

# 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）、2019 年面向 合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评 级报告（2020 年）

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 19 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1012 号

## 中山公用事业集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“18 中山 01”和“19 中山 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十九日

**评级观点：**中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 中山 01”和“19 中山 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了中山市经济和人口增长为公司水务业务发展提供良好外部环境以及公司环保业务在中山市处于龙头地位等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司客运服务业务收入和毛利率呈现双降以及利润对投资收益依赖程度较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响

### 概况数据

中山公用（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	159.84	171.44	191.33
所有者权益合计（亿元）	123.49	125.91	134.76
总负债（亿元）	36.35	45.52	56.57
总债务（亿元）	23.00	28.71	37.16
营业总收入（亿元）	17.60	20.37	22.20
经营性业务利润（亿元）	2.02	2.71	2.47
净利润（亿元）	11.17	7.24	10.71
EBITDA（亿元）	15.20	11.74	15.31
经营活动净现金流（亿元）	5.86	5.75	8.32
收现比(X)	1.12	1.14	1.08
营业毛利率(%)	30.47	30.49	29.52
应收类款项/总资产(%)	2.94	1.63	2.49
资产负债率(%)	22.74	26.55	29.57
总资本化比率(%)	15.70	18.57	21.62
总债务/EBITDA(X)	1.51	2.45	2.43
EBITDA 利息倍数(X)	15.40	10.19	9.66

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

### 正面

- **中山市经济和人口增长为公司水务业务发展提供良好外部环境。**近年来中山市经济实力继续提升，人口规模不断增长，为公司水务业务发展提供了良好外部环境。
- **环保业务在中山市处于龙头地位。**公司是中山市最大的供水

### 同行业比较

部分水生产和供应业公司主要指标对比表

公司名称	设计供水及处理能力 (万立方米/日)	年实际供水及处理量 (亿立方米)	资产总额 (亿元)	资产负债率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
中山公用（2019）	301	6.22	191.33	29.57	22.20	10.71	8.32
绿城水务（2019）	246	9.72	126.12	66.73	15.23	2.63	6.70
郑州自来水（2018）	177	4.40	80.99	48.22	21.16	1.78	6.95
珠海水务（2018）	179	5.82	78.18	53.44	16.00	1.54	1.75

注：1、“绿城水务”为“广西绿城水务股份有限公司”简称，“郑州自来水”为“郑州自来水投资控股有限公司”简称，“珠海水务”为“珠海水务环境控股集团有限公司”简称；2、设计供水及处理能力、年实际供水及处理量数值为供水及污水处理业务数值加总。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 中山 01	AA+	AA+	10.00	10.00	2018/05/22~2023/05/22（3+2）
19 中山 01	AA+	AA+	10.00	10.00	2019/03/05~2024/03/05（3+2）

主体和城区唯一的污水处理主体，同时积极布局垃圾焚烧发电和环卫业务，在中山市环保领域具有龙头地位。

### 关注

- **客运服务业务收入和毛利率呈现双降。**2018年9月广深港高速铁路和2018年10月港珠澳大桥的开通，对公司的客运服务业务产生了分流影响，同时中山市政府为了更好地融入大湾区，要求中山-深圳航线采用公交化模式运营，使得2019年客运服务业务收入和毛利率均下降较多。
- **利润对投资收益依赖程度较高。**受益于2019年广发证券业绩回暖，公司获得投资收益7.79亿元，较2018年增长3.35亿元，盈利能力随之出现回升，但广发证券经营业绩易受宏观经济影响，公司未来盈利能力仍存在一定不确定性。

### 评级展望

中诚信国际认为，中山公用事业集团股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司供水及污水处理业务规模大幅扩张，盈利能力持续增强，资本实力大幅提升等。
- **可能触发评级下调因素。**市场地位大幅下滑，供排水业务范围大幅收缩，盈利能力大幅下滑，债务规模大幅增加等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“18 中山 01”发行金额 10 亿元，期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后全部用于偿还银行借款及补充流动资金，截至评级报告日，募集资金已使用完毕。

“19 中山 01”发行金额 10 亿元，期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后全部用于偿还银行借款及补充流动资金，截至评级报告日，募集资金已使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生

产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为**，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 行业及区域经济环境

### 我国人均水资源短缺且分布不均，近年水环境污染整治初见成效；未来优化水资源配置格局以及改善用水水质依然是供水行业的发展重点

我国水资源具有人均水资源短缺、分布不均匀等特点。在水资源量上，2018 年，我国水资源总量为 27,462.5 亿立方米，与多年平均值基本持平，比 2017 年减少 4.5%；人均水资源量仅为 2,008 立方米，比 2017 年减少 3.31%，按照水资源稀缺程度标准，人均水资源介于 2,000~3,000 立方米之间为轻度缺水；供水总量 6,015.5 亿立方米，比 2017 年减少 0.46%。在分布上，我国水资源呈夏秋多、冬春少，南方多、北方少的分布，在宁夏、甘肃、陕西等西北地区，以及河南、山东、山西、河北等中部地区水资源量极为匮乏。

大力推进南水北调等引水工程和节水是满足不同地区用水需求的主要渠道。南水北调系通过规

划东线、中线和西线三条调水线路与长江、黄河、淮河和海河四大江河建立联系，构成以“四横三纵”为主体的总体布局，以利于实现中国水资源南北调配、东西互济的合理配置格局。

节水方面，2017 年 1 月，国家发展改革委、水利部和住房城乡建设部联合发布《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资【2017】128 号），该规划将节水措施具体到农业、工业、城市用水、非常规水源利用等各个板块；以及东北、华北、西北、西南、华中、东南等各个区域，目标明确，措施有力。

在水资源不足的情况下，我国水环境污染也较为严重。为解决相关问题，2015 年 4 月 16 日，国务院正式发布《水污染防治行动计划》（国发【2015】17 号，以下简称“水十条”）。“水十条”是我国目前最严格的水资源管理制度，内容包括用水总量控制制度、用水效率控制制度、水功能区限制纳污制度、水资源管理责任和考核制度等，包含 10 条 35 款、76 项 238 条具体措施。计划提出，到 2020 年，全国用水总量控制在 6,700 亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在 10% 以内；全国水环境质量将得到阶段性改善，污染严重水体将大幅度减少，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。

在法律层面上，2018 年 1 月 1 日，新修正的《中华人民共和国水污染防治法》正式实施，该法规明确了责任主体（县级以上人民政府），规定水环境质量标准与水污染物排放标准，扩大水污染的监控范围，提倡公众参与和信息公开，加大了惩罚力度，使水资源管理从法律层面上得到了较高保障。

随后 2018 年 3 月，生态环境部（原环境保护部）和水利部联合发布《全国集中式饮用水水源地

环境保护专项行动方案》（环环监【2018】25号），其中明确要求2019年年底以前，所有县级以上城市完成水源地环境保护专项整治。2019年5月和9月，生态环境部先后两次开展水源地专项督查，确保水源地整治任务完成。

在强有力的法律和措施下，我国水质不断提升。除表1所列类别外，2018年，我国共评价1,045个集中式饮用水水源地水质，全年水质合格率在80%及以上的水源地占评价总数的83.5%，较2017年上升1.2个百分点；共评价6,779个水功能区，满足水域功能目标的占评价总数的66.4%，较2017年上升3.9个百分点。

表1：2017年和2018年我国部分类别水质情况(%)

类别	I~III类占比		IV~V类占比		劣V类占比	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
河流水质	78.5	81.6	13.2	12.9	8.3	5.5
湖泊水质	26.0	25.0	54.5	58.9	19.5	16.1
水库水质	86.4	87.3	11.3	10.1	2.3	2.6
省界断面水质	67.0	69.9	20.1	21.1	12.9	9.0
浅层地下水水质	--	23.9	--	29.2	--	46.9

注：2017年浅层地下水质量综合评价结果显示，水质优良的测站比例为0.9%，水质良好的测站比例为23.5%，无水质较好的测站，水质较差的测站比例为60.9%，水质极差的测站比例为14.6%。

资料来源：2017年和2018年中国水环境公报，中诚信国际整理

总的来看，水资源分布不均匀和水环境治理是关系国计民生的重要课题，未来优化水资源配置格局以及改善用水水质依然是供水行业的发展重点。

### 近年来，我国污水处理能力大幅提升，但配套管网建设落后制约了处理能力的释放；“十三五”期间，新建污水处理设施、配套管网、现有污水处理设施和管网改造、雨污河流管网改造仍是行业的发展重点

在环保产业投资高速增长的带动下，我国城市污水处理行业快速发展，污水处理能力和处理率大幅提高。2015年~2018年末，我国城市污水处理厂日处理能力从16,065.40万立方米增加到18,145.22万立方米，县城污水处理厂日处理能力从2,999.00万立方米增加到3,367.00万立方米，城市和县城的污水处理率也持续上升。但是，污水配套管网建设

相对滞后，导致污水处理厂运行负荷不高，污水处理能力大量闲置，同时部分处理设施不能完全满足环保新要求，多数污泥尚未得到无害化处理。

2016年12月，国家发展改革委和住房城乡建设部联合印发《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（以下简称“《规划》”）。《规划》提出污水处理设施建设要“提质增效”、“泥水并重”、“再生利用”，到2020年，城市污水处理率达到95%；地级及以上城市污泥无害化处理率达到90%，其他城市达到75%，县城力争达到60%；地级及以上城市建成区黑臭水体比例控制在10%以内；再生水利用率进一步提高，京津冀地区不低于30%，缺水城市不低于20%，其他城市和县城力争达到15%。“十三五”期间将新增污水管网12.59万公里，老旧污水管网改造2.77万公里，合流制管网改造2.88万公里，新增污水处理设施规模5,022万立方米/日，提标改造污水处理设施规模4,220万立方米/日，新增污泥（以含水80%湿污泥计）无害化处置规模6.01万吨/日，新增再生水利用设施规模1,505万立方米/日，新增初期雨水治理设施规模831万立方米/日。“十三五”城镇污水处理及再生利用设施建设共需投资约5,644亿元，其中完善污水收集系统、提升污水处理设施能力、污泥无害化处理及再生水利用是污水处理行业发展的主要任务。

中诚信国际认为，在经历了大规模的污水处理厂建设后，设市城市现有的污水处理能力基本能够满足需要，但配套管网建设落后制约了处理能力的释放。各类法律和政策的颁布，将为我国污水处理行业发展提供有力的政策保障。

### 我国水价处于较低水平且各地差异较大，建立反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制是水价调整的发展方向

水务行业具备很强的公益性、基础性和战略性，关系居民生活、企业生产和生态环境保护。因此，与完全竞争行业相比较，水务行业受到更多的政府市场监管的影响。其中，水价是政府宏观调控的主

要手段。我国水价改革大致经历了公益性无偿供水、政策性低价供水、按成本核算计收水费和按商品价格管理四个阶段。总体来看，水价改革呈现价格水平不断上升、水价分类不断简化、逐步推行阶梯式水价等特征。

2013年12月，国家发展改革委和住房城乡建设部联合出台《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》（发改价格【2013】2676号），对全面实行城镇居民阶梯水价做出部署，要求2015年底前，设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度。

2015年1月，国家发展改革委、财政部和住房城乡建设部联合发布《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格【2015】119号）。通知要求合理制定和调整收费标准，规定了城市污水处理收费的最低标准，并实行差别化收费政策，鼓励社会资本投入。通知强调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不低于0.95元，非居民不低于1.4元。污水处理收费定价程序较自来水收费相对简化，有利于提高污水处理市场化程度和处理效率。

2018年6月，国家发展改革委出台《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》（发改价格规【2018】943号），要求建立健全补偿成本、合理盈利、激励提升供水质量、促进节约用水的价格形成和动态调整机制，保障供水工程和设施良性运行，促进节水减排和水资源可持续利用。要求加快构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制，推进污水处理服务费形成市场化，逐步实现城镇污水处理费基本覆盖服务费用。

中诚信国际认为，阶梯水价的实行对提高“全民节水”意识起到了一定的积极作用，但归根结底更多地是一种“计费模式”的转变，切实做到水务企业成本的彻底审计和完全公开，才是提高水价的资源配置能力、缓解我国水资源供需矛盾的关键着眼点。

## 水务行业中国企业仍占据主导地位，外资和民营企业为辅；部分以PPP模式参与环境综合治理工程的水务企业资本支出压力增大

由于水务行业的公共属性，各地多以地方国有控股水务公司运营当地供排水及水利设施投资等业务。同时，经过多年的发展，在国有水务企业凭借其资金、资源优势不仅具备较强的异地扩张能力，而且通过水务衍生行业的拓展，逐渐成为全国性的综合服务商。以北京首创股份有限公司（以下简称“首创股份”）、北控水务集团有限公司（以下简称“北控水务”）为代表的国有企业，在传统供水和污水处理行业占据较高的市场份额，市场格局较为稳定，仍占据市场主导地位；以深圳市水务（集团）有限公司（以下简称“深圳水务”）为代表的区域供水企业积极拓展异地供排水业务；以 Veolia Environnement（以下简称“威立雅环境”）为代表的外资企业和北京碧水源科技股份有限公司（以下简称“碧水源”）为代表的一批具有技术优势的民营企业在行业中亦稳步发展。

表 2：2018 年我国水务市场龙头企业概况

公司	供水能力 (万立方米/日)	污水处理能力 (万立方米/日)	水务总收入 (亿元)
北控水务	822.27	1,344.35	69.87
首创股份	1,402.92	1,226.00	35.78
深圳水务	812.60	367.90	70.78
威立雅环境	供水量超 90 亿立方米/年 污水处理量超 50 亿立方米/年		
碧水源	超过 200 家合资公司，处理能力超过 2,000 万吨/日		

资料来源：中诚信国际整理

水务企业的核心竞争优势在于其水费收入的稳定性，近年来水务企业跑马圈地，传统的供水和污水处理领域的项目基本布局完毕。在政策的引导下，水务企业的投资重点逐步转向以 PPP 模式参与环境综合治理工程，基础设施投资加剧，水务企业投融资压力亦逐步上升。但不同于传统供水和污水处理项目布局，新开发项目存在区域经济体量有限，综合财力较弱的问题，近两年大力发展的水环境综合治理项目主要依赖于政府购买服务的方式。

截至 2020 年 3 月末，财政部 PPP 项目库中，



项目总数为 12,667 个，其中水利建设项目数量为 562 个，占库内项目总数的 4.44%；库内项目总投资金额为 181,282.20 亿元，其中水利建设项目的投资总额为 4,812.65 亿元，占库内项目总投资金额的 2.65%。库内水利建设类 PPP 项目以黑臭水体综合整治、海绵工程、流域治理等工程项目为主。

因水环境综合治理的投资模式区别于传统水务项目，前期投入大、回款期长，以及其项目资金回笼对地方政府财政实力和支付意愿依赖程度较高，参与水环境治理项目程度较高的水务企业存在较高的资金压力。在我国地方政府债务压力大的大环境下，大量承接该类项目的水务企业的现金回流不确定性加大，后期现金回流情况值得关注。

中诚信国际认为，资本实力、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水务企业具备较强的竞争优势，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。在 PPP 模式的政策环境引导下，水务公司以 PPP 模式参与环境综合治理工程的力度加大，部分企业资本支出压力增大，其回款情况主要依赖于地方政府的财力和支付意愿，企业的现金回流情况亦存在较大压力。

### 2019 年中山市经济增速有所放缓，人口规模同比增长，继续为公司水务业务发展提供良好外部环境

**行政层级：**中山市是广东省地级市、珠三角中心城市之一、粤港澳大湾区重要节点城市，连续多年保持广东省第 5 的经济总量，与顺德、南海、东莞一起被称为广东四小虎。中山市面积 1,783.67 平方公里，截至 2018 年末下辖 18 个镇，6 个街道。

**经济发展：**2019 年，中山市区域经济增速有所放缓。2017 年~2019 年，中山市地区生产总值（GDP）分别为 3,450.31 亿元、3,632.70 亿元和 3,101.10 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 6.6%、5.9% 和 1.2%。2019 年，中山市第一产业增加值 62.60 亿元，下降 2.0%；第二产业增加值 1,521.82 亿元，下降 1.6%；第三产业增加值 1,516.68 亿元，增长 4.4%，三次产业结构由上年的 1.7:49.0:49.3 调整为 2.1:49.0:48.9。按常住人口计算，2019 年中山市人均 GDP 为 9.27 万元，下降 0.6%。

**人口情况：**2019 年末，中山市 2019 年常住人口 338.00 万人，较 2018 年末增长 7.00 万人，其中城镇常住人口 298.79 万人，较 2018 年末增长 6.35 万人，户籍人口 182.89 万人，较 2018 年末增长 5.97 万人，区域人口的增长为公司水务业务发展提供了良好发展环境。

## 近期关注

### 2019 年公司供水收入稳定增长，供水区域水价未发生变化，参股的济宁供水项目投资回报较为稳定

**运营主体及业务范围：**公司供水业务运营主体为中山公用水务有限公司，拥有中山市除黄圃镇、小榄镇、和坦洲镇之外所有地区的供水特许经营权，供水量约占中山市的 80%，特许经营权有效期至 2037 年。

**业务概况：**截至 2019 年末，公司在运营 11 个水厂，供水能力和产能利用率均较 2018 年末小幅增长，供水收入提升至 7.08 亿元，较 2018 年增长 6.03 个百分点；业务毛利率 22.73%，较 2018 年增长 3.07 个百分点，主要受益于降本增效。

表 3：2017 年~2019 年公司供水业务情况

	2017	2018	2019
水厂个数（个）	11	11	11
期末供水能力（吨/日）	238	238	238
供水量（万吨）	45,235.74	46,505.97	46,415.02
售水量（万吨）	39,564.09	40,694.89	40,941.86
漏损率（%）	12.54	12.50	11.79
期末供水覆盖面积（平方公里）	1,500.00	1,500.00	1,500.00

期末供水管网长度（公里）	6,200.00	6,500.00	6,500.00
--------------	----------	----------	----------

资料来源：公司提供

**水价：**截至 2019 年末，中山市自来水价格较 2018 年末未发生变化，一二三阶梯居民生活用水基本水价（不含其他代收费，后同）分别为 1.60 元/立方米、2.40 元/立方米和 3.20 元/立方米，非居民用水基本水价 1.80 元/立方米、特种行业用水基本水价 3.00 元/立方米，趸售用水基本水价 1.52 元/立方米。

**重大在建拟建项目：**截至 2019 年末，公司无重大在建拟建供水项目。

**参股项目情况：**截至 2019 年末，公司持有济宁中山公用水务有限公司（以下简称“济宁水务”）49% 股权。济宁水务拥有济宁市市中区、任城区、高新区和北湖旅游度假区的供水特许经营权，供水量约占济宁市的 20%，特许经营权有效期至 2039 年。

截至 2019 年末，济宁水务共有 6 个水厂，供水能力 28.8 万吨/日，2019 年销售自来水 0.58 亿吨，公司权益法下确认投资收益 0.16 亿元，较 2018

年增长 0.03 亿元。此外，济宁水务 2018 年发放现金股利 980 万元，2019 年末宣告发放现金股利。

**2019 年公司通过股权收购使得污水处理业务规模得到提升，收入和盈利能力随之增强，在建拟建项目投资压力较小**

**运营主体及业务范围：**公司污水处理服务业务由中山市污水处理有限公司（以下简称“中山污水”）、中山市珍家山污水处理有限公司（以下简称“珍家山污水”）、中山公用黄圃污水处理有限公司（以下简称“黄圃污水”）、通辽市桑德水务有限公司（以下简称“通辽桑德”）、中通环境治理有限公司（以下简称“中通环境”）、中通京潞水务有限公司（以下简称“中通京潞”）和兰溪桑德水务有限公司（以下简称“兰溪桑德”）和公用环境发展（江门）有限公司（以下简称“江门环境”）运营，污水处理范围详见表 4。

表 4：公司污水处理运营主体情况

运营主体	2019 年末污水处理能力（万吨/日）	是否有特许经营权	污水处理范围	特许经营权时间
通辽桑德	污水 12.5 万吨/天 再生水 3 万吨/天	有	通辽市科尔沁区东郊工业园区、铁南片区、建国片区生产生活废水	2018.08.01~2043.07.31
兰溪桑德	10.00	有	兰溪生活污水及工业污水	2017.07.01~2042.06.30
黄圃污水	6.00	有	黄圃镇	2016.09.01~2041.09.01
中通京潞	0.35	有	南小营村、辛店、周坡庄	2018.01.31~2033.01.30
中山污水	20.00	无	中山市中心城区	--
珍家山污水	10.00	无	中山污水子公司，中山市中心城区	--
中通环境	0.79	无	内军庄、小营村北、尹各庄村东、寨辛庄、双埠头、大庞村、富豪村西、大庞村东、吴各庄、管头村西、管头村南、小圣庙、房山小清河、琉璃河沿岸	--

资料来源：公司提供

**业务概况：**2019年3月29日和9月27日，公司通过现金及债务代偿方式收购通辽桑德和兰溪桑德100% 股权，股权取得成本分别为2.36亿元和1.72亿元，公司2019年末污水处理相关指标均出现较大提升，拉动污水处理收入进一步增长。2019年，公司污水处理业务收入1.60亿元，较2018年增长49.17%；业务毛利率33.87%，较2018年增长4.16个百分点。

表 5：2017 年~2019 年公司污水处理业务运营情况

项目	2017	2018	2019
污水厂个数（个）	3	3	23
期末处理能力（万吨/日）	36.00	36.00	62.64
当期处理量（万吨）	10,833.34	10,741.66	15,804.41
保底结算量（万吨）	1,052.80	1,130.40	6,219.60
当期结算量（万吨）	9,780.54	9,611.26	16,698.37

资料来源：公司提供

**结算价格及保底水量：**公司不同运营主体下的污水处理厂根据协议约定价格结算，定价方式及结算价

格不尽相同。此外中山污水、珍家山污水和中通环境未约定保底水量。

**重大在建拟建项目：**截至2019年末，公司污水处理业务在建项目尚需投入1.46亿元，拟建项目尚需投入1.85亿元，投资压力较小。

**表 6：截至 2019 年末公司污水处理业务重大在建项目（万吨/日，亿元）**

项目	处理能力	所在地区	建设主体	总投资	已投资
新会区会城街道等四镇农村生活污水处理设施 PPP 项目	7.28	江门市	江门环境	2.85	2.35
通辽市主城区污水处理厂中水处理提标改扩建工程及通辽市主城区污水处理扩容改造工程 BOT 项目	7.50	通辽市	通辽桑德	1.36	1.18
大兴区魏善庄镇镇域污水治理工程 PPP 项目	1.20	北京市	中通环境	0.63	0.44
北京大兴黄村镇农村污水治理项目（场站工程）	2.03	北京市	中通环境	1.04	0.65
门头沟农村污水处理设施 PPP 项目（中部片区）	1.77	北京市	中通环境	0.61	0.41
<b>合计</b>	<b>19.78</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>6.49</b>	<b>5.03</b>

资料来源：公司提供

**表 7：截至 2019 年末公司污水处理业务重大拟建项目（万吨/日，亿元）**

项目	处理能力	所在地区	建设主体	总投资
兰溪市污水处理厂清洁排放提标改造项目	--	兰溪市	兰溪桑德	1.04
房山区长阳镇农村治污工程 PPP 项目	0.49	北京市	中通环境	0.81
<b>合计</b>	<b>0.49</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>1.85</b>

资料来源：公司提供

## 2019 年公司垃圾焚烧发电业务稳定发展，较 2018 年无重大变化

**运营主体及业务范围：**公司垃圾焚烧发电业务由中山市天乙能源有限公司运营，该公司拥有至 2029 年 4 月 8 日的中山市小榄、东升、古镇、东风、南头、黄圃、阜沙、三角八个镇区的垃圾处理特许经营权。

**业务概况：**2019 年，公司垃圾焚烧发电业务稳定发展，垃圾处理量、销售电量等较 2018 年变化很小。2019 年，公司垃圾处理及发电收入 0.72 亿元，较 2018 年下降 0.39%；业务毛利率 23.84%，较 2018 年增长 4.8 个百分点。此外，天乙能源三期项目已于 2020 年 1 月试运行，目前日垃圾处理量已达 1,200 吨/天，每吨垃圾发电量达到 500 度，运行状态良好。

**表 8：2017 年~2019 年公司垃圾处理及发电情况**

	2017	2018	2019
垃圾处理能力（吨/日）	970	970	970
垃圾处理量（万吨）	31.72	30.52	29.56
垃圾处理单价（元/吨）	91.74	91.74	91.74
生产电量（亿千瓦时）	1.19	1.13	1.12
销售电量（亿千瓦时）	1.00	0.96	0.94
平均销售电价（元/千瓦时）	0.55	0.55	0.55

注：上网电价中国补的 0.10 元/千瓦时需在结算垃圾处理费时扣除，故平均销售电价为 0.55 元/千瓦时。

资料来源：公司提供

**重大在建拟建项目：**截至 2019 年末，公司垃圾焚烧发电业务无明确重大拟建项目，重大在建项目为北部组团垃圾综合处理基地三期工程，该项目总投资 6.69 亿元，尚需投入 1.93 亿元，投资回收期 12.81（含建设期）年。该项目配备 2 台 600 吨/天垃圾焚烧炉及 2 台 18MW 发电机，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。

## 2019 年公司环卫业务收入规模相对稳定，但业务毛利率受城区保洁合同到期，解雇该区域一线作业人员支付较多经济补偿影响下滑较多

**运营主体及业务类型：**公司环卫业务由广东名城环境科技有限公司（原广东名城环境科技股份有限公司）运营，该公司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。

**业务概况：**公司部分环卫项目合同期较长，业务稳定性较好。2019 年，公司环卫业务收入 1.96 亿元，较 2018 年下降 0.97%；业务毛利率 12.38%，较 2018 年下降 8.45 个百分点，主要系 2019 年中山城区保洁合同

到期，公司相应解雇该区域一线作业人员，支付较多经济补偿金，此外新增业务的毛利率也偏低。

**表 9：截至 2019 年末公司主要在手环卫项目情况**

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	试运行后再最终核定
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/12 年
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/3 年
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
横栏镇垃圾收集清运项目	政府委托/采购	横栏镇所有垃圾收集点（包含十条村一社区所设定的收集点及镇属所有收集点）及茂辉工业区一期、茂辉工业区二期、永兴工业区、中心区、五沙工业区、政府西边等	2019 年 1 月 1 日~ 2020 年 12 月 31 日	294 元/吨
中山市黄圃镇环卫作业市场化项目	政府委托/采购	黄圃镇清扫保洁，97 公里的道路、街道，合计面积约 144 万平方米，并将垃圾收集运输到垃圾中转站。	2019 年 7 月 1 日~ 2022 年 6 月 30 日	6,418.42 万元/3 年
南区区属道路清扫保洁服务项目	政府委托/采购	南区约 315321.1 平方米道路进行清扫保洁、冲洒水	2019 年 6 月 1 日~ 2020 年 5 月 31 日	198 万元
南区门前三包服务项目	政府委托/采购	南区城南社区，环城社区门前三包服务	2018 年 8 月 1 日~ 2021 年 7 月 31 日	629 万元/3 年
“一区两制”南区道路清扫保洁项目	政府委托/采购	“一区两制”南区道路清扫保洁	2019 年 9 月 20 日~ 2020 年 9 月 19 日	874.45 万元/3 年
中山市中心城区高密度常态化洒水作业服务项目	政府委托/采购	中心城区高密度常态化洒水	2018 年 1 月 1 日~ 2020 年 12 月 31 日	1,140 万元/3 年

资料来源：公司提供

## 2019 年工程安装业务收入保持增长，但 2019 年合同签约额较低，收入增长性值得关注

**运营主体及业务类型：**公司工程安装业务由中山公用工程有限公司、中山公用水务有限公司和中通环境治理有限公司负责运营，主要承接道路照明、供水管网、燃气管道安装改造等项目建设。

**业务概况：**2019 年，公司工程安装收入 5.13 亿元，较 2018 年增长 19.07%；业务毛利率 24.48%，较

2018 年增长 1.70 个百分点。2017 年~2019 年，公司工程项目合同签约额分别为 4.16 亿元、6.53 亿元和 3.32 亿元。

## 受铁路公路分流，及政府要求中山-深圳航线采用公文化模式运营影响，2019 年公司客运服务业务收入和毛利率出现较大下滑

**运营主体及航线：**公司的客运服务业务由中港客运联营有限公司负责运营，截至 2019 年末，该公司运

营中山-香港、中山-香港机场和中山-深圳三条航线。

**业务概况:** 2019年,公司客运服务收入2.03亿元,较2018年下降23.80%;业务毛利率34.45%,较2018年下降17.67个百分点。2018年9月广深港高速铁路和2018年10月港珠澳大桥的开通,对公司的客运服务业务产生了分流影响,同时中山市政府为了更好地融入大湾区,中山-深圳采用公交化模式运营,2019年客运服务业务收入和毛利率均下降较多。

**表 10: 2017年~2019年公司客运情况**

	2017	2018	2019
船只(艘)	5	5	5
航线(条)	3	3	3
客运数平均(人/船)	330	273	283
可载容量(万人次)	309	326	329
客运量(万人次)	129.94	145.65	118.69
年总航次(航次)	9,965	11,948	13,637

**2019年,公司农产品市场二三期工程完工转固,在一定程度上提升了公司市场租赁收入,但项目尚处于招商期,较大程度上拉低了业务毛利率**

**运营主体:** 公司的市场租赁业务由中山公用市场管理有限公司、中山市南朗市场管理有限公司、中山市泰安市场经营管理有限公司、中山市沙溪中心市场经营管理有限公司和中山中裕市场物业发展有限公司负责运营。

**业务概况:** 2019年,公司市场租赁收入2.06亿元,较2018年增长19.48%;业务毛利率58.12%,较2018年下降8.63个百分点,主要系2019年农产品市场二三期工程转固后尚处于招商期,收入相对较少,但折旧大幅增加。截至2019年末,公司下属市场30.32万平方米,出租率81.08%,平均租赁价格2.23元/平方米/天。

**重大在建拟建项目:** 截至2019年末,公司市场租赁业务无明确重大拟建项目,重大在建项目为东风兴

**表 11: 2017年~2019年公司营业总收入和营业毛利率构成情况(亿元,%)**

项目	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供水	6.48	21.59	6.68	19.67	7.08	22.73
污水	1.07	36.52	1.07	29.71	1.60	33.87

华农贸市场升级改造项目,该项目总投资1.82亿元,尚需投入0.69亿元,可供租赁面积2.80万平方米,预计年租金收入0.11亿元。

## 财务分析

以下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)审计并出具标准无保留意见的2018年财务报表和经中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2019年财务报表,各期财务报表均按照新会计准则编制,评级报告中所用2017年财务数据为2018年财务报表期初数,2018年财务数据为2018年财务报表期末数,2019年财务数据为2019年财务报表期末数。

## 盈利能力

**2019年,公司营业总收入保持增长,但营业毛利率略有下滑;受益于联营企业广发证券业绩回暖,公司盈利能力同比出现回升,但其经营业绩易受宏观经济影响,公司未来盈利能力仍存在一定不确定性**

2019年,公司各项收入占比超过10%的主营业务中,客运服务业务收入和毛利率均出现较大下滑,主要系铁路公路分流,及政府要求中山-深圳航线采用公交化模式运营影响;市场租赁业和环卫业务毛利率出现一定下滑,其中市场租赁业毛利率下滑主要系新转固项目尚处于招商期,收入相对较少,但折旧相应增加,环卫业务毛利率减少主要系当年中山城区保洁合同到期,公司相应解雇该区域一线作业人员,支付较多经济补偿金,此外新增业务的毛利率也偏低;其余主营业务稳定发展。总体来看,2019年,公司营业总收入保持增长,营业毛利率略有下滑。

市场租赁业	1.61	63.11	1.73	66.75	2.06	58.12
物业管理	0.23	3.33	0.29	8.20	0.33	7.42
客运服务	2.45	54.48	2.67	52.12	2.03	34.45
垃圾处理及发电收入	0.69	1.25	0.72	19.04	0.72	23.84
工程安装	3.02	21.04	4.30	22.78	5.13	21.48
环卫收入	1.44	23.02	1.98	20.83	1.96	12.38
利息收入	--	--	0.15	100.00	0.34	100.00
其他业务	0.60	38.15	0.78	42.27	0.95	65.75
<b>合计</b>	<b>17.60</b>	<b>30.47</b>	<b>20.37</b>	<b>30.49</b>	<b>22.20</b>	<b>29.52</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2019年，公司管理费用和研发费用总额随相关人员职工薪酬的增长而不断上升，财务费用随利息支出的增加而有所增长，期间费用率有所上升，加之营业毛利率小幅下滑，期间费用对经营性业务利润侵蚀有所加重。

公司利润总额主要来自投资收益和经营性业务利润，投资收益主要来自广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）权益法下确认的投资收益，2017年~2019年，公司对广发证券权益法下确认的投资收益分别为8.88亿元、4.44亿元和7.79亿元，分别获得分红2.76亿元、3.15亿元和1.58亿元。受益于2019年广发证券业绩回暖，公司获得的投资收益大幅上升，盈利能力出现回升，但中诚信国际也关注到，广发证券经营业绩易受宏观经济影响，公司未来盈利能力仍存在一定不确定性。

**表 12：近年公司盈利能力相关指标（亿元，%）**

	2017	2018	2019
期间费用率	18.63	17.55	18.43
期间费用合计	3.28	3.57	4.09
经营性业务利润	2.02	2.71	2.47
投资收益	10.14	5.52	9.03
利润总额	11.81	8.11	11.47
净利润	11.17	7.24	10.71
EBIT	12.80	9.26	12.97
EBITDA	15.20	11.74	15.31
EBIT 利润率	72.71	45.45	58.45
EBITDA 利润率	86.39	57.64	68.96
总资产收益率	8.24	5.59	7.15

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**2019年末，公司资产仍以对广发证券投资和水务相关经营性资产为主，质量较好；债务结构有所优化，财务杠杆率较低**

资产方面，2019年末，公司资产主要以对联营企业投资，其中对广发证券投资账面价值100.04亿元；输水管网、房屋、专用设备固定资产；各类在建项目成本；完工BOT项目形成的特许使用权等无形资产和银行存款构成。2019年末，公司总资产较2018年增加19.89亿元，其中长期股权投资增长7.06亿元，主要来自广发证券权益法下确认的投资收益；在建工程和无形资产分别较2018年末增加6.54亿元和4.93亿元，增长分别来自在建工程投入和企业合并带入的特许经营权。

负债方面，2019年末，除有息债务外，公司负债主要为尚未到结算期的应付账款和预收款项，以及少量往来款和应付股利，2019年末公司应付账款和预收款项分别较2018年末增加1.55亿元和1.43亿元，其他应付款减少0.28亿元。

债务方面，2019年末，公司债务主要以应付债券和长短期借款构成。2019年末，公司总债务较2018年末增加8.45亿元，其中应付债券增长9.98亿元，主要来自“19中山01”发行金额9.95亿元；短期借款和长期借款分别增加4.02亿元和2.27亿元，同时一年内到期的非流动负债减少8.88亿元。总体上看，2019年末，公司债务结构有所优化，财务杠杆率处于较低水平。

所有者权益方面，近年来，公司所有者权益合计增长主要来自利润累积。2017年~2019年，公司年度分配预案含税现金分红总额分别为3.25亿元、2.05亿元和3.69亿元。2018年和2019年，公司分别按2017年和2018年含税预案现金分红总额进行了利润分配。

**表 13: 近年公司资产相关指标情况 (亿元、%)**

	2017	2018	2019
<b>总资产</b>	<b>159.84</b>	<b>171.44</b>	<b>191.33</b>
货币资金	9.89	15.96	11.68
长期股权投资	103.39	105.74	112.80
固定资产	16.97	17.68	18.62
在建工程	3.35	6.40	12.94
无形资产	7.67	6.95	11.88
<b>总负债</b>	<b>36.35</b>	<b>45.52</b>	<b>56.57</b>
短期借款	13.00	8.50	12.52
应付账款	4.37	5.81	7.37
预收款项	3.54	3.74	5.17
一年内到期的非流动负债	0.00	10.00	1.12
长期借款	0.00	0.25	2.52
应付债券	10.00	9.96	19.94
<b>所有者权益合计</b>	<b>123.49</b>	<b>125.91</b>	<b>134.76</b>
股本	14.75	14.75	14.75
资本公积	21.55	19.18	18.38
其他综合收益	7.60	7.84	8.73
盈余公积	7.32	7.72	7.73
未分配利润	70.01	73.22	81.62
<b>总债务</b>	<b>23.00</b>	<b>28.71</b>	<b>37.16</b>
短期债务/总债务	56.52	64.43	39.57
资产负债率	22.74	26.55	29.57
总资本化比率	15.70	18.57	21.62

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 2019 年公司经营活动净现金流继续保持稳定大幅净流入, 部分指标对利息覆盖倍数有所下滑, 期末或面临一定短期偿债压力

公司经营活动现金流入流出均与经营活动相关, 现金流入主要为收到的主营业务回款、各类代收款和往来款等, 现金流出主要为支付的原料成本、人员工资、利息外的其他期间费用、各类代收款和往来款等, 2019 年受益于往来款为净流入, 经营活动净现金流有所增长。

投资活动现金流方面, 公司投资活动主要是买卖理财产品和项目投资支出。2019 年, 受公司项目支出增长, 及收购通辽桑德和兰溪桑德影响, 投资活动净现金流表现为大额净流出。

筹资活动现金流方面, 近年公司现金流入主要来自银行借款和发行债券, 流出主要为偿还债务本息和分红, 2019 年公司筹资活动净现金流维持小幅

净流出。

到期债务方面, 2020 年~2023 年及以后, 公司到期债务本金分别为 13.36 亿元、10.57 亿元、10.44 亿元和 2.17 亿元, 和报告中 2019 年末债务差异系报告中债务金额根据相关报表项目金额计算, 部分报表项目金额除债务本金外还包含应付利息。

偿债指标方面, 2019 年, 公司部分指标对利息覆盖倍数有所下滑, 期末或面临一定短期偿债压力。

**表 14: 近年公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)**

	2017	2018	2019
收现比	1.12	1.14	1.08
付现比	0.74	0.74	0.76
经营活动净现金流	5.86	5.75	8.32
投资活动净现金流	2.64	0.33	-11.15
其中: 资本支出	3.40	6.67	8.52
筹资活动净现金流	-5.86	-0.17	-1.44
总债务/EBITDA	1.51	2.45	2.43
EBITDA 利息覆盖倍数	15.40	10.19	9.66
FFO	4.67	5.37	5.61
FFO/总债务	0.20	0.19	0.15
FFO 利息覆盖倍数	4.72	4.66	3.54
经营活动净现金流利息覆盖倍数	5.94	4.99	5.25
货币资金/短期债务	0.76	0.86	0.79

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

### 公司备用流动性尚可, 截至 2019 年末, 公司对外担保和受限资产均较小

**银行授信:** 截至 2019 年末, 公司共获得银行授信总额 45.00 亿元, 其中未使用额度 32.50 亿元, 备用流动性较充足, 同时公司为上市公司, 股权融资渠道相对通畅, 截至 2019 年末, 公司前十大股东均未将持有的公司股权进行质押。

**受限资产:** 截至 2019 年末, 公司受限资产合计 4.63 亿元, 占总资产的 2.42%, 其中受限货币资金 0.26 亿元, 为保函保证金; 受限无形资产 4.27 亿元, 为收费权; 受限投资性房地产 0.10 亿元。

**对外担保:** 截至 2019 年末, 公司对联营企业怀宁润天水务环境科技有限公司担保总额 8,931 万元, 担保余额 3,081 万元, 对外担保金额较小。

**过往债务履约情况:** 根据公司提供的《企业信用报

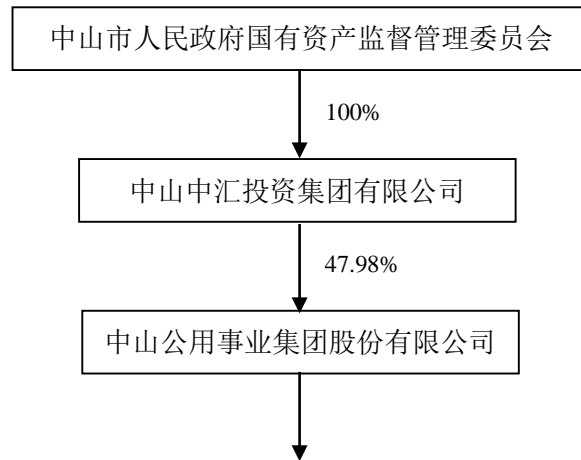
告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2020 年 3 月 10 日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 评级结论

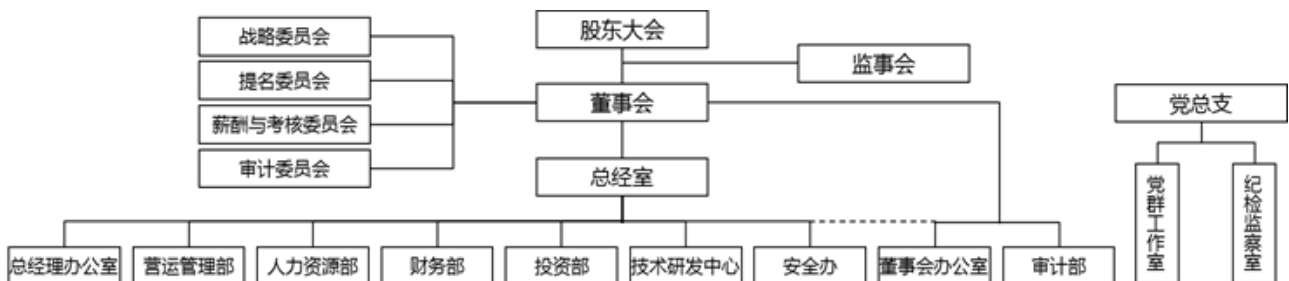
综上所述，中诚信国际维持中山公用事业集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“18 中山 01”和“19 中山 01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。



## 附一：中山公用事业集团股份有限公司股权结构图和组织结构图（截至 2019 年末）



一级子公司名称	直接持股比例
中山公用市场管理有限公司	100%
中山市中俊物业管理有限公司	51%
中山公用东风物业发展有限公司	97%
中山中裕市场物业发展有限公司	100%
中山市泰安市场经营管理有限公司	51%
中山市南朗市场管理有限公司	51%
中山市沙溪中心市场经营管理有限公司	51%
中港客运联营有限公司	60%
中山市天乙能源有限公司	100%
中山公用工程有限公司	100%
中通（中山）投资有限公司	100%
公用国际（香港）投资有限公司	100%
中山公用黄圃污水处理有限公司	90%
公用环境发展（江门）有限公司	65%
博华水务投资（中山）有限公司	100%
中山公用水环境治理有限公司	90%
广东名城环境科技股份有限公司	100%
中山公用水务有限公司	100%
中山市污水处理有限公司	100%
中山公用环保产业投资有限公司	100%



资料来源：公司提供

## 附二：中山公用事业集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	98,883.54	159,572.05	116,827.93
应收账款	36,905.14	22,446.61	42,427.55
其他应收款	6,059.70	5,053.72	4,616.94
存货	10,853.06	20,417.80	23,547.13
长期投资	1,035,289.96	1,058,833.35	1,129,630.31
在建工程	33,505.12	64,032.25	129,427.73
无形资产	76,706.10	69,530.75	118,843.37
总资产	1,598,367.57	1,714,365.40	1,913,302.94
其他应付款	26,174.36	36,375.40	33,562.44
短期债务	130,000.00	184,999.50	147,073.00
长期债务	99,999.50	102,111.11	224,572.94
总债务	229,999.50	287,110.61	371,645.94
总负债	363,492.70	455,230.87	565,686.40
费用化利息支出	9,873.92	11,457.42	15,028.99
资本化利息支出	0.00	66.14	814.67
实收资本	147,511.14	147,511.14	147,511.14
少数股东权益	21,920.07	31,087.11	34,382.72
所有者权益合计	1,234,874.87	1,259,134.53	1,347,616.53
营业总收入	175,984.37	203,683.99	221,957.85
经营性业务利润	20,224.18	27,142.69	24,739.12
投资收益	101,371.74	55,213.65	90,322.34
净利润	111,744.56	72,384.77	107,097.07
EBIT	127,965.75	92,583.68	129,743.59
EBITDA	152,026.47	117,397.91	153,068.66
销售商品、提供劳务收到的现金	197,066.11	232,383.75	238,974.73
收到其他与经营活动有关的现金	43,414.86	68,376.09	77,710.34
购买商品、接受劳务支付的现金	90,370.81	104,659.75	119,661.60
支付其他与经营活动有关的现金	45,850.36	70,897.84	59,751.66
吸收投资收到的现金	700.00	3,009.06	3,402.65
资本支出	33,986.18	66,704.43	85,162.32
经营活动产生现金净流量	58,622.48	57,482.30	83,225.90
投资活动产生现金净流量	26,399.38	3,316.68	-111,468.42
筹资活动产生现金净流量	-58,628.32	-1,734.58	-14,410.13
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	30.47	30.49	29.52
期间费用率(%)	18.63	17.55	18.43
应收类款项/总资产(%)	2.94	1.63	2.49
收现比(%)	1.12	1.14	1.08
总资产收益率(%)	8.24	5.59	7.15
资产负债率(%)	22.74	26.55	29.57
总资本化比率(%)	15.70	18.57	21.62
短期债务/总债务(%)	0.57	0.64	0.40
FFO/总债务(X)	0.20	0.19	0.15
FFO 利息倍数(X)	4.72	4.66	3.54
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	5.94	4.99	5.25
总债务/EBITDA(X)	1.51	2.45	2.43
EBITDA/短期债务(X)	1.17	0.63	1.04
货币资金/短期债务(X)	0.76	0.86	0.79
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	15.40	10.19	9.66

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。