

## 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2012年（第一期）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，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一九年六月二十一日

## 中山公用事业集团股份有限公司 2012年（第一期）公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	中山公用事业集团股份有限公司		
债券简称	12 中山 01		
债券代码	112123.SZ		
担保主体	中山中汇投资集团有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2012/10/29~2019/10/29		
上次评级时间	2018/06/22		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 概况数据

中山公用	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	115.05	123.49	125.91
总资产（亿元）	150.59	159.84	171.44
总债务（亿元）	24.47	23.00	28.71
营业总收入（亿元）	14.63	17.60	20.37
营业毛利率（%）	32.69	30.47	30.49
EBITDA（亿元）	14.27	15.20	11.74
所有者权益收益率（%）	8.69	9.05	5.75
资产负债率（%）	23.60	22.74	26.55
总债务/EBITDA（X）	1.71	1.51	2.45
EBITDA 利息倍数（X）	10.96	15.40	10.19
中汇集团	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	134.56	142.72	151.90
总资产（亿元）	187.44	194.09	201.20
总债务（亿元）	37.05	33.00	29.12
营业总收入（亿元）	17.58	19.27	22.05
营业毛利率（%）	35.00	33.12	29.62
EBITDA（亿元）	12.08	15.81	12.63
所有者权益收益率（%）	6.91	7.25	4.56
资产负债率（%）	28.21	26.46	24.50
总债务/EBITDA（X）	3.07	2.09	2.31
EBITDA 利息倍数（X）	6.27	9.04	8.84

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，随着中山市经济实力的增强，公司环保水务板块区域垄断优势明显，且业务板块较为多元化，抗风险能力较强。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和广深港高速铁路开通的冲击等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持中山公用主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持“中山公用事业集团股份有限公司 2012 年（第一期）公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。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

- 中山市经济实力逐步增强。2016~2018 年，中山市生产总值分别为 3,202.78 亿元、3,450.31 亿元和 3,632.70 亿元，增速分别为 7.80%、6.60% 和 5.90%。较大的经济体量以及较快的投资增速为公司业务发展提供了有力保障。
- 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，子公司中山市天乙能源有限公司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。
- 公司业务板块多元化，抗风险能力较强。公司从事的主要业务主要包括环保水务、固废处理、环卫服务、工程建设、市场运营、港口客运、金融服务与股权投资等领域，多元化的业务发展提升了公司抵御风险能力。

## 分析师

祖贾筠 [jyzhai@ccxr.com.cn](mailto:jyzhai@ccxr.com.cn)

郑豆豆 [ddzheng@ccxr.com.cn](mailto:ddzheng@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019年6月21日

## 关注

- 盈利状况易受资本场景气度影响。因广发证券股份有限公司（以下简称“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。2018年来自广发证券投资收益为4.44亿元，同比减少50.00%。
- 客运业务或受到港珠澳大桥和广深港高速铁路开通的冲击。公司的客运业务主要往返于中山和香港之间，随着港珠澳大桥和广深港高速铁路的投入运营，公司的客运业务或受到冲击。2019年一季度客运业务实现收入1.03亿元，同比减少16.73%。

## 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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 行业分析

### 水务行业

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。2015~2017 年我国水的生产和供应业固定资产投资（不含农户）合计分别为 4,117.72 亿元、4,963.52 亿元和 5,509.15 亿元，2017 年全国水利、环境和公共设施管理行业的固定资产投资合计分别为 82,105 亿元，2018 年同比增长 3.3%。

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。2018 年，我国水务行业企业数量达 1,868 家，其中，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、特许经营权逐步控制中小型城镇的水务市场，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。目前水务行业竞争主体包括以北控水务集团、首创股份为代表的国有企业，以桑德环境、国祯环保为代表的民营企业以及威立雅、苏伊士为代表的外资企业。中诚信证评认为，资本实力或融资能力、运营能力和政府资源仍然是决定水务企业竞争实力的关键要素，资金实力雄厚、水务产业链完整、运营经验丰富的国有大型水务企业集团具备较强的市场竞争优势，技术领先、融资渠道畅通的民营水务企业亦能够在激烈的市场竞争中占据一席之地。

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。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。

2018 年 4 月，财政部发布《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》。通知中称，对核查存在问题的 173 个示范项

目分类进行处置，将对 PPP 项目加强项目规范管理、强化信息公开并建立健全长效管理机制。

2018 年 6 月，国家发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，要求建立有利于节约用水的价格机制，深入推进农业水价综合改革、深入推进农业水价综合改革、全面推行城镇非居民用水超定额累进加价制度、建立有利于再生水利用的价格政策；完善污水处理收费政策，建立城镇污水处理费动态调整机制、建立企业污水排放差别化收费机制、建立与污水处理标准相协调的收费机制、探索建立污水处理农户付费制度、健全城镇污水处理服务费市场化形成机制。

随着水务行业投资规模的不断增大，水资源 PPP 模式的引入使得社会资本在水务行业的加速涌入，且水务公司能以有限的资金做更多项目。近年来国家发改委、财政部等主管部门都相继出台相关政策，为水资源 PPP 模式的深度和广度应用提供了政策推动和支持空间。

### 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，2018 年末我国城镇化率增至 59.58%，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。根据《2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年全国全年水资源总量 27,960 亿立方米。全年总用水量 6,110 亿立方米，比上年增长 1.1%。其中，生活用水增长 1.4%，工业用水增长 0.6%，农业用水增长 1.1%，生态补水增长 3.8%。

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包括药剂和人工成本在内的供水企业成本持续上升；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。

总的来看，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步增长。

### 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。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“《水利规划》”）。《水利规划》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水生态文明建设，明确到 2020 年，县城、城市污水处理率分别达到 85%、95%。

《2017 年城乡建设设计公报》数据显示，截至 2017 年年末，全国城市共有污水处理厂 2,209 座，比上年增加 170 座，排水管道长度 57.7 万公里，比上年增长 9.31%。生态环境部数据表明，2017 年，93% 的省级及以上工业集聚区建成污水集中处理设施，新增工业集聚区污水处理能力近 1,000 万立方米/日，截至 2017 年年末全国设市城市污水处理能力达 1.57 亿立方米/日。

污水处理收费方面，由于污水处理行业较早开始市场化运作，相对于自来水价格，污水价格更多采取市场定价方式。同时，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。2018 年 7 月，国家发改委就创新和完善促进绿色发展价格机制举行新闻发布会，进一步完善污水

处理收费政策，一是建立城镇污水处理费的动态调整机制，明确了制定污水处理费标准的原则是补偿污水处理和污泥处置设施运行成本，并合理盈利。但是不包含污水收集和输送管网的运营成本，清晰的界定了价格和财政对成本的分担机制；二是建立企业污水排放差别化收费机制，实行高污染、高收费，低污染、低收费，促进企业能够进行预处理，从源头上减少污染物排放；三是建立与污水处理标准相协调的收费机制，随着环保形势的严峻，各地陆续出台了更严格的环保标准，对于实行更严格污水处理排放标准的地区，可相应提高污水处理费标准；四是探索建立污水处理农户付费制度；五是健全城镇污水处理服务费市场化形成机制，推动各地通过招投标等公开的市场竞争方式，形成公开、透明、合理的污水处理服务费标准。

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。

### 中山市经济概况

广东省中山市，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 2018 年年末，常住人口 331.00 万人，城镇化水平 88.35%。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，2018 年降雨量 2,283.40 毫米，全市城镇污水处理厂数 21 个，城镇污水日处理能力达到 115.50 万吨，城市生活垃圾无害化处理率 100.00%。

2018年，中山市实现地区生产总值3,632.70亿元，比上年同比增长5.9%。其中，第一产业增加值61.59亿元，增长2.2%，对地区生产总值增长的贡献率为0.59%；第二产业增加值1,780.23亿元，增长4.5%，第三产业增加值1,790.88亿元，增长7.6%，三次产业结构调整为1.7:49.0:49.3。

2018年工业增加值增长4.6%，其中，规模以上工业增加值增长3.1%。分行业看，高技术制造业增加值增长5.9%，其中医药制造业增长11.6%，电子及通信设备制造业增长8.3%，计算机及办公设备制造业下降21.7%，医疗设备及仪器仪表制造业增长16.4%。先进制造业增加值增长3.5%，其中先进装备制造业增长3.6%，石油及化学行业增长2.2%。传统优势工业增加值增长3.3%，其中金属制品业增长8.7%，食品饮料业增长3.9%，家用电力器具制造业增长4.2%，建筑材料业增长17.5%，家具制造业增长5.8%，纺织服装业下降5.3%。

2018年固定资产投资实现增长5.5%，其中房地产开发投资增长11.7%。第二产业投资下降10.3%，其中工业投资下降10.3%；第三产业投资增长9.7%。基础设施投资增长19.0%，占全年固定资产投资的17.4%。制造业投资下降14.4%，其中，装备制造业投资下降6.1%。高技术制造业投资增长20.4%。

图1：2014~2018年中山市GDP及固定资产投资情况



注：2018年尚未披露固定资产投资具体数值  
资料来源：中山市统计公报，中诚信证评整理

财政实力方面，随着经济的持续增长，近年来中山市地方财政收入保持增长态势。2016~2018年，中山市一般公共预算收入分别为294.70亿元、312.70亿元和315.23亿元，其中：税收收入分别为

200.40亿元、220.80亿元和234.67亿元，分别占一般公共预算收入的68.00%、70.61%和74.44%。财政支出方面，2016~2018年，中山市一般公共预算支出分别为366.90亿元、455.30亿元和437.89亿元。

从财政平衡能力来看，2016~2018年，中山市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为80.32%、68.68%和71.99%，2018年中山市财政自给能力有所增强。

政府性基金收支方面，随着中山市房地产快速发展，中山市政府性基金收入迅速增长，2016~2017年，中山市政府性基金收入分别为68.40亿元和293.50亿元。同期，政府性基金支出为86.50亿元和258.80亿元。

表1：2016~2018年中山市公共财政收支情况

单位：亿元、%			
项目	2016	2017	2018
一般公共预算收入	294.70	312.70	315.23
其中：税收收入	200.40	220.80	234.67
非税收入	94.30	91.90	80.56
政府性基金收入	68.40	293.50	-
一般公共预算支出	366.90	455.30	437.89
政府性基金支出	86.50	258.80	-
财政平衡率	80.32	68.68	71.99

资料来源：中山市财政局，中诚信证评整理

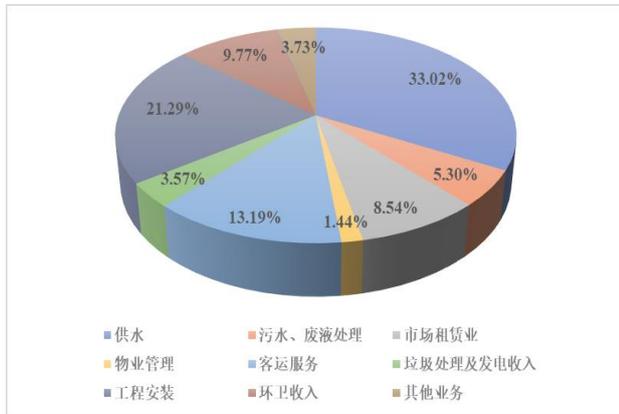
总体来看，中山市作为广东省地级市，自身拥有良好的经济基础，近年来受益于粤港澳大湾区建设，经济发展势头良好，整体经济水平较高，财政实力亦有所增长，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

## 业务运营

公司业务主要包括供水、工程安装、客运服务、市场租赁、污水废液处理、环卫等板块。2018年公司实现营业总收入20.22亿元，同比增长14.88%。同期公司主营业务收入19.46亿元，其中，供水业务收入6.68亿元，同比增长3.04%；污水、废液处理业务收入1.07亿元，同比增长0.26%；工程安装业务实现收入4.30亿元，同比上升42.69%；市场租赁业1.73亿元，同比上升6.94%；客运服务收入2.67亿元，同比增长8.62%；垃圾处理及发电业务

实现收入 0.72 亿元，同比增长 4.12%；环卫收入实现收入 1.98 亿元，同比上升 37.50%。

图 2：公司 2018 年营业收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内供水及污水处理业务保持稳定，随着公司收购及污水处理提标改造项目的推进，业务前景较好。

供水业务是公司主要业务板块，系重要收入和利润来源。2018 年公司实现供水业务收入 6.68 亿元，同比上升 3.04%，占同期营业收入比重为 33.02%。

截至 2019 年 3 月末，公司主要负责中山市和济宁市范围内的自来水供应，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%，在济宁市的市场占有率为 20%。截至 2019 年 3 月末，公司拥有 13 家全资水厂、4 家控股水厂、3 家参股水厂和 2 家合作经营水厂，设计日供水能力为 238 万立方米/日。2018 年，公司供水管网长度为 6,500 千米，较上年增加 1,160 千米。

自来水产销量方面，2018 年，公司自来水生产量及销售量为 46,506 万 M<sup>3</sup> 和 40,695 万 M<sup>3</sup>，同比分别微幅增长 2.81% 和 2.86%。同期管网漏损率和水压合格率分别为 12.50% 和 99.50%，保持稳定。2019 年 1~3 月公司生产量为 10,303 万 M<sup>3</sup>，销售量为 9,091 万 M<sup>3</sup>，同期管网漏损率和水压合格率分别为 11.76% 和 99.5%。

表 2：2016~2019.Q1 公司自来水产销情况

指标	2016	2017	2018	2019.1~3
生产量 (万 M <sup>3</sup> )	44,036	45,236	46,506	10,303
销售量 (万 M <sup>3</sup> )	38,231	39,564	40,695	9,091
管网漏损率 (%)	13.18	12.54	12.50	11.76
水压合格率 (%)	99.5	99.5	99.5	99.5

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

售水结构方面，公司目前售水模式仍以直供水为主，2018 年直供水为 2.90 亿立方米，占总售水量的 71.29%，趸售水为 1.17 亿立方米，占总售水量的 28.71%。

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 2019 年 3 月末，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。

2018 年，公司污水处理业务保持稳定，同期实现污水处理、废液收入 1.07 亿元，与 2017 年基本持平。2018 年公司日污水处理能力为 39 万立方米，同期，公司污水处理量为 9,425 万立方米。

水处理单价方面，2018 年污水处理费与 2017 年无变动，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。从 2017 年起，污水处理费按用水量的 100% 向用水户征收。

在建工程方面，2018 年 10 月，公司与华航环境发展有限公司组成联合体中标“新会区会城街道等四镇农村污水处理设施 PPP 项目”。截至 2019 年 4 月底，工程总体进度已完成 35% 左右，其中新建农村生活污水处理设施 94 座，已开工 78 座，完成土建施工 33 个；新建污水处理设施配套管网 114 个，已开工 49 个；主要设备采购数量为 94 个，设备安装完成 30 个。

2019 年 3 月底，公司下属全资子公司中山公用环保产业投资有限公司（以下简称“公用环投”）与北京桑德环境工程有限公司签署《股权转让协议》，以人民币 2.36 亿元的对价收购北京桑德环境工程有限公司持有的通辽市桑德水务有限公司（以下简称“通辽桑德”）100% 股权，通辽桑德因此成为公用环投的全资子公司。通辽桑德目前污水处理能力为

12.5 万吨/日、中水处理能力为 4 万吨/日，未来两年内将扩建至污水处理能力 15 万吨/日、中水处理能力 8 万吨/日。此次收购有利于公司进一步扩大全国业务版图。

此外，根据《广东省住建厅广东省环保厅关于进一步加快敏感区域污水处理设施提标改造工作的通知》（粤建城函〔2018〕491 号）要求，2018 年须进一步加快敏感区域污水处理设施提标改造工作，确保完成提标改造任务。公司目前提标改造工程涉及 3 个下属污水厂，污水一厂、污水二厂及黄圃污水厂提标改造。污水一厂计划总投资 9,100 万元，已投资 4,526.41 万元，预计 2019 年 6 月投产；污水二厂计划总投资 6,000 万元，已完成投资 2,745.35 万元，预计 2019 年 6 月投产；黄圃污水厂计划总投资 2,137.41 万元，由财政进行投资，预计 2019 年 6 月完成土建主体，设备暂未购置，计划于 2019 年底完工。

总体来看，2018 年公司供水业务保持稳定，随着公司收购通辽桑德及污水处理各项在建工程的推进，公司污水处理能力在未来或有一定程度的提升，供水和污水处理收入有望进一步增长。

### 2018年随着天乙能源三期项目的推进，公司在垃圾处理及发电业务领域或有更为长足的发展。

公司与政府签订了垃圾处理特许经营权协议（2007 年 4 月 9 日-2029 年 4 月 8 日）。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。垃圾焚烧产生的电力除自身生产用电外，全部用于上网。

2018 年，公司垃圾处理及发电收入为 7,212.58 万元，同比增长 4.12%。同期垃圾焚烧处理能力为 970 吨/日，垃圾处理量为 30.52 万吨，同比减少 3.80%，生产电量及销售电量分别为 1.13 亿千瓦时和 0.96 亿千瓦时，同比分别减少 4.94% 和 4.10%，平均销售电价为 0.55 元/千瓦时，与去年相比无变化。2019 年 1~3 月，垃圾焚烧处理量为 7.54 万吨，生产电量及销售电量分别为 0.30 亿千瓦时和 0.26 亿千瓦时。

表 3：2016~2019.Q1 公司垃圾处理及发电情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
垃圾处理量 (吨)	272,274	317,235	305,182	75,407
垃圾处理单价 (元/吨)	91.74	91.74	91.74	91.74
生产电量 (亿千瓦时)	0.96	1.19	1.13	0.30
销售电量 (亿千瓦时)	0.77	1.00	0.96	0.26
平均销售电价 (元/千瓦时)	0.55	0.55	0.55	0.55
垃圾处理收入 (万元)	1,149.55	1,624.18	1,621.69	385.33

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建工程方面，公司子公司中山市天乙能源有限公司（以下简称“天乙能源”）承接中山市北部组团垃圾综合处理基地垃圾焚烧发电厂和垃圾渗滤液处理厂三期工程（扩容工程）项目，项目占地面积 55,7474 平方米，建筑面积 38,233 平方米，同时配备 2 台 600 吨/天垃圾焚烧炉及 2 台 18MW 发电机。该项目于 2018 年 5 月正式开工建设，计划总投资 6.69 亿元，目前已投资 1.41 亿元，建成投产后可增加日处理垃圾能力 1,200 吨，年处理垃圾量为 43.8 万吨，年发电量为 2.09 亿度，计划 2019 年底建成投产。

总体来看，公司垃圾处理及发电业务保持稳定，随着天乙能源三期在建工程的推进，公司在垃圾处理及发电领域或有更为长足的发展。

### 公司2018年拓展至环保环卫业务领域，随着各类合同的续签，未来收益较为可观。

为进一步增强公司“环保+水务”核心业务的综合竞争实力，公司于 2018 年 8 月现金收购中山中汇投资集团持有的广东名城科技股份有限公司（以下简称“名城科技”）95.50% 股权，向中汇集团支付的股权转让价款为人民币 23,606.29 万元，该收购为同一控制下合并。

名城科技主要从事向政府城市管理部门、物业管理公司、商场、小区、企业等机构提供道路保洁、垃圾收运、垃圾处置、污泥运输等综合环境服务。目前公司主要的收入来源为道路保洁服务和垃圾收运服务。截至 2018 年末，名城科技负责运营 4 个垃圾填埋场，主要承担中山市中心城区 25 个垃

圾转运站、840 间垃圾屋及 1,000 多个垃圾收集点的日常垃圾收集清运。2018 年，公司环卫收入为 1.98 亿元，同比增长 37.50%，主要系环卫项目增加及收运业务收费单价增加。

名城科技业务模式仍为特许经营权和政府委托采购项目两种。2018 年，除中山市中心城区环境

卫生经营项目落标外，公司续签了中山市东区、西区、石岐区生活垃圾收运项目、深圳市宝安区老虎坑填埋场服务项目、中山市中心组团垃圾综合处理基地卫生填埋场运营项目和中山市北部组团垃圾综合处理基地卫生填埋场运营项目。

表 4：截至 2019 年 3 月末，公司主要垃圾处理项目情况

项目名称	运营模式	项目范围	运营期限	合同金额
东安县农村生活垃圾治理 PPP 项目	DBFOT	湖南省东安县 16 个乡镇农村生活垃圾的收集运输及中转站建设运营	2018 年 8 月 3 日 ~2048 年 8 月 3 日	金额未定
中山市医疗废物焚烧处理厂特许经营权项目	BOT	中山市约 761 个医疗垃圾收集点的医疗废物的收集、运输、贮存、处理等	2017 年 11 月 1 日 ~2029 年 10 月 31 日	9,835 万元
中山市东区、西区、石岐区生活垃圾收运项目	政府委托/采购	中山市中心城区范围内生活垃圾收集运输	2019 年 3 月 1 日 ~2021 年 2 月 29 日	164.3 元/吨
中山市港口镇环卫保洁及垃圾收集运输处理采购项目	政府委托/采购	港口镇公共场所的清扫保洁、垃圾收集及运输处理工作、果皮箱收集及维修等	2018 年 3 月 1 日 ~2021 年 2 月 28 日	8,349 万元
深圳市宝安区老虎坑填埋场服务项目	政府委托/采购	深圳市宝安区老虎坑填埋作业及车辆机械维修保养运营	2019 年 1 月 1 日 ~2019 年 12 月 31 日	1,917 万元
中山市中心组团垃圾综合处理基地卫生填埋场运营项目	政府委托/采购	中山市中心基地卫生填埋场的运营	2019 年 1 月 1 日 ~2021 年 12 月 31 日	42.9 元/吨
中山市南部组团垃圾综合处理基地卫生填埋场运营项目	政府委托/采购	填埋场进场垃圾检验，过磅称重，分区填埋等	2018 年 3 月 1 日 ~2021 年 2 月 28 日	包干费 66.3 万元/年 炉渣填埋 24.98 元/吨 原生垃圾填埋 34.18 元/吨
中山市北部组团垃圾综合处理基地卫生填埋场运营项目	政府委托/采购	填埋场进场垃圾检验，过磅称重，分区填埋等	2019 年 2 月 16 日 ~2022 年 2 月 15 日	253.52 万元/年
生活污水及其他有机废弃物运输服务项目	政府委托/采购	中山市内各城镇污水处理厂产生的生活污水的运输	2018 年 2 月 6 日 ~2020 年 2 月 5 日	68.8 元/吨 外运 70.8 元/吨

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 年通过对名城科技的收购，进一步拓展了公司环保业务领域，并为公司带来较多收益，未来或将成为公司主要收入来源之一。

### 跟踪期内工程安装业务实现较快增长，主要系公司外接工程增加，仍为收入的重要组成部分。

公司工程安装板块业务仍由中山公用工程有限公司（以下简称“公用工程”）开展，公用工程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投标、PPP 以及 BOT、BT 或与其他公司联营合作。

2018 年公司实现工程安装收入 4.30 亿元，同比大幅增长 42.69%，主要是公司外接工程增加。2018 年公司竣工项目为 407 个，项目金额为 1.62 亿元，在建项目 66 个，项目金额为 5.21 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司竣工项目 69 个，项目金额为 0.29 亿元，在建工程 23 个，项目金额为 4.16 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司金额较大的工程安装项目有东鄱污水处理厂提标改造工程施工总承包、中山市长江路改造工程-给排水管道迁改、三乡镇

南部组团儿童公园项目和中山翠亨翠海道地下综合管廊及同步建设工程项目供水管迁移工程等，项目金额分别为 1.19 亿元、0.41 亿元、0.34 亿元和 0.32 亿元，完工进度分别为 99%、90%、45% 和 80%。除此之外，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，项目金额为 0.88 亿元，目前完工进度 80%。

总体来看，受益于外接工程的增加，公司工程安装业务板块实现了较大幅度的增长，仍为收入的主要来源。

### 2018 年客运业务收入呈上升趋势，但受港珠澳大桥及广深港高速铁路开通的影响，2019 年一季度客运量有所缩减；租赁业务稳中有升，具有较好的现金流获取能力。

公司的客运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，2018 年实现营业收入 2.67 亿元，同比增长 8.62%。同期，客运量为 145.65 人，同比增长 12.09%，主要是中山-深圳航线 2017 年 8 月开始营运；目前在运营的船只为 5 艘，在建船只一艘，预计 2019 年 8 月投入使用；航线总数为 3 条，分别为中山-香港、中山-香港机场和中山-深圳航线，同比 2017 年末增加航线。2018 年 9 月，广深港高速铁路通车运营，2018 年 10 月，港珠澳大桥正式通车，对公司的客运业务造成了一定程度的影响，2019 年一季度客运业务实现收入 1.03 亿元，同比减少 16.73%。

表 5：2016-2018 年公司客运服务详情

	2016 年	2017 年	2018 年
船只（艘）	5	5	5
航线（条）	2	3	3
客运数平均（人/船）	338	330	273
可载客量（万人次）	278	309	326
客运量（万人次）	116	129.94	145.65
年总航次（航次）	8,520	9,965	11,948

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，公司租赁业务实现收入 1.73 亿元，同比增加 6.94%，同期，出租率为 82.29%，同比增加 1.52 个百分点，商户数量与 2017 年持平，为 6,500 户，批发和零售业务的占有率为 70% 和 18%。

总体来看，公司客运服务和租赁业务均保持较

为稳定的盈利能力，未来发展较为稳定，成为公司营业收入的有力补充。

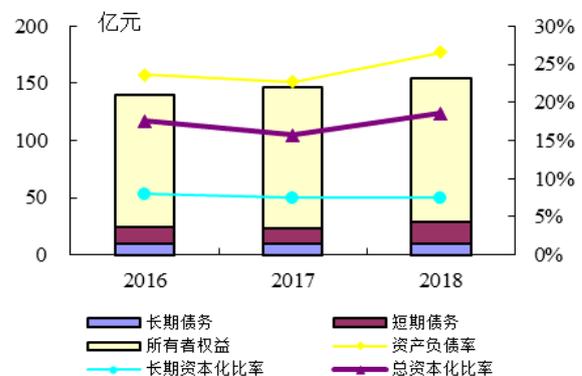
## 财务分析

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 2016~2018 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

随着业务的发展及融资规模的扩大，公司资产规模以及负债规模均呈上升趋势。2018 年末，公司资产总额为 171.44 亿元，同比增长 7.26%；同期，公司总负债为 45.52 亿元，同比增长 25.24%。所有者权益方面，截至 2018 年末，公司所有者权益为 125.91 亿元，同比微幅增长 1.96%；财务杠杆方面，2018 年末公司资产负债率和总资产比率分别为 26.55% 和 18.57%，同比上升 3.81 个百分点和 2.87 个百分点，公司财务杠杆水平有所上升。

图 3：2016-2018 年公司资本结构



数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产以非流动资产为主，截至 2018 年末公司非流动资产为 149.09 亿元，占资产总额的 86.96%，同比增长 6.75%。非流动资产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。2018 年末分别占非流动资产的比重为 70.92%、5.49%、11.86% 和 4.66%。2018 年末公司长期股权投资为 105.74 亿元，同比增长 2.28%，主要系对广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）投资 93.62 亿元和济宁中山公用水务有限公司投资 3.91 亿元；2018 年末投资性房地产为 8.19 亿元，同比增长 28.61%，增长主要是在建工程结转

所致，其中，房屋建筑物价值 6.49 亿元和土地使用权价值 1.69 亿元，其中尚有账面价值 1.47 亿元的投资性房地产的产权证正在办理相关手续中；2018 年末公司固定资产为 17.68 亿元，同比增长 4.19%，主要系管网设备 8.66 亿元、构筑物 3.65 亿元、房屋及建筑物 1.57 亿元及机器设备 1.45 亿元等；同期，公司无形资产为 6.95 亿元，同比减少 9.35%，主要系特许权费 4.74 亿元和土地使用权 2.08 亿元等。

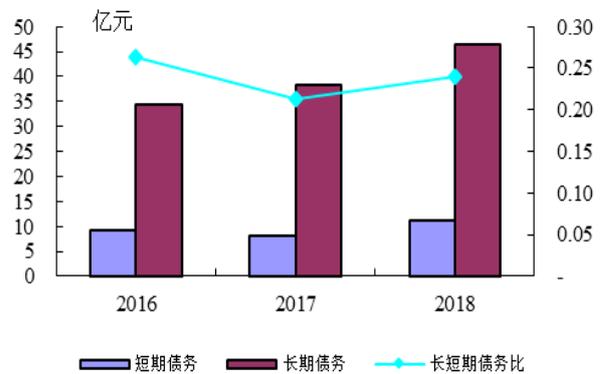
截至 2018 年末，公司流动资产为 22.35 亿元，占总资产的比重为 13.04%，同比增长 10.80%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，占同期流动资产的比重分别为 71.04%、10.04%、9.14%和 6.83%。2018 年末公司货币资金为 15.96 亿元，同比大幅增长 61.37%，主要系发行公司债收到募集资金；同期，应收账款为 2.24 亿元，同比减少 39.18%，应收账款前五名占总应收账款总额的 59.50%，账龄最长不超过 5 年，其中对关联方中山岐江河环境治理有限公司应收账款 0.96 亿元，占总应收账款的比例为 40.65%，主要系雨污分流工程款的结算金额，应收账款回收风险较小；2018 年末存货为 2.04 亿元，同比增长 88.13%，其中，建造合同形成的已完工未结算资产 1.62 亿元；同期，其他流动资产为 1.53 亿元，同比减少 67.85%，主要是理财产品到期收回减少所致。

负债构成方面，公司负债以流动负债为主，截至 2018 年末，公司流动负债为 33.87 亿元，占总负债的比重为 74.40%，同比增长 33.20%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收账款和一年内到期的非流动负债构成，占同期流动负债的比重分别为 25.10%、17.16%、11.04%和 29.52%。2018 年末公司短期借款为 8.50 亿元，同比减少 34.62%，主要系公司发行公司债偿还部分短期借款；同期，应付账款为 5.81 亿元，同比增加 32.91%，余额中账龄超过 1 年的大额应付款项合计 2.63 亿元，主要为相关的工程款；2018 年末公司预收账款为 3.74 亿元，同比增加 5.72%；同期，一年内到期的非流动负债为 10.00 亿元，主要系公司 2012 年发行的公司债券，将于 2019 年 10 月到期。

截至 2018 年末，公司非流动负债为 11.65 亿元，同比增长 6.70%，主要为应付债券，同期公司应付债券为 9.96 亿元，为 2018 年公司发行的 5 年期公司债券“18 中山 01”。

有息债务方面，2018 年公司总债务为 28.71 亿元，同比增长 24.83%，其中长期债务为 10.21 亿元，短期债务为 18.50 亿元。2018 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.81 倍，公司债务以短期债务为主。

图 4：2016~2018 年公司债务结构



数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于公司业务规模的扩大及长期股权投资的增加，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

随着公司业务不断扩张，公司营业收入仍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，2018 年公司实现营业收入 20.22 亿元，同比增长 14.88%。从收入构成上来看，2018 年供水业务收入为 6.88 亿元，同比增加 3.04%，市场租赁业务收入为 1.73 亿元，同比增长 6.94%，客运服务收入为 2.67 亿元，同比增长 8.62%，工程安装收入为 4.30 亿元，同比增长 42.69%，主要系 2018 年东鄱污水处理工程、黄圃镇智能制造装备项目一标段填土工程等外接工程增加。

毛利率方面，分板块来看，供水业务方面，由于供水具有公用事业的特征，供水的毛利率相对平稳，2018 年，供水业务毛利率为 19.67%，同比减少 1.92 个百分点；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，2018 年该板块毛利率为 66.75%，同比增长 3.64%；客运服务方面，受燃油价格上升影响，2018 年毛利率为 52.12%，

同比减少 2.36%；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，2018 年为 22.78%，同比增加 1.74 个百分点。

表 6：2016~2018 年公司营业收入结构及毛利率情况

单位：万元、%

	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供水	6.26	23.28	6.48	21.59	6.68	19.67
污水、废液处理	0.98	40.11	1.07	36.52	1.07	29.71
市场租赁业	1.61	66.85	1.61	63.11	1.73	66.75
物业管理	0.20	6.83	0.23	3.33	0.29	8.20
客运服务	2.17	60.49	2.45	54.48	2.67	52.12
垃圾处理及发电收入	0.54	-38.10	0.69	1.25	0.72	19.04
工程安装	2.25	19.49	3.02	21.04	4.30	22.78
环卫收入	-	-	1.44	23.02	1.98	20.83
其他	0.13	20.01	0.04	23.04	0.03	18.44
其他业务	0.48	55.43	0.56	40.07	0.75	43.17
合计	14.63	32.69	17.60	30.47	20.22	29.97

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2018 年公司三费合计 3.57 亿元，同比增长 9.05%，公司期间费用中管理费用和财务费用占比较高，管理费用方面，随着公司业务扩张，公司管理费用为 1.88 亿元，同比增长 11.02%；财务费用方面，随着公司融资规模的扩大，2018 年财务费用为 1.06 亿元。同期，三费收入占比为 17.55%。同比 2017 年减少 1.08 个百分点，公司对期间费用的控制能力有所提升。

表 7：2016~2018 年公司期间费用分析

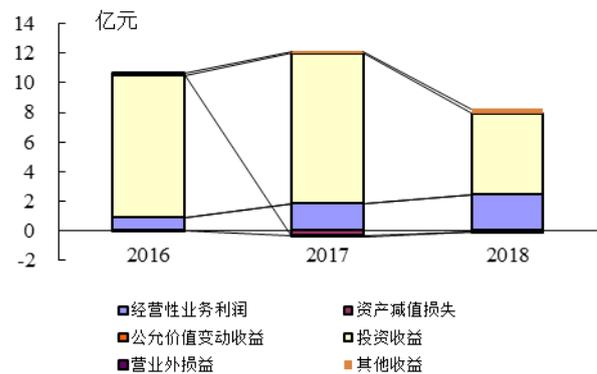
单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售费用	0.59	0.62	0.64
管理费用	1.64	1.69	1.88
财务费用	1.39	0.96	1.06
三费合计	3.62	3.28	3.57
营业总收入	14.63	17.60	20.37
三费收入占比	24.78	18.63	17.55

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，2018 年公司利润总额为 8.11 亿元，同比减少 31.30%。2018 年公司利润总额主要由投资收益和经营性业务利润构成。受益于公司业务发展良好，2018 年经营性业务利润为 2.43 亿元，同比增长 30.81%；同期，投资收益减少 45.53% 至 5.52 亿元，主要是广发证券净利润减少所致。

图 5：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

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场景气度对公司盈利水平的影响。

## 偿债能力

获现能力方面，公司的 EBITDA 主要由利润总额、利息支出、折旧和摊销构成。2018 年，受利润总额的减少，折旧和利息支出的增加，公司 EBITDA 为 11.74 亿元，同比下降 22.78%。经营活动现金流方面，2018 年，公司经营活动净现金流为 5.75 亿

元，同比减少 1.94%。

偿债指标方面，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.45 倍和 10.19 倍；经营活动净现金流/总债务为 0.20 倍，经营活动净现金流利息保障倍数为 4.99 倍。总体来看，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的保障能力均有所下降。

表 8：2016~2018 年公司偿债能力指标

	2016	2016	2018
总资产（亿元）	150.59	159.84	171.44
总债务（亿元）	24.47	23.00	28.71
资产负债率（%）	23.60	22.74	26.55
总资本化比率（%）	17.54	15.70	18.57
经营活动净现金流（亿元）	4.32	5.86	5.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.25	0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	3.32	5.94	4.99
EBITDA（亿元）	14.27	15.20	11.74
总债务/EBITDA（X）	1.71	1.51	2.45
EBITDA 利息倍数（X）	10.96	15.40	10.19

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

债务到期分布方面，截至 2018 年末，公司总债务为 28.71 亿元，2019 年到期债务为 18.50 亿元，

2020~2021 年无到期债务，总体债务压力较小。

表 9：截至 2018 年末公司债务到期分布情况

单位：亿元		
2019	2020	2021
18.50	0.00	0.00

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 2019 年 3 月末，公司在金融机构的授信额度总额为 55.00 亿元，已使用授信为 5.00 亿元，尚未使用授信额度为 50.00 亿元，备用流动性较好。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司受限资产为账面价值 2,590.39 万元的货币资金（主要为项目保证金）以及部分用于借款抵押的投资性房地产，其中受限投资性房地产因与其他投资性房地产合并核算，无法区分受限部分账面价值，其对应抵押借款金额为 2,600.00 万元。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保，不存在或有风险。

重大事项方面，截至 2019 年 3 月末，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 10：截至 2019 年 3 月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中级人民法院（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中级人民法院重审。
（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，广东中山第一中级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中级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两原告支付股权转让款 36287495.45 元。	3,628.75	案件目前中止审理	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。中山市第一中级人民法院已于 2018 年 3 月 27 日就上述事项重新组织庭审，等待法院择期宣判。因中国银行中山分行对天乙集团申请破产清算，2018 年 4 月 25 日中山市第一中级人民法院作出（2017）粤 2071 民初 14375 号之四民事裁定书：裁定该案依法中止本案诉讼。

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。

## 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。

2018年中汇集团实现营业总收入22.05亿元，同比增长14.41%，其中，营业收入为21.90亿元，同比增长13.63%。各主要板块收入均有所上升。分板块来看，2018年供水板块收入为6.68亿元，占营业收入的比重为30.49%，为公司主要的收入和利润来源；其次为工程安装业务、客运服务业务、垃圾、污水处理业务和租赁业务，2018年分别实现收入4.30亿元、2.67亿元、1.90亿元和1.77亿元，分别占当期营业收入的19.66%、12.18%、8.69%和8.07%。

表 11：2017~2018 年中汇集团主要板块收入结构

单位：亿元、%

板块	2017		2018	
	收入	占比	收入	占比
供水业务	6.48	33.62	6.68	30.49
垃圾、污水处理业务	3.29	17.07	1.90	8.69
工程安装业务	3.02	15.65	4.30	19.66
客运业务	2.47	12.82	2.67	12.18
租赁	1.62	8.38	1.77	8.07
合计	19.27	100.00	21.90	100.00

资料来源：中汇集团审计报告，中诚信证评整理

2018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。2018年中汇集团供水业务收入为6.68亿元，同比增长3.04%，为主要收入及业务来源。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。同期垃圾、污水处理业务收入为1.90亿元，同比大幅减少42.15%；2018年因承接工程量增加，公司工程安装业务实现收入4.30亿元，同比增长42.69%；同期客运业务及租赁收入分别为2.67亿元和1.77亿元，同比分别增长7.96%和9.38%。

财务结构方面，作为中山市公用事业行业投资与运营主体，中汇集团业务发展较为稳定。截至

2018年末，中汇集团总资产为201.21亿元，同比增长3.67%；所有者权益（含少数股东权益）151.90亿元，同比增长6.43%。同期，总负债为49.30亿元。同比减少4.02%。截至2018年12月31日，中汇集团资产负债率和总资本化比率分别为24.50%和16.09%，分别较上年末下降1.96个和2.69个百分点，负债水平较低，财务结构较为稳健。

从债务期限结构来看，截至2018年12月31日，中汇集团长短期债务比由上年末的2.30倍下降至1.74倍，目前仍以短期债务为主。

从财务表现来看，盈利方面，2018年中汇集团实现营业收入21.90亿元，同比13.63%。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重要的收入来源，2018年中山公用实现收入20.22亿元。2018年，中汇集团毛利率为29.62%，较上年下降3.49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。2018年，中汇集团经营性现金流实现净流入5.85亿元，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0.20倍和4.10倍，经营活动净现金流对债务利息的覆盖能力尚可。同期，中汇集团EBITDA为12.63亿元，总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为2.31倍和8.84倍，EBITDA对债务利息的覆盖能力尚可。

表 12：2016~2018 年中汇集团主要财务指标

指标	2016	2017	2018
总资产（亿元）	187.44	194.09	201.20
所有者权益（亿元）	134.56	142.72	151.90
短期债务（亿元）	14.49	23.00	18.50
总债务（亿元）	37.05	33.00	29.12
营业总收入（亿元）	17.58	19.27	22.05
经营活动净现金流（亿元）	3.64	6.05	5.85
营业毛利率（%）	35.00	33.12	29.62
EBITDA（亿元）	12.08	15.81	12.63
所有者权益收益率（%）	6.91	7.25	4.56
资产负债率（%）	28.21	26.46	24.50
总资本化比率（%）	21.59	18.78	16.09
经营净现金流/总债务（X）	0.10	0.18	0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	1.89	3.46	4.10
总债务/EBITDA（X）	3.07	2.09	2.31
EBITDA利息倍数（X）	6.27	9.04	8.84

资料来源：中汇集团审计报告，中诚信证评整理

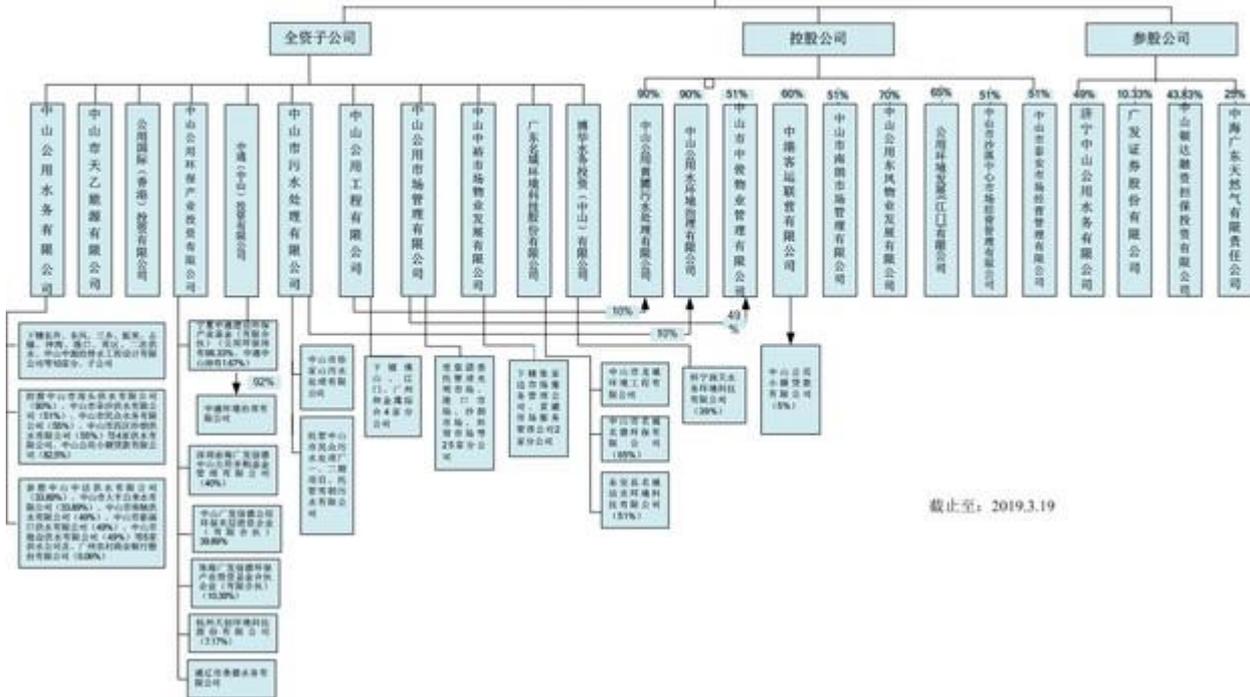
中诚信证评认为，中汇集团财务结构稳健，经营状况良好，获现能力较强。同时，作为中山市国资委全资企业和政府公用事业运营平台，中汇集团能够获得较大的政府支持，整体偿债能力很强。综合来看，中诚信证评认为中汇集团提供的全额不可撤销的连带责任保证担保将对本期公司债券按期偿还提供一定保障。

## 结 论

综上，中诚信证评维持中山公用主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持“中山公用事业集团股份有限公司2012年（第一期）公司债券”信用等级为AA<sup>+</sup>。

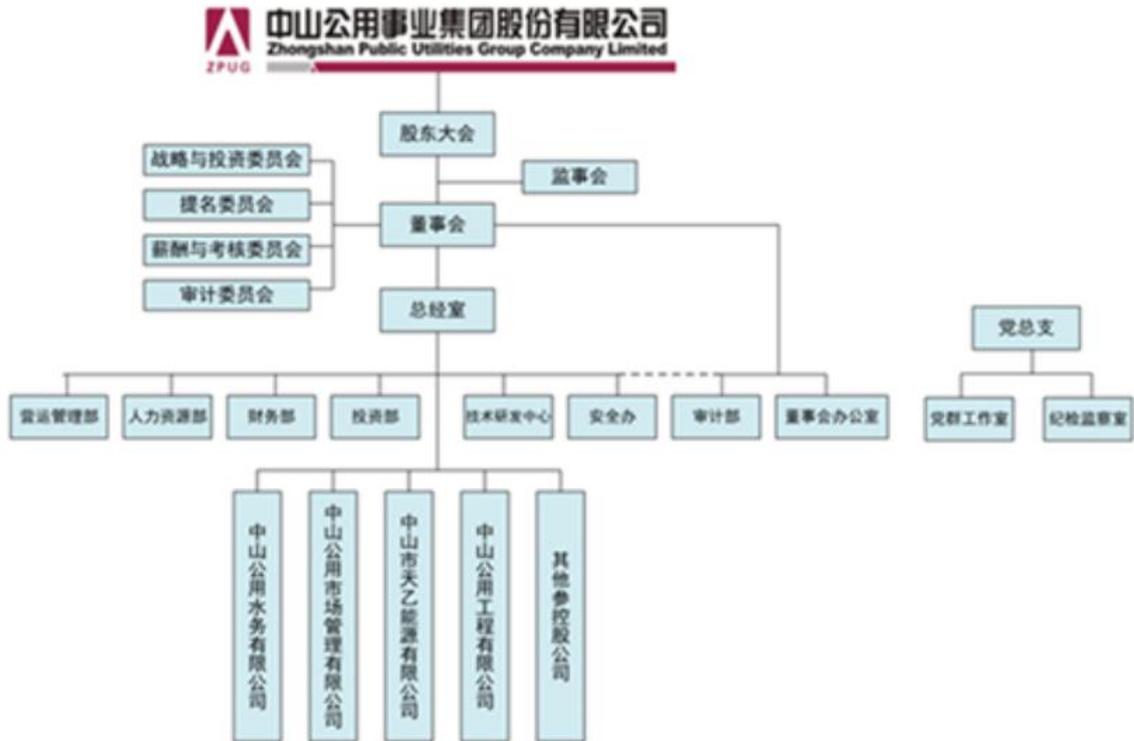
附一：中山公用事业集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）

中山公用股权结构图



数据来源：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 2019 年 3 月 31 日）



数据来源：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**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	67,243.47	98,883.54	159,572.05
应收账款净额	39,019.03	36,905.14	22,446.61
存货净额	9,250.44	10,853.06	20,417.80
流动资产	197,628.70	201,690.38	223,475.78
长期投资	972,046.62	1,035,289.96	1,058,833.35
固定资产合计	241,390.83	266,839.13	322,688.54
总资产	1,505,910.49	1,598,367.57	1,714,365.40
短期债务	144,866.67	130,000.00	184,999.50
长期债务	99,833.33	99,999.50	102,111.11
总债务（短期债务+长期债务）	244,700.00	229,999.50	287,110.61
总负债	355,428.29	363,492.70	455,230.87
所有者权益（含少数股东权益）	1,150,482.20	1,234,874.87	1,259,134.53
营业总收入	146,260.17	175,984.37	203,683.99
三费前利润	45,207.56	51,346.03	60,030.70
投资收益	95,807.95	101,371.74	55,213.65
净利润	99,971.75	111,744.56	72,384.77
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	142,695.80	152,026.47	117,397.91
经营活动产生现金净流量	43,183.27	58,622.48	57,482.30
投资活动产生现金净流量	-114,019.20	26,399.38	3,316.68
筹资活动产生现金净流量	-21,570.95	-58,628.32	-1,734.58
现金及现金等价物净增加额	-93,236.39	26,275.07	59,443.81
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	32.69	30.47	30.49
所有者权益收益率（%）	8.69	9.05	5.75
EBITDA/营业总收入（%）	97.56	86.39	57.64
速动比率（X）	0.76	0.75	0.60
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.25	0.20
经营活动净现金/短期债务（X）	0.30	0.45	0.31
经营活动净现金/利息支出（X）	3.32	5.94	4.99
EBITDA 利息倍数（X）	10.96	15.40	10.19
总债务/EBITDA（X）	1.71	1.51	2.45
资产负债率（%）	23.60	22.74	26.55
总资本化比率（%）	17.54	15.70	18.57
长期资本化比率（%）	7.98	7.49	7.50

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：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）	2016	2017	2018
货币资金	148,628.34	165,308.30	204,385.62
应收账款净额	17,308.10	14,568.30	13,336.04
存货净额	10,174.15	11,461.43	21,041.31
流动资产	367,375.82	346,950.08	328,541.35
长期投资	1,015,710.93	1,087,199.88	1,100,093.12
固定资产合计	312,861.29	342,203.95	415,850.07
总资产	1,874,443.45	1,940,898.67	2,012,022.53
短期债务	144,866.67	230,000.00	184,999.50
长期债务	225,625.33	99,999.50	106,238.85
总债务（短期债务+长期债务）	370,491.99	329,999.50	291,238.35
总负债	528,834.59	513,649.74	492,988.90
所有者权益（含少数股东权益）	1,345,608.86	1,427,248.93	1,519,033.62
营业总收入	175,803.50	192,705.07	220,479.70
三费前利润	57,886.66	60,807.33	63,492.63
投资收益	97,886.74	102,952.00	58,134.28
净利润	92,953.25	103,537.53	69,237.29
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	120,780.14	158,095.81	126,285.33
经营活动产生现金净流量	36,381.59	60,458.62	58,542.20
投资活动产生现金净流量	-124,151.37	9,597.74	14,341.39
筹资活动产生现金净流量	20,402.72	-55,079.80	-35,711.74
现金及现金等价物净增加额	-68,196.57	14,850.35	37,587.48
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	35.00	33.12	29.62
所有者权益收益率（%）	6.91	7.25	4.56
EBITDA/营业总收入（%）	68.70	82.04	57.28
速动比率（X）	1.21	0.84	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.18	0.20
经营活动净现金/短期债务（X）	0.25	0.26	0.32
经营活动净现金/利息支出（X）	1.89	3.46	4.10
EBITDA 利息倍数（X）	6.27	9.04	8.84
总债务/EBITDA（X）	3.07	2.09	2.31
资产负债率（%）	28.21	26.46	24.50
总资本化比率（%）	21.59	18.78	16.09
长期资本化比率（%）	14.36	6.55	6.54

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 + 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)

## 附六：信用等级的符号及定义

### 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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。