



信用等级通知书

信评委函字[2018]G211-1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其拟发行的“中山公用事业集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一八年五月七日

中山公用事业集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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	中山公用事业集团股份有限公司
发行规模	本次债券发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），采用分期发行方式，首期债券发行规模 6 亿元，可超额配不超过 14 亿元（含 14 亿元）
债券期限	本次债券期限不超过 5 年，首期债券为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人与主承销商根据询价结果协商确定
付息方式	按年付息、到期一次还本

概况数据

中山公用	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	110.63	115.05	122.36
总资产（亿元）	140.80	150.59	158.43
总债务（亿元）	18.98	24.47	23.00
营业总收入（亿元）	14.97	14.63	16.14
营业毛利率（%）	35.16	32.69	31.15
EBITDA（亿元）	19.08	14.27	14.90
所有者权益收益率（%）	13.82	8.69	9.00
资产负债率（%）	21.43	23.60	22.77
总债务/EBITDA（X）	1.00	1.71	1.54
EBITDA 利息倍数（X）	18.14	10.96	15.09

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

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中山公用事业集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体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”）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。中诚信证评肯定了公司环保水务板块区域垄断优势明显、公司投资收益水平较高、稳定的获现能力和盈利能力等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到盈利状况易受资本市场景气度影响、客运业务或受到港珠澳大桥的冲击等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 环保水务板块区域垄断优势明显。公司目前是中山市最大的供水主体和城区唯一的污水处理企业。同时，子公司天乙能源拥有特许经营垃圾焚烧处理发电和垃圾渗滤液处理资质，且为中山市三大垃圾综合处理组团基地之一。公司的环保水务板块业务在中山市具有明显的垄断优势。
- 公司的投资收益水平较高。公司是广发证券的第三大股东，广发证券的盈利对公司的投资收益和盈利水平形成有效支撑。近三年，公司的投资收益分别为 14.13 亿元、9.58 亿元和 10.13 亿元。
- 较为稳定的获现能力和盈利能力。公司水务、客运、市场租赁业务以及垃圾处理及发电业务决定了其市场回报较为稳定，且具有较好的现金流获取能力。

分析师

张卡 kzhang@ccxr.com.cn

刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月7日

关注

- 盈利状况易受资本市场景气度影响。因广发证券投资收益在公司利润中占比较大，证券行业日趋激烈的竞争以及资本市场的波动，可能给公司利润造成较大影响。
- 客运业务或受到港珠澳大桥开通的冲击。公司的客运业务主要往返于中山和香港之间，随着港珠澳大桥的完工并投入运营，公司的客运业务或受到冲击。

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、法规及时对外公布。

发债主体概况

中山公用事业集团股份有限公司原名“佛山市兴华集团股份有限公司”（以下简称“佛山兴华”），于1992年11月5日经广东省企业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]81号”文批准设立。1997年1月14日，公司采用“上网定价”方式发行社会公众股（A股）1,600万股，于1997年1月23日在深圳证券交易所挂牌交易，发起人佛山市兴华商业集团公司为公司第一大股东。佛山市兴华商业集团公司于1999年将其持有的占总股本38.93%的发起人股份（国家股）转让给中山公用事业集团有限公司（以下简称“公用集团”），公司名称由佛山兴华变更为“中山公用科技股份有限公司”（以下简称“公用科技”）。2007年7月，原公用科技实施重大资产重组，通过换股吸收合并公用集团及新增发行43,845.71万股A股收购五家乡镇供水公司供水主业资产的方式，实现原控股股东公用集团水务资产的整体上市及中山市乡镇供水资产的注入，公司名称由公用科技变更为“中山公用事业集团股份有限公司”，国有股东变更为中山中汇投资集团有限公司（以下简称“中汇集团”或“集团”），亦是公司第一大股东。截至2017年末，公司实收资本14.75亿元，中汇集团持有47.98%的股权，公司实际控制人为中山市国有资产监督管理委员会。

公司的经营范围为公用事业的投资及管理，市场的经营及管理，投资及投资策划、咨询和管理等业务。公司的收益主要由环保水务、市场运营、工程建设、港口客运以及股权投资构成。

截至2017年12月31日，公司总资产为158.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为122.36亿元，资产负债率为22.77%；2017年，公司实现营业收入16.14亿元，净利润11.01亿元，经营活动净现金流5.64亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	中山公用事业集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	本次债券发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），采用分期发行方式，首期债券发行规模 6 亿元，可超额配售不超过 14 亿元（含 14 亿元）
债券期限	本次债券期限不超过 5 年，首期债券为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人与主承销商根据询价结果协商确定
发行价格	本期债券面值 100 元，按面值发行
付息方式	按年付息、到期一次还本
募集资金用途	募集资金在扣除发行费用后拟用于调整债务结构、偿还金融机构借款、债券及其他债务性工具以及补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

水务行业概况

水是人类赖以生存和发展的不可缺少的物质资源和战略性经济资源。水务行业是关系国计民生的公用事业行业，与人们日常工作、生产和生活关系密切，在国民经济中占有重要地位，是社会进步和经济发展的重要支柱，近年来行业在城市化进程的推动下发展较快。

从水务行业的整个产业链布局来看，主要包括原水供应、自来水供应、污水处理、中水生产以及污泥处理等细分环节，其中原水和自来水供应属于传统公用事业，而污水处理、再生水以及污泥处理属于是近年来伴随着城市化进程以及工业化进程加快的新兴产物，属于朝阳行业。因此企业和居民日常生活中所缴纳的水费也是由产业链的各个环节费用构成，包括水资源费、自来水费、污水处理费、中水费等，其中水资源费通常是由自来水供水企业代收后上交国家；自来水费是自来水企业的主要收入来源，通常是由企业向用户终端收取，该费用包括了原水的生产成本、原水厂利润、自来水生产成本、自来水厂及管网利润及相关税费等；污水处理费也是由自来水企业代收后上交政府，再由政府拨付给污水处理企业，该费用通常是由政府和厂家协议确定。

作为公用事业行业，水务行业是典型的政策导向性和法律法规驱动型行业。从中国水务行业近年来出台的相关政策可以看出，行业的总体方向是加快市场化，推动水价改革以提高节约用水的力度和促进对水资源的保护。这些政策内容主要包括了市场准入的放开、水价改革、特许经营和加快污水工程建设等方面内容。考虑到中国目前存在人均供水量不足和水资源污染严重等问题，未来继续推动行业改革促进对水资源的保护仍将是促进行业发展的动力。

从行业的竞争格局来看，区域垄断特征明显，但从全国范围来看，行业集中度较低，未来有进一步集中的趋势。一方面在各地水务事业刚刚起步时，主要是由政府作为投资主体，通过前期的管网铺设已经在城镇大部分地区进行了覆盖，后期主要是管网方面的设备维护和更新，因此行业呈现出了以市、县为单位的区域垄断布局。另一方面作为公用事业，水务行业具有初始投资大、投资回收周期长、资金沉淀性强等特点，所以行业进入门槛较高，这也是造成该行业区域垄断特征明显的因素之一。因此从全国范围来看，中国的水务行业集中度较低，随着中国水务市场的开放度日益提高，市场主体逐渐增加，行业有进一步集中的趋势。一方面，外资以及民营资本凭借资金、技术、管理方面的优势高价收购股权、特许运营权逐步控制中小型城镇的水务市场，另一方面，国有大型水务企业也凭借资金和运营方面的优势跨地区拓展市场，目前水务市场仍以国有企业为主导，但是市场份额已经逐渐向国有大型水务企业集团以及外资企业集中。

表 2：近年来中国水务行业政策出台情况

日期	政策主要内容
2013.01	国务院发布《循环经济发展战略及近期行动计划》，指出到 2015 年，工业用水重复利用率超过 90%，城镇污水处理设施再生水利用率超过 15%，政府将从价格政策、价格和收费政策方面对污水处理行业进行支持。
2013.08	国务院发布《关于加快发展节能环保产业的意见》，指出加大中央预算内投资和中央财政节能减排专项资金对污水处理行业的投入，鼓励地方政府加大投入力度，加快重点流域、清水廊道、规模化畜禽养殖场等重点水污染防治工程建设。
2013.10	国务院发布《城镇排水与污水处理条例》，条例包括总则、规划与建设、排水、污水处理、设施维护与保护、法律责任等部分，鼓励社会资本参与投资、建设和运营城镇排水与污水处理设施，旨在保障城镇排水与污水处理设施安全运行。
2014.01	国家发改委、住建部《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》部署全面实行城镇居民阶梯水价制度。2015 年底前，设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度；具备实施条件的建制镇，也要积极推进居民阶梯水价制度。
2015.04	国务院发布《水污染防治行动计划》。到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。
2016.03	国务院发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》。落实最严格的水资源管理制度，实施全民节水行动计划。坚持以水定产、以水定城，对水资源短缺地区实行更严格的产业准入、取水定额控制。加快农业、工业、城镇节水改造，扎实推进农业综合水价改革，开展节水综合改造示范。用水总量控制在 6,700 亿立方米以内。
2017.02	国务院发布《全国土规划纲要（2016-2030 年）》。加强水资源保障能力建设。合理安排生产、生活、生态用水，统一调配本地与外地、地表与地下水资源。合理安排改造现有水源地，科学规划新建和调整水源地，蓄引提调结合、大中小微并举，建立健全流域与区域相结合、城市与农村相统筹、开发利用与节约保护相协调的水资源供应体系。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

城市供水

近年来中国供水行业发展较为稳定。根据国家统计局数据，2017 年末我国城镇化率增至 58.52%，国民经济发展带来的生产用水提升和城镇化带来

的居民生活用水规模增加，使人均用水量继续保持上升的趋势，2017 年为 439 立方米/人，同比增长 0.3%。2017 年，全年总用水量 6,090 亿立方米，比上年增长 0.8%。其中，生活用水增长 2.8%，工业用水增长 0.2%，农业用水增长 0.6%，生态补水增长 1.7%。

水价方面，从定价模式来看，中国水价仍然由各地物价局举行价格听证会的方式决定，但是自来水价格正在逐步实现市场化调整。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，中国居民用水价格以及工业用水价格也不断上涨，未来仍具备上涨空间。随着中国水务行业的市场化改革逐步推进，水价持续攀升。一方面，中国人均水资源供应不足以及供水企业成本，包括药剂和人工成本持续上升；另一方面，中国水价和国际平均水平相比仍处于较低位置，目前中国水价仅为同类型国家水价的 1/5~1/4；鉴于以上两方面因素的影响，中诚信证评认为未来水价仍将具有一定的上升空间。

综合以上分析，中诚信证评认为在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，未来用水量将保持稳步上升趋势，并且随着水价改革逐步落实，中国自来水供应价格仍具备一定的上涨空间，因此长期来看，中国供水行业仍将保持稳定增长。

污水处理

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

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。根据《中国 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，城市污水处理厂日处理能力 14,823 万立方米，比上年末增长 5.6%；城市污水处理率为 92.4%，提高 0.5 个百分点。污水处理行业是典型的公用事业，因此污水处理价格受产业政策影响较大。近年来，国家政策不断向行

业倾斜。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 1.40 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；未征收污水处理服务费的市、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服务费的收取标准，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。2016 年 12 月，国家发展改革委、水利部、住房城乡建设部联合印发了《水利改革发展“十三五”规划》（以下简称《规划》）。规划指出，在“十三五”期间，我国将以江河流域系统整治和水生态保护修复为着力点推进生态文明建设，明确到 2020 年，县城、城市污水处理率分别达到 85%、95%。

综上所述，中诚信证评认为在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，污水排放量仍将保持稳步增长。考虑到中国污水处理率尤其是县、镇级污水处理率仍存在一定的提升空间，因此我们认为中国污水处理行业仍会保持旺盛的市场需求。

中山市经济环境

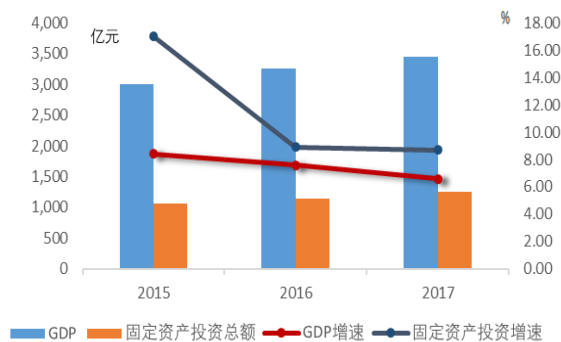
中山市位于广东省中南部，珠江三角洲中南部、北江下游出海处，北接广州市番禺区和佛山市顺德区，西邻江门市区、新会区和珠海市斗门区，东南连珠海市，东隔珠江口伶仃洋与深圳市和香港特别行政区相望，总面积 1,783.67 平方公里，截至 2017 年末，常住人口 326.00 万人，城镇化水平 88.28%。中山市曾是广东省八十年代的四小虎之一，也是第一批被国家统计局列为率先跨入小康水平的六个城市之一。多年来，中山市凭借较好的经济基础和较快的经济增长势头，经济总量始终保持在广东省前列。

中山市河网密度是我国较大的地区之一，各水

道和河涌承纳了西、北江来水，每年4月开始涨水，10月逐渐下降，汛期达半年以上，全市共有支流289条，全长977.1公里。中山属丰水地区，年降雨量1,738毫米，降水量共达29.18亿立方米，西江和北江流经该市的磨刀门、横门、洪奇沥总水量1,497亿立方米，每亩平均水量达12.57万立方米。

中山市先后获得过联合国人居奖、全国文明城市、国家卫生城市、中国优秀旅游城市、全国环保模范城市、全国生态是、中国最具幸福感城市等多项荣誉。中山市在环境保护、人居环境改造方面已经取得了较好的成果。

图1：2015~2017年中山市GDP及固定资产投资情况



资料来源：中山市统计公报，中诚信证评整理

经济环境方面，近年来，中山市经济运行连续保持平稳增长态势。2017年生产总值（GDP）3,450.31亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长6.6%。其中，第一产业增加值66.89亿元，下降2.5%；第二产业增加值1,734.97亿元，增长4.9%；第三产业增加值1,648.45亿元，增长9.1%。三次产业结构调整为1.9:50.3:47.8。在第三产业中，批发和零售业增长3.7%，交通运输、仓储和邮政业增长1.4%，金融业增长6.0%。全市人均GDP达106,327元（折15,748美元），增长5.7%。

2017年固定资产投资1,248.48亿元，增长8.7%。其中房地产开发投资623.97亿元，增长14.8%。分投资主体看，国有投资135.11亿元，增长8.6%；集体投资25.07亿元，下降32.3%；港澳台及外商投资167.46亿元，下降5.4%；私营个体经济投资433.68亿元，增长41.7%。民间投资完成858.0亿元，增长9.1%，占全年固定资产投资的68.7%。

总体来看，中山市经济发展较快，为供水、污

水处理等公用事业的发展提供了有力的支持。以建设“适宜创业、适宜创新、适宜居住”的新型城市为目标，中山市将进一步加强公用基础设施的建设、维护和管理，加快推进供水和污水处理一盘棋。

竞争优势

环保水务板块具有明显的区域垄断优势

公司目前是中山市最大的供水主体和城区唯一的污水处理企业。在中山市内，公司自来水供水量占比80%，污水处理量占比约为35%，区域垄断优势明显。同时，子公司天乙能源拥有特许经营垃圾焚烧处理发电和垃圾渗滤液处理资质，同时为中山市三大垃圾综合处理组团基地之一。公司的环保水务板块业务在中山市的垄断优势明显。

投资收益规模较大

公司的投资收益水平较高，近三年，公司的投资收益分别为14.13亿元、9.58亿元和10.13亿元，对公司盈利能力形成有效支撑。其中，公司是广发证券的第三大股东，广发证券的盈利对公司的投资收益和盈利水平形成有效支撑。

业务运营

公司围绕“成为全国领先的综合环境服务提供商”的战略目标，聚焦“环保+水务”的核心主业，并发展客运服务、市场租赁以及工程建设等业务，使得公司成为中山市最主要的综合性公用事业运营主体。2015~2017年，公司的营业收入分别为14.97亿元、14.63亿元和16.14亿元。其中，供水业务、工程安装业务、客运服务、市场租赁以及污水废水处理对公司的收入贡献较大。

表 3：2015~2017 年公司各主营板块收入情况

单位：万元

板块	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
供水	63,348.71	43.02%	62,618.09	44.27%	64,789.08	41.50%
工程安装收入	33,438.87	22.71%	22,524.36	15.92%	30,167.17	19.32%
客运服务	19,419.74	13.19%	21,709.17	15.35%	24,549.67	15.72%
市场租赁业	14,523.54	9.86%	16,132.26	11.41%	16,148.36	10.34%
污水、废液处理	9,819.02	6.67%	9,750.07	6.89%	10,677.50	6.84%
垃圾处理及发电收入	2,683.79	1.82%	5,398.83	3.82%	6,927.75	4.44%
物业管理	1,649.79	1.12%	1,976.32	1.40%	2,315.29	1.48%
其他	2,364.06	1.61%	1,336.96	0.95%	548.08	0.35%
合计	147,247.53	100.00%	141,446.06	100.00%	156,122.90	100.00%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

环保水务

公司的环保水务板块主要由供水、污水、废液处理以及垃圾处理及发电业务构成。

供水业务

公司的供水业务主要通过全资子公司中山市供水有限公司（以下简称“中山供水”）运营，截至 2017 年末，公司拥有 6 家全资水厂、2 家控股水厂、3 家参股水厂和 2 家合作经营水厂。

公司主要负责中山市的自来水供应。公司的供水面积约 2,000 平方公里，服务人口约 300 万人，在中山市的市场占有率为 80%，负责中山市下辖 1 个开发区、5 个街道和 18 个镇的供水，目前全市范围内除小榄镇、黄圃镇、坦洲镇以外，均由公司担任供

水主体。

截至 2015~2017 年末，公司供水能力分别为 209.50 万立方米/日、208 万立方米/日和 205 万立方米/日，2016 年公司的日供水能力减少 1.5 万立方米，主要是旗下民众水厂的供水业务关停所致；2017 年公司的日供水能力减少 3 万立方米主要是受阜沙水厂关停影响。2015~2017 年，公司的供水量分别为 44,790 万立方米、44,036 万立方米和 45,236 万立方米；同期的售水量分别为 38,887 万立方米、38,231 万立方米和 39,564 万立方米；同期的售水结算收入为 6.33 亿元、6.26 亿元和 6.48 亿元。近年来，公司的管网漏损率相对稳定。截至 2017 年末，公司供水管网长度为 5,340 千米。

表 4：2015~2017 年末，公司供水业务指标

指标	2015 年	2016 年	2017 年
设计日供水能力（万立方米/日）	209.5	208	205
供水量（万立方米）	44,790	44,036	45,236
售水量（万立方米）	38,887	38,231	39,564
管网漏损率（%）	13.18	13.18	12.54
水压合格率（%）	99.50	99.50	99.50
供水管网长度（千米）	5,100	5,400	5,340

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

售水结构方面，公司目前分为趸售制和直供水，近三年公司的供水结构相对稳定，趸售模式和直供模式的售水比例约为 3:7，其中趸售对象主要为镇级水司，涉及 6 个镇及片区。

表 5：2015~2017 年，公司售水结构

单位：万立方米、%

类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	售水	占比	售水	占比	售水	占比
趸售	11,321.40	29.11	10,529	27.54	11,038	27.90
直供	27,565.84	70.89	27,703	72.46	28,526	72.10
居民	12,464.63	32.05	12,693	33.20	13,247	33.48
非居民	14,981.07	38.53	14,897	38.96	15,169	38.34
特种行业	120.14	0.31	113	0.30	110	0.28
合计	38,887.24	100.00	38,232	100.00	39,564	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

水价方面，中山市的水价自 2012 年 7 月调整后，一直保持稳定，截至 2017 年末，居民用水价格为 1.60 元/立方米，非居民用水 1.80 元/立方米、特种行业用水 3.00 元/立方米，趸售用水 1.52 元/立方米。

截至 2017 年末，公司合计设置了 19 个水费收费点，与 10 家银行合作，主要通过银行划账、微信、支付宝、翼支付、美宜佳便利店、汇款、刷卡、支票和现金方式等收缴或代扣。水费回收率较高，近三年的回收率均在 97% 以上，欠款用户主要是趸售大户。

水源和水质保证方面，公司水源主要取自西江小榄水道、鸡鸦水道、洪奇沥水道、西江干流等，以上水源水质均达到国家规定的二级水质标准。另外，公司高度重视自来水的水质安全，拥有行业领先的水质检测实验室，并采用国内、国际先进的技术工艺、设备设施保障出厂水水质指标超过国家卫生标准。同时，建立应急处理预案，以便及时妥善处理水质安全事件。

总体来看，公司供水业务在中山市市场占有率较高，水费回收率较好，是公司稳定的收入来源之一。

污水、废液处理业务

公司的污水处理业务由中山市污水处理有限公司、中山市珍家山污水处理有限公司、中山市黄圃污水处理有限公司和中山市民众水务有限公司负责运营，对中山市主城区的生活污水处理业务实现全面覆盖。2016 年 7 月，公司中标了总投资 2.63 亿元（包括特许经营权和工程投资）的黄圃镇污水处理厂网一体化 PPP 项目，是中山市第一个污水处理的 PPP 项目。截至 2017 年末，公司下属 3 个全资污水厂和 1 家托管水厂，在中山市的污水处理市场份额为 35%，涉及范围为中心城区、沙溪镇、火炬区、黄圃镇、民众镇等的生活污水。

2015~2017 年，公司污水处理能力分别为 30 万立方米/日、38 万立方米/日和 38 万立方米/日，2016 年污水处理能力有所上升主要是新增了民众水厂和黄圃水厂的污水处理能力。2015~2017 年，公司的污水处理量分别为 9,847 万立方米、10,309 万立方米和 11,493 万立方米；同期的污水处理结算收入为 0.98 亿元、0.98 亿元和 1.07 亿元，年处理量和收入呈上升趋势。

表 6：2015~2017 年末，公司污水处理情况

	2015 年	2016 年	2017 年
污水处理能力（万立方米/日）	30	38	38
污水处理量（万立方米）	9,847	10,309	11,493
污水处理平均单价（元/立方米）	1.08	1.08	1.08

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2015~2017 年，公司污水处理单价

项目名称	单位：元/立方米		
	2015 年	2016 年	2017 年
居民	0.90	0.90	0.95
非居民	0.90	0.90	1.40
特种行业	1.08	1.08	1.68

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

污水处理单价方面，近三年不同用户的生活污水处理单价相对稳定，2016 年底，政府调整了生活污水处理收费标准，公司污水处理单价有所上升，截至 2017 年末，居民的污水处理单价为 0.95 元/立方米，非居民的污水处理单价为 1.40 元/立方米，特种行业的污水处理单价为 1.68 元/立方米。

公司污水处理费收取方面，市财政局按照公司每月实际的污水处理量，于次月将污水处理费划拨至公司专用账户。根据政府文件，2015 年至 2016 年，污水处理费按用水量的 90% 向用水户收取，从 2017 年起，污水处理费按用水量的 100% 向用水户征收。

公司的污水处理业务运营情况较好，对公司的营业收入形成一定的支撑，同时，公司于 2016 年中标了中山市第一个污水处理的 PPP 项目，为推进中山市“污水一盘棋”提供了新的解决思路，也为公司未来并购其他污水处理公司等业务拓展奠定了基础。

垃圾处理及发电业务

2015 年 7 月，公司现金收购了中山市天乙能源有限公司（以下简称“天乙能源”）100% 的股权，天乙能源拥有特许经营垃圾焚烧处理发电和垃圾渗滤液处理资质，为中山市三大垃圾综合处理组团基地之一。2015~2017 年，公司垃圾处理及发电业务收入分别为 0.27 亿元、0.54 亿元和 0.69 亿元，2016 年较 2015 年大幅上升主要是公司于 2015 年 7 月收购天乙能源。

目前公司现有垃圾焚烧处理能力为 970 吨/日，与政府签订了 22 年（2007 年 4 月 9 日-2029 年 4 月 8 日）的垃圾焚烧处理发电特许权协议，主要服务中山市的小榄、东升、古镇、东风、南头、黄圃、阜沙、三角等八个镇区的垃圾处理。2015~2017 年，公司垃圾处理量为 145,615 吨、272,274 吨以及 317,235 吨，

同期生产电量为 4,665.55 万千瓦时、9,649.16 万千瓦时以及 11,850.13 万千瓦时。公司垃圾焚烧产生的电力除天乙能源自身生产用电外，全部用于对外供电，同期的售电量一般约为生产电量的 75-85%。

表 8：2015~2017 年，公司垃圾处理及发电情况

	2015	2016	2017
垃圾处理量（吨）	145,615	272,274	317,235
生产电量（千瓦时）	46,655,450	96,491,582	118,501,250
销售电量（千瓦时）	35,552,000	76,958,200	99,994,400
平均销售电价（元/千瓦时）	0.55	0.55	0.55
垃圾处理收入（万元）	836.22	1,149.55	1,624.18

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

注：1、2015 年的运营数据仅含当年 7-12 月

2、垃圾处理收入=垃圾处理量*垃圾处理单价-当月售电量*0.11

2015 年公司对天乙能源的收购使得公司进入固废处理领域，这是对公司核心板块“环保水务”的重要补充，完善了公司的产业链，并对公司的营业收入和利润增长形成补充作用。

工程安装业务

公司的工程安装业务主要由中山公用工程有限公司（以下简称“公用工程”）开展，2016 年 2 月，公司以约 7,700 万元收购公用工程 100% 股权，该收购为同一控制下合并。

公用工程拥有市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包三级、建筑装饰装修工程专业承包二级等多项资质，公司承接项目涉及道路照明、供水管网、燃气管道安装改造等业务，并在佛山、江门、广州设立了分公司。公司的业务模式主要有公开招标、PPP 以及 BOT、BT 或其他公司联营合作。2015-2017 年，公司工程安装业务收入分别为 3.34 亿元、2.25 亿元和 3.02 亿元。2016 年工程安装收入呈现下滑态势主要是该板块的大项目中山

市中心城区雨污分流建设工程随着项目的推进逐步完工，2017年随着公司承接工程项目增加收入有所回升。

2015-2017年，公司负责的工程项目竣工数量分别为182个、679个和207个，竣工项目涉及金额分别为1,959.20万元、4,290.74万元和15,702万元。截至2017年末，公司在建项目有7个，涉及金额4,068.06万元。其中，2012年公用工程承接的中山

市中心城区雨污分流建设工程是公司近年来的重大项目之一，主干管道及市政管道合计约254公里，污水提升泵站10座，工程造价合计约9.54亿元；黄圃镇污水处理厂网一体化PPP项目是中山市第一个污水处理方面的PPP项目，亦是由公司本部与公用工程共同合作中标的项目，涉及工程施工金额0.88亿元，公用工程公司负责该项目的工程施工。

表 9：截至 2017 年末，公司主要在建项目

单位：万元

项目名称	业务模式	项目金额	开工日期	预计工期	完工进度
恩平市城区生活污水处理厂及配套管网（二期）工程和五个镇级（东成、大田、良西、圣堂、牛江）生活污水收集处理工程 PPP 项目	公开招标中标	5,698.28	2016.8.15	厂区 582 天， 管网 533 天	污水厂部分：98%； 管网部分：98%
中山市黄圃镇污水处理厂网一体化 PPP 项目	公开招标中标	8,788	2016.11.10	658 天	30%
康华路 DN600 给水管改造工程	年度中标委托	892.82	2016.10.18	567 天	95%
中山市长江路改造工程给水管道路迁改	年度中标委托	4,172.53	2016.11.28	733 天	40%
长江路雨污分流主干管工程	公开招标中标	3,000	2016.12.2	3 年	57%
龙祥路一沙栏红绿灯 DN1200-DN800 管道工程	公开招标中标	349	2017.10.10	90 天	98%
中山市板芙镇滨江东路（聚丰至尚美居）道路及排水工程	公开招标中标	709.08	2017.11.1	150 天	40%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年公司对公用工程的收购拓展了公司的业务范围，同时公用工程的工程施工资质等级较高，为公司未来承揽业务以及扩大收入规模形成了有力的支撑。

客运服务

公司的客运服务业务主要是子公司中港客运联营有限公司（以下简称“中港客运”）负责运营的中山港至香港的旅客水路运输业务，公司于2014年将中港客运从关联方中山市歧江集团有限公司购入其60%的股权，购入价格为1.88亿元。公司经营客运服务业务的收入来源主要为客票，近三年的收入分别为1.94亿元、2.17亿元和2.45亿元。

中港客运原有5艘船，其中1艘于2017年报废，目前剩余4艘，另外公司租赁1艘以满足市场需要；截至2017年末，公司运营航线3条，分别为中山-香港、中山-香港机场和中山-深圳航线，其中中山-深圳航线为2017年新增航线。2016年及其之前，公司每艘船的平均客运数为338个，2017年以来每艘船

的平均客运数为330个。近三年，公司客运业务中山-香港航线开通班轮次数为15班次/天，2015年以来，公司票价为185元/班次；中山-香港机场开通班轮次数为7班次/天，票价一直稳定为290元/班次；中山-深圳开通班轮次数为8班次/天，票价为120元/班次。2015~2016年，公司年可载客量为278万人次，2017年可载客量为309万人次，主要系增加了中山-深圳航线1,055个航次以及增加了中山-香港航线390个航次所致。2015~2017年，公司的总航次分别为8,244次、8,520次和9,965次；同期的实际客运量为121万人次、116万人次和129.94万人次。2017年，中山-香港、中山-香港机场和中山-深圳航线的收入比为45.69:16.07:1。

从采购方面来看，中港客运的主要成本为燃油采购费，受业务量持续增加影响，近三年的燃油采购量稳步增长，同时燃油采购单价受市场行情影响有所波动，一定程度上影响了公司的稳定运营。

表 10: 2015~2017 年末, 公司客运采购燃油情况

项目	2015	2016	2017
燃油采购量 (万升)	1,028	1,052	1,091.11
燃油采购单价 (元/升)	2.94	2.64	3.28

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 在运输行业保持稳步增长的态势下, 公司客运业务有望持续保持增长, 但是未来随着港珠澳大桥的投入使用, 其对公司航线客运量的分流作用值得关注。

市场运营业务

公司的市场运营业务主要由多家子公司运营。目前公司在中山市拥有31个市场、托管2个市场, 市场主要从事农产品、水产品以及果蔬的批发零售, 其中果菜、水产专业批发市场2个。公司鲜活产品批发业务在中山市的市场份额为80%, 果蔬批发业务占60%, 农产品零售占18%。

公司市场租赁占地面积43万平方米, 建筑面积27万平方米, 出租率约为80%以上。从布局来看, 目前公司的各个市场主要分布在中山市18个镇区, 各市场在全市范围内分布较为均匀, 并且基本全部位于城区的繁华路段或者各镇区中心, 交通便利。近三年的市场运营业务收入为1.45亿元、1.61亿元和1.61亿元。

表 11: 公司市场运营业务开展情况

项目名称	2015	2016	2017
收入(亿元)	1.45	1.61	1.61
出租率(%)	85	82	80.77

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

近年来, 公司以“升级改造”为手段, 结合市场实际情况, 改善提升市场的环境水平, 完善基础设施建设, 确保了市场出租业务稳定经营。

物业管理业务

公司物业管理业务主要由子公司中山市中俊物业管理有限公司负责, 业态主要是办公楼、商住小区、综合商业体、水厂、农贸市场等, 截至2017年末, 公司管理的物业面积100万平方米, 物业管理的收费标准平均为1.8元/平方米, 公司一般按月收取物业管理费。2015-2017年, 公司物业管理收入分别为0.16亿元、0.20亿元和0.23亿元, 对公

司的营业收入形成了一定补充。

对外投资板块

此外, 公司亦从事对外投资业务, 近三年来, 公司的投资收益分别为14.13亿元、9.58亿元和10.13亿元, 处于较高水平。2017年, 公司投资收益10.13亿元的主要构成是权益法核算的长期股权投资收益9.87亿元, 其中权益法核算的长期股权投资收益前五名合计为9.63亿元, 占投资收益的95.06%。

表 12: 按权益法核算的长期股权投资收益前五名情况

对外投资单位	截至 2017 年 末公司的股 权比例	账面价值 (亿元)	2017 年投资 收益(万元)
广发证券股份有 限公司	10.33%	92.67	88,835.70
中海广东天然气 有限责任公司	25.00%	2.03	2,970.58
济宁中山公用水 务有限公司	49.00%	3.87	1,502.46
中山市大丰自来 水有限公司	33.89%	0.65	1,546.05
中山中法供水有 限公司	33.89%	0.61	1,408.63

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公用事业领域, 公司对外投资主要包括中海广东天然气有限责任公司、济宁中山公用水务有限公司、中山市大丰自来水有限公司和中山中法供水有限公司等企业。

金融投资领域, 截至2017年12月31日, 公司持有广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)境内上市内资股(A股)股份686,754,216股, 占广发证券总股本9.01%; 公司全资子公司公用国际(香港)投资有限公司持有广发证券境外上市外资股(H股)股份100,904,000股, 占广发证券总股本的1.32%; 合计持股比例为10.33%。另外, 公司与广发证券合作设立了深圳前海广发信德中山公用并购基金管理有限公司(下称“前海并购基金管理公司”), 总规模预计20亿元, 投资主线为节能环保、新能源等行业。前海并购基金管理公司下设珠海广发信德环保产业投资基金合伙企业(有限合伙)(下称“环保产业投资基金”)和中山广发信德公用环保夹层投资企业(有限合伙)(下称“夹层投资基金”)。截至2017年底, 环保产业投资基金已完成备案登记并募集完毕, 募集总额为57,740万元; 夹层投资基金已完成备案登记并完成部分资金募集, 募集金额

为4,300万元。并购基金累计已投项目共10个，投入金额约4.58亿元。

公司治理

治理结构

作为上市公司，公司根据《公司法》、《证券法》和中国证监会的法律法规等规范性文件要求，不断完善公司法人治理结构、建立现代企业制度、规范公司运作。公司已经制定了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《董事长工作细则》、《独立董事工作制度》、《总经理工作细则》、《董事会秘书工作细则》、《信息披露事务管理制度》、《参控股公司管理办法》以及《外派人员管理办法》、《关联交易管理制度》、《内部审计管理办法》等规章制度。根据中国证监会要求和公司资产重组后的变化情况，公司进而修订完善了《公司章程》、《内部审计管理办法》。

根据公司章程，公司按照现代企业制度建立了法人治理结构，设立了股东大会、董事会和监事会等。公司设董事会，对股东大会负责，董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。董事会由九名董事组成，董事会设董事长一名，副董事长一名。董事长和副董事长由公司董事担任，但不能同时兼职总经理职务。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司设监事会，监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为3年，监事任期届满，连选可以连任。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，总经理每届任期三年，连聘可以连任，对董事会负责，主要主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

公司的管理制度方面，内部控制方面，公司结

合“上市公司治理专项活动”自查及整改活动，以夯实公司内部管理为重点，全面落实公司内部控制制度的建立健全、贯彻实施及有效监督。

财务管理方面，公司对下属子公司实施全面预算管理，预算内容包括业务预算、财务预算、投资预算和筹资预算，通过预算进行成本控制。资金管理方面，公司实行资金集中管理制度，采用“收支两条线”的管理模式，下属全资子公司的资金都在公司统一管理，借助资金管理平台，进行实时掌控。此外，公司在融资管理与对外担保方面控制严格，实施集中管理制度，通过公司财务部统一对外融资。

总体来看，公司的各项法人治理结构和管理制度较为健全，有效地协调了各部门和下属各公司业务运行，较好的规避了资金风险，提高了公司的运营效率，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

公司将围绕一个转变，坚持双轮驱动、打造三大板块、提升四项能力，实施五大工程”，实现行业领先、国内一流的综合环境服务提供商的发展目标，简称“12345”发展战略。围绕一个转变：从非相关多元化发展向“归核化、生态化”转变；坚持双轮驱动：坚持产业经营和资本运作双轮驱动的发展模式；打造三大板块：大环保、大投资、辅助业务；提升四项能力：提升项目获取、资本输出、模式复制、异地管控四大能力；实施五大工程：优化提升战略管理、组织管控、财务管理、人才发展、技术创新，为战略目标实现提供保障。

水务方面，将继续围绕“行业领先、国内一流的综合环境服务提供商”的战略目标，聚焦环保水务，通过依托本地资源快速进入水环境综合治理领域，做优做精水务一体化业务，强化工程业务与环保水务协同发展。

固废处理方面，2018年，公司将加快推进天乙能源三期扩建项目工作，优化项目的运营管理水平，通过提升工艺技术，降低成本并提高生产效率，同时，结合固废处理行业发展的契机，适时拓展延伸产业链，壮大规模形成行业品牌效应。

投资业务方面，在粤港澳大湾区、“一带一路”等国家战略影响下，位处珠三角优越地理位置的中山，将迎来全新的投资契机。为此，公司将把握政策机遇和时间窗口，通过环保产业并购基金、公用国际（香港）公司等渠道，借力外部资源，力争在投资项目、投资能力等方面取得突破。

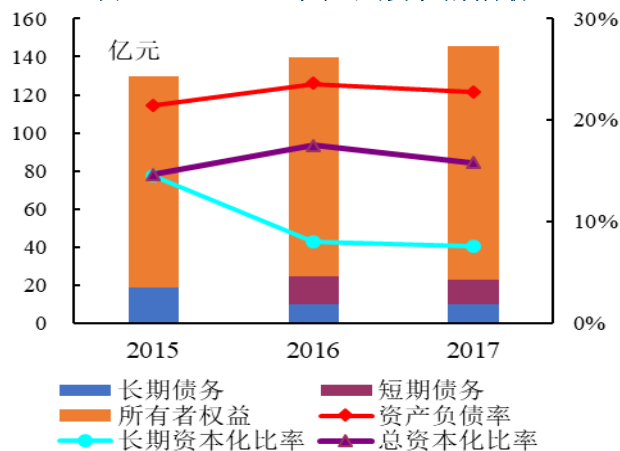
财务分析

以下财务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）审计并出具了标准无保留意见的 2015~2017 年度公司财务报告，各期报告均按新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着公司合并范围的不断增大、长期股权投资的增加以及非公开发行股份进行增资，公司资产规模呈现稳定增长态势。2015~2017 年末，公司总资产分别为 140.80 亿元、150.59 亿元和 158.43 亿元；同期，负债总额分别为 30.17 亿元、35.54 亿元和 36.07 亿元。所有者权益方面，近年来，公司所有者权益规模逐步增加，2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 110.63 亿元、115.05 亿元和 122.36 亿元。财务杠杆方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 21.43%、23.60% 和 22.77%。同期，总资本化比率分别为 14.65%、17.54% 和 15.82%，整体来看，公司的负债率较低。

图 2：2015~2017 年末公司资本结构分析



从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主。2015~2017 年末，公司流动资产分别为 23.47 亿元、19.76 亿元和 19.23 亿元，占同期总资产的比

重分别为 16.67%、13.12% 和 12.14%。截至 2017 年末，公司流动资产为 19.23 亿元，主要由货币资金、应收账款和其他流动资产构成，上述科目占当期总资产的比重分别为 48.78%、18.17% 和 23.86%。货币资金为 9.38 亿元，主要系银行存款，资金无使用权受限的情况；应收账款价值为 3.49 亿元，应收账款前五名占总应收账款总额的 80.50%，账龄最长不超过 3 年，其中对关联方中山岐江河环境治理有限公司应收账款 2.44 亿元，占总应收账款的比例为 68.34%，主要系雨污分流工程款的结算金额，应收账款回收风险较小；其他流动资产为 4.59 亿元，主要由 4.37 亿元的理财产品构成。

非流动资产方面，2015~2017 年末，公司非流动资产分别为 117.33 亿元、130.83 亿元和 139.20 亿元，占同期总资产的比重分别为 83.33%、86.88% 和 87.86%。截至 2017 年末，公司非流动资产为 139.20 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成，上述科目占当期非流动资产的比重分别为 74.37%、4.54%、11.98% 和 5.36%。长期股权投资为 103.53 亿元，主要系对广发证券股份有限公司投资 92.67 亿元和济宁中山公用水务有限公司投资 3.87 亿元；投资性房地产为 6.32 亿元，主要系房屋建筑物价值 5.12 亿元和土地使用权价值 1.20 亿元，其中尚有账面价值 1.54 亿元的投资性房地产的产权证正在办理相关手续中；固定资产为 16.68 亿元，主要系管网设备 8.39 亿元、构筑物 3.88 亿元、房屋及建筑物 1.63 亿元及机器设备 1.44 亿元等；无形资产为 7.47 亿元，主要系特许权费 4.85 亿元和土地使用权 2.56 亿元等。

负债结构方面，随着公司发行的债券逐步到期，公司由非流动负债为主转变为以流动负债为主。流动负债方面，2015~2017 年末，公司流动负债分别为 11.13 亿元、24.89 亿元和 25.17 亿元，占同期总负债的比重分别为 36.89%、70.03% 和 69.77%。截至 2017 年末，公司流动负债为 25.17 亿元，主要由短期借款和应付账款构成，上述科目占当期流动负债的比重分别为 51.65% 和 17.05%。短期借款为 13.00 亿元，主要系信用借款，借款年利率为 4.13%~4.57%；应付账款余额为 4.29 亿元，

账龄超过一年的大额应付款项合计 2.21 亿元，主要为相关的工程款。

非流动负债方面，2015~2017 年末，公司非流动负债为 19.04 亿元、10.65 亿元和 10.91 亿元，占同期总负债的比重为 63.11%、29.97%和 30.23%。截至 2017 年末，公司非流动负债为 10.91 亿元，主要由应付债券余额 10.00 亿元构成，债券为公司 2012 年发行的 7 年期债券，发行利率为 5.50%。

债务期限结构方面，2015~2017 年末，公司总债务分别为 18.98 亿元、24.47 亿元和 23.00 亿元。2015~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.01 倍、1.45 倍和 1.30 倍，近两年公司的短期偿债压力增大。

总体来看，得益于公司合并范围的扩大、长期股权投资的增加和非公开发行股份，公司的资产规模有较大的增长，公司的资产质量较好，且资本结构稳健。

盈利能力

近年来，公司的营业收入主要来自于供水业务、市场租赁业务、客运服务以及工程安装收入。2015~2017 年，营业总收入分别为 14.97 亿元、14.63

亿元和 16.14 亿元，2016 年主要系雨污分流工程收入的减少使得工程安装业务的下滑；2017 年营业收入上升主要是工程安装业务承接项目增加导致收入上升所致。

毛利率方面，分板块来看，供水业务方面，2015~2017 年末，供水毛利率分别为 28.89%、23.28%和 21.59%，2016 年毛利率下降主要系 2016 年 1 月 1 日起中山市上调水资源费征收标准，导致供水成本增加。2017 年毛利率下降主要是水资源费征收标准从 0.12 元/吨增加至 0.20 元/吨；市场租赁业务方面，由于公司下属的农贸市场位置较好，较高的出租率和租金水平保证了该项业务具有较高的毛利率，2015~2017 年末，市场租赁毛利率分别为 62.48%、66.85%和 62.45%；客运服务方面，由于采购油价的波动、2016 年增加行李托运及综合服务致使成本有所增加以及 2017 年租船费用大幅提升使得公司的毛利率呈现持续下跌的状况，2015~2017 年末，客运服务毛利率分别为 65.06%、60.49%和 54.48%；工程安装方面，公司项目施工成本控制较好，毛利率逐年增加，2015~2017 年末，工程安装毛利率分别为 18.33%、19.49%和 21.04%。

表 13：2015~2017 年，公司营业收入结构及毛利率情况

单位：万元、%

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供水	63,348.71	28.89	62,618.09	23.28	64,789.08	21.59
污水、废液处理	9,819.02	42.21	9,750.07	40.11	10,677.50	36.52
市场租赁业	14,523.54	62.48	16,132.26	66.85	16,148.36	62.45
物业管理	1,649.79	0.86	1,976.32	6.83	2,315.29	3.33
客运服务	19,419.74	65.06	21,709.17	60.49	24,549.67	54.48
垃圾处理及发电收入	2,683.79	10.50	5,398.83	-38.10	6,927.75	1.27
工程安装	33,438.87	18.33	22,524.36	19.49	30,167.17	21.04
其他	2,364.06	15.17	1,336.96	20.01	548.08	34.25
主营业务收入小计	147,247.53	34.60	141,446.06	31.91	156,122.89	30.78
其他业务	2,430.11	69.41	4,814.12	55.43	5,277.00	42.19
合计	149,677.64	35.16	146,260.17	32.69	161,399.89	31.15

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

三费方面，公司的期间费用中管理费用和财务费用占比较高，其中管理费用主要系人员工资和摊销费用等，财务费用则主要系公司融资产生的利息支出。2015~2017 年，期间费用分别为 3.35 亿元、

3.62 亿元和 3.13 亿元，同期三费收入占比分别为 22.40%、24.78%和 19.42%，较高的期间费用挤占了公司的部分利润空间。

表 14: 2015~2017 年公司期间费用分析

单位: 亿元			
项目	2015 年	2016 年	2017 年
销售费用	0.63	0.59	0.61
管理费用	1.59	1.64	1.56
财务费用	1.13	1.39	0.96
三费合计	3.35	3.62	3.13
营业总收入	14.97	14.63	16.14
三费收入占比 (%)	22.40	24.78	19.42

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从利润构成来看, 2015~2017 年, 公司利润总额分别为 16.00 亿元、10.64 亿元和 11.60 亿元, 主要由投资收益和经营性业务利润构成。经营性业务利润方面, 受较高的期间费用影响, 公司的经营性业务利润相对较低, 2015~2017 年, 经营性业务利润分别为 1.63 亿元、0.90 亿元和 1.68 亿元; 投资收益方面, 2015~2017 年, 投资收益分别为 14.13 亿元、9.58 亿元和 10.13 亿元, 主要来自于广发证券。

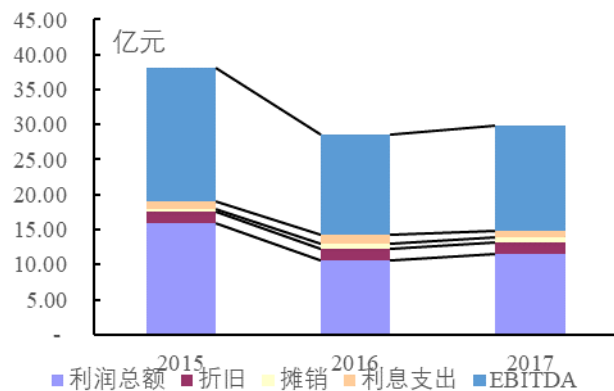
总体来看, 近年来, 公司经营情况较好, 综合毛利率也相对稳定。同时, 公司的利润大部分来自于投资广发证券产生的投资收益, 鉴于资本市场景气度对公司投资收益及整体盈利状况影响较大, 中诚信证评将持续关注资本市场景气度对公司盈利水平的影响。

偿债能力

从偿债规模来看, 2015~2017 年末, 公司总债务分别为 18.98 亿元、24.47 亿元和 23.00 亿元, 其中中期长期债务分别为 18.73 亿元、9.98 亿元和 10.00 亿元; 短期债务分别为 0.25 亿元、14.49 亿元和 13.00 亿元, 近两年公司短期偿债压力增大。

获现能力方面, 2015~2017 年, 公司 EBITDA 分别为 19.08 亿元、14.27 亿元和 14.90 亿元, 主要由利润总额构成。偿债指标方面, 2015~2017 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 1.00 倍、1.71 倍和 1.54 倍; 同期, EBITDA 利息倍数分别为 18.14 倍、10.96 倍和 15.09 倍, EBITDA 对利息的保障能力良好。

图 3: 2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从经营活动现金流方面来看, 2015~2017 年, 公司经营性净现金流分别为 2.24 亿元、4.32 亿元和 5.64 亿元; 2015~2017 年, 公司经营性净现金流/利息支出分别为 2.13 倍、3.32 倍和 5.71 倍, 经营活动净现金流对利息的保障能力较好。

表 15: 2015~2017 年公司偿债能力指标

	2015	2016	2017
总资产 (亿元)	140.80	150.59	158.43
总债务 (亿元)	18.98	24.47	23.00
资产负债率 (%)	21.43	23.60	22.77
总资本化比率 (%)	14.65	17.54	15.82
经营活动净现金流 (亿元)	2.24	4.32	5.64
经营活动净现金/总债务 (X)	0.12	0.18	0.25
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.13	3.32	5.71
EBITDA (亿元)	19.08	14.27	14.90
总债务/EBITDA (X)	1.00	1.71	1.54
EBITDA 利息倍数 (X)	18.14	10.96	15.09

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

银行授信方面, 截至 2017 年末, 公司在金融机构的授信额度总额为 53.00 亿元, 尚未使用授信额度为 40.00 亿元。

受限资产方面, 公司受限资产系账面价值 0.13 亿元的货币资金。

或有负债方面, 截至 2017 年末, 公司无对外担保, 不存在或有风险。

重大事项方面, 截至 2017 年末, 公司共有 4 桩重大法律诉讼事项, 涉及金额 1.83 亿元, 但尚未对公司形成预计负债。

表 16: 截至 2017 年末公司重大法律诉讼情况

诉讼（仲裁基本情况）	涉案金额（万元）	诉讼仲裁进展	诉讼（仲裁）审理结果及影响
（2016）粤 20 民终 3952 号案件：中山公用事业集团股份有限公司不服（2015）中一法民二初字第 3552 号《民事判决书》，向中山市中级人民法院提起上诉，请求改判支持上诉人要求将违约赔偿款在尚未支付的股权转让款中进行抵销的诉讼请求。	1,000	判决已生效。	2017 年 4 月 6 日广东省中山市中级人民法院认为一审判决认定事实不清，民事裁定书裁定如下：撤销广东省中山市第一人民法院（2015）中一法民二初字第 3552 号民事判决；本案发回广东省中山市第一人民法院重审。
（2017）粤 2071 民初 7212 号：中山公用事业集团股份有限公司（作为原告）以广东天乙集团有限公司、胡继洪为被告提起股权转让纠纷，主张天乙集团、胡继洪违约并支付违约金以及在未付股权转让款中扣减违约金的诉讼请求。	5,000	判决已生效。	2017 年 7 月 20 日，广东中山第一人民法院作出判决驳回了中山公用全部诉讼请求。
（2016）粤 20 民初 52 号：原告岳阳新华联富润石油化工有限公司以中山公用事业集团股份有限公司作为被告，以广东天乙集团有限公司和胡继洪作为第三人向中山市中级人民法院提起代位权诉讼，要求被告立即向原告清偿被告对第三人所负的到期债务 8,668 万元。	8,668	案件目前中止审理。	该案件为代位权案件，并不会导致中山公用产生新的债务。
（2017）粤 2071 民初 14375 号：原告广东天乙集团股份有限公司、胡继洪以中山公用事业集团股份有限公司为被告、中山市天乙能源有限公司为第三人向中山市第一人民法院提起股权转让纠纷诉讼，请求法院判令被告在判决生效之日起三日内向原告支付股权转让款 36,287,495.45 元。	3,628.75	2017 年 10 月 16 日首次开庭，后简易程序转为普通程序，因涉及到天乙能源公司补缴税款事项，暂时中止审理。中山市第一人民法院已于 2018 年 3 月 27 日就上述事项重新组织庭审，现等待法院择期宣判。	该案尚未判决。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司资本结构稳健，资产负债率较低，盈利能力较好，现金流获取能力较强并保持相对稳定。

结 论

综上，中诚信证评评定中山公用事业集团股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“中山公用事业集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

关于中山公用事业集团股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

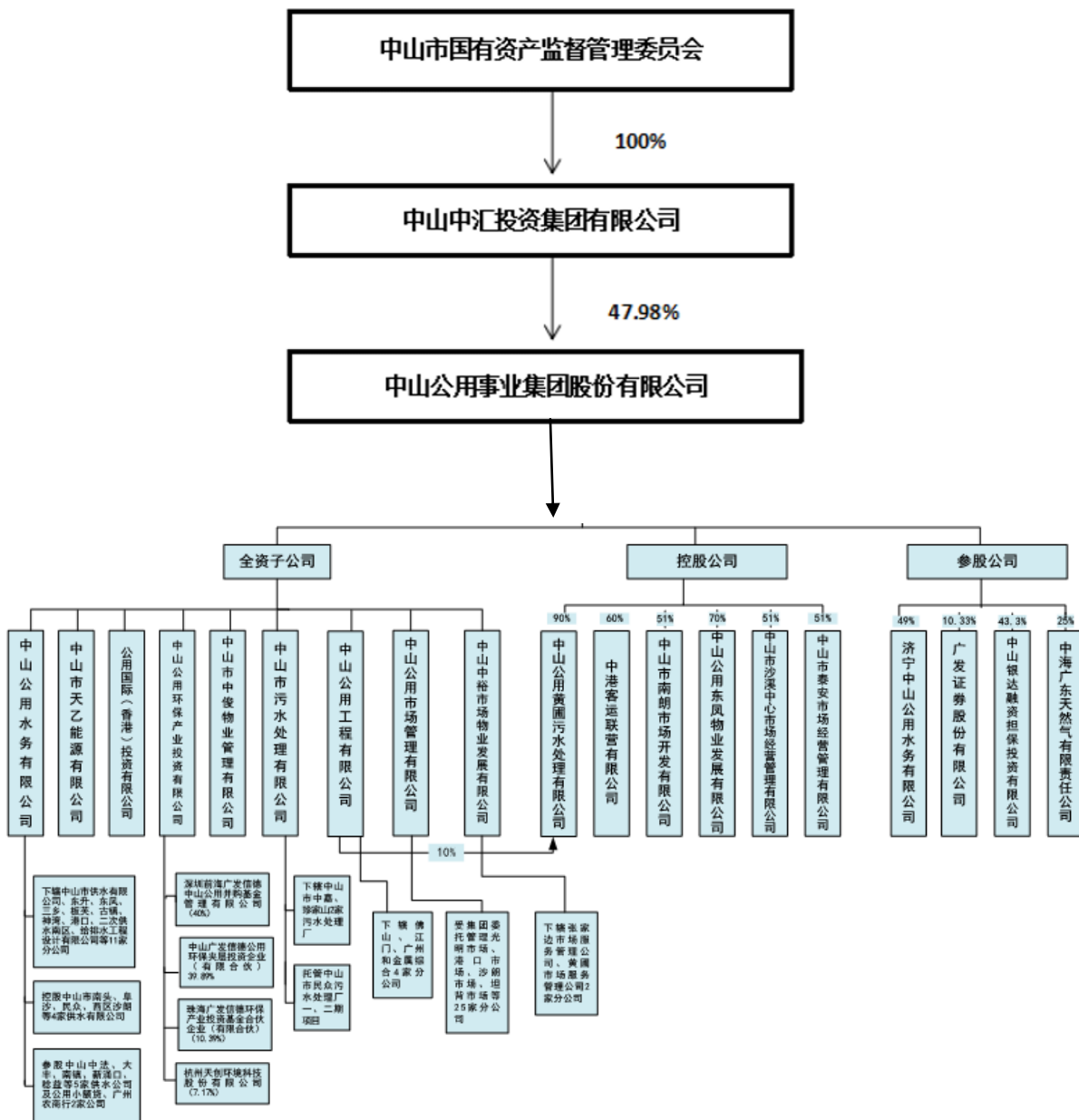
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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

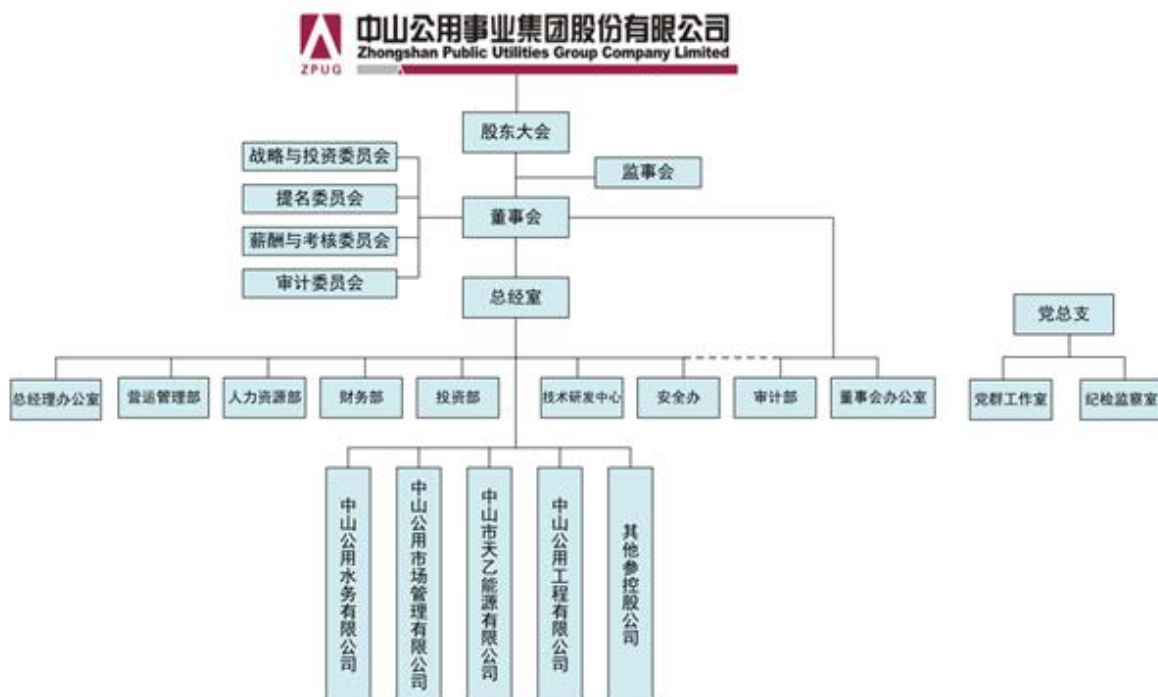
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中山公用事业集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：中山公用事业集团股份有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	159,679.86	67,243.47	93,818.23
应收账款净额	35,940.68	39,019.03	34,947.88
存货净额	8,484.63	9,250.44	10,713.06
流动资产	234,694.31	197,628.70	192,342.79
长期投资	847,611.19	972,046.62	1,036,663.89
固定资产合计	243,423.50	241,390.83	263,332.12
总资产	1,408,002.46	1,505,910.49	1,584,303.43
短期债务	2,500.00	144,866.67	130,000.00
长期债务	187,333.33	99,833.33	99,999.50
总债务（短期债务+长期债务）	189,833.33	244,700.00	229,999.50
总负债	301,738.29	355,428.29	360,724.81
所有者权益（含少数股东权益）	1,106,264.17	1,150,482.20	1,223,578.63
营业总收入	149,677.64	146,260.17	161,399.89
三费前利润	49,785.57	45,207.56	48,135.02
投资收益	141,270.50	95,807.95	101,304.31
净利润	152,928.62	99,971.75	110,067.70
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	190,759.43	142,695.80	149,030.02
经营活动产生现金净流量	22,392.82	43,183.27	56,399.59
投资活动产生现金净流量	19,766.80	-114,019.20	29,143.56
筹资活动产生现金净流量	44,438.30	-21,570.95	-59,328.32
现金及现金等价物净增加额	86,413.50	-93,236.39	26,096.34
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	35.16	32.69	31.15
所有者权益收益率（%）	13.82	8.69	9.00
EBITDA/营业总收入（%）	127.45	97.56	92.34
速动比率（X）	2.03	0.76	0.72
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	0.18	0.25
经营活动净现金/短期债务（X）	8.96	0.30	0.43
经营活动净现金/利息支出（X）	2.13	3.32	5.71
EBITDA 利息倍数（X）	18.14	10.96	15.09
总债务/EBITDA（X）	1.00	1.71	1.54
资产负债率（%）	21.43	23.60	22.77
总资本化比率（%）	14.65	17.54	15.82
长期资本化比率（%）	14.48	7.98	7.56

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他长期有息债务

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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。