



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪325号

中山公用事业集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中山公用事业集团股份有限公司2014年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级AA⁺，评级展望为稳定；维持“中山公用事业集团股份有限公司2014年公司债券”信用等级AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月十九日

中山公用事业集团股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	中山公用事业集团股份有限公司		
担保主体	中山中汇投资集团有限公司		
发行规模	8 亿元		
存续期限	2014/07/03~2017/07/02		
上次评级时间	2016/05/23		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

中山公用	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	76.36	110.63	115.05	118.23
总资产（亿元）	99.55	140.80	150.59	152.59
总债务（亿元）	17.88	18.98	24.47	22.98
营业总收入（亿元）	11.55	14.97	14.63	3.29
营业毛利率（%）	37.83	35.16	32.69	29.96
EBITDA（亿元）	10.78	19.08	14.27	3.47
所有者权益收益率（%）	10.17	13.82	8.69	8.43
资产负债率（%）	23.30	21.43	23.60	22.52
总债务/EBITDA（X）	1.66	1.00	1.71	1.65
EBITDA 利息倍数（X）	13.21	18.14	10.96	11.25

中汇集团	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	94.09	128.96	134.56
总资产（亿元）	162.21	184.90	187.44
总债务（亿元）	48.29	40.24	37.05
营业总收入（亿元）	19.60	18.79	17.58
营业毛利率（%）	30.88	36.78	35.00
EBITDA（亿元）	12.10	20.58	15.20
所有者权益收益率（%）	5.80	11.63	6.91
资产负债率（%）	41.99	30.26	28.21
总债务/EBITDA（X）	3.99	1.96	2.44
EBITDA 利息倍数（X）	5.28	9.75	7.89

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、2017年一季度指标经年化处理；
3、2016年公司收购中山公用工程有限公司100%股权，为同一控制下企业合并，上表2015年公司财务数据采用2016年年报期初重述数据。

基本观点

中山公用事业集团股份有限公司（以下简称“中山公用”或“公司”）系中山市重要公用事业平台，随着“水十条”政策出台、污水处理费上调步伐的不断推进，跟踪期内，公司垄断优势不断得到巩固。2016 年，公司新增工程安装业务，业务结构进一步多元化，综合竞争力得到提升。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司经营性业务获利能力较弱以及面临短期债务偿付压力等因素可能对其信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持中山公用主体信用等级 AA⁺，评级展望稳定；维持“中山公用事业集团股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级 AA⁺。该债项级别考虑了中山中汇投资集团有限公司提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 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，行业发展前景良好，对公司业务发展形成支撑。
- 公司产业链进一步延长，综合竞争力提升。2016 年公司收购中山公用工程有限公司 100%股权，新增工程安装业务，现有产业链进一步延长，整体竞争实力得到提升。
- 投资收益对整体盈利贡献很大。2016 年因主要投资对象广发证券业绩下滑当年实现投资收益 9.58 亿元，同比有所减少，但仍比较可观，且对整体盈利贡献依然很大，提升了整体盈利表现。
- 2016 年公司经营性净现金流大幅增长，对债务本息保障程度进一步增强。2016 年公司经营性现金流量净额增长 92.84%至 4.32 亿元，同期经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/利息支出比率分别为 0.18 倍和 3.32 倍，分

分析师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

曾永健 yjzeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月19日

别增加 0.06 倍和 1.19 倍，经营性净现金流对债务本息保障程度进一步增强。

关注

- 经营性业务获利能力较弱。2016 年公司收入规模下滑，同期期间费用仍处于较高水平，当年实现经营性业务利润 0.90 亿元，同比减少 44.88%，经营性业务获利能力仍较弱。
- 短期债务偿付压力。2016 年末公司总债务 24.47 亿元，其中短期债务 14.49 亿元，长短期债务比由上年 0.01 倍上升至 1.45 倍。2017 年 7 月 3 日，公司 8.00 亿元公司债券将到期兑付，面临的短期债务偿付压力加大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此声明如下：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级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。

重大事项说明

2016 年公司收购中山公用工程有限公司，产业链进一步延长，整体竞争力增强

2016 年 2 月，公司以 0.77 亿元收购中山公用工程有限公司（以下简称“公用工程”）100% 股权，于 2016 年 3 月纳入合并范围。公用工程经营范围涵盖市政、建筑、装修装饰、消防、机电、城市及道路照明、燃气管道安装改造等业务，并拥有市政公用工程施工总承包壹级等多项资质。公司本次收购有助于延长产业链，增强综合实力。本次收购为同一控制下企业合并，故对公司 2015 年财务数据追溯调整。

整体来看，公司收购公用工程使得产业链不断完善，综合竞争力进一步提升。

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。

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》，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和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》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。

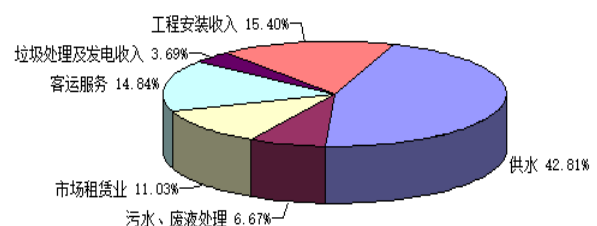
从行业主要竞争主体来看，传统水务企业拓展产业链，通过涉足固废处理领域逐步向综合环境服务商转型。此外，环保工程建设和设备制造等领域企业涉足运营业务，实现从单一产业链向全产业链的发展。同时，传统固废处理企业通过兼并、收购延伸产业链，使得固废处理行业的市场竞争进一步加剧。

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家以上产值过百亿元的环保企业，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

图 1：2016 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年公司收购公用工程后新增工程安装业务，使得产业链延长，有助于提升综合竞争力。2016年公司实现营业总收入14.63亿元，同比减少2.28%。收入构成方面，2016年公司实现供水业务收入6.26亿元，占营业收入比重为42.81%，仍为第一收入来源；其次为工程安装业务、客运服务业务和市场租赁业务，当年收入分别为2.25亿元、2.17

亿元和 1.61 亿元，分别占营业收入的 15.40%、14.84% 和 11.03%。公司污水、废液处理业务、垃圾处理及发电业务等其他业务占比较小且较为分散。2017 年一季度公司实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 4.48%。整体来看，公司经营情况较为稳定。

2016 年公司继续加强供水管网建设，供水能力及售水量基本保持稳定；同时为进一步提高自身经营能力，积极推进区域内供水及污水资源整合

供水业务方面，公司主要负责中山市范围内自来水供应。供水业务是公司主要业务板块，系重要收入和利润来源。2016 年公司实现供水业务收入 6.26 亿元，同比减少 1.15%。当年公司继续加强供水管网建设，为优化供水管网，降低产销差率，当年投入约 0.66 亿元改造区域内供水管网。2016 年公司共新铺设 DN50 以上供水管道长度约 160 公里，通过管网优化设计以及使用新型管材，区域内管网水质及水压得到大幅改善。当年公司自来水生产量及销售量为 44,036 万 M³ 和 38,231 万 M³，与上年基本持平；同期管网漏损率和水压合格率分别为 13.18% 和 99.50%，持续保持稳定。

表 1：2014~2016 年公司自来水产销情况

指标	2014	2015	2016
生产量 (万 M ³)	43,506	44,790	44,036
销售量 (万 M ³)	37,531	38,887	38,231
管网漏损率 (%)	13.73	13.18	13.18
水压合格率 (%)	99.50	99.50	99.50

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为进一步提高自身经营能力，公司积极推进区域内供水及污水资源整合。供水资源整合方面，未来公司计划将区域内所有水厂纳入公司供水体系，以提高自身供水能力。污水资源整合方面，2016 年公司以参与 PPP 项目建设方式，获得中山市黄圃镇污水处理厂特许经营权，当年日污水处理能力提升 6 万 M³ 至 36 万 M³，污水处理能力提升。

表 2：截至 2016 年末公司污水处理资产情况

污水处理厂	权益	日处理能力 (万 M ³)	投产日期
污水处理公司	100%	20	1998.4
珍家山公司	100%	10	2011.1
黄圃污水公司	100%	6	2016.9
合计	--	36	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司供水业务基本保持稳定，随着区域内供水及污水资源整合，未来经营能力将得到提升，业务发展前景较好。

2016 年公司新增工程安装业务，综合竞争力得到提升；客运业务及市场租赁业务分别受销售渠道拓宽和改造升级影响，收入规模均保持增长，经营情况表现较好

公用工程经营范围涵盖市政、建筑、装修装饰、消防、机电、城市及道路照明、燃气管道安装改造等业务，拥有市政公用工程施工总承包壹级、建筑工程施工总承包叁级、建筑装饰装修工程专业承包贰级等多项资质，展业区域主要集中于广东省内。2016 年公司收购公用工程后新增工程安装业务，使得产业链延长，有助于增强综合实力。受订单承接及项目结转周期等因素影响，2016 年公司工程安装业务实现营业收入 2.25 亿元，同比减少 32.64%。

近年来公司客运业务收入规模持续增长，2014~2016 年客运业务分别实现营业收入 1.80 亿元、1.94 亿元和 2.17 亿元，其中 2016 年公司增设同程旅游和携程网等 8 个售票点，客票销售渠道进一步拓宽，推动客运收入规模增长，当年销售收入同比增长 11.79%。在中山市交通基础设施建设推动下，中山港东移项目预计于 2017 年 10 月份动工建设，项目建成后中山旅客前往香港水路运距将减少 20 公里，有利于提升公司客运业务运力，带动客运业务规模增长。

2014~2016 年公司市场租赁业务分别实现营业收入 1.37 亿元、1.45 亿元和 1.61 亿元，近三年收入规模持续保持增长，其中 2016 年同比增长 11.08%。2016 年公司投资约 0.20 亿元对下属民众市场、坦背市场、浪网市场和同安市场升级改造，其中在民众市场打造海鲜街；在坦背市场推行“农+商”经营模式，促进市场业态转型升级。2016 年公司对下属市场改造完成后，农贸市场经营能力提升，当年出租率由上年的 80.00% 提升至 82.00%，带动收入规模持续增长。公司农贸市场出租情况表现尚可，租金收入稳定持续增长。

表 3: 2015~2016 年公司市场租赁情况

	2015	2016
出租率 (%)	80	82
收入 (亿元)	1.45	1.61

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

整体来看, 2016 年公司市场租赁业务收入稳定, 新增工程安装业务使得综合竞争实力进一步提升, 同时, 随着中山港东移, 客运业务后期具有一定发展前景, 整体经营情况表现较好。

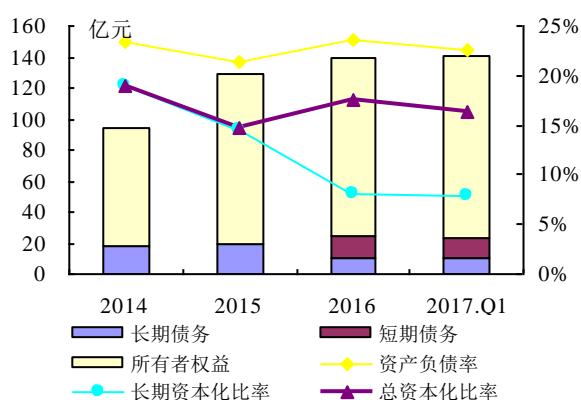
财务分析

以下财务分析基于公司提供经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见 2014~2016 年度审计报告及未经审计 2017 年一季度财务报表, 所有财务数据均为合并口径。

2016 年公司收购公用工程 100% 股权, 为同一控制下企业合并, 故对 2015 年财务数据追溯调整。

资本结构

图 2: 2014~2017.Q1 公司资本结构



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

近年来, 随着业务发展, 公司资产规模逐年增长, 2014~2016 年末公司资产规模分别为 99.55 亿元、140.80 亿元和 150.59 亿元, 其中 2016 年末资产规模同比增长 6.95%。负债规模方面, 2014~2016 年末公司总负债分别为 23.19 亿元、30.17 亿元和 35.54 亿元, 其中 2016 年末同比增长 17.79%, 主要系短期债务规模增长。同期, 公司所有者权益分别为 76.36 亿元、110.63 亿元和 115.05 亿元。截至 2017 年 3 月末, 公司资产总额为 152.59 亿元, 当期负债合计 34.36 亿元, 所有者权益总额为 118.23 亿元。

资产结构方面, 公司资产以非流动资产为主,

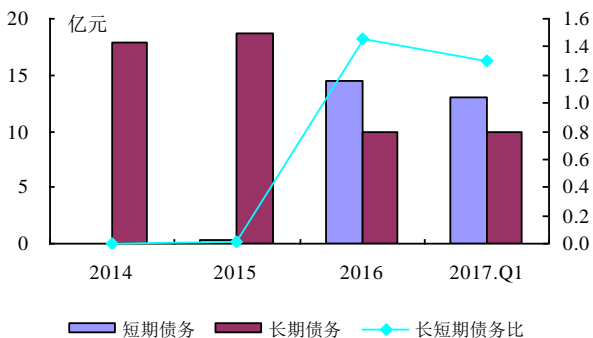
2014~2016 年末非流动资产分别为 83.05 亿元、117.33 亿元和 130.83 亿元, 占资产总额比例分别为 83.43%、83.33% 和 86.88%, 主要包括长期股权投资、固定资产和无形资产。2016 年末公司长期股权投资 97.06 亿元, 同比增长 14.71%, 系对广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)投资增加 11.73 亿元, 当年末公司对广发证券投资规模增至 87.24 亿元, 系广发证券第三大股东, 占其总股本的 10.33%。公司投资对象主要系广发证券, 集中于非银金融行业, 行业集中度较高, 收益表现受广发证券影响较大; 2016 年公司取得投资收益 9.58 亿元, 同比减少 32.18%, 系广发证券业绩下滑影响(2016 年广发证券实现营业收入 207.12 亿元, 同比减少 38.07%, 当年取得净利润 84.09 亿元, 同比减少 38.22%)。2016 年末公司固定资产 15.89 亿元, 主要系供水管网设备、机器设备和房屋及建筑物; 2016 年末无形资产 8.34 亿元, 主要为特许经营权和土地使用权。2014~2016 年末公司流动资产分别为 16.51 亿元、23.47 亿元和 19.76 亿元, 在资产总额中占比分别为 16.58%、16.67% 和 13.12%, 主要包括货币资金、应收账款和其他流动资产。2016 年公司对广发证券投资规模增加使得年末货币资金规模有所减少, 当年末货币资金同比减少 57.89% 至 6.72 亿元, 其中银行存款占货币资金比例为 95.86%; 2016 年公司工程款及供水费回收规模增加, 当年末应收账款同比增长 8.57% 至 3.90 亿元, 其中账龄在 1 年以内应收款占比为 87.50%, 回收风险相对较小; 2016 年公司保本型银行理财产品增加, 当年末其他流动资产同比增长 292.75% 至 7.51 亿元。

负债结构方面, 2014~2016 年末公司流动负债分别为 5.17 亿元、11.13 亿元和 24.89 亿元, 占负债总额比例分别为 22.28%、36.89% 和 70.03%。2016 年公司受短期债务规模增长影响, 债务结构转变为以流动负债为主, 当年流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债。2016 年末公司短期借款 6.50 亿元, 均于当年通过信用借款方式取得; 2016 年末应付账款 4.10 亿元, 均为尚未支付工程建设款; 2016 年末预收款

项 2.17 亿元，同比增长 120.13%，主要系预收安装工程款及二次供水管理维护费增加；“中山公用事业集团股份有限公司 2014 年公司债券”（以下简称“2014 年公司债券”）发行日期为 2014 年 7 月 3 日，发行规模为 8 亿元，将于 2017 年 7 月 3 日到期，2016 年末一年内到期的非流动负债 7.99 亿元系 2014 年公司债券转入，转入后短期债务规模大幅上升，短期偿债压力增加，中诚信证评对公司债券资金偿还情况保持关注。

财务杠杆方面，随着业务规模扩张，公司债务规模持续上涨。截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 23.60% 和 17.54%，分别较上年末上升 2.17 个百分点和 2.89 个百分点。但公司整体债务规模较小，截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 22.52% 和 16.27%，财务杠杆水平较低。

图 3：2014~2017.Q1 公司债务结构情况



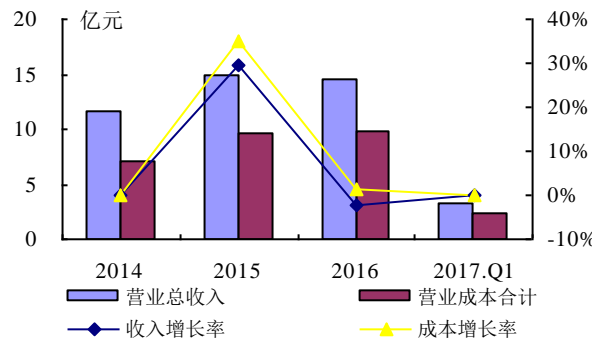
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务结构方面，2014~2016 年末公司总债务分别为 17.88 亿元、18.98 亿元和 24.47 亿元，呈逐年上升趋势，其中 2016 年末总债务同比增长 28.90%。2016 年末公司短期债务由 0.25 亿元增至 14.49 亿元，同比增长 5,694.67%，公司债券即将到期使短期债务融资规模大幅增长，同期长期债务为 9.98 亿元，当年长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年 0.01 倍上升至 1.45 倍，短期偿债压力加大。2017 年 3 月末，公司长短期债务比为 1.30 倍。

整体来看，公司财务杠杆水平较低，但债务规模持续上升，且以短期债务为主，未来仍面临一定短期偿债压力。

盈利能力

图 4：2014~2017.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年公司实现营业总收入 14.63 亿元，同比减少 2.28%。从收入结构来看，2016 年公司供水业务收入为 6.26 亿元，同比减少 1.15%，占比为 42.81%；当年工程安装收入收入为 2.25 亿元，同比减少 32.64%，占比为 15.40%；同期客运服务收入和市场租赁业收入分别为 2.17 亿元和 1.61 亿元，分别较上年增长 11.79% 和 11.08%，占比分别为 14.84% 和 11.03%。2016 年公司新增安装工程业务后，产业链进一步延长，综合竞争力得到提升，未来发展前景较好。2017 年 1~3 月公司实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 4.48%，收入规模有所回升。

表 4：2016 年公司主要业务毛利率比较表

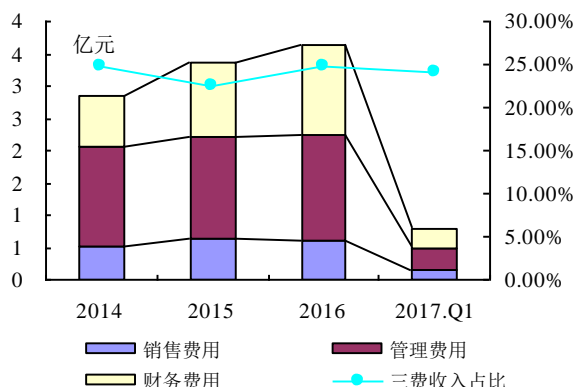
	单位：%、个百分点	
	2016	同比增减
供水业务	23.28	-5.62
污水、废液处理业务	40.11	-2.10
市场租赁业务	66.85	4.37
客运服务业务	60.49	-4.57
工程安装业务	19.49	1.16

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2016 年公司营业毛利率为 32.69%，较上年减少 2.47 个百分点。公司为优化供水管网，降低产销差率，加强供水管网建设，使供水管网维护成本增加。受此影响，2016 年公司核心板块供水业务获利能力有所下滑，使整体毛利率小幅下降，当年供水毛利率为 23.28%，较上年减少 5.62 个百分点。总体而言，公司供水业务奠定核心利润来源，但随着供水管网维护成本增加，面临的成本控制压力或将进一步增大。2017 年 1~3 月，公司毛利率为 29.96%，较上年同期减少 1.38 个百分

点。

图 5：2014~2017.Q1 公司期间费用情况

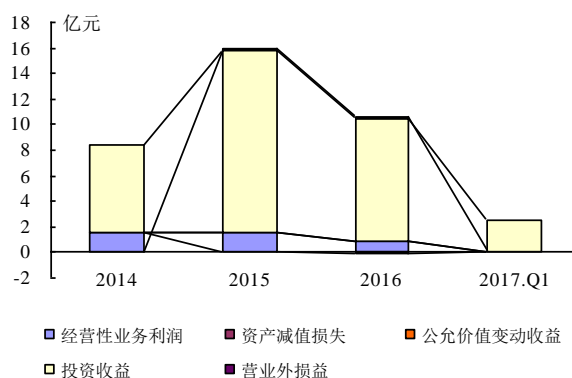


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司期间费用合计 3.62 亿元，较上年减少 2.28%，其中销售费用为 0.59 亿元，较上年减少 5.30%；管理费用为 1.64 亿元，较上年增长 3.21%；财务费用为 1.39 亿元，较上年增长 22.46%，当年财务费用大幅增长主要系短期借款增加带动利息支出增长。2016 年公司三费收入占比为 24.78%，较上年提高 2.38 个百分点，期间费用规模仍维持较高水平，期间费用控制能力有待提高。2017 年 1~3 月，公司期间费用合计 0.80 亿元，与营业收入比率为 24.20%。

从利润总额构成来看，2016 年公司利润总额为 10.64 亿元，同比减少 33.45%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。2016 年因主要投资对象广发证券业绩下滑当年实现投资收益 9.58 亿元，同比减少 32.18%，但仍比较可观；经营性业务利润为 0.90 亿元，同比减少 44.88%。公司主要投资对象为广发证券，2016 年受投资对象业绩下滑影响，当年利润总额大幅减少，整体盈利能力减弱。当年公司实现净利润 10.00 亿元，同比减少 34.63%，其中投资收益占当年净利润的比重为 95.84%，对整体盈利的贡献程度依然很大。

图 6：2014~2017.Q1 公司利润总额情况



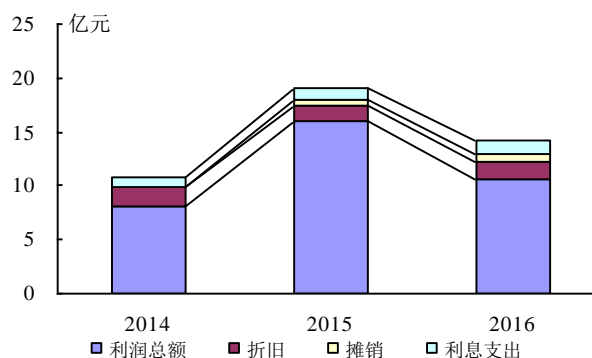
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司投资收益对整体盈利贡献程度很大，在对外投资收益减少情况下，当年盈利能力有所减弱，但主要业务板块经营较为稳定，整体业务发展较为平稳。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，折旧和利息支出占比较小。受利润总额减少影响，2016 年公司 EBITDA 为 14.27 亿元，同比减少 25.20%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016 年公司总债务/EBITDA 为 1.71 倍，EBITDA 利息保障倍数为 10.96 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务利息保障程度较高。

图 7：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，公司供水费按月收取，相关销售款项回收及时，同时当年末预收工程款等增长明显，整体经营性现金流呈现持续净流入，当年经营性现金流量净额增长 92.84% 至 4.32 亿元。2016 年，公司经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/利息支出的比率分别为 0.18 倍和 3.32 倍，分别增加 0.06 倍和 1.19 倍，经营性现金流对利息

支出覆盖程度增强。

表 5: 2014-2017.Q1 公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	0.00	0.25	14.49	12.99
长期债务 (亿元)	17.88	18.73	9.98	9.99
总债务 (亿元)	17.88	18.98	24.47	22.98
资产负债率 (%)	23.30	21.43	23.60	22.52
总资本化比率 (%)	18.97	14.65	17.54	16.27
经营活动净现金流 (亿元)	3.80	2.24	4.32	0.56
总债务/EBITDA (X)	1.66	1.00	1.71	1.65
经营活动净现金/总债务 (X)	0.21	0.12	0.18	0.10
EBITDA 利息倍数 (X)	13.21	18.14	10.96	11.25
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.65	2.13	3.32	1.81

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司与中国建设银行和兴业银行等多家银行机构建立了良好的合作关系, 截至 2016 年末, 公司共取得国内各大金融机构授信额度总计 33.00 亿元, 尚有未使用授信额度 24.50 亿元, 备用流动性充足。

或有负债方面, 截至 2016 年末, 公司无对外担保。

总体看, 公司财务杠杆水平较低, 财务结构稳健, 现金流获取能力较强, 整体偿债能力很强。未来随着水务板块业务进一步增长以及客运竞争力提升, 公司获利能力和获现能力也将持续增强, 将为公司偿债能力提供进一步保障。

担保实力

中山中汇投资集团有限公司 (以下简称“中汇集团”或者“集团”) 为本期公司债券提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。

2016 年中汇集团实现营业收入 17.58 亿元, 同比减少 6.43%, 主要系旗下商业贸易和建筑安装等业务剥离。具体来看, 2016 年中汇集团供水业务收入为 6.26 亿元, 占营业收入比重为 35.62%, 为主要收入及利润来源; 其次为垃圾、污水处理业务、工程安装业务和客运服务业务, 当年收入分别为 3.13 亿元、2.25 亿元和 2.17 亿元, 分别占营业收入的 17.82%、12.81% 和 12.35%。

表 6: 2016 年中汇集团主要板块收入结构

板块	收入 (亿元)	占营业收入的比重 (%)
供水业务	6.26	35.62
垃圾、污水处理业务	3.13	17.82
工程安装业务	2.25	12.81
客运业务	2.17	12.35

资料来源: 中汇集团定期报告, 中诚信证评整理

2016 年中汇集团供水业务、市场租赁业务及客运业务依然由中山公用运营。2016 年中汇集团供水业务收入为 6.26 亿元, 同比减少 1.11%, 占营业收入比重为 35.62%, 为主要收入及利润来源。供水业务方面, 2016 年中汇集团持续加强区域内供水管网建设, 当年供水总量约占中山市 80%, 供水能力持续位居中山市首位。中汇集团为提高自身业务能力, 未来将加强区域内水厂整合, 推动供水业务发展。2016 年中汇集团垃圾、污水处理业务收入为 3.13 亿元, 同比增长 9.44%, 主要系污水处理能力提升; 当年工程安装业务收入为 2.25 亿元, 同比减少 15.41%, 主要系工程项目承接量下降; 当年客运服务业务收入为 2.17 亿元, 同比增长 11.85%, 主要系客票销售渠道拓宽。

财务结构方面, 作为中山市公用事业行业投资与运营主体, 中汇集团各项业务发展较为稳定。截至 2016 年 12 月 31 日, 中汇集团总资产为 187.44 亿元, 同比增长 1.38%; 所有者权益 (含少数股东权益) 134.56 亿元, 同比增长 4.34%。同期, 由于偿还了部分长期借款, 中汇集团总债务降至 37.05 亿元, 降幅为 7.92%。截至 2016 年 12 月 31 日, 中汇集团资产负债率和总资本化比率分别为 28.21% 和 21.59%, 分别较上年末下降 2.04 个百分点和 2.19 个百分点, 负债水平较低, 财务结构稳健。

从债务期限结构来看, 截至 2016 年 12 月 31 日, 中汇集团短期债务同比增长 5695% 至 14.49 亿元, 长期债务同比减少 43.58% 至 22.56 亿元。2016 年长短期债务比由上年的 0.01 倍上升至 0.64 倍, 长短期债务比小幅上升。

从财务表现来看, 盈利方面, 2016 年中汇集团实现营业收入 17.58 亿元, 同比减少 6.43%。从收入构成来看, 由中山公用负责运营的水务、安装工程及客运等业务仍为中汇集团最主要的收入来源,

2016 年收入合计 14.63 亿元，占比为 83.22%。2016 年，中汇集团营业毛利率为 35.00%，较上年下降 1.78 个百分点。

偿债指标方面，中汇集团的公用事业以及市场租赁业务稳定发展，资金回收情况较好，经营性现金流入基本保持稳定。2016 年，中汇集团经营性现金流实现净流入 3.64 亿元，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.10 倍和 1.89 倍，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力尚可。同期，中汇集团 EBITDA 为 15.20 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.44 倍和 7.89 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力较好。

表 7：2014~2016 年中汇集团主要财务指标

指标	2014	2015	2016
总资产（亿元）	162.21	184.90	187.44
所有者权益（亿元）	94.09	128.96	134.56
短期债务（亿元）	0.40	0.25	14.49
总债务（亿元）	48.29	40.24	37.05
营业总收入（亿元）	19.60	18.79	17.58
经营活动净现金流（亿元）	2.41	6.51	3.64
营业毛利率（%）	30.88	36.78	35.00
EBITDA（亿元）	12.10	20.58	15.20
所有者权益收益率（%）	5.80	11.63	6.91
资产负债率（%）	41.99	30.26	28.21
总资本化比率（%）	33.92	23.78	21.59
经营净现金流/总债务（X）	0.05	0.16	0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	1.05	3.08	1.89
总债务/EBITDA（X）	3.99	1.96	2.44
EBITDA 利息倍数（X）	5.28	9.75	7.89

资料来源：中汇集团定期报告，中诚信证评整理

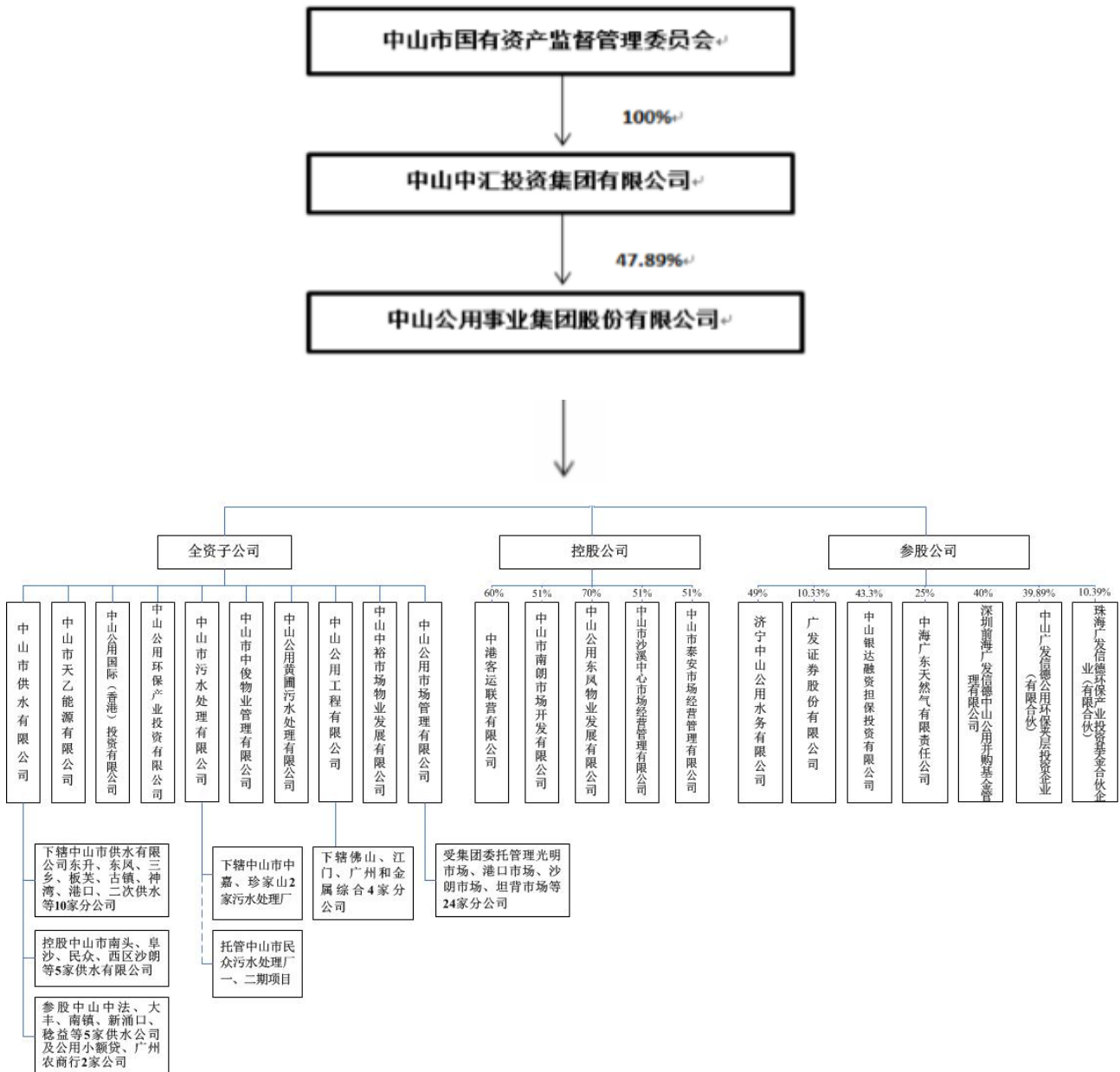
中诚信证评认为，中汇集团财务结构稳健，经营状况良好，获现能力较强。同时，作为中山市国资委全资企业和政府公用事业运营平台，中汇集团能够获得较大的政府支持，整体偿债能力很强。综合来看，中诚信证评认为中汇集团提供的全额不可撤销的连带责任保证担保将对本期公司债券按期偿还提供一定保障。

结 论

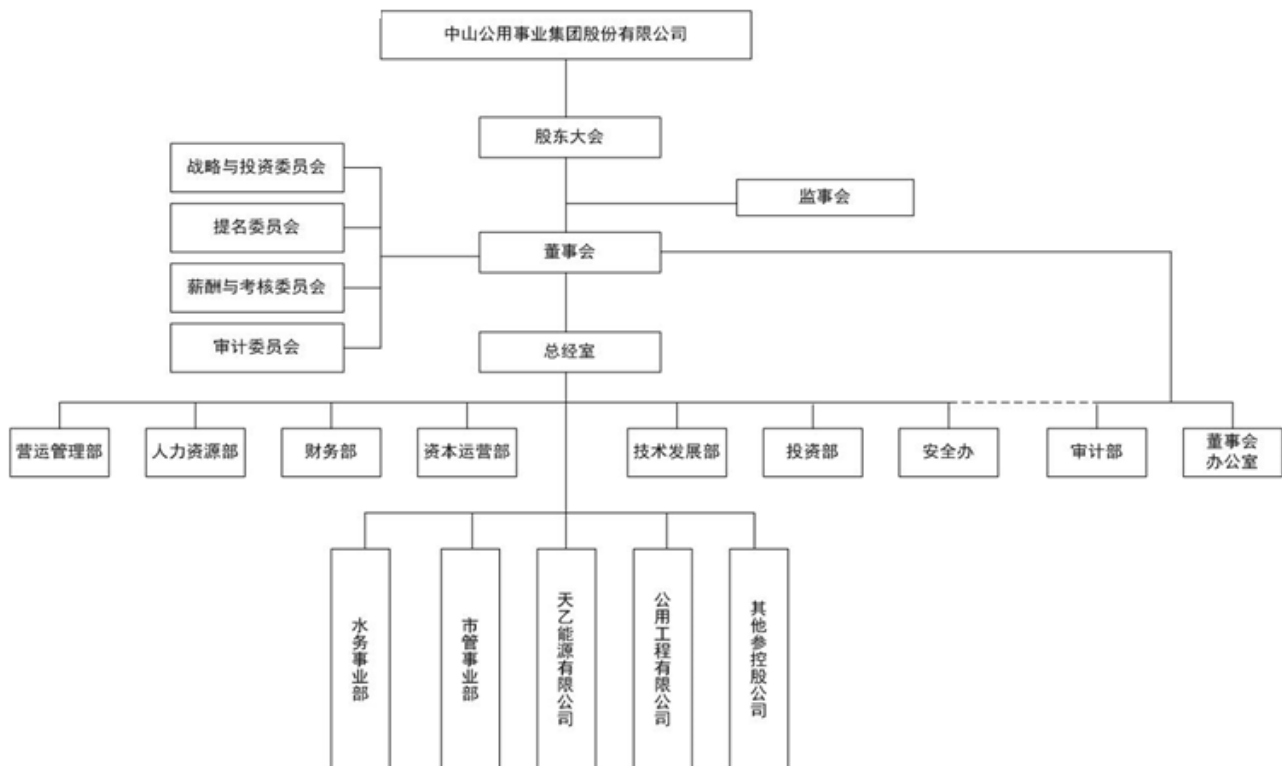
综上，中诚信证评维持中山公用主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“中山公用事业集团股份

有限公司 2014 年公司债券”信用等级 **AA⁺**。

附一：中山公用事业集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：中山公用事业集团股份有限公司组织架构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附三：中山公用事业集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	68,575.30	159,679.86	67,243.47	59,139.73
应收账款净额	5,324.84	35,940.68	39,019.03	39,027.96
存货净额	3,748.67	8,484.63	9,250.44	13,501.95
流动资产	165,067.27	234,694.31	197,628.70	189,452.11
长期投资	555,160.89	847,611.19	972,046.62	1,002,454.17
固定资产合计	238,981.01	243,423.50	241,390.83	241,084.57
总资产	995,540.54	1,408,002.46	1,505,910.49	1,525,885.53
短期债务	0.00	2,500.00	144,866.67	129,933.33
长期债务	178,766.67	187,333.33	99,833.33	99,883.33
总债务（短期债务+长期债务）	178,766.67	189,833.33	244,700.00	229,816.67
总负债	231,946.65	301,738.29	355,428.29	343,607.09
所有者权益（含少数股东权益）	763,593.88	1,106,264.17	1,150,482.20	1,182,278.44
营业总收入	115,487.49	149,677.64	146,260.17	32,929.18
三费前利润	41,677.63	49,785.57	45,207.56	9,102.36
投资收益	68,554.76	141,270.50	95,807.95	24,485.36
净利润	77,624.25	152,928.62	99,971.75	24,926.05
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	107,823.43	190,759.43	142,695.80	34,742.31
经营活动产生现金净流量	37,996.73	22,392.82	43,183.27	5,594.02
投资活动产生现金净流量	-76,655.85	19,766.80	-114,019.20	1,854.90
筹资活动产生现金净流量	55,809.26	44,438.30	-21,570.95	-15,554.17
现金及现金等价物净增加额	17,150.09	86,413.50	-93,236.39	-8,103.74
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	37.83	35.16	32.69	29.96
所有者权益收益率（%）	10.17	13.82	8.69	8.43*
EBITDA/营业总收入（%）	93.36	127.45	97.56	105.51
速动比率（X）	3.12	2.03	0.76	0.74
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.12	0.18	0.10*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.00	8.96	0.30	0.17*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.65	2.13	3.32	1.81
EBITDA 利息倍数（X）	13.21	18.14	10.96	11.25
总债务/EBITDA（X）	1.66	1.00	1.71	1.65*
资产负债率（%）	23.30	21.43	23.60	22.52
总资本化比率（%）	18.97	14.65	17.54	16.27
长期资本化比率（%）	18.97	14.48	7.98	7.79

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；2017年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：中山中汇投资集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	209,119.73	216,018.82	148,628.34
应收账款净额	11,162.67	12,625.26	17,308.10
存货净额	9,411.90	9,408.96	10,174.15
流动资产	548,709.73	459,936.14	367,375.82
长期投资	596,849.91	892,270.37	1,015,710.93
固定资产合计	316,155.74	317,717.23	312,861.29
总资产	1,622,051.99	1,849,000.70	1,874,443.45
短期债务	4,000.00	2,500.00	144,866.67
长期债务	478,934.82	399,874.58	225,625.33
总债务（短期债务+长期债务）	482,934.82	402,374.58	370,491.99
总负债	681,108.05	559,419.48	528,834.59
所有者权益（含少数股东权益）	940,943.94	1,289,581.22	1,345,608.86
营业总收入	196,045.47	187,878.81	175,803.50
三费前利润	56,389.81	64,573.45	57,886.66
投资收益	77,277.58	146,457.87	97,886.74
净利润	54,619.46	150,025.73	92,953.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	120,993.74	205,802.08	151,963.59
经营活动产生现金净流量	24,072.65	65,095.28	36,381.59
投资活动产生现金净流量	52,680.22	-71,303.23	-124,151.37
筹资活动产生现金净流量	19,127.60	13,291.46	20,402.72
现金及现金等价物净增加额	95,880.43	6,899.09	-68,196.57
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	30.88	36.78	35.00
所有者权益收益率（%）	5.80	11.63	6.91
EBITDA/营业总收入（%）	61.72	109.54	86.44
速动比率（X）	3.36	2.88	1.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.16	0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	6.02	26.04	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	1.05	3.08	1.89
EBITDA 利息倍数（X）	5.28	9.75	7.89
总债务/EBITDA（X）	3.99	1.96	2.44
资产负债率（%）	41.99	30.26	28.21
总资本化比率（%）	33.92	23.78	21.59
长期资本化比率（%）	33.73	23.67	14.36

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

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

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

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

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

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

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

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

主体信用评级等级符号及定义

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

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

评级展望的含义

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

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