区供水业务全覆盖；新水厂的投产运营及在建工程项目使得公司供水产能继续扩大；管道铺设的延伸对公司发展新增区域供水业务提供保障。

污水处理业务板块

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。2013~2015 年污水处理业务收入分别为 1.88 亿元、1.92 亿元和 1.73 亿元。

公特许经营模式，通过与当地政府或市政管理部门签订 BOT 或 TOT 特许经营协议。

公司下属污水处理厂保持稳定生产运营状态，下属 18 个污水处理项目运营状况良好，截至 2015 年末，日处理能力保持在 53.8 万立方米。

公司 2013~2015 年全年污水处理量分别为 17,635 万立方米、17,050 万立方米和 16,574 万立方米，相较于 2013 年污水处理量，2014 和 2015 年分别下降了 3.32% 和 6.02%；污水结算量分别为 20,601 万立方米、20,525 万立方米和 20,148 万立方米，相较于 2013 年污水处理量，2014 和 2015 年分别下降了 0.37% 和 2.20%；受污水处理增值税政策变化的影响，污水处理收入同比下降快于结算量。2015 年公司实现污水处理收入 1.73 亿元，受到污水处理增值税政策变化的影响，污水处理收入也同比减少 9.77%。2016 年第一季度公司污水处理量为 3,969 万立方米，结算量为 4,851 万立方米。

表 9：2016 年第一季度公司各水厂的日处理量和日处理能力

项目	日实际处理量 (万立方米)	日处理能力 (万立方米)
平洲污水处理厂	16.16	16
罗村污水处理厂	0.92	1
罗村务庄污水处理厂	0.85	1
九江明净污水处理厂	4.8	5
西樵樵泰污水处理厂	1.78	2
丹灶横江污水处理厂	0.69	1.3
丹灶城区污水处理厂	1.08	1
金沙城北污水处理厂	1.09	1
松岗污水处理厂	3.3	4
官窑污水处理厂	0.71	1
狮山东南污水处理厂	1.72	2.5
小塘北江污水处理厂	1.75	4
大沥城西污水处理厂	3.34	5
里水城区污水处理厂	3.5	4
里水和桂污水处理厂	0.36	0.5
和顺城区污水处理厂	1.65	2
禹门污水处理厂	1.3	2
西岸樵汇污水处理厂	0.3	0.5
合计	45.3	53.8

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%；

2015 年起，公司污水处理平均结算保底量为设计能力的 94.94%。

里水大石污水处理厂该项目自 2014 年 10 月开工建设，并在 2015 年 10 月份成功进行了首次调试。首期投资将近 4,600 万元，设计日处理污水量为 2 万吨。目前，周边截污主管网建设基本完成，二级管网正在加紧推进当中，预计 2016 年投产。此外，公司未来还将新建大沥镇工业废水处理厂一期项目及红沙高新产业园工业废水处理厂一期项目，预计随着建设中及新建污水项目的陆续投产，公司污水处理业务有望得到回升。

总体来看，公司污水处理项目继续保持良好运营效率，但受污水处理增值税政策的影响，2015 年公司污水处理业务收入规模有所下滑。预计随着污水处理项目的陆续完工，未来污水处理业务规模有望企稳回升。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》等法律法规的规定，建立了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主的决策、监督与经营管理体系，形成了股东、管理层以及监管方相互制衡的治理结构。

公司董事会下设审计委员会、薪酬与考核委员会、战略委员会以及提名委员会。公司的审计委员会由董事会直接领导，公司制定了《内部审计工作细则》，明确了内部审计部门的工作职责和工作原则。公司制订了股东大会议事规则、董事会议事规则以及监事会议事规则，此外，公司还对董事会各专门委员会制定了实施细则，制定了总经理工作细则等相关制度，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层的职权范围、议事规则和决策机制。

公司董事会包括 1 名董事长、1 名副董事长、4 名董事和 3 名独立董事；公司设立监事会主席 1 名和监事 2 名；公司高级管理人员 5 名。董事及独立董事不得兼任监事，监事的任期每届为三年，监事任职届满，连选可以连任。

内部管理

公司结合自身的经营目标和具体情况制定了完整的管理及内部控制制度，并随着公司的业务发展变化不断调整。公司内部控制建设以风险控制为核心，以规范经营、防范和化解风险为基点，主要体现在采购、生产管理、项目管理以及对子公司的管理等几个方面。

采购方面，公司制定了《采购管理规定》、《仓库管理规定》等一系列采购及付款管理制度，对原材料采购的主要环节作出了明确规定，确保所有收到的物料及相关信息均经处理并且及时供生产、仓储及其他相关部门使用，保证物料采购有序进行。

生产方面，公司制定了《安全生产管理规定》、《生产设备管理规定》、《GIS系统管理规定》等多个管理制度，规定了公司的生产管理标准和要求，控制公司生产管理环节的主要风险。

投资及项目管理方面，公司在保障对外投资保值、增值的目标下，对投资活动所涉及的主要业务活动如审批权限、投资的决策程序、投资的转让与收回、对外投资的财务管理及审计等方面进行了规定。公司的工程项目管理主要立足于承包过程的公平、公开、透明，提高设计的可靠性，侧重于保证重大项目可研及论证的充分性、科学性，以达到有效控制项目成本、确保工程质量，保证项目按期完成的目标。

公司对下属子公司的管理主要通过股东会及委派董事、监事、高级管理人员对控股子公司实行控制管理，将财务、重大投资、人事及信息披露等方面工作纳入公司统一的管理体系并制定统一的管理制度。公司各职能部门对应子公司的相关业务和管理进行指导、服务和监督。

公司经营班子设有内审部、社会责任部、财务部、投资发展部、人力资源部和办公室。各部分根据职能分工各司其职，能够较好满足公司经营需要。

目前公司在职工数量总计为 3,365 人，其中母公司在职及主要子公司需承担费用的离退休职工人数 115 人，主要子公司在职人数 2,776 人。生产人员为 1,865 人，占总人数的 55.42%；销售人员、技术人员、财务人员、行政人员和内退人员分别为 510 人、448 人、112 人、426 人和 4 人，分别占总

人数比例为 15.16%、13.31%、3.33%、12.66% 和 0.12%。其中研究生学历有 36 人，占总人数的 1.07%；本科学历有 696 人，占总人数的 20.68%；大专学历有 949 人，占总人数的 28.20%；高中以下为 1,113 人，占总人数的 33.08%。

整体来看，公司制定了较为完整的管理架构和制度，能够结合公司自身的需要和发展，控制主要环节的风险，组织架构清晰，职能分工明确，能够较好保证公司运营管理需要。

战略规划

2015 年，公司制定十三五战略规划，明确了“综合环境服务领跑者”的战略定位，继续聚焦环境服务产业，开启全国发展之旅。公司围绕发展战略与年度经营计划，以“整合提高、顺畅高效、全新启航”为指导思想，坚持“责任、诚信、合作、创新”的经营理念，以财务、发展、竞争力提升三大目标为导向，内强管理，外拓业务。对内，强化“总部+事业部”的集团管控模式，总部着重打造“战略管理、投融资管理、财务管理和人力资源管理”四大中心，事业部进一步明确“运营管理中心、利润中心”的定位，做实做强；对外，面对激烈的市场竞争，一方面明确以并购合作为主要手段，持续寻找并跟踪合适的并购标的；另一方面，启动非公开发行股票发行，将引入知名战略投资人，为公司未来持续发展打基础。

从供水板块的发展来看，在 2015 年，公司运营平稳，并全面完成了南海区供水整合工作，基本实现了全南海供水区域的全覆盖。2016 年，公司将启动南海第二水厂四期工程项目，继续扩大公司的供水产能，强化南海区的供水安全保障。短期内公司供水业务区域发展主要集中在南海区，自来水供应一般情况下为政府行为，公司可利用存量资产发展其业务，同时其现金流是对固废处理业务的支撑。

从污水板块的未来发展来看，公司未来将不断完善污水处理运营管理的大中控系统，提升管控效率。此外，公司拟受托运营南海区污水管网的运营管理，进入轻资产的污水管网系统运营市场，打造公司污水处理业务板块厂网一体化的创新运营模式。

从燃气板块的未来发展来看，公司更注重南海本地的发展。从短期角度来看，以管道燃气业务为核心，逐步剥离瓶装液化石油气业务，升级管道升级管道工程牌照，大力拓展天然气交通能源业务，巩固品牌形象、积累资金、培育人才，为后续的业务拓展打下基础；从中期角度来看，在短期业务发展的基础上，可以进入天然气船舶利用、从区域和业务范围两层拓宽管道工程业务、发展燃气设备材料及分布式能源业务领域；从长期角度来看，基于人才储备充裕和业务发展较好的基础上可以考虑进入合同能源管理，通过这些合同能源管理和分布式能源业务向能源互联网的其他业务进行延伸，逐步实现多元化经营。

从固废处理板块的未来发展来看，一方面，南海固废处理环保产业园全面落成，公司将保持高标准的建设及运营管理，发展固废处理业务，为行业树立标杆。另一方面，公司高度重视创冠中国的融合与管理，集中表现在加强采购管理的协同与共享。同时，公司注重企业文化价值理念及管控模式植入创冠中国从而提高与总公司的一致性。通过整理内部规范、优化管控模式从而提升固废处理板块的发展。

2016年是“十三五”规划的开局之年，也是公司处于快速发展的关键阶段，公司在建项目及业务发展对资金的需求较大，预计2016年公司重大资本性支出约19.86亿元，对外投资项目资金需求视项目获取及进度情况投入。

公司将做好资金计划，进一步提供公司资金整体使用效率，发挥资金统一调配作用，满足资金需求，节约资金整体成本。在股权融资方面，公司已于2015年11月非公开发行股票募集资金，预计募集资金金额约为9.3亿元。在债务融资方面，公司将做好并购贷款、项目贷款以及流动资金贷款工作，同时积极探索与利用公司债和银行间票据等方式进行融资。

财务分析

以下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）有限公司审计并出具标准无保留意见的2013~2015年审计报告以及未

经审计的2016年一季度财务报表。其中2013年数据系根据2014年审计报告年初数进行追溯调整。

资本结构

近年来受益于对多家公司的并购，公司在业务范围及区域拓展上均取得较快发展，业务规模增长较快，资产规模也逐步扩大。2013~2015年末，公司总资产分别为57.88亿元、109.80亿元和123.59亿元，年均复合增长率为46.13%。同期公司对外部融资的需求增加，总负债亦增长较快，2013~2015年末，公司负债总额32.49亿元、72.91亿元和74.45亿元，年均复合增长率为51.38%。随着留存收益的积累加之2015年公司非公开发行股票募集资金补充注册资本和资本公积，公司所有者权益规模增加迅速，2013~2015年末，公司所有者权益分别为25.39亿元、36.88亿元和49.14亿元，近三年年均复合增长率为39.12%。截至2016年一季度末，公司资产总额121.32亿元，负债总额为71.01亿元，所有者权益为50.31亿元。

财务杠杆比率方面，2013~2015年末，公司资产负债率分别为56.13%、66.41%和60.24%，公司总资产化比率分别为42.93%、52.86%和47.71%。截至2016年一季度末，公司资产负债率为58.53%，总资本化比例为45.83%。随着自有资本实力的充实，公司财务杠杆比率有所下降。

图 8：2013~2016.Q1 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

资产构成方面，公司主要以非流动资产为主，主要包括固定资产、无形资产及在建工程。

2013~2015年末，公司非流动资产分别为45.68亿元、94.24亿元、和104.28亿元。截至2015年末，公司固定资产、无形资产、在建工程分别为34.91

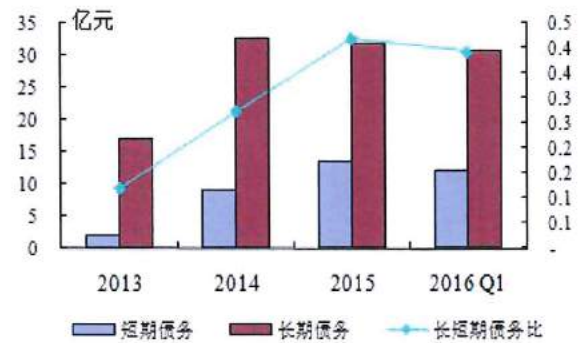
亿元、50.65 亿元和 12.00 亿元，占资产总额的比例分别为 28.25%、40.98%和 9.71%。其中固定资产主要系管道沟渠、钢管等设备设施；无形资产主要系特许经营权；在建工程主要系公司在建的固废工程和瀚蓝广场项目。公司流动资产主要系货币资金，2013~2015 年末公司流动资产分别为 12.20 亿元、15.56 亿元和 19.31 亿元，除少量保函保证金和电费保证金外，公司货币资金不存在抵押、冻结，或有潜在收回风险的情形，流动性较好。截至 2016 年一季度末，公司非流动资产为 105.06 亿元，流动资产为 16.26 亿元。

负债结构方面，2013~2015 年末，公司流动负债分别为 15.14 亿元、36.52 亿元和 32.21 亿元。截至 2015 年末，公司流动负债主要包括一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款，占流动负债的比例分别为 36.08%、31.54%和 15.90%，其中一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券构成；应付账款主要系应付的工程建设款项，其账龄约 70%在 1 年以内；其他应付款主要系股权转让款和押金保证金，随着股权转让款项的逐步支付，公司其他应付款有所下降。2013~2015 年末，公司非流动负债分别为 17.35 亿元、36.40 亿元和 42.25 亿元。公司非流动负债主要系长期借款，截至 2015 年末，期末面值为 31.57 亿元，其中质押借款占长期借款总额 77.80%，质押物为各 BOT 项目的特许经营权、污水处理费收费权、垃圾处理费收费权及垃圾发电收费权。截至 2016 年一季度末，公司流动负债为 29.93 亿元，非流动负债为 41.08 亿元。

债务期限结构方面，2013~2015 年末，公司总债务规模分别为 19.11 亿元、41.37 和 44.84 亿元。其中长期债务分别为 17.07 亿元、32.47 亿元和 31.57 亿元，主要系长期借款和应付债券等；同期，短期债务分别为 2.03 亿元、8.90 亿元和 13.26 亿元，主要为一年内到期的非流动负债。2015 年，公司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。2013~2015 年末，公司长短期债务比分别为 0.12、0.27 和 0.42。截至 2016 年一季度末，公司总债务为 42.56 亿元，其中长期债务为 30.54 亿元，短期

债务为 12.02 亿元，长短期债务比为 0.39。总体来说，公司债务仍以长期债务为主，债务期限结构较为合理。

图 9：2013~2016.Q1 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

综合看来，随着公司业务规模的不断扩大和重点项目建设的不断深入，公司资产及债务规模均呈现增长态势。公司自有资本实力获得大幅提升，债务期限结构合理，整体财务结构较为稳健。

盈利能力

得益于公司近年来业务区域的不断扩展及业务规模的不断扩大，使得公司盈利能力不断增强。2013~2015 年末，公司营业总收入分别为 21.56 亿元、24.35 亿元和 33.57 亿元。得益于 2014 年末公司并入创冠中国和燃气发展，营业收入得到大幅度提升，较去年同期增长 37.86%，固废处理和燃气业务板块成为公司 2015 年收入增长的核心动力。截至 2016 年一季度末，公司营业收入达到 8.25 亿元。

从毛利率来看，公司业务具有公用事业的特征，且以 BOT（或者 TOT）模式建设的项目均按照一定的投资利润率来定价，因此近年来公司营业毛利率略有波动。2013~2015 年公司营业毛利率分别为 30.18%、31.11%和 31.48%。2016 年第一季度，综合毛利率小幅增长达到 32.65%。分业务来看，2013~2015 年，供水业务毛利率分别为 37.63%、36.75%和 21.84%；污水处理业务毛利率分别为 40.45%、41.61%和 34.07%；固废处理业务毛利率为 38.32%、37.10%和 42.86%；燃气业务毛利率为 20.26%、24.18%和 25.24%。

表 10：公司 2013~2015 年各业务收入和毛利率情况

业务	2013		2014		2015	
	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)
供水业务	4.80	37.63	5.43	36.75	6.99	21.84
污水处理业务	1.88	40.45	1.92	41.61	1.73	34.07
固废处理业务	3.03	38.32	3.78	37.10	10.02	42.86
燃气业务	11.04	20.26	12.61	24.18	13.41	25.24

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2013~2015 年，公司期间费用分别为 2.18 亿元、2.87 亿元和 5.39 亿元，占营业收入的比例分别为 10.12%、11.77%和 16.05%。2015 年公司期间费用较去年同期增加了 87.80%，其中公司管理费用为 2.18 亿元，同比增长 81.67%，主要系创冠中国并入及合并供水子公司带来的人员增加所致；公司销售费用为 0.75 亿元，同比增长 4.17%；公司财务费用为 2.46 亿元，同比增加 158.95%，主要系银行借款增加、新桂城水厂和固废处理一厂改扩建项目完工后利息停止资本化转为费用所致。

表 11：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用 (亿元)	0.57	0.72	0.75	0.14
管理费用 (亿元)	0.97	1.20	2.18	0.53
财务费用 (亿元)	0.65	0.95	2.46	0.60
三费合计 (亿元)	2.18	2.87	5.39	1.27
营业总收入 (亿元)	21.56	24.35	33.57	8.25
三费收入占比 (%)	10.12	11.77	16.05	15.40

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，公司利润总额分别为 4.28 亿元、4.67 亿元和 5.76 亿元。2015 年公司利润总额较去年同期增加了 23.34%，其中经营性业务利润完成了 4.92 亿元，占利润总额 85.42%，主要系公司污水处理和固废处理业务发展较快，是利润总额来源的主要动力。同时，公司营业外收入占利润总额 15.85%，营业外收入主要来源为政府补助和增值税返还。

图 10：2013~2016.Q1 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，公司业务板块经营良好，收入规模持续增长，燃气板块由于其公用事业的特性保持了良好的发展势头，固废处理业务在向全国范围拓展的同时，也成为了收入规模新的增长点。未来随着供水市场和污水处理板块能力的不断提升，公司总体营业收入规模有望进一步扩大，盈利能力有望保持较高水平。同时，由于公司业务具有公用事业的特征，政府扶持措施对公司利润总额有积极影响。

偿债能力

公司获现能力方面，从 EBITDA 构成来看，随着公司利润总额、折旧、摊销和利息收入不断增加，公司 EBITDA 也逐年提高。固定资产投资规模较高，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和受托资产使用寿命孰低进行摊销，因此摊销也占有一定比例。2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 7.45 亿元、8.16 亿元和 13.38 亿元。

图 11：2013~2016.Q1 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流来看，2013~2015 年，公司经营性现金流净额分别为 6.93 亿元、8.29 亿元和 12.63 亿元。

2015 年经营性现金流实现净额较去年同期增长 52.35%。2013~2015 年，公司投资活动净现金流分别为-7.49 亿元、-10.67 亿元和-16.82 亿元，主要系公司 2015 年支付创冠香港股权收购款以及供水子公司收购供水管网资产，使得当年投资活动净现金流减少。2013~2015 年筹资活动产生的净现金流分别为-0.08 亿元、3.57 亿元和 9.46 亿元。2015 年公司筹资活动净现金流增加主要系重大资产重组配套募集资金及银行借款大幅增加。总体来看，公司现金流状况保持稳定，资金较为充裕。截至 2016 年一季度末，经营活动性现金流为 1.37 亿元，投资活动性现金流为-2.66 亿元，筹资活动性现金流为-2.91 亿元。

表 12：2013~2016.Q1 现金流量表构成分析

	2013	2014	2015	2016.Q1
经营活动净现金流 (亿元)	6.93	8.29	12.63	1.37
投资活动净现金流 (亿元)	-7.49	-10.67	-16.82	-2.66
筹资活动净现金流 (亿元)	-0.08	3.57	9.46	-2.91
现金及现金等价物净增加额 (亿元)	-0.64	1.19	5.26	-4.20

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标来看，2013~2015 年 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.66 倍、5.26 倍和 4.56 倍，同期，总债务/EBITDA 指标分别为 2.56、5.07 和 3.35，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，2013~2015 年，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.36 倍、0.20 倍和 0.28 倍，同期公司经营活动净现金流利息保障倍数为 6.20 倍、5.35 倍和 4.30 倍，公司经营性现金流对债务本息的保障能力较强。

表 13：2013~2016.Q1 公司偿债能力分析

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务 (亿元)	19.11	41.37	44.84	42.56
EBITDA (亿元)	7.45	8.16	13.38	3.50
资产负债率 (%)	56.13	66.41	60.24	58.53
长期资本化比率 (%)	40.20	46.82	39.12	37.78
总资本化比率 (%)	42.93	52.86	47.71	45.83
EBITDA 利息倍数 (X)	6.66	5.26	4.56	5.37
总债务/EBITDA (X)	2.56	5.07	3.35	3.04
经营活动净现金/总债务 (X)	0.36	0.20	0.28	0.13
经营活动净现金/利息支出 (X)	6.20	5.35	4.30	2.10

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，公司未使用的银行授信额度合计 11.20 亿元。

或有事项方面，截至 2016 年 3 月末，公司无未决诉讼和对外担保。

总体来看，公司业务规模稳步增长，盈利能力较强，财务结构较为稳健，经营获现能力稳定。未来，随着固废处理业务向全国范围内的扩展、供水及污水处理项目的相继投产，公司获现能力和盈利能力有望不断增强，并且能够对债务本息偿还形成良好保障，公司整体偿债能力较强。同时，中诚信证评也关注到公司在债券融资、并购贷款以及流动资金贷款的融资活动，公司未来可能面临较大的资本支出，其债务规模可能会继续攀升。

结 论

综上，中诚信证评评定瀚蓝环境股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

关于瀚蓝环境股份有限公司 2016年公司债券的跟踪评级安排

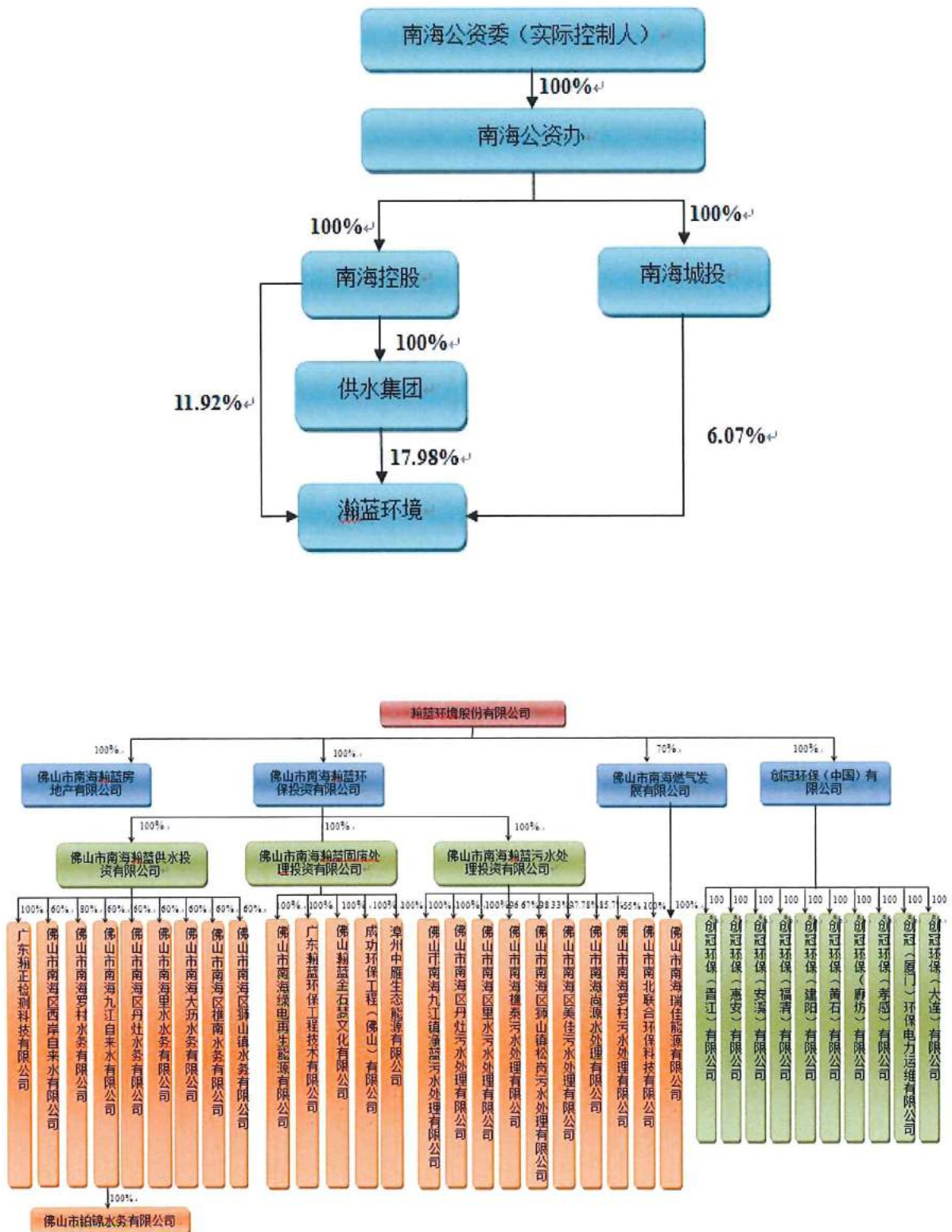
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

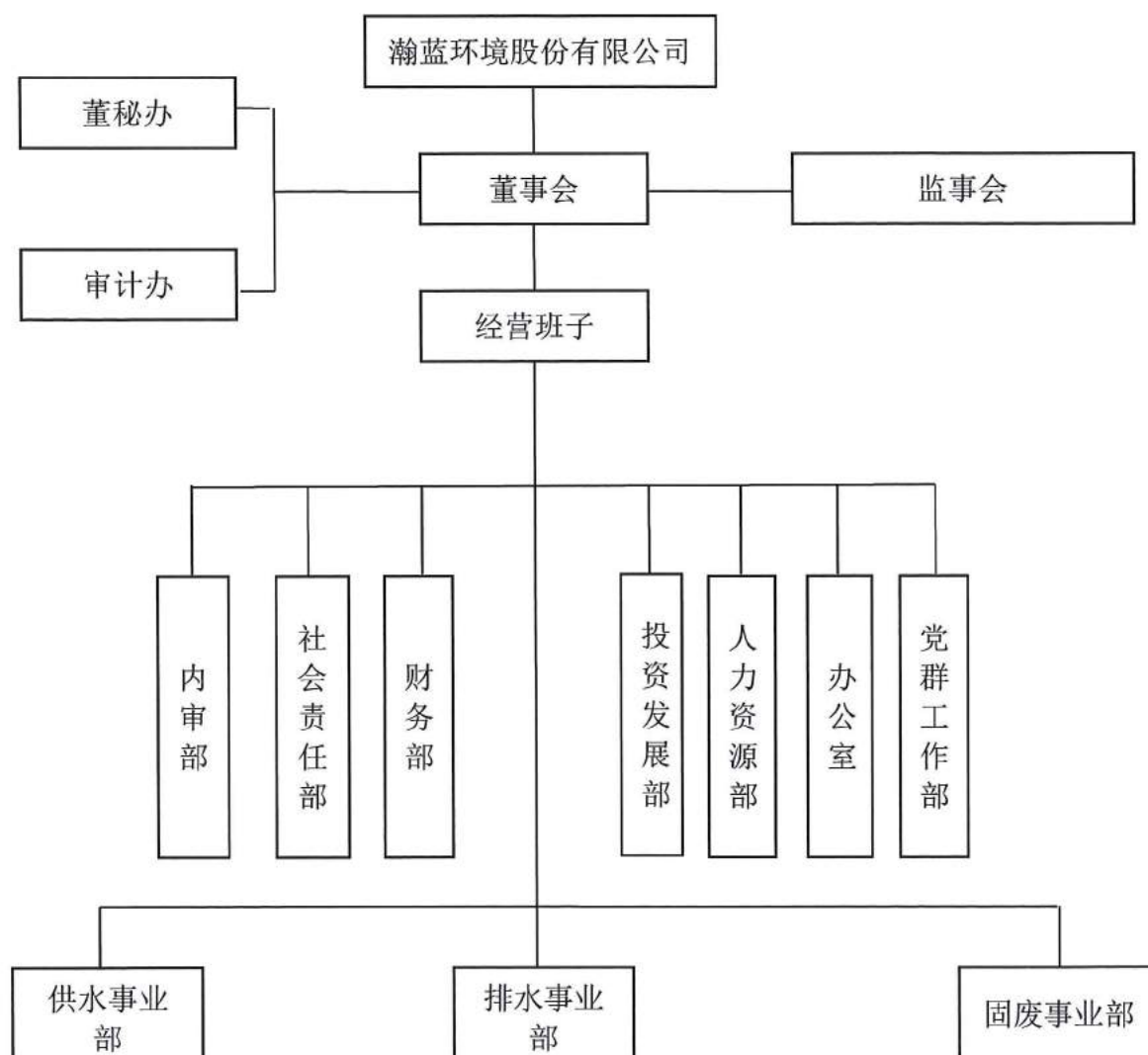
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和证券交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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：瀚蓝环境股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：瀚蓝环境股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附三：瀚蓝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	72,279.66	85,427.97	137,881.27	96,311.53
应收账款净额	8,892.44	21,323.55	24,202.63	30,906.15
存货净额	8,809.69	9,701.55	13,861.61	12,969.87
流动资产	122,049.19	155,613.52	193,092.43	162,566.91
长期投资	927.26	927.26	3,946.54	4,746.54
固定资产合计	153,523.41	300,514.56	349,077.63	347,587.91
总资产	578,839.72	1,097,984.82	1,235,928.40	1,213,205.81
短期债务	20,326.25	88,965.90	132,636.19	120,150.57
长期债务	170,726.58	324,707.61	315,746.17	305,421.95
总债务(短期债务+长期债务)	191,052.83	413,673.51	448,382.36	425,572.52
总负债	324,897.27	729,149.07	744,543.58	710,144.35
所有者权益(含少数股东权益)	253,942.44	368,835.75	491,384.83	503,061.46
营业总收入	215,632.83	243,529.59	335,696.72	82,504.89
三费前利润	63,718.40	74,282.42	103,087.59	26,279.77
投资收益	0.00	0.00	519.28	0.00
净利润	33,214.99	35,163.00	44,564.73	11,535.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	74,513.60	81,571.69	133,836.69	35,046.51
经营活动产生现金净流量	69,323.53	82,920.45	126,265.81	13,730.00
投资活动产生现金净流量	-74,916.74	-106,670.61	-168,222.45	-26,588.57
筹资活动产生现金净流量	-843.74	35,664.47	94,592.75	-29,144.18
现金及现金等价物净增加额	-6,436.95	11,914.30	52,636.98	-42,002.75
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率(%)	30.18	31.11	31.48	32.65
所有者权益收益率(%)	13.08	9.53	9.07	9.17
EBITDA/营业总收入(%)	34.56	33.50	39.87	42.48
速动比率(X)	0.75	0.40	0.56	0.50
经营活动净现金/总债务(X)	0.36	0.20	0.28	0.13
经营活动净现金/短期债务(X)	3.41	0.93	0.95	0.46
经营活动净现金/利息支出(X)	6.20	5.35	4.30	2.10
EBITDA 利息倍数(X)	6.66	5.26	4.56	5.37
总债务/EBITDA(X)	2.56	5.07	3.35	3.04
资产负债率(%)	56.13	66.41	60.24	58.53
总资本化比率(%)	42.93	52.86	47.71	45.83
长期资本化比率(%)	40.20	46.82	39.12	37.78

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、2016年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA 指标已经年化。

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=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

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。



营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201604010164

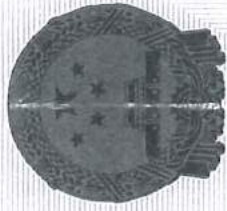
名称 中诚信证券评估有限公司
类型 一人有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室
法定代表人 关敬如
注册资本 人民币 5000.0000 万元整
成立日期 1997 年 8 月 20 日
营业期限 1997 年 8 月 20 日 至 2017 年 8 月 19 日
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2016 年 04 月 01 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中诚信证评有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：李敬

注册地址：上海市浦东新区新业路599号968室

编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



梁晓佩, 证件号码:410402198604185526, 于2012年12月02日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2012123104358604



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



梁晓佩, 证件号码:410402198604185526, 于2010年03月06日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2010033103561801



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



袁龙华, 证件号码:342622198809276456, 于2010年12月04日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2010123104121104

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



袁龙华, 证件号码:342622198809276456, 于2010年12月04日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2010123104121201