



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪257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为AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月七日

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（2018）

发行主体	成都市兴蓉环境股份有限公司 ¹		
债券名称	成都市兴蓉投资股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）		
债券简称	14 兴蓉 01		
债券代码	112224.SZ		
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（2014.9.16-2019.9.15），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	2017/05/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

兴蓉环境	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	83.15	91.53	101.84
总资产（亿元）	142.02	169.19	187.55
总债务（亿元）	32.49	39.50	45.94
营业总收入（亿元）	30.62	30.58	37.31
营业毛利率（%）	42.32	41.95	41.19
EBITDA（亿元）	15.15	15.88	18.42
所有者权益收益率（%）	10.25	9.52	9.00
资产负债率（%）	41.45	45.90	45.70
总债务/EBITDA（X）	2.14	2.49	2.49
EBITDA 利息倍数（X）	9.20	9.74	9.25

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；其他流动负债中的超短期融资券调入短期债务。

分析师

张卡 kzhang@ccxr.com.cn

刘凯 lkliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月7日

基本观点

2017 年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，业务收入规模快速增长，盈利能力稳定且经营活动净现金流状况良好。同时，公司所处行业发展前景较为广阔且在该行业具有丰富的经验，公司发展前景较好。但是，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、面临竞争加剧及未来资本支出压力较大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、污水处理服务行业及环保行业前景良好。“水十条”政策的出台和实施，水务市场将迎来新的发展机遇；“十三五”污水规划以及污水处理价格机制改革的落地落实，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；“十三五”垃圾无害化处理的建设规划出台，垃圾处理行业将迎来新的发展契机，相关具有先发优势的企业会迎来新的利润增长点。
- 业务收入规模快速增长。公司是成都市最大的自来水供应和污水处理服务企业，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价格的上涨，2017 年公司实现营业收入 37.31 亿元，较上年增长 22.01%。

¹ 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，经营活动净现金流状况良好。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良好的盈利能力，2015~2017年，公司净利润分别为8.52亿元、8.72亿元和9.16亿元；公司公用事业属性较强，经营活动净现金流状况良好，2015~2017年，经营活动净现金流分别为13.34亿元、14.20亿元和16.57亿元。

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、污水处理服务、垃圾渗滤液、中水处理服务等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。
- 资本支出压力较大。目前公司在建的成都绕城高速给水输水管线工程、巴中市第二污水处理厂工程项目、第九污水处理厂二期项目和其他污水处理厂、输水管道工程等，需要投资金额较大，未来公司存在一定的资本支出压力。

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 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。

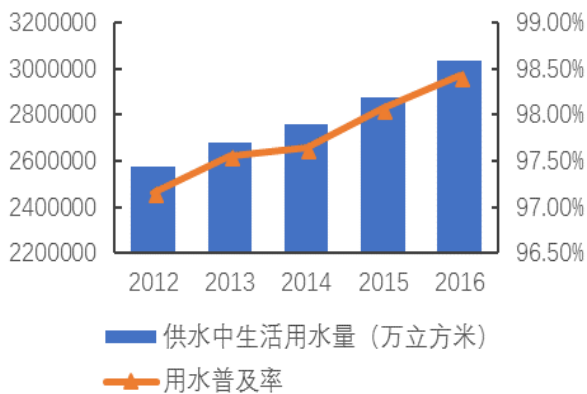
行业分析

我国水务市场需求持续增长，随着“水十条”等政策的陆续出台和实施，水务行业将迎来新的发展机遇

近年来我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%。

城市供水中生活用水量呈现增长态势，由2012年的2,562,473万立方米增长至2016年的3,031,376万立方米，年均复合增长率为4.19%；城市用水普及率同样也随着城市化进程的推进持续增长，由2012年的97.16%增长至2016年的98.42%。

图 1：2012~2016 年，城市供水中生活用水量和用水普及率



资料来源：2016年城乡建设统计年鉴，中诚信证评整理

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

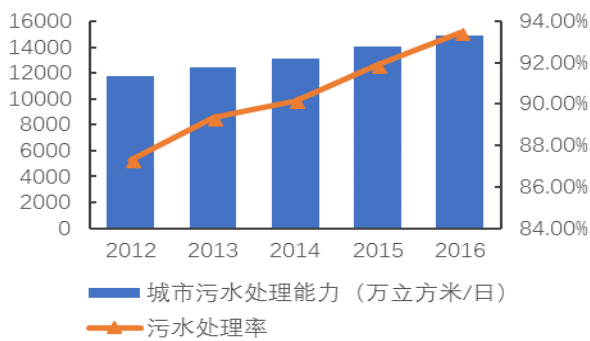
污染防治专项资金管理，提高财政资金使用效益，财政部、环境保护部依据“水十条”于2015年7月9日制定并印发了《水污染防治专项资金管理办法》，其中明确规定了用于支持水污染防治和水生态环境保护方面的专项资金实行专款专用。2016年6月12日，环保部发布《水污染防治法（修订草案）》（征求意见稿）及其编制说明。这是《水污染防治法》施行8年以来的首次大规模修订。修订工作以改善水环境质量为核心，重点针对当前法律实施中存在的主要问题开展修订。具体修订内容主要包括夯实水环境质量目标管理基础、强化水污染源预防、完善水污染防治监管制度体系、建立从源头到龙头饮用水安全保障体系、切实落实各方主体责任、综合运用多种手段等方面，为全面推进水污染防治、水生态环境保护 and 饮用水安全保障提供更有力的法律保障。

随着“水十条”等相关政策的出台实施及落地，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，城市污水处理能力显著增长，由2012年的11,733万立方米/日增长至2016年的14,910万立方米/日，年复合增长率为6.17%；城市污水排放量由2012年的416.76亿立方米增长至2016年的480.30亿立方米，年均复合增长率为3.61%；城市污水排水管道由2012年的439,080公里增长至2016年的576,617公里，年均复合增长率为7.05%；城市污水处理率有2012年的87.30%增长至2016年的93.44%。

图 2：2012~2016 年，城市污水处理能力和污水处理率



资料来源：2016 年城乡建设统计年鉴，中诚信证评整理

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“《污水规划》”），十三五目标，到 2020 年底实现城镇污水处理设施全覆盖，城市污水处理率达到 95%，其中地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理；县城不低于 85%，其中东部地区力争达到 90%；建制镇达到 70%，其中中西部地区力争达到 50%；京津冀、长三角、珠三角等地区提前一年完成。“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》（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。

生活垃圾无害化处理政策相继出台，加之垃圾处理具有区域垄断的特性，市场份额集中于资本实力雄厚的龙头企业，相关具有先发优势的企业将迎来新的利润增长点

2017 年政府相继出台了《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（以下简称“《生活垃圾规划》”）、《生活垃圾分类制度实施方案》等，完善了固废处理相关的制度体系。《生活垃圾规划》明确了“十三五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约 2,518.4 亿元。其中，无害化处理设施建设投资 1,699.3 亿元，收运转运体系建设投资 257.8 亿元，餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿元，存量整治工程投资 241.4 亿元，垃圾分类示范工程投资 94.1 亿元，监管体系建设投资 42.3 亿元。“十三五”期间，全国规划新增生活垃圾无害化处理能力 50.97 万吨/日（包含“十二五”续建 12.9 万吨/日），设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例达到 50%，东部地区达到 60%。

《生活垃圾规划》还提出，将生活垃圾无害化处理能力覆盖到建制镇，减少原生垃圾填埋量，加大生活垃圾处理设施污染防治和改造升级力度。到 2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”，设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50% 以上，其中东部地区达到 60% 以上。建制镇产生的生活垃圾就近纳入县级或市级垃圾处理设施集中处理，原则上建制镇不单独建设处理设施。生活垃圾发电项目将继续向城镇延伸，也将带来已覆盖生活垃圾发电项目的区域改扩建。

另一方面，宏观层面对垃圾处理的发展规划，

《关于推进资源循环利用基地建设的指导意见》和《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》等的出台，国家住建部发文鼓励采用大固废全产业链式的综合产业园模式，并在项目规划、选址、邻避等问题方面出台或细化了相关管理政策，固废园区化处理或将成为国家和地方主推模式，同时也将引领和规范垃圾焚烧项目中标价格的理性回归。未来，垃圾焚烧市场将进一步迈上规范发展的新台阶。

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“十三五”期间呈现快速发展，加之垃圾处理具有区域垄断的特性，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。

业务运营

公司是我国大型的水务环保综合服务商，目前主要从事自来水生产与供应、污水处理服务及管网工程和环保业务三大类，环保业务包括垃圾渗滤液处理、污泥处置、中水利用和垃圾焚烧发电等。2017年公司实现营业收入37.31亿元，同比增长22.01%，其中自来水供应收入21.88亿元，同比增长14.15%；污水处理服务及管网工程收入10.92亿元，同比增长19.34%；环保业务收入3.90亿元，同比增长108.75%。2017年三大业务收入占营业总收入的比重分别为58.63%、29.26%和10.44%。

表 1：2016-2017 年公司营业收入构成

项目	单位：亿元、%				
	2016		2017		收入 同比 增减
	收入	占比	收入	占比	
自来水供应	19.17	62.67	21.88	58.63	14.15
污水处理服务 及管网工程	9.15	29.92	10.92	29.26	19.34
环保行业	1.87	6.10	3.90	10.44	108.75
其他	0.40	1.31	0.62	1.66	55.03
合计	30.58	100.00	37.31	100.00	22.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

借助于区域垄断优势和丰富的供水经验，积极布局管网工程建设和业务区域的不断拓展，公司供水量和售水量稳步增长，供水业务收入呈现两位数增长

目前，公司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，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。公司自来水供应业务运营主体主要为成都市自来水有限责任公司，目前拥有成都市自来水二厂、自来水五厂、自来水六厂、自来水 BOT 厂、自来水七厂（一期）、成都金堂自来水一厂和二厂、海南自来水厂、江苏沛县自来水厂等。随着公司水厂的持续落地，公司供水能力不断提升，截至 2017 年末，公司日供水能力为 251.80 万吨/日，较上年末增加了 11.50 吨/日。水七厂（二期）项目主体已经完工，2018 年开始即新增供水规模 50 万吨/日。

随着沙西线给水输水管道工程等的相继完成，公司的供水管网长度进一步增长，由 2016 年的 5,384 千米增长至 2017 年的 6,535.78 千米。目前，公司在建的主要给水输水管线项目为成都绕城高速给水输水管线工程，该工程预计投资 11.53 亿元，截至 2017 年末已经投资 3.74 亿元，随着管网工程的进一步建设完工，公司布局成都市的管网得到进一步优化，为公司的供水服务提供了有力的保障。

在公司不断拓展新的业务区域范围及相应项目的落地，公司的供水量和售水量不断增长，截至 2017 年末，公司供水量和售水量分别为 9.17 亿吨和 7.70 亿吨，同比增长分别为 8.04% 和 8.83%。

表 2：2015~2017 年公司自来水板块业务指标

指标	2015	2016	2017
公司供水管网长度（千米）	4,982	5,384	6,535.78
日供水能力（万吨/日）	233.80	240.30	251.80
供水量（亿吨）	7.62	8.49	9.17
售水量（亿吨）	6.52	7.07	7.70

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，水费和水资源税联动调整。

表 3：2017 年公司水价构成情况

单位：元/吨

用水类型	包含类型	城市供水运营水费	水利工程水费	水资源税	污水处理费	终端价格
居民生活用水	一户一表执行 第一阶梯：0-216 吨	1.74	0.24	0.10	0.95	3.03
	阶梯水价（吨/户表年） 第二阶梯：217-300 吨	2.61	0.24	0.10	0.95	3.90
	第三阶梯：301 吨以上	5.22	0.24	0.10	0.95	6.51
	合表（含居民住宅用水；学校教学、学生生活用水；部队、武警的干部家属生活用水）	1.74	0.24	0.10	0.95	3.03
非居民生活用水	除居民生活用水、特种行业用水外的其他	2.69	0.24	0.10	1.40	4.43
特种行业用水	含桑拿、洗浴、浴足等洗浴行业用水	10.29	0.24	0.10	4.50	15.13
	洗车用水	6.39	0.24	0.10	3.40	10.13
	其他	5.39	0.24	0.10	1.80	7.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年居民生活用水终端水价较上年较 2016 年上涨 0.05 元/吨，系污水处理费上涨所致，当年自来水价格同上年保持一致。

表 4：2015~2017 年公司终端水价变动情况

单位：元/立方米

指标	2015	2016	2017
居民生活用水	2.96	2.98	3.03
非居民用水	4.41	4.43	4.43
特种洗浴	15.11	15.13	15.13
特种洗车	10.11	10.13	10.13
特种其他	7.51	7.53	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 10 家自建收费点，8 家合作的代收银行——成都银行股份有限公司、招商银行股份有限公司成都分行、中国建设银行股份有限公司四川省分行、成都农村商业银行股份有限公司、光大银行股份有限公司成都分行、中信银行成都分行、邮政储蓄银行成都市分行、中国农业银行股份有限公司四川省分行，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，公司借助于丰富的自来水供应经验，积极布局管网建设，拓展服务区域等，自来水

供应业务收入呈良好增长态势，2017 年公司自来水供应业务收入 21.88 亿元，较上年增长 14.15%，相关业务稳步发展。

受益于污水处理量的增长和成都市区污水处理服务结算价格的上涨，2017 年公司污水处理服务业务收入呈现快速增长态势

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、银川、西安、巴中、深圳、宁东等地拥有一定的污水处理业务。截至 2017 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/日，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、深圳和宁东等地合计具备 84.99 万吨/日的污水处理能力，较上年增加 2 万吨/天的污水处理能力。截至 2017 年末，公司总计污水处理能力为 279.99 万吨/日。截至 2017 年末，公司在建的污水处理厂项目主要有巴中市第二污水处理厂工程项目和第九污水处理厂二期项目，上述项目预计投资分别为 3.01 亿元和 6.37 亿元，已投资分别为 2.13 亿元和 120 万元，预计随着污水处理厂的建设完工，公司的污水处理能力将会有一定程度的增加。

随着污水处理行业的持续发展以及公司对部分污水处理厂进行提标升级改造等，公司污水处理

量得到进一步的释放，2017 年公司污水处理量为 9.08 亿吨，较上年增长 10.63%，其中当年成都市污水处理量为 6.32 亿吨，占当期污水处理量的 69.60%。

表 5：2015~2017 年公司污水处理业务运营情况

指标	2015	2016	2017
污水处理能力（万吨/日）	239.49	277.99	279.99
其中：成都（万吨/日）	160.00	195.00	195.00
污水处理量（亿吨）	7.72	8.20	9.08
其中：成都（亿吨）	5.17	5.49	6.32

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，2017 年 1 月 1 日起，成都市区污水处理服务结算价格为 1.63 元/吨，较上年增加 0.10 元/吨，主要系公司实施了第三、四、五、八污水处理厂扩能提标改造工程，在不新增用地、不停产条件下，提高污水处理规模和处理质量。

总体来看，得益于公司丰富的污水处理经验和业务区域范围的拓展，公司的污水处理规模稳步提升；受益于污水处理量的增长和成都市区污水处理服务结算价格的上涨，2017 年公司污水处理服务业务收入为 10.92 亿元，较上年增长 19.34%。

公司垃圾渗滤液处理、污泥处理和中水服务等业务产能逐步释放带动相关业务收入增长，同时公司当年新增垃圾焚烧发电业务，环保板块当年收入增长较多，环保板块对公司收入整体贡献度进一步提升

公司的环保业务主要包括垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电、污泥处置和中水服务等，其中垃圾焚烧发电业务为 2017 年新增业务。2017 年环保业务收入为 3.90 亿元，较上年增长 108.75%，主要系新增垃圾焚烧发电产生 1.39 亿元和垃圾渗滤液增加 0.55 亿元收入所致。

垃圾渗滤液处理业务方面，公司目前拥有 2 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。2017 年公司处理垃圾渗滤液 84.28 万吨，较上年度的 75.21 万吨增加 12.06%。垃圾渗滤液处理由政府购买服务，定

价每三年核定一次，2017 年 1 月 1 日起，执行政府采购价 163.50 元/吨，较上年的 151.56 元/吨，增加 11.94 元/吨。2017 年，公司垃圾渗滤液处理收入为 1.43 亿元，较上年增长 63.23%，主要系垃圾渗滤液处理量的增加和采购价的上升。

垃圾焚烧发电业务方面，公司的垃圾焚烧发电业务由成都市万兴环保发电厂于 2017 年 3 月整体投入运营，该业务为公司新增业务，主要负责成华区、锦江区等区域的垃圾焚烧。2017 年，公司垃圾焚烧上网电量 18,875.77 万度，当年上网电价为 0.65 元/度。截至 2017 年末，公司有一个在建的彭州市隆丰环保发电厂垃圾焚烧发电项目，该项目设计垃圾焚烧能力为 1,500 吨/日，主体工程已完工，预计 2018 年 6 月投入使用。

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。2017 年，公司处理污泥 14.59 万吨，较上年增加 15.14%。

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。截至 2017 年末，公司中水服务规模为 30 万吨/天，2017 年中水实际销售量为 4,913 万吨，较上年度增长 7.01%。

财务分析

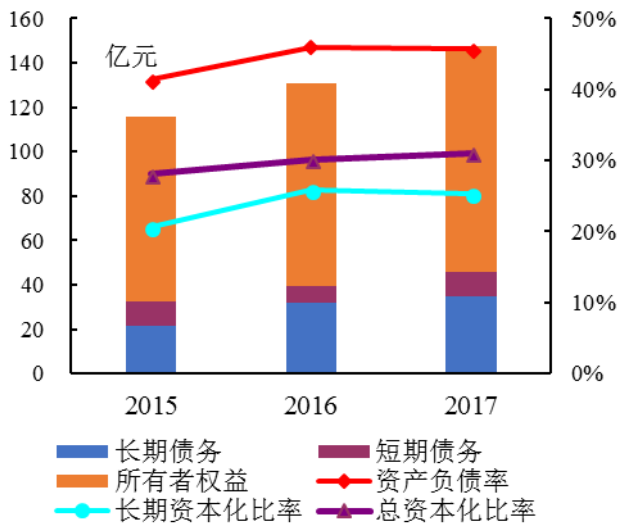
以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年合并财务报告。

资本结构

2017 年，公司各板块业务继续稳步推进，同时，公司对自来水供应、管网和污水处理服务等继续投资，2017 年公司资产和负债规模均保持稳步增长。截至 2017 年末，公司资产总额为 187.55 亿元，同比增长 10.85%；同期，负债总额为 85.70 亿元，同比增长 10.35%；受益于经营积累和公司下属控股子公司净利润的增加，公司所有者权益保持稳健增长，截至 2017 年末，公司所有者权益为 101.84 亿元，同比增长 11.27%。

财务杠杆方面，2017 年公司财务杠杆比率较上年保持相对稳定，仍保持在合理水平，当年资产负债率为 45.70%，较上年下降 0.20 个百分点；总资本化比率为 31.09%，较上年增长 0.94 个百分点。

图 3：2015~2017 年末公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成看，公司资产以非流动资产为主，截至 2017 年，公司流动资产占总资产的比重为 20.08%，非流动资产占总资产的比重为 79.92%。流动资产方面，截至 2017 年末，公司流动资产为 37.66 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成，上述科目占当期流动资产的比重分别为 63.81%、19.60%和 9.60%。货币资金为 24.03 亿元，主要系银行存款 23.61 亿元和其他货币资金 0.42 亿元，其中 0.58 亿元的资金使用权受到限制；应收账款为 7.38 亿元，前五名应收账款合计占总应收账款的比重为 39.82%，欠款单位较为分散且应收账款单位主要以成都市财政局和巴中市水务局等政府单位和国有企业为主，应收账款回收风险相对较小；存货为 3.61 亿元，主要系建造合同形成的已完工未结算资产 1.75 亿元和工程施工 1.39 亿元。

非流动资产方面，截至 2017 年末，公司非流动资产为 149.89 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，上述科目占当期非流动资产的比重分别为 48.97%、16.24%和 26.23%。固定资产为 73.40 亿元，主要系供水和污水处理等管网资产 41.80 亿元、房屋建筑物资产 17.70 亿元和机器设备资产 13.38 亿元，由于当年将在建工程的沙西线给水输水管道工程和成都市中心城区输配水管网建

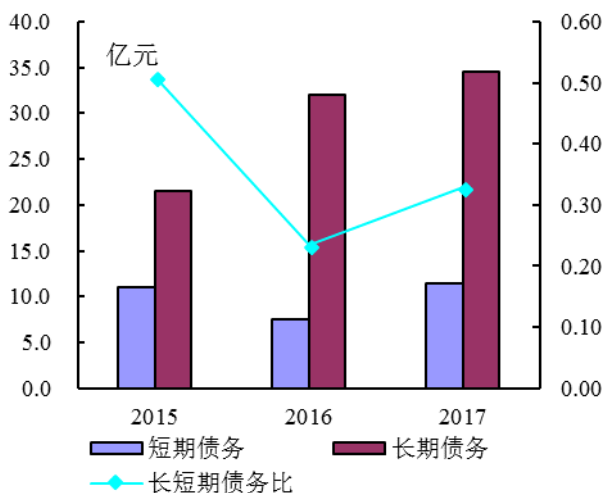
设工程等项目转入固定资产，固定资产较上年末增加 10.34 亿元；在建工程为 24.35 亿元，主要系在建的污水处理厂工程项目、水七厂二期工程项目和彭州市隆丰环保发电厂项目等，由于部分在建工程转固定资产和成都市万兴环保发电厂项目工程转入无形资产，使得当年的在建工程较上年减少 17.58 亿元；无形资产为 39.31 亿元，主要为特许经营权 28.17 亿元和土地使用权 11.07 亿元，由于当年将完工的成都市万兴环保发电厂项目工程转入无形资产中的特许经营权，使得当年无形资产较上年末增加 12.30 亿元。

从负债结构来看，公司的流动负债和非流动负债占比相对平稳，截至 2017 年末，公司的流动负债占负债总额的比重为 51.34%，非流动负债占负债总额的比重为 48.66%。流动负债方面，截至 2017 年末，公司的流动负债为 44.00 亿元，主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成，上述科目占当期流动负债的比重分别为 23.59%、46.87%和 11.70%。短期借款为 10.38 亿元，全部为信用借款，其中 5 亿元的借款利率为基准贷款利率下浮 7%，4 亿元的贷款利率为 4.34%；应付账款为 20.62 亿元，账龄在 2 年以内的金额为 16.26 亿元；其他应付款为 5.15 亿元，主要系保证金 2.00 亿元和代政府收款 2.05 亿元。

非流动负债方面，截至 2017 年末，公司非流动负债为 41.70 亿元，主要系长期借款和应付债券。长期借款为 9.62 亿元，主要系保证借款和信用借款；应付债券为 24.93 亿元，主要系 2014 年发行的 11 亿元公司债、2016 年发行的 11 亿元公司债和 2017 年发行的 3 亿元中期票据。

债务结构方面，随着公司业务规模的拓展，公司的债务规模亦有一定程度的增长，截至 2017 年末，公司总债务规模为 45.94 亿元，较上年度增长 16.31%；2017 年长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.33 倍，较上年增加了 0.10 倍，公司债务以长期债务为主，债务结构相对合理。

图 4: 2015~2017 年末公司债务结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 随着公司自来水供应、污水处理和环保业务等经营规模的扩大, 2017 年公司总资产和负债规模稳步增长, 财务杠杆水平适中; 同时债务期限结构相对稳定, 债务结构相对合理。

盈利能力

跟踪期内, 公司各板块业务经营正常, 公司各业务规模均有所增长, 2017 年公司营业收入 37.31 亿元, 较上年增长 22.01%。分板块来看, 得益于售水量的进一步增加, 2017 年自来水供应业务收入 21.88 亿元, 较上年增长 14.15%; 得益于污水处理量及污水处理服务结算价的提高, 2017 年污水处理服务及管网工程收入 10.92 亿元, 较上年增长 19.34%; 由于垃圾焚烧发电的投产和垃圾渗滤液处理量的增加及其采购价的上升, 环保业务收入为 3.90 亿元, 大幅增长 108.75%。

毛利率方面, 由于 2017 年在建工程转固定资产较多, 使得当年的折旧费用较上年有所增加, 从而自来水供应的毛利率由 2016 年的 44.15% 下降 0.37 个百分点至 2017 年的 43.78%, 虽然自来水供应业务毛利率有所下滑但仍高于行业平均水平, 公司自来水供应业务毛利率较高主要系成都区域内水质优良, 且主要为地表水, 制水净化成本较低; 成都市地形西高东低, 有利于水的运输和降低管网维护成本。污水处理服务及管网工程业务的毛利率由 2016 年的 40.11% 下降 0.70 个百分点至 2017 年的 39.41%。2017 年环保行业的毛利率为 29.56%, 较上年增加 5.01 个百分点。受自来水供应和污水处

理服务业务的毛利率影响, 2017 年公司营业毛利率较上年下降 0.76 个百分点至 41.19%, 虽然公司毛利率有所下滑, 但是整体毛利率水平仍较高。

表 6: 2016~2017 年公司营业收入及毛利率情况

单位: 亿元、%

项目	2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率
自来水供应	19.17	44.15	21.88	43.78
污水处理服务及管网工程	9.15	40.11	10.92	39.41
环保行业	1.87	24.55	3.90	29.56
其他	0.40	59.72	0.62	54.15
合计	30.58	41.95	37.31	41.19

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2017 年公司期间费用合计 4.37 亿元, 较上年增长 15.44%。其中, 销售费用为 1.05 亿元, 较上年增长 16.68%, 主要系人工成本增加; 管理费用为 2.62 亿元, 较上年增加 19.84%, 主要系人工成本增加; 财务费用为 0.70 亿元, 与上年保持相对平稳。2017 年, 三费收入占比为 11.72%, 较上年下降 0.67 个百分点。

表 7: 2015~2017 年末公司期间费用分析

单位: 亿元、%

	2015	2016	2017
销售费用	0.91	0.90	1.05
管理费用	2.02	2.19	2.62
财务费用	1.19	0.70	0.70
三费合计	4.12	3.79	4.37
营业总收入	30.62	30.58	37.31
三费收入占比	13.45	12.38	11.72

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

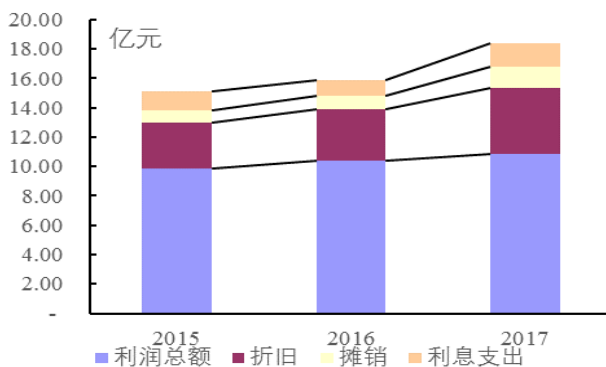
从利润总额构成情况来看, 公司的利润总额主要由经营性业务利润和增值税即征即退款构成, 2017 年公司利润总额为 10.88 亿元, 较上年增加 0.47 亿元。其中经营性业务利润为 10.51 亿元, 较上年增加 1.89 亿元; 增值税即征即退款为 0.80 亿元, 较上年减少 0.30 亿元。

总体来看, 跟踪期内公司各业务板块发展情况良好, 各业务收入出现不同程度的上涨, 整体的毛利率有稍许下滑, 但毛利率水平仍较高, 加之期间费用占比略有下滑, 公司整体盈利能力进一步增强。

偿债能力

从债务规模来看，随着公司自来水供应、污水处理服务以及垃圾焚烧发电项目的投资，债务规模有所增长。截至 2017 年末，公司总债务为 45.94 亿元，其中短期债务为 11.39 亿元，较上年增加 3.91 亿元；长期债务为 34.55 亿元，较上年增加 2.54 亿元。获现能力方面，公司的 EBITDA 主要由利润总额、计入财务费用的利息支出和折旧构成，截至 2017 年末，公司 EBITDA 为 18.42 亿元，较上年增加 2.54 亿元，其中折旧较上年增加 0.95 亿元至 2017 年的 4.47 亿元，利润总额较上年增加 0.47 亿元至 2017 年 10.88 亿元，计入财务费用的利息支出增加 0.52 亿元至 2017 年的 1.61 亿元。偿债指标方面，2017 年公司总债务/EBITDA 为 2.49 倍，与上年持平；EBITDA 利息保障倍数为 9.25 倍，同比减少 0.50 倍，虽然公司 EBITDA 对债务利息的保障程度稍许的减弱，但保障能力依然很强。

图 5：2015~2017 年末公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从经营活动现金流方面来看，水务行业的特性决定了公司具有稳定的获现能力。2017 年公司经营性活动产生净现金流量为 16.57 亿元，较上年增长了 16.72%。2017 年公司经营活动净现金流/总债务为 0.36 倍，与上年持平；经营活动净现金流/利息支出为 8.32 倍，较上年减少了 0.39 倍。整体来看，公司经营活动净现金流大幅度增加，虽然经营活动净现金流对债务利息的保障程度有较小的弱化，但保障能力依旧很强。

表 8：2015~2017 年公司偿债能力分析

财务指标	2015	2016	2017
总债务 (亿元)	32.49	39.50	45.94
EBITDA (亿元)	15.15	15.88	18.42
资产负债率 (%)	41.45	45.90	45.70
长期资本化比率 (%)	20.56	25.91	25.33
总资本化比率 (%)	28.09	30.15	30.09
EBITDA 利息倍数 (X)	9.20	9.74	9.25
总债务/EBITDA (X)	2.14	2.49	2.49
经营净现金流/总债务 (X)	0.41	0.36	0.36
经营活动净现金/利息支出 (X)	8.10	8.71	8.32

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年末，公司共有银行授信额度 92.03 亿元，已使用银行授信 21.08 亿元，尚可使用银行授信为 70.95 亿元，备用流动性充足；同时，公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道顺畅，具有较强的权益融资能力。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 240.27 欧元（折合人民币 1,874.64 万元）。

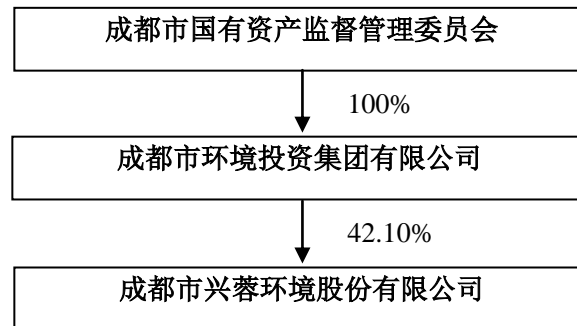
受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产总计 5,986 万元，由受限货币资金 5,848 万元和受限固定资产 137 万元构成。

总体来看，跟踪期内，公司的售水量和污水处理量持续增长，自来水供应业务、污水处理服务业务和环保业务收入均增长较快，净利润增长较为稳健，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，债务结构相对合理，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。

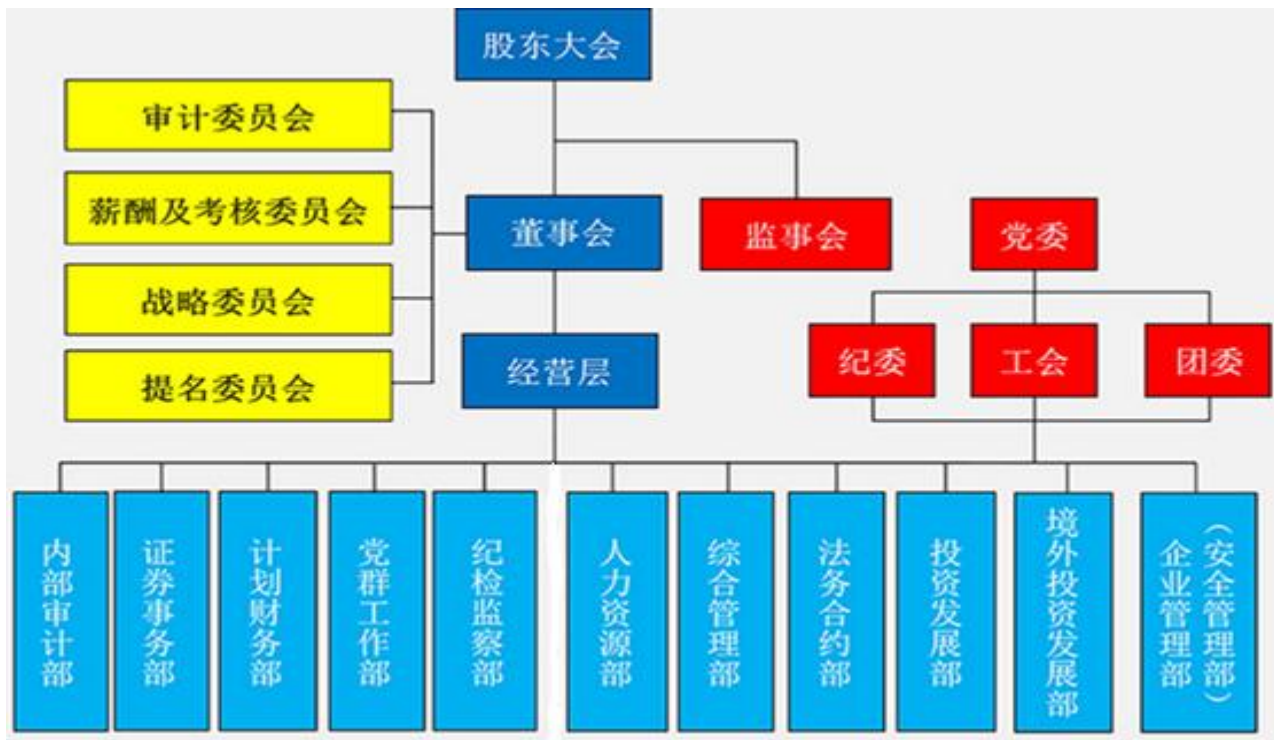
结论

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 12 月 31 日）



附二：成都市兴蓉环境股份有限公司组织架构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



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）	2015	2016	2017
货币资金	248,602.63	167,057.73	240,296.63
应收账款净额	46,529.19	51,633.37	73,812.53
存货净额	16,358.30	25,501.41	36,135.08
流动资产	330,500.81	272,729.11	376,581.40
长期投资	0.00	0.00	30.30
固定资产（合计）	793,731.06	1,050,098.51	977,469.51
总资产	1,420,213.90	1,691,933.57	1,875,465.61
短期债务	109,630.45	74,875.31	113,926.50
长期债务	215,233.20	320,133.71	345,506.15
总债务	324,863.65	395,009.02	459,432.66
总负债	588,705.06	776,642.25	857,046.61
所有者权益（含少数股东权益）	831,508.84	915,291.32	1,018,419.00
营业总收入	306,248.71	305,833.55	373,133.89
三费前利润	126,006.60	124,088.95	148,802.20
投资收益	7,681.70	0.00	492.73
净利润	85,240.32	87,175.65	91,613.88
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	151,485.83	158,833.51	184,216.60
经营活动产生现金净流量	133,417.02	141,992.91	165,727.03
投资活动产生现金净流量	-158,554.05	-280,140.69	-103,946.91
筹资活动产生现金净流量	59,578.85	59,970.33	7,789.57
现金及现金等价物净增加额	34,473.46	-78,161.19	69,569.69
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	42.32	41.95	41.19
所有者权益收益率（%）	10.25	9.52	9.00
EBITDA/营业总收入（%）	49.46	51.93	49.37
速动比率（X）	1.00	0.64	0.77
经营活动净现金/总债务（X）	0.41	0.36	0.36
经营活动净现金/短期债务（X）	1.22	1.90	1.45
经营活动净现金/利息支出（X）	8.10	8.71	8.32
EBITDA 利息倍数（X）	9.20	9.74	9.25
总债务/EBITDA（X）	2.14	2.49	2.49
资产负债率（%）	41.45	45.90	45.70
总资本化比率（%）	28.09	30.15	31.09
长期资本化比率（%）	20.56	25.91	25.33

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；其他流动负债中的超短期融资券调入短期债务。

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。