



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪214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已发行的“成都市兴蓉投资股份有限公司2014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AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级AAA。

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  
二零一七年五月二十七日

## 成都市兴蓉投资股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	成都市兴蓉环境股份有限公司 <sup>1</sup>		
发行规模	人民币 22 亿元，分两期发行，其中本期发行规模为 11 亿元		
存续期限	5 年（2014.9.16~2019.9.16），附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权		
上次评级时间	2016/04/29		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

### 概况数据

兴蓉环境	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	75.06	83.15	91.53	93.54
总资产（亿元）	121.56	142.02	169.19	171.29
总债务（亿元）	27.36	32.49	39.73	41.42
营业总收入（亿元）	27.25	30.62	30.58	7.82
营业毛利率（%）	44.15	42.32	41.95	41.14
EBITDA（亿元）	13.84	15.15	15.88	-
所有者权益收益率（%）	10.15	10.25	9.52	8.57
资产负债率（%）	38.26	41.45	45.90	45.39
总债务/EBITDA（X）	1.98	2.14	2.50	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.28	9.20	9.74	-

注：2014 年财务数据为公司 2015 年财务报表期初追溯调整数据；所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2017 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

### 分析师

朱洁 zhujie@ccxr.com.cn

张晨奕 cyzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月27日

### 基本观点

成都市兴蓉环境股份有限公司（以下简称“兴蓉环境”或“公司”）区域内竞争优势明显，且不断扩展外部市场，伴随业务量的增加和供水价格的提升，2016 年公司自来水供应等主要业务收入均实现增长，相关业务发展情况较好，盈利能力稳定，经营性现金流表现良好。跟踪期内，公司资产规模稳步扩张，现有负债水平适中，债务期限结构的优化使其财务结构稳健性获得提升。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司盈利空间对区域价格政策的依赖以及面临竞争加剧及管理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，中诚信证评维持成都市兴蓉环境股份有限公司主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“成都市兴蓉投资股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”信用等级 AAA。

### 正面

- 水务行业前景良好。我国水务市场需求不断增长，供水及污水处理行业稳步发展，且随着“水十条”、价格机制改革等政策的陆续出台和实施，行业迎来新的发展机遇。
- 主要业务收入规模稳步提升。公司是成都市最大的供水主体和污水处理企业，区域内竞争优势明显，加之不断扩展外部市场，伴随业务量的增加和供水价格的提升，2016 年公司自来水供应等主要业务收入均实现增长，相关业务发展情况较好。

<sup>1</sup> 即成都市兴蓉投资股份有限公司，公司于 2015 年 6 月 29 日起更为现名，详见《成都市兴蓉投资股份有限公司关于变更公司名称及证券简称的公告》。本文中称“兴蓉投资”和“兴蓉环境”均指本公司，公司债券名称仍沿用“成都市兴蓉投资股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”。

- 盈利能力稳定，经营性现金流状况良好。特许经营的政策优势及政府采购的盈利模式保证了公司稳定、可观的盈利空间，同时公司具有显著的公用事业特征，经营获现能力较强，2014~2016年 EBITDA 规模分别为 13.84 亿元、15.15 亿元和 15.88 亿元。
- 财务结构稳健。跟踪期内公司各主要业务板块发展稳定，资产规模稳步扩张，现有负债水平适中，且 2016 年 11 亿元公司债的成功发行进一步优化了长短期债务结构，财务结构稳健性获得提升。

## 关 注

- 盈利空间对区域价格政策的依赖。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相关政策确定，区域价格政策的变动将对公司盈利空间产生较大影响。
- 竞争加剧。在“供给侧改革”的推进下，更多的民间资本和其他行业资本战略调整进入水务环保领域，行业内竞争加剧。
- 管理风险。公司业务已进入巴基斯坦及中国四川、陕西等七个省份，同时 PPP 项目逐步拓展至海绵城市建设、河道水环境综合治理等新领域，相关政策环境的不利变动将使公司面临较大的管理难度及管控风险。

## 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](http://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。

## 行业分析

**我国水务市场需求不断增长，随着“水十条”等政策的陆续出台和实施，水务行业也将迎来新的发展机遇**

近年来，我国城市化进程不断推进，至 2016 年末，城镇化率达到 57.35%，城镇人口数量年复合增长率为 4.18%；2016 年我国 GDP 总量达到 74.41 万亿元，同比增长 6.7%，在城市化和经济增长的持续推动下，我国水务市场需求不断增长。

截至 2016 年末，我国水生产及供应企业 1,620 个，市场集中度低，其中小型水务企业生产技术和经营管理水平低。此外，作为城市水务市场主体，由传统改制形成的水务企业由于长期以来的事业单位经营管理体制，缺乏企业化和市场化的经营管理理念和经验。近年来，我国持续的政策支持使得有实力的重资产水务投资集团快速扩张，加剧了行业的竞争程度，但有利于行业集中度的提高，推动业内企业提高自身服务水平，促进行业整体良性发展。

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。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。

**污水处理行业稳步发展，且随着价格机制改革等政策的落实，将进一步助力污水处理行业的可持续发展，提升相关企业盈利能力**

我国污水处理市场发展迅速，随着政府加大基础设施建设和环保投资力度，污水处理行业稳步发展，在其他驱动因素共同作用下，行业未来将持续高速增长，至 2018 年，我国污水年处理量将达到 675 亿吨。

经过多年的发展，传统污水处理行业已经基本完成了最初的圈地布局，发展到了成熟阶段。根据国家发改委、住建部 2016 年底印发的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用建设规划》（以下简称“《规划》”），截至 2015 年底，城市污水处理率达到 92%，县城污水处理率达到 85%，“十三五”期间，政府将加大投入，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。同时，为解决水资源短缺及内涝灾害频发等影响人民生活 and 城市有序运行的问题，政府推出海绵城市的理念，财政部、住房城乡建设部、水利部组织开展了海绵城市建设试点工作。在上述产业政策的引导下，单环节的污水处理，将向水环境综合治理、提高水的综合利用转变。

政策方面，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》，其推行提高了污水处理费的收取标准，且处理费收取面明显拓宽，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，污水处理市场明显受益。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。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。

随着污水处理费提升等政策的落实，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。

### 我国固废处理行业市场集中度较低，竞争日益激烈，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

固废处理行业在我国系新兴行业，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。

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。尤其是在工业危险废物处理领域，随着国家环保政策的逐渐完善，对工业危险废物处理、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，固废处理行业属实践性较强的行业，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。

从行业主要竞争主体来看，传统水务企业拓展产业链，通过涉足固废处理领域逐步向综合环境服务商转型。此外，环保工程建设和设备制造等领域企业涉足运营业务，实现从单一产业链向全产业链的发展。同时，传统固废处理企业通过兼并、收购延伸产业链，使得固废处理行业的市场竞争进一步加剧。

2016年9月29日，发改委、环保部印发《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》，对环保产业提出“市场供给能力增强、市场主体逐步壮大和市场更加开放”的三大目标，并指出到2020年，环保产业产值需超过2.8万亿元，需培育50家以上产值过百亿的环保企业，并打造一批技术领先、管理

精细、综合服务能力强、品牌影响力大的国际化的环保公司，建设一批聚集度高、优势特征明显的环保产业示范基地和科技转化平台。

总体来看，目前我国固废处理行业的产业化程度和市场集中度较低，随着国家培育、打造和建设一批聚集度高、优势特征明显的环保产业示范基地和科技转化平台政策的出台，具备领先的处理技术、丰富的运营经验和较强资本实力的企业将能够占据市场优势地位。

### 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，2016年公司实现营业收入 30.58 亿元，三大业务占比分别为 62.67%、29.92% 和 7.41%。

表 1：公司业务运行情况

单位：亿元、%

分行业	2015		2016	
	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比
自来水供应	17.97	58.68	19.17	62.67
污水处理服务及管网工程	10.76	35.14	9.15	29.92
垃圾渗滤液处理及污泥处置	1.89	6.18	2.27	7.41
<b>合计</b>	<b>30.62</b>	<b>100.00</b>	<b>30.58</b>	<b>100.00</b>
<b>分产品</b>				
自来水制售	14.55	47.49	15.94	52.12
污水处理服务	9.01	29.43	9.15	29.92
供排水管网工程	5.17	16.89	3.23	10.55
垃圾渗滤液处理	0.85	2.78	0.87	2.86
污泥处置	0.70	2.27	0.83	2.72
其他	0.35	1.13	0.56	1.83
<b>合计</b>	<b>30.62</b>	<b>100.00</b>	<b>30.58</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 随着供水范围的扩大、居民用水量的增加和供水价格的提升，公司自来水供应业务收入稳步增长

目前，公司自来水供应业务运营主体为成都市自来水有限责任公司，该公司旗下拥有成都市自来水二厂、自来水五厂、自来水六厂、自来水七厂（一期）、自来水 BOT 厂、海南自来水厂和成都沱源公

司，此外公司 2016 年还新增江苏沛县自来水厂，日供水能力合计为 240.30 万立方米。

2016 年，公司实现供水总量 8.49 亿立方米，较上年度增加 0.87 亿立方米，日均供水达到 232.56 万立方米，供水范围涵盖成都市中心城区、郫县、天府新区直管区和金堂县，并已拓展至海南、江苏等地。公司供水能力位居西部首位，属区域性水务龙头企业，市场占有率很高。

表 2：2014~2016 年公司自来水板块业务指标

指标	2014	2015	2016
供水能力（万立方米/日）	233.80	233.80	240.30
供水量（亿立方米）	7.16	7.62	8.49
售水量（亿立方米）	6.26	6.52	7.07
供水管网（千米）	4,352	4,982	5,384

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。近年来随着污水处理费和水资源费的提高，在价格联动调整机制下，公司供水价格不断提升。

表 3：2016 年公司水价结构

用水类别	单位：元/立方米			
	自来水价格	污水处理费	水资源费	终端价格
居民生活用水	1.98	0.90	0.10	2.98
非居民生活用水	2.93	1.40	0.10	4.43
洗浴行业用水	10.53	4.50	0.10	15.13
特种行业用水	6.63	3.40	0.10	10.13
其他特种行业用水	5.63	1.80	0.10	7.53

资料来源：成都市物价局，公司提供，中诚信证评整理

表 4：2014~2016 年公司自来水供水价格变动情况

单位：元/立方米

指标	2014	2015	2016
居民生活用水	2.94	2.96	2.98
非居民用水	4.39	4.41	4.43
特种洗浴	15.09	15.11	15.13
特种洗车	10.09	10.11	10.13
特种其他	7.49	7.51	7.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水费收缴方面，公司主要通过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，7 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、成都银行，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。

总体来看，公司供水业务区域市场占有率很高，同时不断扩展外部市场，伴随售水量的稳步增加和供水价格的提升，2016 年公司自来水业务实现营业收入 19.17 亿元，同比增长 6.67%，相关业务稳步发展。

### 公司污水处理项目保持良好运营效率，污水处理能力不断提升，收入规模稳步扩大

目前公司主要负责成都市中心城区的污水处理业务，近年来还进行了异地拓展，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营项目获得特许经营权。同时 2016 年，公司快速推进成都市第三、第四、第五、第八污水处理厂的扩能提标项目，各厂产能由原来的 10 万吨/天提升至 15~20 万吨/天；配套天府新区的中和污水处理厂基本完工，规划产能 5 万吨/天。截至 2016 年末，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 195 万吨/天，基本实现了对成都市中心城区污水处理的全覆盖。此外，公司在兰州、银川、西安、巴中和深圳等地合计具备 82.99 万吨/天的污水处理能力。截至 2016 年末，公司在全国拥有的污水处理产能共计 277.99 万吨/天。近年来，公司污水处理量不断增长，其中

2016 年公司处理污水 8.20 亿吨，同比增长 6.20%。

表 5：公司污水处理业务运营情况

指标	2014	2015	2016
污水处理能力（万 M <sup>3</sup> /日）	207.50	239.49	277.99
污水处理量（万 M <sup>3</sup> ）	64,464	77,240	82,031
污水处理收入（亿元）	8.21	9.01	9.15

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

污水处理费方面，2017 年成都市政府对居民生活污水污水处理费进行了调整，由 0.90 元/立方米提高到了 0.95 元/立方米，非居民生活用水污水处理费维持 1.40 元/立方米。

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。目前，公司污水服务结算价格为 1.53 元/吨。随着排水管网体系的完善，公司产能利用率将逐步提高，污水处理业务规模有望保持稳定增长态势。值得注意的是，目前的污水结算价格 2017 年到期后，公司后续污水处理业务的盈利空间将取决于新结算价格。

总体来看，随着污水处理厂产能的提升，公司污水处理能力保持增长态势，污水处理规模和收入规模稳步提升；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较为稳定的回报。

### 公司垃圾渗滤液处理、污泥处理和中水服务等业务产能释放率的提升带动相关业务收入增长，环保板块对公司收入整体贡献度提升

垃圾渗滤液处理业务方面，公司目前拥有一座垃圾渗滤液处理厂，垃圾处理能力为 2,300 吨/日，公司拥有该项目 20 年特许经营权。2016 年公司处理垃圾渗滤液 75.21 万吨，较上年度提升 18.40%。垃圾渗滤液处理由政府购买服务，定价每三年核定一次，目前执行政府采购价 151.56 元/吨，较上期价格持平。

污泥处理方面，公司拥有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。2014~2016 年，公司分别处理污泥 10.41 万吨、11.04 万吨和 12.67 万吨。

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。目前，公司中水服务规模为 30 万吨/天，2016 年中水实际生产量为 6,991 万吨，较上年度增长 11.46%。

2016 年公司垃圾渗滤液处理及污泥处理等业务量均有不同程度的增长，当年实现营业收入 2.27 亿元，同比增长 19.70%。

总体看，随着公司所在区域供排水管网的逐步完善，公司供排水管网工程量 2016 年减少，相关收入由 2015 年的 5.17 亿元降至 2016 年的 3.23 亿元，但随着公司经营区域的扩大，相关业务产能及产能释放率的提升，其他业务板块均实现了收入的增长，整体运营情况稳健。目前公司业务已进入巴基斯坦及中国四川、陕西等七个省份，同时 PPP 项目逐步拓展至海绵城市建设、河道水环境综合治理等新领域，相关政策环境的不利变动将使公司面临较大的管理难度及管控风险。与此同时，在“供给侧改革”的推进下，更多的民间资本和其他行业资本战略调整进入水务环保领域，未来行业内竞争将加剧。

## 财务分析

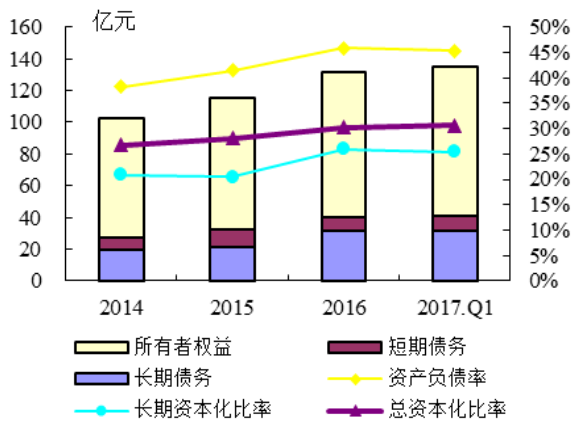
以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年合并财务报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。

### 资本结构

2016 年，公司各板块业务继续稳步发展，加之以供水等业务仍保持较高的投资力度，其资产与负债水平均较上年度有所提升。截至 2016 年 12 月 31 日，公司所有者权益增至 91.53 亿元，同比增长 10.08%；资产规模达到 169.19 亿元，同比增长 19.13%；负债合计 77.66 亿元，同比增长 31.92%；资产负债率为 45.90%，同比上升 4.45 个百分点。截至 2017 年 3 月 31 日，公司资产总计 171.29 亿元，负债合计 77.75 亿元，资产负债率为 45.39%，与年初基本持平。



图 1: 2014~2017.Q1 公司资本结构分析

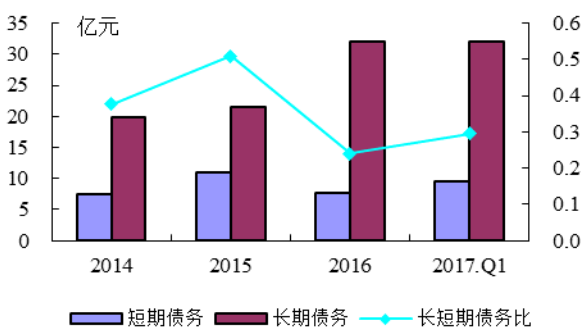


数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从资产构成看, 公司 2016 年末流动资产在总资产中的比重为 16.12%, 流动资产规模为 27.27 亿元, 主要由货币资金、应收账款和存货构成, 年末上述资产分别为 16.71 亿元、5.16 亿元和 2.55 亿元, 合计在流动资产中占比达 89.54%。公司货币资金基本为银行存款, 流动性良好; 公司应收账款坏账准备年末余额为 1.27 亿元, 其中当年计提坏账准备 261.78 万元, 当年收回或转回 142.57 万元, 应收账款整体质量良好。公司非流动资产主要由固定资产 (63.06 亿元)、在建工程 (41.93 亿元) 和无形资产 (27.01 亿元) 构成, 基本为各项业务项目建设成本。整体来看, 公司资产结构符合公用事业的行业属性。

2016 年末, 公司总债务规模为 39.73 亿元, 较上年度增长 22.31%; 总资本化比率为 30.27%, 较上年度上升 2.18 个百分点; 资产负债率为 45.90%, 较上年度上升 4.45 个百分点。公司资产负债率及财务杠杆水平较为合理。

图 2: 2014~2017.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

从债务及其期限结构来看, 2016 年末公司长期

债务合计 32.01 亿元, 包括长期借款 (10.12 亿元) 和应付债券 (21.90 亿元), 新增部分主要系 2016 年发行的 11 亿元公司债券; 短期债务包括 1.10 亿元短期借款、0.35 亿元应付票据和 5.22 亿元其他流动负债 (超短期融资券) 和 1.05 亿元一年内到期的非流动负债, 合计 7.72 亿元, 同比减少 3.24 亿元。2016 年末, 公司长短期债务比 (短期债务/长期债务) 由上年末的 0.51 倍降至 0.24 倍。截至 2017 年一季度末, 公司长期债务和短期债务分别为 31.97 亿元和 9.44 亿元, 长短期债务比为 0.30 倍。整体来看, 公司债务以长期债务为主, 债务期限结构不断优化, 财务结构稳健性提升。

公司作为成都市最大的供水主体和污水处理企业, 跟踪期内各业务板块发展稳定, 资产规模稳步扩张。目前公司负债水平适中, 债务结构不断优化, 财务结构稳健性提升。

### 盈利能力

2016 年公司收入规模保持稳定, 当年实现营业收入 30.58 亿元, 同比微降 0.14%。随着公司所在区域供排水管网的逐步完善, 公司供排水管网工程量 2016 年大幅减少, 相关收入由 2015 年的 5.17 亿元降至 2016 年的 3.23 亿元, 但自来水供应等业务收入随着经营区域的扩大、新增产能的释放均有不同程度的增长。2017 年一季度, 公司实现营业收入 7.82 亿元, 同比增长 8.65%, 表现出良好的增长态势。

表 6: 公司 2016 年主要产品收入和毛利率及变动情况

单位: 亿元、百分点

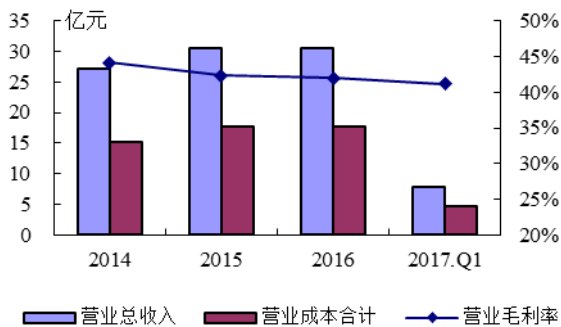
类别	2016			
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入变动 (%)	毛利率变动
自来水制售	15.94	48.78	9.59	2.32
污水处理服务	9.15	40.11	1.52	-10.10
供排水管网工程	3.23	21.31	-37.62	-4.73

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

营业毛利率方面, 分产品来看, 2016 年公司自来水制售业务毛利率为 48.78%, 较上年度提高 2.32 个百分点, 主要在于售水均价的小幅提高; 污水处理服务业务毛利率为 40.11%, 同比下降 10.10 个百分点, 主要由于 2015 年 7 月起污水处理行业开征增值税, 同时药剂费用等有所增加, 出厂水质有所

提高；供排水管网工程业务毛利率下降的主要原因为人工成本的提升。综上，2016 年公司整体毛利率为 41.95%，较上年度下降 0.37 个百分点，整体水平仍较高。

图 3：2014~2017.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

期间费用方面，2016 年公司三项费用合计 3.79 亿元，具体来看当年公司销售费用为 0.90 亿元，基本与上年持平；管理费用为 2.19 亿元，主要系人工成本小幅提升及中介机构服务费用增长所致；当年公司财务费用为 0.70 亿元。公司 2016 年三费收入占比为 12.38%，同比保持稳定，费用控制能力良好。2017 年一季度，公司期间费用合计 0.81 亿元，三费收入占比为 10.35%。

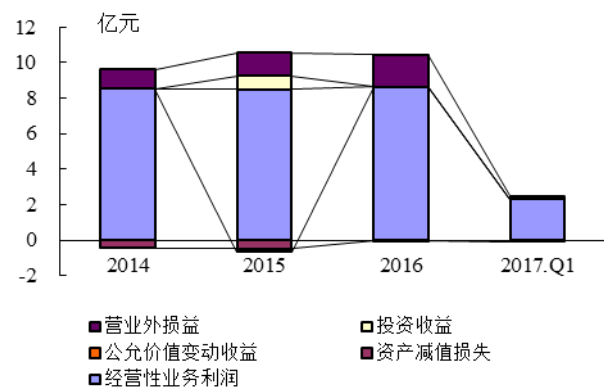
表 7：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

	单位：亿元			
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.80	0.91	0.90	0.17
管理费用	1.73	2.02	2.19	0.46
财务费用	0.73	1.19	0.70	0.18
三费合计	3.26	4.12	3.79	0.81
营业总收入	27.25	30.62	30.58	7.82
三费收入占比	11.98%	13.45%	12.38%	10.35%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润总额构成情况来看，2016 年公司利润总额为 10.41 亿元，主要由经营性业务利润 8.61 亿元和营业外损益 1.80 亿元构成。公司运营状况稳定，盈利能力较强，近三年经营性业务利润规模可观且保持平稳；营业外损益主要系政府补助。2017 年一季度，公司利润总额为 2.38 亿元。

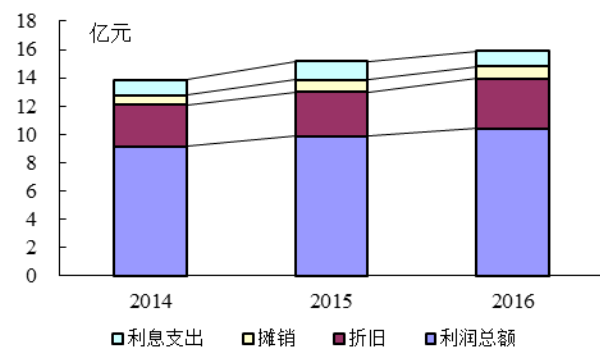
图 4：2014~2017.Q1 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司无形资产摊销和利息支出规模相对较小，EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成。2016 年，公司 EBITDA 为 15.88 亿元，同比增长 4.85%；同期 EBITDA/营业总收入为 51.93%，公司获现能力较强。

图 5：2014~2016 年公司 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，公司主要业务板块发展情况良好，初始获利空间较为可观且保持稳定，加之费用占比略有下滑，整体盈利能力很强。

## 偿债能力

2016 年末，公司总债务为 39.73 亿元，连续两年发生增长，其中 2016 年同比增长 22.31%。在债务规模增长的影响下，近两年公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较 2014 年有所弱化，2016 年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.50 倍和 9.74 倍，但保障能力依然很强。现金流方面，公司运营过程中货款回收较为及时，经营性现金流常年表现良好。2016 年，公司经营净现金流为 14.20 亿元，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金

流利息倍数分别为 0.36 倍和 8.71 倍，现金流对债务本息的保障能力很强。

**表 8：2014~2016 年公司偿债能力分析**

财务指标	2014	2015	2016
总债务（亿元）	27.36	32.49	39.73
EBITDA（亿元）	13.84	15.15	15.88
资产负债率（%）	38.26	41.45	45.90
长期资本化比率（%）	20.94	20.56	25.91
总资本化比率（%）	26.72	28.09	30.27
EBITDA 利息倍数（X）	12.28	9.20	9.74
总债务/EBITDA（X）	1.98	2.14	2.50
经营净现金流/总债务（X）	0.43	0.41	0.36
经营活动净现金/利息支出（X）	10.40	8.10	8.71

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，截至 2017 年 3 月末，公司获得主要贷款银行的授信额度为 117.46 亿元，尚有 103.10 亿元额度未使用，备用流动性较为充裕。

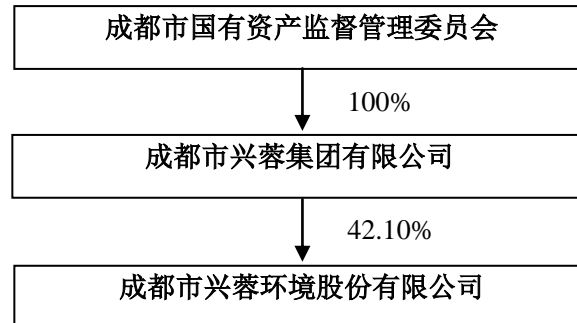
或有负债方面，截至 2016 年 12 月末，公司对外担保合计人民币 0.20 亿元，担保对象为成都城市燃气有限责任公司。为化解公司对成都城市燃气有限责任公司担保潜在的债务风险，公司大股东成都市兴蓉集团有限公司承诺因该项担保产生的任何经济损失，由其全额承担。此外公司还为子公司成都市自来水有限责任公司担保银行借款 3.30 亿元；子公司与子公司间的担保总额为 1.45 亿元，担保对象为西安兴蓉环境发展有限责任公司。

跟踪期内，公司自来水供应等业务板块稳步发展，初始获利空间较为可观，整体盈利能力很强。同时公司资产规模稳步扩张，目前负债水平适中，债务结构不断优化，财务结构稳健性提升，且较强的获现能力可为公司债务本息的偿付提供良好保障，公司整体偿债能力极强。

## 结 论

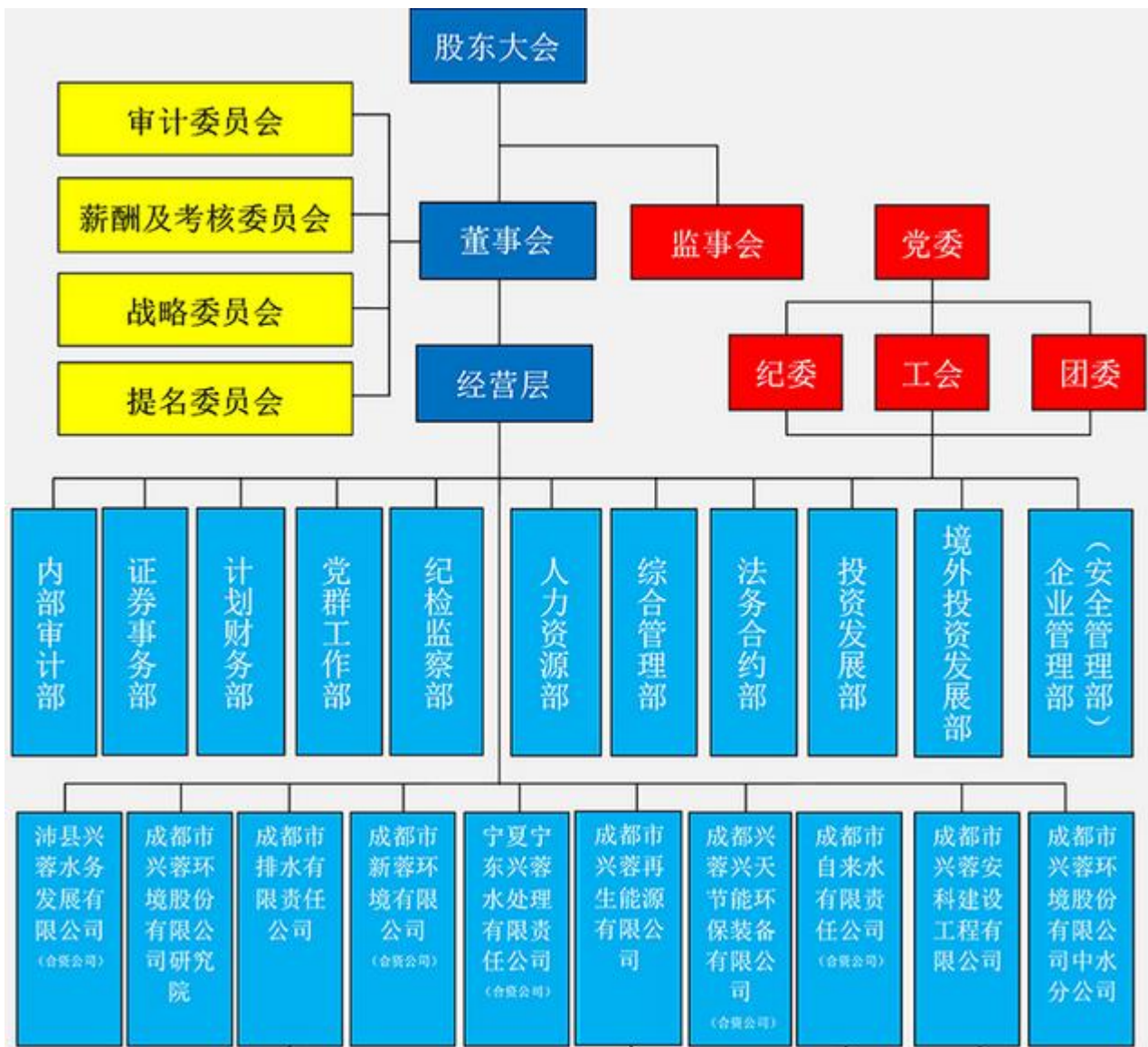
综上，中诚信证评维持成都市兴蓉环境股份有限公司主体信用等级 **AAA**，评级展望稳定；维持“成都市兴蓉投资股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”信用等级 **AAA**。

附一：成都市兴蓉环境股份有限公司股权结构图（截至 2017 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架构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

**附三：成都市兴蓉环境股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	216,289.69	248,602.63	167,057.73	181,925.11
应收账款净额	45,293.76	46,529.19	51,633.37	56,418.78
存货净额	11,518.72	16,358.30	25,501.41	28,732.31
流动资产	283,390.44	330,500.81	272,729.11	297,978.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	517,024.63	559,044.93	630,583.18	620,543.15
总资产	1,215,594.67	1,420,213.90	1,691,933.57	1,712,903.16
短期债务	74,791.96	109,630.45	77,210.03	94,406.11
长期债务	198,820.85	215,233.20	320,133.71	319,782.64
总债务	273,612.80	324,863.65	397,343.74	414,188.76
总负债	465,042.70	588,705.06	776,642.25	777,489.19
所有者权益（含少数股东权益）	750,551.97	831,508.84	915,291.32	935,413.97
营业总收入	272,469.74	306,248.71	305,833.55	78,163.58
三费前利润	117,723.78	126,006.60	124,088.95	31,280.34
投资收益	101.05	7,681.70	0.00	0.00
净利润	76,168.14	85,240.32	87,175.65	20,048.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	138,362.90	151,485.83	158,833.51	-
经营活动产生现金净流量	117,160.48	133,417.02	141,992.91	23,456.23
投资活动产生现金净流量	-122,458.77	-158,554.05	-280,140.69	-27,129.09
筹资活动产生现金净流量	71,026.08	59,578.85	59,970.33	16,434.76
现金及现金等价物净增加额	65,657.21	34,473.46	-78,161.19	12,761.91
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	44.15	42.32	41.95	41.14
所有者权益收益率（%）	10.15	10.25	9.52	8.57
EBITDA/营业总收入（%）	50.78	49.46	51.93	-
速动比率（X）	1.12	1.00	0.64	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	0.43	0.41	0.36	0.23
经营活动净现金/短期债务（X）	1.57	1.22	1.84	0.99
经营活动净现金/利息支出（X）	10.40	8.10	8.71	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.28	9.20	9.74	-
总债务/EBITDA（X）	1.98	2.14	2.50	-
资产负债率（%）	38.26	41.45	45.90	45.39
总资本化比率（%）	26.72	28.09	30.27	30.69
长期资本化比率（%）	20.94	20.56	25.91	25.48

注：1、2017年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；  
 3、2014年财务数据为2015年财务报表期初追溯调整数。

**附四：基本财务指标计算公式**

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。