



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪089号

瀚蓝环境股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“瀚蓝环境股份有限公司2016年公司债券（第一期）”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
二零一七年五月十一日

瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	瀚蓝环境股份有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。		
上次评级时间	2016/07/06		
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

瀚蓝环境	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	36.88	49.14	55.40
总资产（亿元）	109.80	123.59	132.73
总债务（亿元）	41.37	44.84	41.36
营业总收入（亿元）	24.35	33.57	36.90
营业毛利率（%）	31.11	31.48	32.39
EBITDA（亿元）	8.16	13.38	15.35
所有者权益收益率（%）	9.53	9.07	10.04
资产负债率（%）	66.41	60.24	58.26
总债务/EBITDA（X）	5.07	3.35	2.69
EBITDA 利息倍数（X）	5.26	4.56	6.47

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。

基本观点

2016 年瀚蓝环境股份有限公司（以下简称“瀚蓝环境”或“公司”）整体经营稳定，公司在经济发展良好的南海区具有垄断地位，受益于固废处理、污水处理、供气以及供水良好的行业发展背景，随着业务扩展至全国，公司营业收入不断增长，盈利能力不断增强。但中诚信证评也关注到公司区内外市场竞争压力较大，业务拓展中面临的资本支出压力较大以及固废处理业务环保风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持瀚蓝环境主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺。

正面

- 固废处理、污水处理、供气以及供水行业发展前景较好。“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，整体行业发展前景较好。
- 南海区经济实力强，公司区域垄断地位较强。南海区综合实力连续三年位居全国中小城市百强区第二名。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，巩固在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。
- 随着公司业务扩展至全国，营业收入不断增长，盈利能力不断增强。公司各业务板块公用事业特征显著，其特许经营模式保障了较为稳定的收益。2016 年以来，公司通过并购将业务拓展至全国，营业收入不断增长，2016 年公司实现

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

黄永 condor@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 11 日

营业收入 36.90 亿元，同比增长 9.92%，同期实现净利润 5.56 亿元，同比增长 24.66%。

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。目前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。
- 公司固废处理业务环保风险。公司对固废处理业务采取了多种措施减少二次环境污染，但随着民众环保意识不断加强和国家环保法律法规逐渐严格，公司固废处理业务可能因自然灾害或操作不当造成对水体、大气以及土壤等的二次污染并由此对公司正常运营产生不良影响。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

基本分析

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。2016 年公司营业收入 36.90 亿元，同比增长 9.93%，其中固废处理业务收入 13.28 亿元，同比增长 32.57%；燃气供应收入 11.63 亿元，同比下降 13.25%；自来水供应业务实现收入 8.61 亿元，同比增长 23.03%；污水处理业务收入 1.60 亿元，同比下降 7.77%。

从收入构成看，公司固废处理业务发展迅速，是公司第一大收入来源，占 2016 年营业收入比重的 35.98%，同比上升 6.14 个百分点；公司燃气收入是公司第二大业务收入来源，占 2016 年营业收入的比重为 31.51%，同比下降 13.25 个百分点，主要是燃气供应价格下降所致；公司供水业务收入占 2016 年营业收入的比重为 23.32%，同比上升 2.48 个百分点；公司污水处理业务受增值税调整影响，收入有所下降，占 2016 年公司营业收入的比重为 4.33%，同比下降 0.83 个百分点。

佛山市南海区2016年经济运营良好，财政实力不断增强，为公司提供了良好的发展环境。

2016年南海区全年实现地区生产总值2,411亿元，同比增长8.3%；固定资产投资达到1,078亿元，同比增长16.8%；地方一般公共预算收入达到203亿元，同比增长9.6%，区域综合实力连续三年位居全国中小城市百强区第二名。

2016年公司实现业务收入36.90亿元，其中超过80%业务收入来自于广东省佛山市南海区，不断增强的区域经济给公司运营提供了良好的发展环境。

受益于国家对固废处理投入的增加，固废行业整体运营良好。凭借全产业链优势，公司不断开拓固废处理业务，该业务发展迅速。

2016年，国家出台了一批与固废处理相关的政策，包括《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）》以及四部委《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》等，将促进固废处理项目提速。根据环保部规划院测算，预计“十三五”期间环保投入将增加至7.5万亿元左右，其中固废处理行业投资区间在4.25-5.10万

亿元之间。另一方面，随着环保要求趋严以及政府监管力度不断加强，固废处理市场竞争越发激烈，行业内部并购与整合不断增加。

公司固废处理业务采用BOT模式，2016年随着福清二期和黄石二期扩建的完成以及并购的增加，公司固废业务发展迅速，实现收入13.28亿元，同比增长32.57%。2016年公司通过收购哈尔滨、大庆以及牡丹江有机垃圾处理项目，新增餐厨垃圾处理能力550吨/日以及粪便处理能力50吨/日；同期垃圾转运量和销售量为118.08万吨，同比增加11.26%。截至2016年末，公司投资建立垃圾转运站10个，转运垃圾能力达到4,000吨/日。

2016年公司通过购买漳州中雁生态能源有限公司（以下简称“漳州中雁”）70%股权，获得漳州南部生活垃圾焚烧发电厂特许经营权，提高了公司垃圾发电业务能力。此外随着南海固废处理环保产业园内各个项目正常运营，公司发电效率保持较高水平。2016年公司垃圾焚烧处理能力为18,350吨/日，同比提高27.87%；同期垃圾焚烧处理量为384.96万吨，同比提高24.77%；同期发电量为13.09亿千瓦时，同比提高32.74%；同期上网电量同比增加32.99%至10.91亿千瓦时；同期上网电价和去年持平为0.65元/千瓦时。

表1：2015~2016年公司垃圾发电运营情况

类别	2015	2016
垃圾焚烧处理能力（吨/日）	14,350	18,350
垃圾焚烧处理量（万吨）	308.53	384.96
发电量（亿千瓦时）	9.86	13.09
上网电量（亿千瓦时）	8.20	10.91
上网电价（元/千瓦时）	0.65	0.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年8月，公司全资子公司佛山市南海瀚蓝固废处理投资有限公司（以下简称“瀚蓝固废”）与湖北凯程环保科技有限公司（以下简称“凯程环保”）签订收购湖北威辰环境科技有限公司（以下简称“威辰环境”）70%股权的框架协议，如项目顺利实施，将扩大公司在工业固废和危险废弃物处理领域规模，新增危废处理规模22万吨/年。

整体看来，随着公司加大对固废处理业务投入，公司固废处理能力不断增强。此外若公司成功

收购威辰环境，公司固废处理业务将进一步增长。但中诚信证评也注意到公司固废处理业务若因自然灾害或操作不当将引发对水体、大气以及土壤等产生二次污染，中诚信证评对此将保持关注。

污水处理行业从规模增长向提质增效转变。受美佳东南污水厂搬迁影响，公司污水处理业务有一定下滑。

2016年随着PPP模式推广，村镇污水处理设施不断完善，海绵城市建设不断推进。但污水处理设施建设仍然存在着区域分布不均衡、配套管网建设滞后、老旧管网渗漏严重、部分污泥处置存在二次污染隐患以及再生水利用率不高等问题，城镇污水处理的成效与群众对水环境改善的期待还存在差距。为此《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》指出，“十三五”期，将进一步统筹规划，合理布局，加大投入，实现城镇污水处理设施建设由“规模增长”向“提质增效”转变，由“重水轻泥”向“泥水并重”转变，由“污水处理”向“再生利用”转变，全面提升我国城镇污水处理设施的保障能力和服务水平，使群众切实感受到水环境质量改善的成效。

公司污水处理业务运营模式分为BOT和TOT模式，2016年公司在手BOT项目和TOT项目分部为20个与4个，和去年持平。因佛山西站建设，公司美佳东南污水厂（以下简称“美佳污水厂”）进行搬迁，其污水处理量自2016年5月起下降50%左右，受此影响，2016年公司污水处理业务收入1.60亿元，同比下降7.77%。2016年公司新增污水处理能力2.50万立方米/日达到56.30万立方米/日，但受美佳污水厂搬迁影响，实际污水处量同比下降4.88%至1.58亿立方米；同期公司保底水量达96.39%，同比提高1.45个百分点。2016年公司污水处理价格未上调，2016年平均处理水价为0.94元/吨。

表 2：2015~2016 年公司自来水产销情况

类别	2015	2016
公司污水处理能力（万立方米/日）	53.8	56.30
BOT 数量	20	20
TOT 数量	4	4
污水回收率（%）	0	0
污水处理量（万吨）	16,574.30	15,766.03
污水结算量（万吨）	20,148.33	19,808.51
污水处理价格（元/吨）	0.94	0.94

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年4月，公司对佛山市南海瀚泓污水处理系统管理有限公司（以下简称“瀚泓公司”）增资，获得南海区污水管网和泵站的委托运营权。公司污水收集网主要是收集城市生活污水，覆盖范围为南海区，截至2016年末，公司污水收集网有327km，服务人群达90万。

在建工程方面，公司主要在建工程有两个，分别是里水大石污水处理厂项目和大沥镇工业废水处理厂项目。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2017年投产。大沥镇工业废水处理厂项目自2015年6月开工建设，首期投资将近10,252万元，设计日处理污水量为2万吨，预计2017年8月进水试调、2018年投产。

总体看来公司随着对瀚泓公司增资，获得南海区污水管网和泵站的委托运营权，完善了公司污水处理业务产业链。随着污水处理在建工程完工，公司污水处理能力将进一步扩大，但中诚信证评也注意到公司污水处理量受佛山西站建设影响有一定下滑。

随着城乡一体化供水整合进一步推进，受益于供水行业价格机制不断完善以及农村饮用水安全工程免征增值税政策，公司供水业务盈利能力增强。

受国家资源价格改革政策的引导，全国各地都在逐步推广实施阶梯水价，合理定价机制逐步完善。2016年5月起营改增全面推行，给供水企业供水工程安装业务带来一定挑战。国家新的农村饮用

水安全工程免征增值税政策和 2016 年 1 月佛山市南海区实行水价调整政策，提高了公司供水业务的盈利能力。城镇供水市场已接近饱和，但供水管网改造、饮水安全改造、城乡供水整合等仍是行业发展的重点。农村、村镇供水市场正在快速崛起，城乡一体化供水整合在进一步推进。

2016年受益于水价上调以及新增佛山市南海区樵南镇水务有限公司（以下简称“樵南水务”）的供水业务，公司供水业务收入同比增加23.03%至8.61亿元。

2016年供水量为4.35亿立方米，同比增加14.90%，外购水量为0.44亿立方米，销售量为4.06亿立方米，销售价格上升20.99%至2.19元/立方米。随着部分村委陆续实施一户一表改造，公司供水模式由批发转为零售，趸售水同比下降6.19%至0.66亿立方米，而直供水同比上升7.26%至3.40亿立方米。随着直供水比例增加，供水产销差同比增加3.52个百分点达到15.34%。此外公司收购佛山市南海裕泉自来水有限公司，新增水网管道35.09km。

表 3：2015~2016 年公司自来水产销情况

类别	2015	2016
供水能力（万立方米/日）	136	136
供水量（万立方米）	37,869.57	43,511.02
外购水量（万立方米）	6,023.09	4,412.01
外购水价格（元/立方米）	1.47	1.46
产销差（%）	11.82	15.34
销售量（万立方米）	38,704.11	40,569.61
销售平均水价（元/立方米）	1.81	2.19
趸售水（万立方米）	7,033.52	6,598.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受益于自来水价格上调以及新增樵南水务供水业务，公司供水业务营业收入有较大增长。此外公司加大了对水源和水网的投资，有助于提高公司供水业务盈利能力。

2016 年国际油价下跌，油价不确定性增强。由于燃气价格有所下降，公司燃气业务收入有所下滑，但购销量仍保持一定增长。

2016年国际油价进一步下跌并进入低位震荡期，2016年底，主要石油输出国进一步达成了限产计划以提振油价。但受国际政治、经济的不确定影

响及地区冲突战争的冲击，未来油价走势仍具有很大的不确定性，液化石油气和天然气价格仍将深受油价的影响。另外、页岩气、煤制气、新的电池技术的发展也进一步冲击着燃气市场。

传统产业产能过剩的结构性矛盾仍然突出，2016年下半年，中石油在东北、华北部分区域对燃气已经按需定价，福建等地也出台政策鼓励供需双方协商定价。为扶持工业企业发展，中央和地方也在通过降低能源（工业用电、工业用气）价格进一步为企业降成本。短期来看，燃气市场价格在市场化改革进程中，仍将出现震荡，并增加燃气经营企业的的市场化改革不确定性；长期来看，燃气市场的市场化改革将进一步加快，燃气的进销价差或将进一步被压缩。今后将有更多的第三方企业进入中上游领域，终端用户面临的选择越来越多，市场竞争将越发激烈。

受国际油价影响，公司燃气业务的销售价格和采购价格同步下调，2016年燃气业务收入11.63亿元，同比下降13.25%。公司抓住政府对南海铝型材行业推行清洁能源政策的机会，积极拓展铝型材企业天然气转换工作，全年燃气业务购销量仍保持一定增长。

2016年公司天然气采购量为3.37亿立方米，同比上升4.83%，采购价格同比下降19.17%至2.15元/立方米；同期天然气销售量同比上升3.66%至3.27亿立方米，销售价格同比下降16.50%至3.29元/立方米。

2016年公司液化气采购量与去年持平为1.96万吨，采购价格同比下降20.20%至2,731.94元/吨；同期液化气销售量同比上升0.50%至2.01万吨，销售价格同比下降10.07%至4,327.62元/吨。

2016年公司收购江西瀚蓝能源有限公司（以下简称“瀚蓝能源”）70%股权，获得江西樟树市11个镇街的燃气特许经营协议及从事燃气经营的相关许可证照及气源协议，业务开始拓展至广东省外。瀚蓝能源2016年尚未开始运营，2016年末总资产0.27亿元，资产负债率0.38%，预计2017年第三季度正式运营，预计燃气销售价格为2.48元/立方米。

总体看来，公司利用政府对南海铝型材行业推

行清洁能源政策的机会，积极拓展铝型材企业天然气转换工作，在经济增长放缓和国际油价波动的背景下，燃气业务仍保持较好发展。

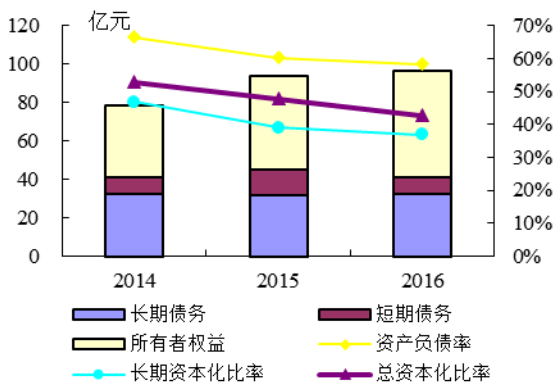
财务分析

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2014~2016年审计报告。

资本结构

2016年随着公司业务扩展、并购增加及盈余积累，公司资产规模有所上升，截至2016年末总资产同比提高7.39%至132.73亿元；随着公司融资需求增加，同期总负债同比增加3.86%至77.33亿元；同期所有者权益增加12.73%至55.40亿元。

图 1：2014-2016 年公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，截至2016年末公司非流动资产为114.68亿元，占总资产的比重为86.40%。公司非流动资产主要由无形资产、固定资产和在建工程构成，2016年末分别占非流动资产的比例为52.56%、29.86%和10.95%。随着创冠廊坊、福清二期和一厂改扩建项目完工，公司特许经营权增加，2016年末公司无形资产同比增加18.99%至60.27亿元。公司固定资产主要是管道沟渠、钢管等设备设施，2016年末为34.24亿元。2016年末公司在建工程同比增加4.65%至12.56亿元，在建工程主要是瀚蓝广场和固废处理工程。截至2016年末公司流动资产为18.05亿元，占总资产的比重为13.60%，同比下降6.52%。公司流动资产主要是货币资金、应收账款和存货，2016年末分别占流动资产的比重为64.78%、14.51%和12.35%。2016年末公司货币资金同比减少15.19%

至11.69亿元；同期应收账款为2.62亿元，同比增长8.26%，前五大应收账款占比43.71%，前五大应收账款主要来自供电公司且账期都在一年内；同期存货同比增加60.84%至2.23亿元，主要是工程施工增加所致。

负债结构方面，公司负债主要是非流动负债，2016年末公司非流动负债为46.69亿元，占负债总额的60.38%。公司非流动负债主要是长期借款、递延收益和应付债券，2016年末分别占非流动负债总额的47.81%、22.34%和21.27%。公司通过发行债券来替换长期借款，2016年末公司长期借款同比下降29.30%至22.32亿元；随着政府补助增加，公司递延收益同比增加66.08%至10.43亿元；同期新增应付债券9.93亿元，主要是2016年发行公司债券所致。2016年末公司流动负债为30.64亿元，占负债总额的39.62%。公司流动负债主要由应付账款、一年到期的非流动负债和其他应付款构成，2016年末分别占流动负债的比重为33.52%、29.56%和20.71%。2016年末公司应付账款为10.27亿元，同比增加1.05%；随着到期债务偿还，同期公司一年到期的非流动负债为9.06亿元，同比减少22.02%；同期其他应付款为6.34亿元，同比增加23.82%，其中账龄超过一年的其他应付款为3.65亿元，主要是创冠环保（香港）有限公司股权转让款以及项目工程保证金。

财务杠杆比率方面，2016年末公司资产负债率和总资本化比率分别为58.26%和42.75%，同比下降1.98个百分点和4.96个百分点。受益于公司业务发展良好，公司自有资本实力增强，公司财务杠杆水平有所下降。

债务期限结构方面，2016年公司总债务为41.36亿元，其中长期债务为32.26亿元，短期债务为9.10亿元。随着到期债务偿还，公司总债务有所下降。2016年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.28倍，2016年公司发行公司债券，公司债务结构不断优化。

总体看来，随着公司业务规模扩大以及在建工程的不断推进，公司资产呈增长态势。公司通过发行公司债券调整债务结构，公司债务结构不断优化。随着公司自有资本实力增强，公司财务杠杆有

所降低，整体财务结构稳健。

盈利能力

随着公司业务不断扩张，2016年公司实现营业收入36.90亿元，同比增加9.93%，营业毛利率同比上升0.90个百分点至32.39%。随着公司不断并购固废处理业务以及南海区供水价格上调，2016年固废处理业务和供水业务是公司收入增长的核心动力。

从收入构成看，随着创冠廊坊、惠安二期以及南海垃圾焚烧发电一厂改扩建项目投产，2016年固废处理业务收入同比增长32.57%至13.28亿元；同期毛利率减少3.00个百分点，主要是由于2016年增值税调整所致。2016年受国际油价影响，天然气以及液化气销售价格有所下降，公司燃气业务实现11.63亿元，同比下降13.25%，但公司售价价格下滑幅度小于采购价格下滑幅度，同期毛利率为27.62%，同比增加2.38个百分点。随着南海区水价上调以及公司新增樵南水务，公司供水业务收入同比上升23.03%至8.61亿元，同期毛利率上升2.24个百分点至24.08%。2016年随着增值税政策调整，公司污水处理业务收入同比下降7.77%至1.60亿元，同期毛利率下降5.60个百分点至28.47%。

表 4：公司 2015~2016 年各业务收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务	2015		2016	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
供水业务	6.99	21.84	8.61	24.08
污水处理业务	1.73	34.07	1.60	28.47
固废处理业务	10.02	42.86	13.28	39.86
燃气业务	13.41	25.24	11.63	27.62

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用看，2016年公司三费合计同比上升0.75%至5.43亿元，主要是公司管理费用增加所致。2016年随着公司业务扩张，公司管理费用同比增加21.60%至2.65亿元；随着总债务下降，利息支出降低，同期财务费用同比下降16.12%至2.07亿元；同期销售费用同比下降4.50%至0.71亿元。2016年公司三费收入占比为14.71%，同比下降1.34个百分点，公司三费控制能力有所提升。

表 5：2014~2016 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

项目	2014	2015	2016
销售费用	0.72	0.75	0.71
管理费用	1.20	2.18	2.65
财务费用	0.95	2.46	2.07
三费合计	2.87	5.39	5.43
营业总收入	24.35	33.57	36.90
三费收入占比	11.77	16.05	14.71

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年公司实现利润总额7.49亿元，同比提高30.07%。公司利润总额主要来自经营性业务利润，受益于业务发展良好，公司营业性业务利润同比增加22.46%至6.09亿元。2016年公司营业外损益同比提高78.76%至1.39亿元，公司营业外收入主要为增值税即征即退和桂城水厂迁移补偿款。

总体来看，随着固废处理业务向全国扩展，公司固废处理业务收入不断增加。受益于水价调整，公司供水业务盈利能力有所增强。2016年公司三费控制能力有所提升，此外政府扶持措施对公司利润总额提升有积极影响。

偿债能力

2016年公司长短期债务比为0.28倍，同比减小0.14倍，公司债务期限结构进一步优化。随着短期债务到期偿还，公司总债务同比下降7.76%至41.36亿元。

从经营活动现金流看，2016年公司支付税费增加，公司经营活动净现金流同比下降6.66%至11.79亿元，但依然处于良好水平；同期经营活动净现金流/总债务为0.28倍，与去年持平；同期公司经营活动净现金/利息支出为4.97倍，同比下降0.66倍，但公司经营性现金流对债务本息的保障能力依然很强。

获现能力方面，从EBITDA构成来看，2016年随着公司利润总额、折旧和摊销不断增加，公司EBITDA同比提高14.71%至15.35亿元。2016年公司总债务/EBITDA为2.69倍，较上年下降0.66倍；EBITDA利息保障倍数为6.47倍，同比提高1.91倍。随着公司盈利水平提高，债务降低，公司EBITDA对债务本息保障能力有所提高，处于很强水平。

表 6: 2014~2016 年公司偿债能力分析

指标	2014	2015	2016
总债务 (亿元)	41.37	44.84	41.36
EBITDA (亿元)	8.16	13.38	15.35
资产负债率 (%)	66.41	60.24	58.26
经营活动净现金流 (亿元)	8.29	12.63	11.79
总资本化比率 (%)	52.86	47.71	42.75
EBITDA 利息倍数 (X)	5.26	4.56	6.47
总债务/EBITDA (X)	5.07	3.35	2.69
经营活动净现金/总债务 (X)	0.20	0.28	0.28
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.35	4.30	4.97

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

截至2016年末, 公司获得银行授信总额42.88亿元, 其中未使用的银行授信额度为7.73亿元, 公司备用流动性一般。

或有负债方面, 截至2016年末公司无对外担保。此外公司无重大未决诉讼。

总体看来, 2016年受益于固废处理业务和供水业务发展良好, 公司营业收入有所增加, 盈利能力有所增强。随着公司发行公司债券, 债务结构有所改善。公司自有资本实力增强、运营情况良好、营业收入增加、三费控制增强且, 财务杆杆亦有所降低, 整体偿债能力依然很强。

结 论

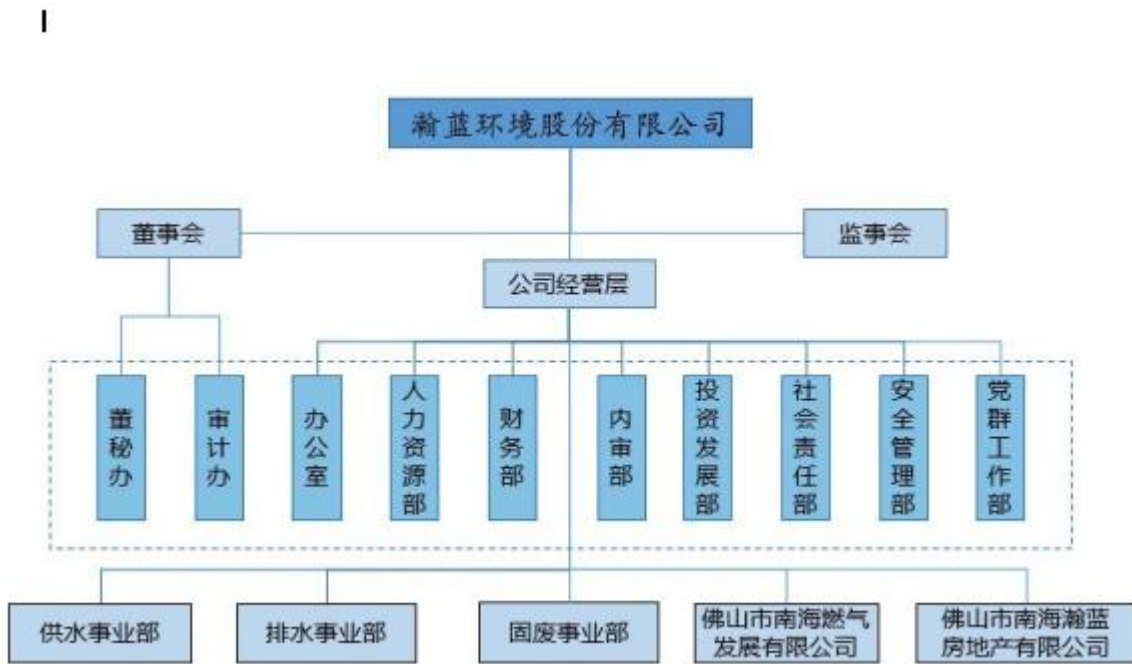
综上, 中诚信证评维持瀚蓝环境股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**, 评级展望稳定, 维持“瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券 (第一期)”信用等级为 **AA⁺**。

附一：瀚蓝环境股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：瀚蓝环境股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2014	2015	2016
货币资金	85,427.97	137,881.27	116,932.30
应收账款净额	21,323.55	24,202.63	26,190.87
存货净额	9,701.55	13,861.61	22,295.36
流动资产	155,613.52	193,092.43	18,0504.74
长期投资	927.26	3,946.54	18,072.09
固定资产合计	440,590.82	475,047.25	470,364.54
总资产	1,097,984.82	1,235,928.40	1,327,267.19
短期债务	88,965.90	132,636.19	91,047.26
长期债务	324,707.61	315,746.17	322,556.11
总债务（短期债务+长期债务）	413,673.51	448,382.36	413,603.37
总负债	729,149.07	744,543.58	773,315.37
所有者权益（含少数股东权益）	368,835.75	491,384.83	553,951.82
营业总收入	243,529.59	335,696.72	369,034.46
三费前利润	74,282.42	103,087.59	115,696.18
投资收益	0.00	519.28	134.01
净利润	35,163.00	44,564.73	55,611.57
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	81,571.69	133,836.69	153,529.25
经营活动产生现金净流量	82,920.45	126,265.81	117,853.23
投资活动产生现金净流量	-106,670.61	-168,222.45	-65,593.19
筹资活动产生现金净流量	35,664.47	94,592.75	-73,158.52
现金及现金等价物净增加额	11,914.30	52,636.98	-20,882.08
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	31.11	31.48	32.39
所有者权益收益率（%）	9.53	9.07	10.04
EBITDA/营业总收入（%）	33.50	39.87	41.60
速动比率（X）	0.40	0.56	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	0.28	0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	0.93	0.95	1.29
经营活动净现金/利息支出（X）	5.35	4.30	4.97
EBITDA 利息倍数（X）	5.26	4.56	6.47
总债务/EBITDA（X）	5.07	3.35	2.69
资产负债率（%）	66.41	60.24	58.26
总资本化比率（%）	52.86	47.71	42.75
长期资本化比率（%）	46.82	39.12	36.80

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。

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 + 长期应付款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。