



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪011号

## 瀚蓝环境股份有限公司：

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“南海发展股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券信用等级为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

二零一六年四月八日

## 南海发展股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	瀚蓝环境股份有限公司(原南海发展股份有限公司)
发行规模	6.5 亿元
存续期限	2011/07/07~2016/07/07
上次评级时间	2015/04/24
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA 评级展望 正面
跟踪评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup> 主体级别 AA <sup>+</sup> 评级展望 稳定

### 基本观点

近年来,随着创冠环保(中国)有限公司(以下简称“创冠中国”)和南海燃气发展有限公司(以下简称“燃气公司”)的并入,公司已<sup>1</sup>逐步由广东省佛山市南海区重要的公用事业平台发展成为全国性的综合环境服务商。2015 年,公司公用事业业务范围进一步拓宽,区域垄断优势不断得到巩固,且业务范围逐步向全国领域拓展,目前固废业务已遍布广东、福建、湖北、辽宁、河北和贵州等省市,供水业务也已覆盖南海区全区。公司全年各板块业务运营良好,收入规模稳步增长,并保持较好的盈利能力和获现能力。但同时,中诚信证评也关注到公司未来具有较大的资本支出压力、公司大部分业务销售区域存在一定局限性、区外资源的拓展能力有待加强等。

综上,中诚信证评上调瀚蓝环境股份有限公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定;上调“南海发展股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 行业发展前景向好。“十三五”规划落地及相关政策的出台,固废处理行业迎来新的发展契机;“水十条”政策的出台和实施,也将带动水务行业的提升发展;此外,污水处理价格机制改革的落实,也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。
- 优质资产并入,区域垄断地位得到巩固。2014 年随着燃气发展和创冠中国的并入,公司完成了南海区全区的供水整合工作,固废处理业务也拓展至全国多个省市,区位优势进一步加强。
- 资本实力大幅增强。随着燃气板块和创冠中国的并入,截至 2015 年末,公司资产规模大

### 概况数据

瀚蓝环境	2013	2014	2015
所有者权益(亿元)	25.39	36.88	49.14
总资产(亿元)	57.88	109.80	123.59
总债务(亿元)	19.11	41.37	44.84
营业总收入(亿元)	21.56	24.35	33.57
营业毛利率(%)	30.18	31.11	31.48
EBITDA(亿元)	7.45	8.16	13.38
所有者权益收益率(%)	13.08	9.53	9.07
资产负债率(%)	56.13	66.41	60.24
总债务/EBITDA (X)	2.56	5.07	3.35
EBITDA 利息倍数(X)	6.66	5.26	4.56

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。

### 分析师

尤 骅 [hyou@ccxr.com.cn](mailto:hyou@ccxr.com.cn)

马延辉 [yhma@ccxr.com.cn](mailto:yhma@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

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

2016年4月8日

<sup>1</sup>公司于 2013 年 11 月 1 日召开 2013 年第二次临时股东大会,其名称由“南海发展股份有限公司”变更为“瀚蓝环境股份有限公司”。公司已于 2013 年 11 月 20 日取得新的工商营业执照,其证券简称自 2013 年 12 月 10 日由“南海发展”变更为“瀚蓝环境”,证券代码 600323 不变。

幅增加至 123.59 亿元。同时，公司 2015 年非公开发行股票募集资金补充注册资本和资本公积，其年末所有者权益规模迅速增至 49.14 亿元，资本实力显著提升。

- 各业务板块盈利稳定，现金流状况较好。公司各板块业务公用事业特征显著，其特许经营模式保障了较为稳定的收益，并具有较好的现金流获取能力。公司 2015 年经营性现金流实现净流入 12.63 亿元，同比增长 52.35%。

## 关注

- 销售区域存在一定局限性。公司各板块业务目前除固废处理业务逐步向全国范围内拓展外，其余主要集中在南海区，区域性的特征短期内制约公司的成长性，而未来区内产业结构调整可能会影响整体业务量，故对公司区外资源的拓展和获取能力应予以关注。
- 资本支出压力。公司未来对于污水及固废业务项目投入仍将较大，其债务规模可能会继续攀升。

## 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对象构成委托关系外，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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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，并及时对外公布。

## 重大关联交易

根据公司 2014 年第一次临时股东大会审议通过并经中国证券监督管理委员会《关于核准瀚蓝环境股份有限公司向创冠环保（香港）有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2014]1336 号）核准，公司向创冠环保（香港）有限公司（以下简称“创冠香港”）发行 91,019,417 股股份及支付现金 11 亿元购买其所持创冠环保（中国）有限公司（以下简称“创冠中国”）100% 股权；公司向佛山市南海城市建设投资有限公司（以下简称“城建投公司”）发行 46,534,611 股股份购买其所持佛山市南海燃气发展有限公司（以下简称“燃气发展”）30% 股权；同时非公开发行股票不超过 100,469,635 股新股用以募集发行股份购买资产的配套资金。2014 年 12 月 25 日，公司已向交易对方发行人民币普通股（A 股）137,554,028 股，公司股份总数增至 716,796,909 股。

2015 年 2 月 3 日，根据公司与广东恒健资本管理有限公司、广东省盐业集团有限公司、民生加银基金管理有限公司、李贵山、长城国融投资管理有限公司签订的股份认购合同，协商确定的配套融资发行价格为 15.05 元/股，发行数量为 49,467,109 股。公司股份总数增至 766,264,018 股。扣除保荐费用和承销费用 10,000,000.00 元后公司收到主承销商广发证券股份有限公司汇入的认购资金款 734,479,990.45 元，分别增加注册资本 49,467,109.00 元，增加资本公积 685,012,881.45 元。变更后的注册资本为人民币 766,264,018.00 元，2015 年 2 月 4 日，新增股本业经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审验，报告文号：广会验字[2015]G14041890013 号。2015 年 2 月 9 日，新增股份已在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理了证券变更登记。

目前，公司已累计支付创冠香港股权转让款 16.5 亿元，其中：发行股份支付 7.5 亿元，支付现金对价 9 亿元，剩余 2 亿元待达到相关付款条件时再予支付。

此外，公司于 2015 年 12 月 21 日召开的 2015 年度第一次临时股东大会审议通过关于非公开发

行股票的议案。公司拟非公开发行股票数量不超过 77,824,266 股。其中，佛山市南海燃气有限公司以其持有燃气发展价值 23,000 万元的股权认购 19,246,861 股，上海惟冉投资管理中心（有限合伙）出资 60,000 万元认购 50,209,205 股，佛山赛富通泽股权投资合伙企业（有限合伙）出资 10,000 万元认购 8,368,200 股。该事项已经广东省国资委核准。公司于 2016 年 2 月 22 日收到中国证券监督管理委员会关于上述非公开发行股票出具的《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（153797 号）。目前，公司正与相关中介机构按照上述通知书的要求准备有关材料，并将在规定期限内报送中国证监会行政许可审查部门。本次交易尚需获得中国证监会核准。

## 行业分析

**天然气市场增速有所放缓，进入平稳增长的新常态。但上海石油天然气交易中心的建立及天然气开采机制的改革，对国内天然气市场化发展起到了积极的作用。**

2015 年，受我国整体经济增速放缓、国际油价和煤炭价格持续处于低位的双重影响，天然气下游消费市场增长动力不足，天然气市场也进入了平稳增长的新常态。2015 年，天然气表观消费量为 1,932 亿立方米，同比增长 5.7%，增幅为近十年最低水平；天然气绝对消费量为 1,845 亿立方米，同比增长仅 84 亿立方米，增幅为 4.8%。此外，2015 年，天然气产量为 1,350 亿立方米，同比增长 5.6%；天然气进口量为 614 亿立方米，同比增长 3.3%，供需基本平衡。

存量天然气价格方面，2015 年 2 月 28 日，国家发改委宣布自 4 月 1 日起，将天然气存量气和增量气门站价格并轨，各省增量气最高门站价格每立方米下降 0.44 元，存量气最高门站价格每立方米上调 0.04 元，全面理顺非居民用气价格，同时试点放开天然气直供大用户用气价格，而居民用气门站价格不作调整。2015 年 11 月 18 日，国家发改委发出通知，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》（中发【2015】28 号）的精神，经国务院批准，决定自 2015 年 11 月 20 日起降低非

居民用天然气门站价格，并进一步提高天然气价格市场化程度。通知决定，将非居民用气最高门站价格每立方米降低 0.7 元，并由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，降低后的门站价格作为基准门站价格，供需双方可在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。该方案实施时门站价格暂不上浮，自 2016 年 11 月 20 日起允许上浮。对天然气企业而言，其用气成本将有所减少，在一定程度上会减轻负担，有利于促进用气企业平等竞争。

市场化方面，2015 年 7 月 1 日，上海石油天然气交易中心（以下简称“油气交易中心”）宣告投入试运行。油气交易中心主要开展天然气、非常规天然气、液化石油气、石油等能源品种的现货交易，并提供相关的交易服务。油气交易中心的运行，将有利于在天然气领域内形成公允的市场化价格，为全面放开天然气价格创造条件，推动我国天然气定价由可替代能源定价向完全市场化定价机制转变，同时也有利于国内天然气市场深度融入全球市场，提高国内天然气市场的国际影响力。

天然气开采方面，2015 年 7 月 7 日，国土资源部发布《新疆石油天然气勘查区块招标出让项目公告》，经国务院同意，决定在新疆维吾尔自治区开展油气勘查开采改革试点工作。此次共有 6 个石油天然气勘探区块首次公开招标，旨在加大油气勘查开采投入力度，促进油气上游投资主体多元化，投资方向市场化。此次公开招标，打破了上游勘探开采由国有石油公司专营的局面，同时也使得民企等多种投资主体能够进入到中国油气行业上游板块，标志着中国油气资源上游板块改革迈出了实质性的一步。对于天然气企业而言，公开招标的放开，降低了市场准入门槛，为具备优秀技术支持和人才储备的投标企业提供了市场化的竞争环境。

总体来看，2015 年，在国内经济长期低迷、国际油价持续下跌的双重压力下，天然气市场增速有所放缓。同时，存量天然气价格的下跌、油气交易中心的建立及天然气开采机制的改革，对国内天然气资源多元化供应、市场化发展、产业化布局起到了正面的影响。长期来看，我国天然气市场将处于平稳增长的新常态，业内企业竞争加剧，一定程度

上有利于具备技术实力和运营经验的优秀企业的持续发展。

**“十三五”规划落地及相关政策的出台，都预示着环保法规体系的逐步完善，固废处理行业迎来新的发展契机。**

据环保部规划院测算，预计“十三五”期间环保投入将增加到每年 2 万亿元左右，“十三五”期间社会环保总投资有望超过 17 万亿元。根据行业发展，未来几年固废市场规模将占环保投资总额的 30%左右。据此测算，“十三五”期间固废处理行业投资区间在 4.25~5.10 万亿之间，到 2020 年前，我国固废处理行业市场规模有望达到一万亿元的规模。

图 1：“十五”至“十三五”期间中国环保总投资规模及固废处理投资额情况（单位：万亿元）



资料来源：环保部，中诚信证评整理

从固废处理细分行业来看，根据国务院办公厅印发的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（以下简称“《规划》”）明确了“十二五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设计划总投资约 2,636 亿元，其中新建无害化处理设施投资 1,385 亿元；续建无害化处理设施投资 345 亿元；收运转运体系建设投资 351 亿元；餐厨垃圾专项工程投资 109 亿元；存量整治工程投资 211 亿元；垃圾分类示范工程投资 210 亿元；监管体系建设投资 25 亿元。到 2015 年末，中国城镇生活垃圾无害化处理能力中选用焚烧技术的将达到 35%，东部地区选用焚烧技术将达到 48%。

政策方面，被称为“土十条”的《土壤环境保护和污染治理行动计划》已由环保部提交至国务院审核，预计 2016 年内出台。按照国务院要求，即将出台的“土十条”中，会包括划定重金属严重污

染的区域、投入治理资金的数量、治理的具体措施等多项内容。作为土壤管理和综合防治的一个重要规划，将会制定治理我国土壤污染具体时间表，总体上把土壤污染分为农业用地和建设用地，分类进行监管治理和保护，对于土壤污染治理责任和任务也将逐级分配到地方政府和企业，争取到 2020 年时土壤恶化的情况能得到有效遏制。“土十条”预计可带动投资超 5 万亿元，固废处理产业需求被进一步拉动，行业市场前景较好。而对业内企业而言，面对标准趋高、监管趋严、公众参与和效果导向的新常态，也将面临诸多挑战，技术改革、转型升级的节奏将有所加快。

### **“水十条”等相关政策的陆续出台和实施，将带动环保产业的提升发展，水务行业也将迎来新的发展机遇。**

近年来，在国家宏观政策支持和中国加速城市化背景下，水务行业需求日趋旺盛。2015 年，水务市场持续活跃，行业内企业快速发展，迫切要求资本多元化和运营市场化，并逐步向国际化推进。同时，政府日益提高的节能环保要求、环境产业政策的推进，促进了环境治理力度的不断加大，推进了环保产业的创新建设，不断完善投融资环境，为水务行业“十三五”规划打下了坚实的基础，未来中国供水市场发展潜力巨大。

法律法规方面，2015 年 1 月 1 日，由十二届全国人大常委会第八次会议于 2014 年 4 月 24 日修订通过的《中华人民共和国环境保护法》（以下简称“《新法》”）正式施行，在明确政府责任、违法排污惩罚力度、信息公开的方面均进行了严格规定。《新法》提倡各级人民政府应当在财政预算中安排资金，支持农村饮用水水源地保护和生活污水等环境保护工作，并应当统筹城乡建设污水处理设施及配套管网，水务行业内企业可凭借资源和技术优势，建设水务基础设施工程，增强自身盈利能力和市场竞争力。

政策规划方面，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。

资金方面，为推进污水处理设施配套管网、海绵城市和地下综合管廊项目建设，构建城市生态空间，增强城市综合承载能力，财政部、住房城乡建设部于 2015 年 6 月 1 日制定了《城市管网专项资金管理暂行办法》（以下简称“《办法》”）。《办法》规定了用于支持管网建设、城市地下空间集约利用、城市排水防涝及水生态修复等城市生态空间建设的专项资金实行专款专用，由财政部会同住房城乡建设部负责管理，采用奖励、补助等方式予以支持。此外，为规范和加强水污染防治专项资金管理，提高财政资金使用效益，财政部、环境保护部依据“水十条”于 2015 年 7 月 9 日制定并印发了《水污染防治专项资金管理办法》，其中明确规定了用于支持水污染防治和水生态环境保护方面的专项资金实行专款专用。

随着“水十条”等相关政策的出台实施，水务行业有望迎来新的发展机遇。水务公司将通过加速外延扩张、提升管理水平增厚利润、选择股东优质资产注入等手段，来进一步提升其盈利能力。而面对高标准、严监管、市场导向和资本导向的发展趋势，水务企业也将面临诸多挑战，预计未来业内产业并购、整合现象将进一步加剧。

### **污水处理价格机制改革的落实、融资渠道的拓宽、综合性大型环保项目的推进，将进一步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。**

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 1.4 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。

表 1：2015 年污水处理费调整政策

单位：元/吨

时间节点	标准要求		
2016 年底前	设市城市	居民	≥0.95
		非居民	≥1.4
	县级、重点建制镇	居民	≥0.85
		非居民	≥1.2
2015 年底前	已经达到最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应进一步上调污水处理费收费标准		
2015 年底前	未征收污水处理费的市、县和重点建制镇开始开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行		

资料来源：公开信息，中诚信证评整理

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。《意见》指出，政府应当统筹运用环保税收、收费及相关服务价格政策，加大经济杠杆调节力度，逐步使企业排放各类污染物承担的支出高于主动治理成本，提高企业主动治污减排的积极性。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。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。

2015 年 12 月 18 日，财政部印发《政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台运行规程》和《PPP 物有所值评价指引（试行）》，体现了政府期望立足国内实际，借鉴国际经验，构建 PPP 平台，因地制宜地开展各项项目工作的思路。PPP 模式由政府

项目投融资需求催生，目的是为通过引入社会资本，及专业服务商提升公共服务效率和质量。经过成功项目的经验积累和发酵，PPP 模式在各类公共服务领域创造了丰厚价值。截止 2015 年末，全国各地推出的 PPP 项目近万个，总计划投资规模达到了 10 万亿元，其中环保项目则是数量最多的项目类型之一。

管理治理方面，在企业污水处理项目层面上，工程规模实现转型，以往分散的单个的环保工程项目正被大型化综合化的环境服务大项目所取代。以水处理领域为例，以往环保企业获得的多为污水处理、供水等单个的项目合同，而自 2015 年以来，涵盖水体修复、大型污水厂建设运营、海绵城市建设、工业园区水处理、再生水等众多内容的区域性环境战略合作协议被签订。系统治理与管理在很大层面上解决了污水处理企业在产业发展中的可持续问题，同时规模式、集约式发展也增强了污水处理企业的盈利能力和市场竞争力。

随着污水处理费提升政策的落实、融资渠道的拓宽、综合类大型环保项目的推进，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。

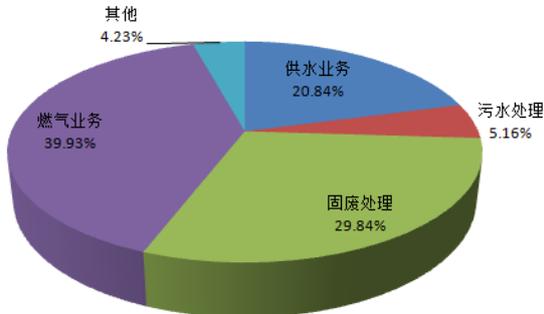
## 业务运营

2014 年 12 月底，公司成功实施重大资产重组，将创冠中国和燃气发展公司纳入合并范围；2015 年，公司通过现金支付方式成功收购成功环保工程（佛山）有限公司 100% 股权，并将其纳入并表范围；此外，公司还通过增资方式获得佛山市南海大沥水务有限公司（以下简称“大沥水务”）、佛山市南海区樵南水务有限公司（以下简称“樵南水务”）等两家公司 60% 的股权，并将其纳入并表范围。通过一系列资本运作，公司业务范围和业务规模都有所增加，不仅是佛山市南海区最主要的环境服务投资商和运营服务商，更将业务范围扩展到全国区域。

目前，公司主要为辖区提供燃气供应、固废处理、供水和污水处理四大服务。2015 年公司实现营业收入 33.57 亿元，较上年增长了 37.86%；其中燃气供应、固废处理、供水和污水处理四大业务收

入占比分别为 39.93%、29.84%、20.84%和 5.16%，其余则为供水工程安装、燃气工程安装等少量其他业务收入。

图 2：2015 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

**南海区燃气板块优质资产的注入，加之南海区为限制高污染高能耗而强推清洁能源使用的有力政策，带动公司已然较为稳定成熟的燃气板块收入规模进一步扩大。**

2014 年，公司成功收购燃气发展 30% 的股权，目前持股比例为 70%。公司于 2015 年 11 月启动非公开发行股票的工作，所募集资金拟用于收购燃气发展剩余 30% 的股权。截至目前，剩余 30% 的股权收购工作尚未全部完成。燃气发展成立于 1995 年 2 月，是佛山市南海燃气总公司和 GOODTRADELIMITED 设立的中外合作企业，其业务涉及管道液化石油气、管道天然气及液化石油气的供应及相关配套业务、燃气工程的技术咨询和信息服务，燃气的输送范围为南海区。

2015 年，南海区为限制高污染高能耗而强推清洁能源使用了有力政策，同时，公司抓住机会，强化管理，积极推进并全面完成了南海区燃气管网铺设工作。得益于此，2015 年公司燃气板块业务实现营业收入 13.41 亿元，同比增长 6.29%。

从燃气采购模式来看，公司根据审核的气源年度采购计划签订长期购销合同，根据计划量、实际库存量以及市场情况调整实际采购量。2015 年公司全年采购天然气 32,119 万立方米，液化气采购量为 19,590 吨。从采购价格来看，液化气采购价格根据市场价格随时波动，每月询价一次，每 10 天结算一次。而天然气采购方面，佛山高压供应的一期气按照合同价进行采购，零担气、海气按照市场价浮

动，西二线气价格亦按合同价格进行采购，每两周结算一次；自行采购的 LNG 每月询价一次，每月结算一次。自 2014 年起，由于西气东输到达南海，公司用成本较低的西气替代了原成本较高的部分气源，故采购成本也随之下降。

从销售模式来看，公司通过管网将管道气输送到用气用户，或通过瓶装液化气供应点销售瓶装气，终端用户主要为工业用户、商业用户、公用性用户、学校类用户和居民用户。截至 2015 年末，公司拥有瓶装液化气供应网点 8 个。2015 年，公司天然气销售量达 31,534 万立方米，液化气销售量达 20,027 吨。

未来，公司将以管道燃气业务为核心，逐步剥离瓶装液化石油气业务，升级管道工程牌照，大力拓展天然气交通能源业务，为后续的业务拓展打下基础。

**随着创冠中国的并入，公司垃圾焚烧发电规模大幅提升，固废处理业务收入增长迅速，目前固废处理各个项目运转正常。**

2014 年末，创冠中国纳入公司合并范围，公司固废处理业务拓展至国内多个省市，固废处理收入规模大幅增加。此外，公司原有的固废业务规模也持续扩大，2015 年固废处理业务收入呈现迅猛增长，已成为公司业务和盈利增长的新动力。2015 年公司固废处理业务共完成收入 10.02 亿元，同比增长 165.32%。

从垃圾处理业务来看，公司全年销售量为 337 万吨，同比增长 217.18%；全年垃圾处理量为 308 吨，同比增长 364.34%。由于公司部分垃圾为外运处理，因此垃圾处理量低于销售量。

随着创冠中国的并入，公司垃圾焚烧处理能力从 1,500 吨/日提升至 13,300 吨/日，增加了近 8 倍，为未来业务的持续增长奠定了良好的基础。2015 年，公司全年实现上网电量 82,026 万千瓦时，上网电量同比提升 292.06%。目前公司上网电价仍为 0.65 元/KWH。

表 2：2013~2015 年公司固废处理业务运营情况

类别	2013	2014	2015
垃圾处理能力（吨/日）	1,500	1,500	13,300
垃圾处理量（万吨）	62.92	66.33	308
上网电量（万 kwh）	18,831	20,922	82,026
上网电价（元/kwh）	0.65	0.65	0.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司固废处理一厂改扩建工程已于 2015 年完成，并于 2015 年 7 月 1 日正式投入使用。固废一厂改扩建工程累计投入 8.13 亿元，2015 年投入了 3.17 亿元，占总投资的 38.99%。

垃圾转运系统建设方面，公司 2015 年未新建垃圾转运站。截至 2015 年末，公司投资建设的 10 个转运站运转正常，转运垃圾能力达到 3,000 吨/日。2015 年，公司垃圾转运生产量和销售量均为 106.13 万吨，同比增长 10.56%。

另外，南海固废处理环保产业园全面落成，该项目具备从生活垃圾收运、垃圾处理（含餐厨垃圾处理）、污泥处理、渗滤液及灰渣处理的完整产业链，使得公司成为了国内固废处理服务领域唯一一家可以提供完整固废处理服务的公司。公司将保持其高标准的建设及运营管理，为行业树立标杆。

公司高度重视创冠中国的融合与管理，通过整理内部规范、投入技改提升焚烧效率、优化财务管理、加强与地方政府沟通、推动垃圾收集等多项措施，力促并购取得预期成效。廊坊项目由于受到村民阻挠等外部原因于 2015 年 7 月进行垃圾调试，比原计划推迟一年才投入运营。但通过创冠中国持续的与地方政府及各方积极沟通协调，廊坊项目已正常运营，并于 2016 年 1 月确认收入。

2016 年，创冠中国将在继续管理好已运营项目的同时，加快新建和扩建项目的进度，包括大连垃圾焚烧项目、福清垃圾焚烧二期项目、黄石垃圾焚烧二期项目，并推进孝感垃圾焚烧项目、贵阳垃圾焚烧项目的前期工作。此外，公司还将积极推进哈尔滨餐厨垃圾项目和漳州垃圾焚烧发电项目的建设进程。

2015 年，公司完成了对南海区的供水整合工作，基本实现了南海区供水区域的全覆盖，平均水价有所提升，当年售水结构也进行了调整。在量价齐升的带动下，公司供水业务收入规模进一步扩大。

2015 年，公司通过增资方式，获得佛山市南海大沥水务有限公司、佛山市南海区樵南水务有限公司等两家公司 60% 的股权，并将其纳入并表范围。通过此次增资，公司完成了对大沥镇和西樵镇的供水整合工作，基本实现了南海区供水区域的全覆盖，供水能力也达到了 136 万立方米/日，为南海区实现安全优质供水、同城同价同服务奠定了基础。

2015 年，公司整合了南海区的供水终端市场，当年供水业务有所扩张，运营平稳，终端水价也有所增加。公司 2015 年平均水价为 1.81 元/立方米，较上年增长了 21.20%。同时，公司供水量和销售量也随着供水规模的扩大而随之增长，全年分别为 38,704 万立方米和 37,870 万立方米，同比分别增长了 2.09% 和 4.09%。在量价齐升的带动下，公司 2015 年供水业务取得收入 6.99 亿元，同比增长 28.74%。

表 3：2013~2015 年公司自来水产销情况

指标	2013	2014	2015
供水量（万立方米）	36,114	37,910	38,704
销售量（万立方米）	34,981	36,382	37,870
平均水价（元/立方米）	1.3743	1.4934	1.8100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

售水结构方面，公司仍实行趸售制和直供水，但在 2015 年调整了供水模式，从原来的以批发为主转变为零售到户。2015 年，公司直供水和趸售制分别售水 31,670.59 万立方米和 7,033.52 万立方米，占总售水量的比例分别为 81.83% 和 18.17%。其中，趸售制中镇级水司售水量的占比为 3.34%，村级水站售水量的占比为 14.83%。

表 4: 2014~2015 年公司的售水结构

单位: 万立方米、%

类别	2014 年		2015 年	
	售水量	占比	售水量	占比
<b>趸售</b>	<b>25,199</b>	<b>69.26</b>	<b>7,033.52</b>	<b>18.17</b>
镇级水司	20,819	57.22	1,291.98	3.34
村级水站	4,380	12.04	5,741.54	14.83
<b>直供</b>	<b>11,184</b>	<b>30.74</b>	<b>31,670.59</b>	<b>81.83</b>
居民	4,428	12.17	11,416.66	29.50
非居民	6,689	18.39	20,017.55	51.72
特种行业	67.08	0.18	236.38	0.61
<b>合计</b>	<b>36,383</b>	<b>100</b>	<b>38,704.11</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

水费收缴方面, 除桂城一个营业点可进行现金收费外, 公司还通过银联平台与市内中行、工行、农行、建行、广发行、佛山及南海农商行共 6 家联网银行签订代缴协议, 也可通过人民银行的收费平台扣缴水费。2015 年, 公司水费回收率仍保持在 99% 以上, 保证了经营现金流的稳定回流。

表 5: 截至 2015 年末公司供水资产分布情况

单位: 万立方米

水厂	日制水能力	平均日供水量
桂城水厂	38	30
第二水厂	75	68
九江水厂	13	5
<b>合计</b>	<b>126</b>	<b>102</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

供水资产分布方面, 公司目前下设水厂仍为桂城水厂、第二水厂和九江水厂, 合计日制水能力仍为 126 万立方米。水厂改建项目方面, 桂城水厂整体迁移工作已于 2015 年全面完成。新桂城水厂于 2014 年 11 月正式投产运营, 总投资约为 13.18 亿元。2016 年, 公司将启动第二水厂四期工程项目, 该项目完工后, 可提升供水能力 25 万立方米/日, 继续扩大公司的供水产能, 强化南海区的供水安全保障。

管道铺设方面, 2015 年, 新桂城水厂相关管道工程方面, 已完成佛山火车西站段余下 DN1800 管道工程的安装; 完成新桂城水厂专用输水管道工程——泵站出厂水管道接驳工程(滨江二路至海八路)管道工程的施工; 平胜转供水工程方面, 已完成平胜村委麻洪村的征地工作和穿越东平管道的

施工工作。未来三年, 供水管道投资将主要用于向新增区域供水、改善现有区域供水安全性和可靠性(水压)等方面。

公司污水处理项目继续保持良好运营效率, 但受污水处理增值税政策的影响, 2015 年公司污水处理业务收入规模有所下滑。预计随着污水处理项目的陆续完工, 未来污水处理业务规模有望企稳回升。

公司污水处理业务由下属佛山市瀚蓝污水处理投资有限公司对其控股的 8 家污水处理厂以及直属于公司的平洲污水处理厂进行管理。

2015 年, 公司下属污水处理厂保持稳定生产运营状态, 下属 18 个污水处理项目运营状况良好, 日处理能力保持在 53.8 万立方米。公司 2015 年全年污水处理量为 16,574 万立方米, 结算量为 20,148 万立方米, 同比分别下降了 2.79% 和 1.83%。受污水处理增值税政策变化的影响, 污水处理收入同比下降快于结算量。2015 年公司实现污水处理收入 1.73 亿元, 同比减少了 9.77%

表 6: 2015 年公司污水处理项目运营情况

单位: 万立方米

项目	日实际处理量	日处理能力
平洲污水处理厂	16.16	16
罗村污水处理厂	0.92	1
罗村务庄污水处理厂	0.85	1
九江明净污水处理厂	4.8	5
西樵樵泰污水处理厂	1.78	2
丹灶横江污水处理厂	0.69	1.3
丹灶城区污水处理厂	1.08	1
金沙城北污水处理厂	1.09	1
松岗污水处理厂	3.3	4
官窑污水处理厂	0.71	1
狮山东南污水处理厂	1.72	2.5
小塘北江污水处理厂	1.75	4
大沥城西污水处理厂	3.34	5
里水城区污水处理厂	3.5	4
里水和桂污水处理厂	0.36	0.5
和顺城区污水处理厂	1.65	2
禹门污水处理厂	1.3	2
西岸樵汇污水处理厂	0.3	0.5
<b>合计</b>	<b>45.3</b>	<b>53.8</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

结算方面, 根据公司与政府签订的 BOT (或

TOT) 协议以及公司每月实际的污水处理量, 政府于次月 20 号左右将污水处理费划拨至公司专用账户。由于公司与当地政府签订了“照付不议”协议, 在污水处理厂利用率较低时, 政府要根据“保底利用率”向公司支付污水处理费。2015 年起, 公司污水处理平均结算保底量为设计能力的 94.94%。

里水大石污水处理项目设计日处理污水量为 2 万立方米, 自 2014 年 10 月开工建设, 目前首期工程已完成, 并在 2015 年 10 月成功进行了首次调试。该项目周边截污主管网建设基本完成, 二级管网正在加紧推进中, 预计 2016 年可投产。此外, 公司未来还将新建大沥镇工业废水处理厂一期项目及红沙高新产业园工业废水处理厂一期项目, 预计随着建设中及新建污水项目的陆续投产, 公司污水处理板块收入有望企稳回升。

总体来看, 随着创冠中国和燃气板块优质资产的并入, 公司公用事业业务范围进一步拓宽, 业务领域向全国铺展, 各板块业务运营稳定, 总体收入规模呈稳步上升的态势。同时, 公司各板块业务均有不同规模的项目处于建设期, 未来也有一定数量的新项目拟投产, 预计 2016 年公司重大资本性支出约 19.86 亿元, 面临的一定的资金压力。中诚信证评也将持续关注公司后续的资金筹措及投入情况。

## 财务分析

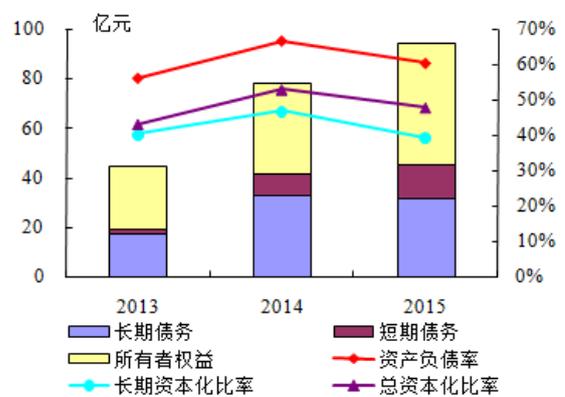
以下财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的 2013~2015 年合并财务报告。根据企业会计准则, 合并创冠中国是属于非同一控制下的合并, 2014 年合并报表只将创冠中国的资产负债期末数纳入合并, 创冠中国 2014 年损益不纳入合并; 合并燃气发展公司是属于同一控制下的企业合并, 在编制 2014 年合并报表时需要将燃气发展公司 2014 年的资产负债和损益纳入合并, 并追溯调整 2013 年的合并财务数据。本次 2013 年、2014 年年末数据分别为 2014 年年报期初数和期末数。

## 资本结构

2015 年, 公司各板块业务持续稳步发展, 加之

对固废处理业务仍保持较高的投资力度, 资产和负债规模也随之不断扩大。同时, 2015 年公司非公开发行股票募集资金补充注册资本和资本公积, 带动其所有者权益规模增加迅速。截至 2015 年末, 公司资产总额为 123.59 亿元, 同比增长 12.56%; 负债总额为 74.45 亿元, 同比增长 2.11%; 所有者权益共计 49.14 亿元, 同比增长 33.24%。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司资产负债率为 60.24%, 较上年末下降了 6.17 个百分点; 总资本化比率为 39.12%, 财务结构有所优化。

图 3: 2013~2015 年公司资本结构分析

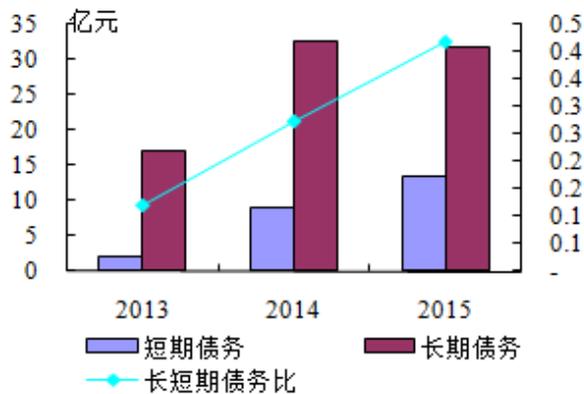


数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从公司资产构成来看, 固定资产、无形资产、在建工程和货币资金占比较大。截至 2015 年末, 公司固定资产、无形资产、在建工程和货币资金分别为 34.91 亿元、50.65 亿元、12.00 亿元和 13.79 亿元, 占资产总额的比例分别为 28.25%、40.98%、9.71%和 11.16%。

公司 2015 年持续增加银行借款以满足投资所需, 当年债务规模持续增长。截至 2015 年末, 公司总债务规模为 44.84 亿元, 同比增长 8.39%。债务期限结构方面, 公司 2015 年新增短期借款以补充流动资金, 且当期一年内到期的非流动负债有所增加, 致使短期债务规模上升较快。2015 年末公司长短期债务比(短期债务/长期债务)为 0.42, 较上年末提高了 0.15。但总体来看, 公司债务仍以长期债务为主, 债务期限结构仍处于较为合理的水平。

图 4: 2013~2015 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

综合来看, 随着业务规模的不断扩大和重点项目建设的不断深入, 公司资产及债务规模均呈现增长, 但资本结构仍较为稳健, 债务期限结构合理。未来公司仍将面临较大的资本支出规模, 在不考虑股权融资的情况下, 其债务规模可能会持续增加。

### 盈利能力

得益于 2014 年末并入创冠中国和燃气发展, 固废处理和燃气业务板块成为公司 2015 年收入增长的核心动力。2015 年, 公司实现营业收入 33.57 亿元, 同比增长 37.86%。分业务板块来看, 供水业务实现收入 6.99 亿元, 同比增长 28.74%; 污水处理业务实现收入 1.73 亿元, 同比减少 9.77%; 固废处理业务实现收入 10.02 亿元, 同比增长 165.32%; 燃气业务实现收入 13.41 亿元, 同比增长 6.29%。

表 7: 公司 2014~2015 年各业务收入和毛利率情况

业务	2014		2015	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
供水业务	5.43	36.75	6.99	21.84
污水处理业务	1.92	41.61	1.73	34.07
固废处理业务	3.78	37.10	10.02	42.86
燃气业务	12.61	24.18	13.41	25.24

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从毛利率水平来看, 公司业务具有公用事业的特征, 且以 BOT (或 TOT) 模式建设的项目均按照一定的投资利润率来定价, 因此 2015 年综合毛利率基本与上年持平, 为 31.48%, 同比微增 0.37 个百分点。分业务板块来看, 2015 年供水业务毛利率为 21.84%, 同比减少 14.92 个百分点; 污水处理

业务毛利率为 34.07%, 同比减少 7.53 个百分点; 固废处理业务毛利率为 42.86%, 同比增加 5.76 个百分点; 燃气业务毛利率为 25.24%, 同比增加 1.06 个百分点。

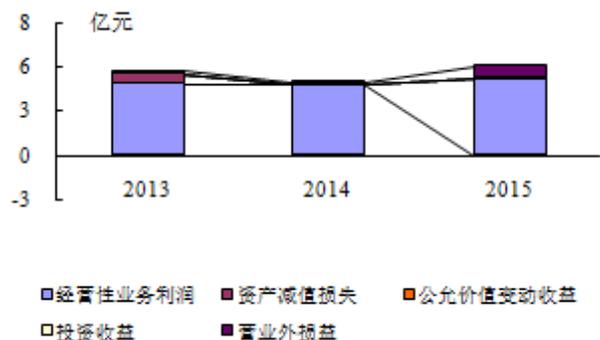
表 8: 2013~2015 年公司期间费用分析

财务指标	2013	2014	2015
销售费用	0.57	0.72	0.75
管理费用	0.97	1.20	2.18
财务费用	0.65	0.95	2.46
三费合计	2.18	2.87	5.39
营业总收入	21.56	24.35	33.57
三费收入占比	10.12%	11.77%	16.05%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从期间费用来看, 2015 年公司三费合计 5.39 亿元, 较上年增加了 87.80%。2015 年公司销售费用为 0.75 亿元, 同比增长 4.17%; 管理费用为 2.18 亿元, 同比增长 81.67%, 增加较快主要系创冠中国并入及合并供水子公司带来的人员增加所致。公司 2015 年财务费用为 2.46 亿元, 同比增加 158.95%, 主要系银行借款增加、新桂城水厂和固废处理一厂改扩建项目完工后利息停止资本化转为费用所致。公司 2015 年三费收入占比为 16.05%, 较上年增加 4.28 个百分点。

图 5: 2013~2015 年公司利润总额分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额构成来看, 2015 年公司利润总额为 5.76 亿元, 较上年增长了 23.34%。其中经营性业务利润完成了 4.92 亿元, 与利润总额的占比为 85.42%, 是利润总额来源的主要动力。

总体来看, 燃气板块由于其公用事业的特性保持了良好的发展势头, 固废处理业务在向全国范围

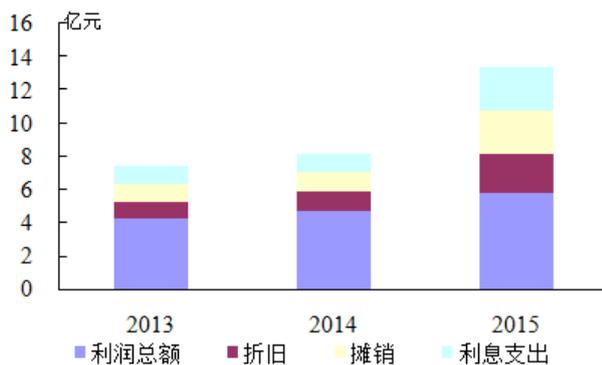
拓展的同时，也成为了收入规模新的增长点。未来随着供水市场和污水处理板块处理能力的不断提升，公司总体营业收入规模有望进一步扩大，盈利能力有望保持较高水平。

### 偿债能力

2015年，公司因资本投入较大导致借款规模相应增加，债务规模较上年有所增长。2015年末，公司总债务为44.84亿元，同比增加8.39%。

从EBITDA构成来看，由于公司前期固定资产投资规模较高，后续折旧计提规模也较大。同时，BOT（或TOT）特许经营权每年要按照受托经营期限与所建资产可使用寿命孰低来进行摊销，因此摊销也占有一定比例。2015年，公司EBITDA为13.38亿元，较上年增长63.97%。

图6：2013~2015年公司EBITDA构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流来看，随着销售收入的增加，公司2015年经营性现金流实现净流入12.63亿元，同比增长52.35%。公司2015年支付创冠香港股权收购款以及供水子公司收购供水管网资产，使得当年投资活动净现金流为-16.82亿元。2015年公司重大资产重组配套募集资金及银行借款大幅增加，当年筹资活动净现金流为9.46亿元，较上年增加了5.89亿元。总体来看，公司现金流状况保持稳定，资金较为充裕。

表9：2013~2015年公司现金流情况分析

财务指标	单位：亿元		
	2013	2014	2015
经营活动净现金流	6.93	8.29	12.63
投资活动净现金流	-7.49	-10.67	-16.82
筹资活动净现金流	-0.08	3.57	9.46
现金及现金等价物净增加额	-0.64	1.19	5.26

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标看，2015年公司EBITDA利息倍数为4.56倍，总债务/EBITDA为5.07倍，公司盈利水平对债务本息仍具备较好的保障能力。现金流偿债指标方面，公司经营性现金流状况保持良好，2015年经营净现金流/总债务为0.28倍，经营活动净现金/利息支出为4.30倍，现金流对债务本息的保障能力较强。

表10：2013~2015年公司偿债能力分析

财务指标	2013	2014	2015
总债务（亿元）	19.11	41.37	44.84
EBITDA（亿元）	7.45	8.16	13.38
资产负债率（%）	56.13	66.41	60.24
长期资本化比率（%）	40.20	46.82	39.12
总资本化比率（%）	42.93	52.86	47.71
EBITDA利息倍数（X）	6.66	5.26	4.56
总债务/EBITDA（X）	2.56	5.07	3.35
经营活动净现金/总债务（X）	0.36	0.20	0.28
经营活动净现金/利息支出（X）	6.20	5.35	4.30

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，公司下属子公司创冠环保（晋江）有限公司（以下简称“创冠晋江”）有相关未决诉讼，涉及标的约225.65万元。该案于2013年9月18日第一次开庭审理，2014年4月11日第二次开庭审理，目前仍处于法院审查过程中。燃气发展有相关未决诉讼，涉及标的不超过193.48万元。该案于2014年9月1日进行了开庭审理，目前仍处于法院审理过程中。截至2015年末，公司未清担保余额为1.55亿元，占期末公司所有者权益总额的3.15%，全部系对子公司的担保，或有风险较小。

股权融资方面，公司已于2015年11月非公开发行股票募集资金，预计可募集资金约9.3亿元。债务融资方面，公司将做好并购贷款、项目贷款以及流动资金贷款工作，同时积极探索与利用公司债、银行间票据等方式进行融资。

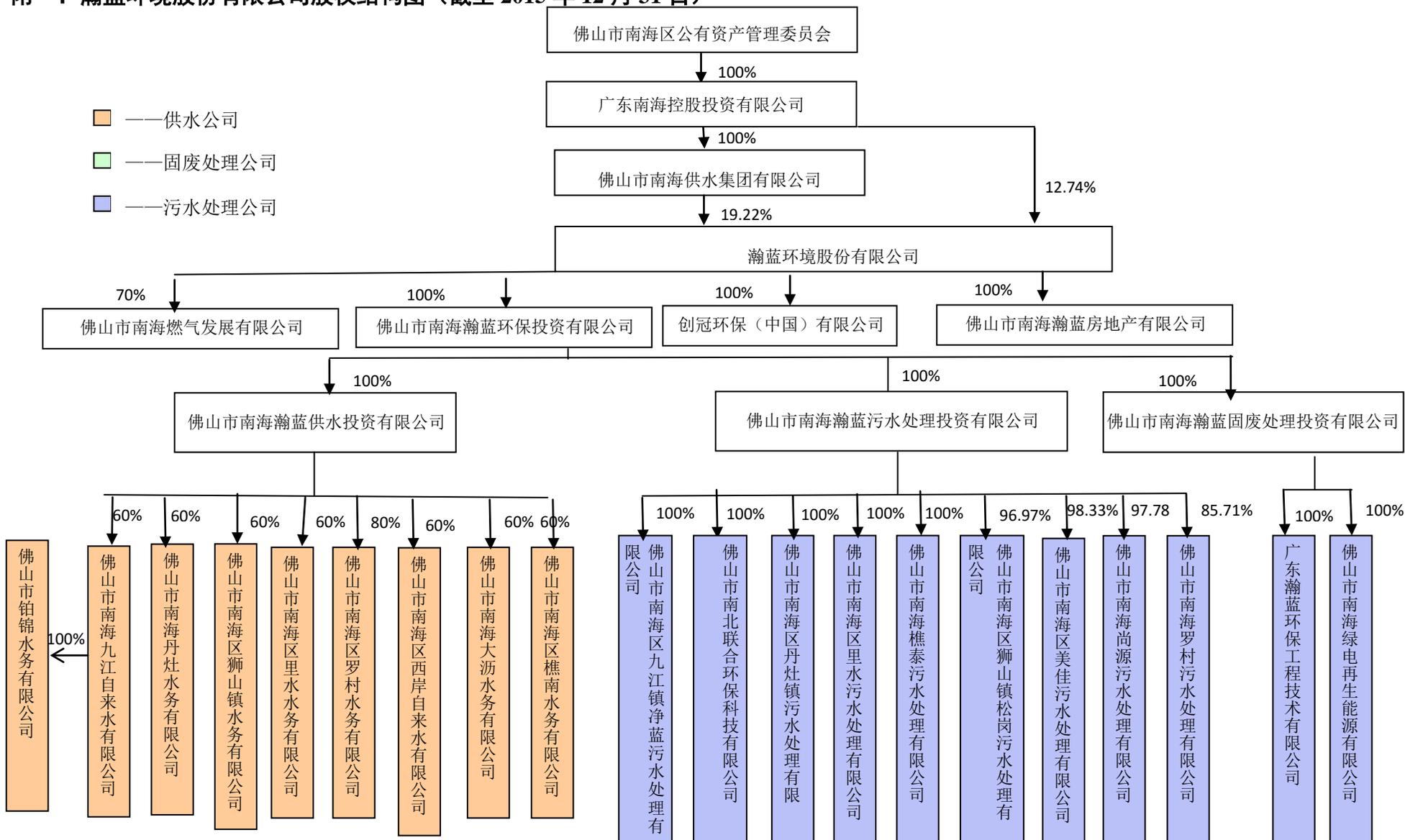
总体来看，公司业务规模稳步增长，财务结构较为稳健，经营获现能力稳定，偿债能力很强。未来，随着固废处理业务向全国范围内的扩展、供水及污水处理项目的相继投产，公司获现能力和盈利能力有望不断增强。同时，中诚信证评也关注到公司未来面临较大的资本支出，在股权融资计划尚未获得中国证监会核准的情况下，其债务规模可能会

继续攀升。

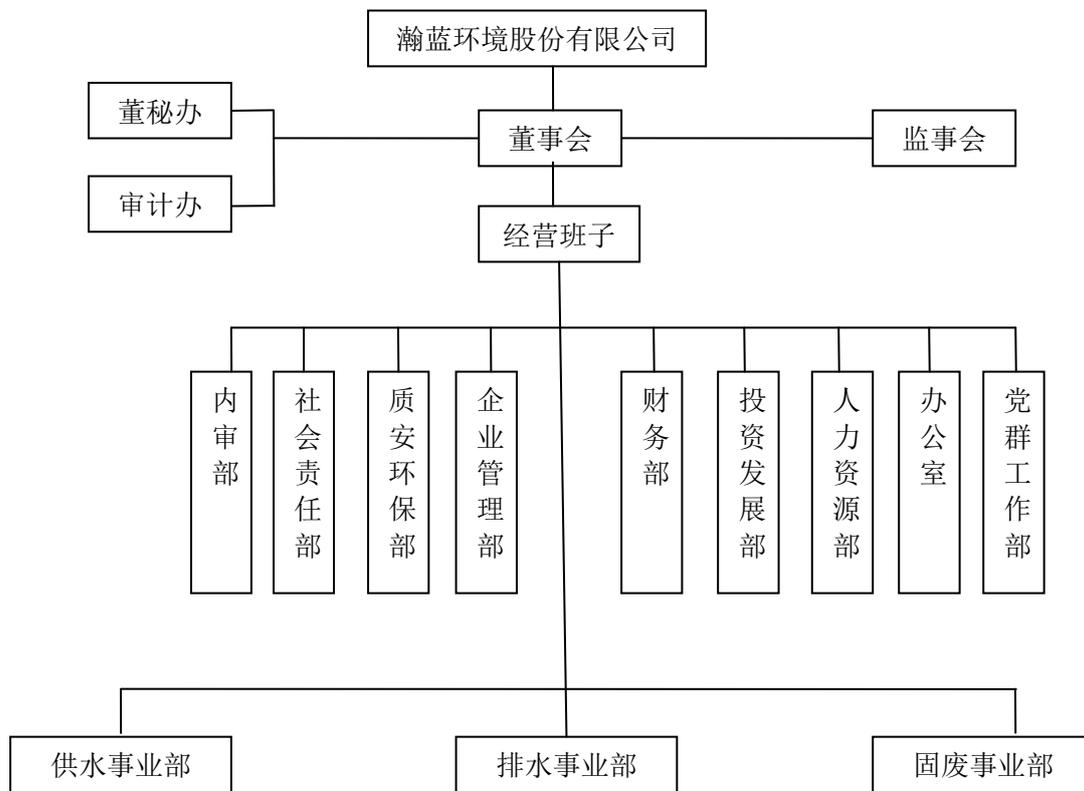
## 结 论

综上，中诚信证评上调瀚蓝环境股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；上调“南海发展股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：瀚蓝环境股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：瀚蓝环境股份有限公司组织架构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



**附三：瀚蓝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)	2013	2014	2015
货币资金	72,279.66	85,427.97	137,881.27
应收账款净额	8,892.44	21,323.55	24,202.63
存货净额	8,809.69	9,701.55	13,861.61
流动资产	122,049.19	155,613.52	193,092.43
长期投资	927.26	927.26	3,946.54
固定资产合计	236,706.62	440,590.82	475,047.25
总资产	578,839.72	1,097,984.82	1,235,928.40
短期债务	20,326.25	88,965.90	132,636.19
长期债务	170,726.58	324,707.61	315,746.17
总债务（短期债务+长期债务）	191,052.83	413,673.51	448,382.36
总负债	324,897.27	729,149.07	744,543.58
所有者权益（含少数股东权益）	253,942.44	368,835.75	491,384.83
营业总收入	215,632.83	243,529.59	335,696.72
三费前利润	63,718.40	74,282.42	103,087.59
投资收益	0.00	0.00	519.28
净利润	33,214.99	35,163.00	44,564.73
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	74,513.60	81,571.69	133,836.69
经营活动产生现金净流量	69,323.53	82,920.45	126,265.81
投资活动产生现金净流量	-74,916.74	-106,670.61	-168,222.45
筹资活动产生现金净流量	-843.74	35,664.47	106,332.75
现金及现金等价物净增加额	-6,436.95	11,914.30	52,636.98
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	30.18	31.11	31.48
所有者权益收益率（%）	13.08	9.53	9.07
EBITDA/营业总收入（%）	34.56	33.50	39.87
速动比率（X）	0.75	0.40	0.56
经营活动净现金/总债务（X）	0.36	0.20	0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	3.41	0.93	0.95
经营活动净现金/利息支出（X）	6.20	5.35	4.30
EBITDA 利息倍数（X）	6.66	5.26	4.56
总债务/EBITDA（X）	2.56	5.07	3.35
资产负债率（%）	56.13	66.41	60.24
总资本化比率（%）	42.93	52.86	47.71
长期资本化比率（%）	40.20	46.82	39.12

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

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。