



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪060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，贵公司本次跟踪主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一六年四月二十九日

## 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（2016）

<b>发行主体</b>	成都市兴蓉环境股份有限公司 <sup>1</sup>		
<b>发行规模</b>	人民币 22 亿元，分两期发行，其中本期发行规模为 11 亿元		
<b>存续期限</b>	5 年（2014.9.16~2019.9.16），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		
<b>上次评级时间</b>	2015/05/04		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 AA <sup>+</sup> 主体级别 AA <sup>+</sup>	评级展望	稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定

### 概况数据

兴蓉环境	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	68.01	74.91	83.15	84.34
总资产（亿元）	104.03	121.51	142.02	145.58
总债务（亿元）	12.19	27.36	32.49	33.07
营业总收入（亿元）	24.17	27.24	30.62	7.19
营业毛利率（%）	47.97	44.15	42.32	43.50
EBITDA（亿元）	12.88	13.83	15.15	-
所有者权益收益率（%）	11.03	10.16	10.25	10.72
资产负债率（%）	34.63	38.35	41.45	42.07
总债务/EBITDA（X）	0.95	1.98	2.14	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.69	7.58	9.20	-

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。所有者权益收益率经年化处理。

### 分析师

马延辉 yhma@ccxr.com.cn

高玉燕 ywgao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年4月29日

### 基本观点

随着产能的逐步扩充和释放以及服务范围的不断扩大，2015 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”）业务规模进一步提升。尽管对外融资规模有所扩大，但公司财务结构依然稳健，且债务结构相对合理，财务弹性较好。公司各项业务公用事业属性明显，收益较为稳定，现金流获取能力较强。此外，随着各项政策的陆续推出，自来水、污水处理及固废处理等行业都迎来了较好的发展机遇，公司作为成都市最大的供水主体和污水处理企业也将受益。同时，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以及未来较大的资本支出压力等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评上调成都市兴蓉环境股份有限公司主体信用等级至 AAA，评级展望稳定；上调“成都市兴蓉投资股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”信用等级至 AAA。

### 正面

- 行业发展前景向好。“阶梯水价制度”、“水十条”等政策的推行，为水务行业发展带来良好契机；污水处理费的逐步上调有望促进行业内企业盈利能力的提升；同时，污染物排放标准等政策的陆续出台有利于推进固废处理、垃圾焚烧发电等行业的快速发展。
- 区位优势明显，收入规模稳步提升。公司是成都市最大的供水主体和污水处理企业，区域优势明显。随着产能的不断扩充和逐步释放以及服务范围的不断扩大，公司收入规模稳步提升。

<sup>1</sup> 即成都市兴蓉投资股份有限公司，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”。

- 财务结构稳健。尽管对外融资规模有所扩大，但公司负债水平依然适中，资本结构相对稳健，且债务结构较为合理，财务弹性较好。
- 各业务板块盈利较为稳定，现金流状况良好。公司各项业务公用事业特征显著，特许经营模式决定了其拥有较为稳定的收益，并具有较强的现金获取能力。

## 关 注

- 公司盈利空间对区域价格政策的依赖。公司属公用事业行业，水价及污水、污泥、垃圾渗滤液、中水处理服务的价格均由当地政府决定，区域价格政策的变动将对公司盈利空间产生较大影响。
- 资本支出压力较大。公司近期内在水务及环保领域仍将不断扩充产能，随着各项目的持续推进，公司或将面临一定资本支出压力。

## 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，特此声明如下：

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。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按照相关法律、法规对外公布。

## 本期债券募集资金使用情况说明

2014年9月16日，经中国证券监督管理委员会证监许可（2014）849号文核准，公司以5.49%的票面利率公开发行人公司债券11亿元（扣除发行承销费用后，募集资金净额为10.89亿元）。本期债券的兑付日期为2019年9月16日，若债券持有人行使回售权，本期债券的兑付日为2017年9月16日。公司将本期债券募集资金扣除发行费用后，主要用于补充公司营运资金和优化公司债务结构。公司2015年度使用募集资金人民币7.97亿元，截至2015年末，已累计使用募集资金人民币10.89亿元。

## 行业分析

**“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城市化进程不断推进的背景下，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，资本多元化和运营市场化态势明显，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、信息公开等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 1.40 元；县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民用户不低于 0.85 元，非居民用户不低于 1.20 元；已经达到最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；未征收污水处理费的市、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 $\geq 0.95$
	非居民 $\geq 1.40$
	县城、重点建制镇
2015 年底前	居民 $\geq 0.85$
	非居民 $\geq 1.20$

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  
未征收污水处理费的市、县和重点建制镇开始征收，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。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。

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。截至 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。

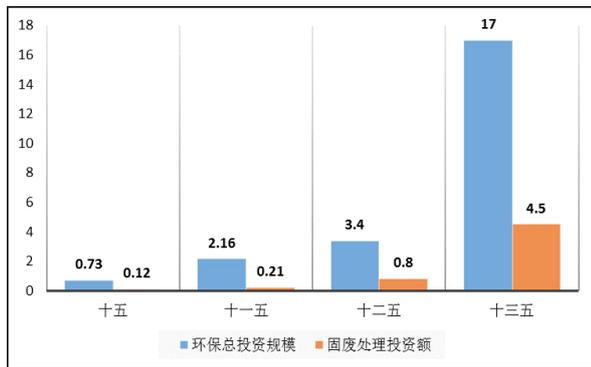
管理治理方面，在企业污水处理项目层面上，工程规模实现转型，以往分散的单个的环保工程项目正被大型化、综合化的环境服务项目所取代。以水处理领域为例，以往环保企业获得的多为污水处理、供水等单个的项目合同，而自 2015 年以来，涵盖水体修复、大型污水厂建设运营、海绵城市建设、工业园区水处理、再生水等众多内容的区域性环境战略合作协议被签订。系统治理与管理在很大层面上解决了污水处理企业在产业发展中的可持续问题，同时规模式、集约式发展也增强了污水处理企业的盈利能力和市场竞争力。

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。

### “十三五”规划落地及相关政策不断出台，环保法规体系逐步完善，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，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

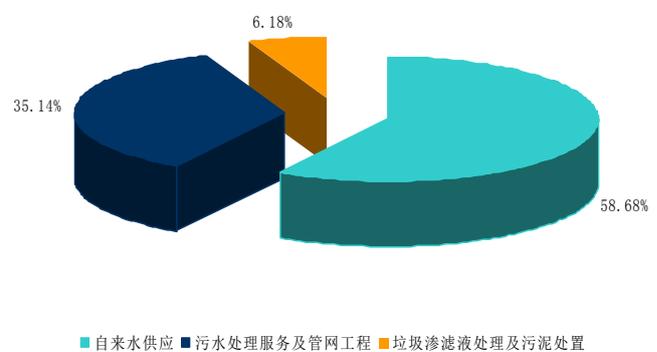
从固废处理细分行业来看，根据国务院办公厅印发的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（以下简称“《规划》”）明确了“十二五”期间，全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设计划总投资约 2,636 亿元，其中新建无害化处理设施投资 1,385 亿元；续建无害化处理设施投资 345 亿元；收运转运体系建设投资 351 亿元；餐厨垃圾专项工程投资 109 亿元；存量整治工程投资 211 亿元；垃圾分类示范工程投资 210 亿元；监管体系建设投资 25 亿元。到 2015 年末，中国城镇生活垃圾无害化处理能力中选用焚烧技术的将达到 35%，东部地区选用焚烧技术的将达到 48%。

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。面对标准趋高、监管趋严、公众参与和效果导向的新常态，业内企业将面临诸多挑战，技术改革、转型升级的节奏将进一步加快。

## 业务运营

公司目前业务主要分为水务和环保两大板块，包括自来水供应、污水处理服务及管网工程和垃圾渗滤液处理及污泥处置等三大业务。具体来看，涉及自来水制售、污水处理服务、供排水管网工程、垃圾渗滤液处理、污泥处置及其他业务等。2015 年公司实现营业收入 30.62 亿元，其中自来水供应、污水处理服务及管网工程和垃圾渗滤液处理及污泥处置等三大业务占比分别为 58.68%、35.14%和 6.18%，污水处理服务及管网工程业务收入占比略有提升。

图 2：公司 2015 年营业收入构成



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

### 随着供水范围的扩大、居民用水量的增加和供水价格的提升，2015 年公司供水业务收入规模进一步增长

目前，公司自来水业务主要由子公司成都市自来水有限责任公司负责，该公司旗下拥有成都市水二厂、水五厂、水六厂、水七厂（一期）以及海南公司和沱源公司，合计供水能力为 233.80 万立方米/日。

2015 年，公司实现供水总量 7.62 亿立方米，较上年度增加 0.46 亿立方米，日均供水达到 208.77 万立方米，供水范围涵盖成都市中心城区、郫县、天府新区直管区（2015 年新拓展区域）和金堂县（部分地区），并已拓展至海南等地。公司供水能力位居西部首位，属区域性水务龙头企业。

表 2: 2013~2015 年公司自来水板块业务指标

指标	2013	2014	2015
供水能力（万立方米/日）	214.80	233.80	233.80
供水量（亿立方米）	6.83	7.16	7.62
售水量（亿立方米）	5.82	6.26	6.52
供水管网（千米）	4,120	4,352	4,982

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，水费和水资源费联动调整，2013 年 12 月 20 日起用水终端价格上调 0.09 元/立方米。根据《关于中心城区城市供水价格联动调整的通知》（成发改价格【2014】1090 号）规定，由于上游水资源费调整，决定启动成都市中心城区城市终端供水价格与上游水价联动调整机制，对自来水公司供水区域内的自来水终端价格采取“一次确定调整标准，分两步执行到位”的办法实行同步同幅联动调整，即自来水公司自 2015 年 1 月 1 日起同步上调终端水价 0.02 元/立方米，2015 年 12 月 1 日起同步再上调终端水价 0.02 元/立方米。

表 3: 2015 年公司水价结构

用水类别	单位：元/立方米				
	自来水价格	污水处理费	水资源费	终端价格	
居民生活用水	1.98	0.90	0.08	2.96	
非居民生活用水	2.93	1.40	0.08	4.41	
特种行业用水	洗浴行业用水	10.53	4.50	0.08	15.11
	洗车行业用水	6.63	3.40	0.08	10.11
	其他特种行业用水	5.63	1.80	0.08	7.51

资料来源：成都市物价局，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 11 家自建收费点，6 家合作的代收银行——建设银行、招商银行、光大银行（含 11 个转授权线上渠道）、成都农商银行、中信银行、邮储银行，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。

伴随着售水量的稳步增加和供水价格的提升，2015 年公司自来水业务实现营业收入 17.97 亿元，同比增长 10.55%。总体来看，公司供水业务在区域市场占有率很高，水价稳中有升，且水费回收情况较好，构成了公司稳定收入来源之一。

### 公司污水处理项目继续保持良好运营效率，污水处理能力不断提升，收入规模稳步扩大；管网工程业务逐步成熟并向外拓展，有望成为公司新的业务增长来源

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，在兰州市、银川市、西安市及四川巴中市的污水处理 BOT 项目及深圳市污水处理委托运营项目获得特许经营权。截至 2015 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 160 万吨/天，年污水处理量约 5.84 亿吨，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、巴中和深圳等地合计具备 79.49 万吨/天的污水处理能力。截至 2015 年末，公司在全国拥有的污水处理产能共计 239.49 万吨/天。近年来，公司污水处理量不断增长，其中 2015 年公司处理污水 7.72 亿吨，同比增长 19.82%。

表 4: 公司污水处理业务运营情况

指标	2013	2014	2015
污水处理能力（万 M <sup>3</sup> /日）	195	207.50	239.49
污水处理量（万 M <sup>3</sup> ）	57,208	64,464	77,240
污水处理收入（亿元）	7.71	8.21	9.01

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费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。目前，公司污水服务结算价格为 1.53 元/吨。考虑到未来几年随着排水管

网体系的完善，产能利用率将逐步提高，运营成本将随之降低，公司污水处理业务规模有望保持稳定增长态势。

污水处理费方面，2011年成都市政府对居民生活污水处理费进行了调整，由0.80元/立方米提高到了0.90元/立方米，非居民生活用水污水处理费维持1.40元/立方米。公司目前仍执行上述收费标准。

需要注意的是，公司污水处理业务结算价格的签订周期为3年，目前的污水结算价格到期后，公司后续污水处理业务的盈利空间完全取决于政府新的结算价格，而未来结算价格存在调整的可能性，公司污水处理业务的盈利空间也将随之波动。

产能扩充方面，目前公司正快速推进成都市三、四、五、八污水处理厂扩能提标项目；配套天府新区的中和污水处理厂基本完成土建主体工程，规划产能20万吨/天；巴中经开区污水处理厂、西安第一污水处理厂二期BOT项目已经进入商业试运行。此外，公司新建污水处理厂二期已经在2015年3月竣工，并实现满负荷运行。

管网工程方面，2014年3月12日公司全资子公司成都市兴蓉安科建设工程有限公司（以下简称“安科公司”）完成工商注册登记并取得营业执照。安科公司主要承接市政给排水管网施工、户表设计和施工以及管道测量和探漏业务，目前以公司体系内相关业务为主，并逐步进行外部客户拓展。

2015年公司污水处理服务及管网工程实现营业收入10.76亿元，同比增长20.02%。总体来看，公司污水处理业务发展迅速，污水处理能力和处理规模保持增长态势。同时，成都市实行的政府采购的经营模式能够为公司污水处理项目带来较高、较为稳定的回报。此外，管网工程业务逐步成熟并向外拓展，有望成为公司新的业务增长点。

**公司垃圾渗滤液处理量有所下降，环保业务收入略有下滑；不过，随着污泥处置、中水服务等新增产能的逐步释放，环保板块对公司整体贡献度将不断提升**

公司垃圾渗滤液处理业务主要由子公司成都市兴蓉再生资源能源有限公司（以下简称“再生能

源公司”）运营。目前，再生能源公司下属一座垃圾渗滤液处理厂，现拥有垃圾处理能力2,300吨/日，再生能源公司拥有该项目20年特许经营权。2015年公司处理垃圾渗滤液63.52万吨，较上年度略降4.09%。

垃圾渗滤液处理亦由政府购买服务，定价每三年核定一次，目前执行政府采购价151.56元/吨（2014年1月起执行），较上期价格提高29.08元/吨。

污泥处理方面，公司取得了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。该项目于2011年7月开工，2013年10月竣工，进入试运行阶段。2014年公司处理污泥10.41万吨，同比增长871.50%；2015年处理污泥11.04万吨，同比增长6.11%。

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。目前，公司中水服务规模为30万吨/天，2015年中水实际生产量为6,272万吨，较上年度增长314.81%。

垃圾焚烧发电方面，2012年11月再生能源公司与政府签署《成都市万兴环保发电厂项目特许经营权协议》，协议项目特许经营期25年，运营垃圾焚烧发电业务，年度日均处理能力2,400吨。该项目计划总投资12.74亿元，已于2015年1月开工建设；截至2015年底，建设进度为56.60%，预计全部工程将于2016年底建成并试运行。此外，彭州隆丰发电项目设计日处理城市生活垃圾1,500吨，计划总投资8.83亿元，该项目已于2015年12月开工建设，预计将于2017年底建成。

2015年公司垃圾渗滤液处理及污泥处理等业务实现营业收入1.89亿元，同比下降6.51%，主要系公司垃圾渗滤液处理量有所下降等原因所致。

综上，2015年公司自来水供水量和污水处理量稳步提升，水务板块平稳运行，带动公司整体收入规模实现进一步增长。同时，管网工程以及环保业务的不断拓展，使得公司业务结构不断优化。

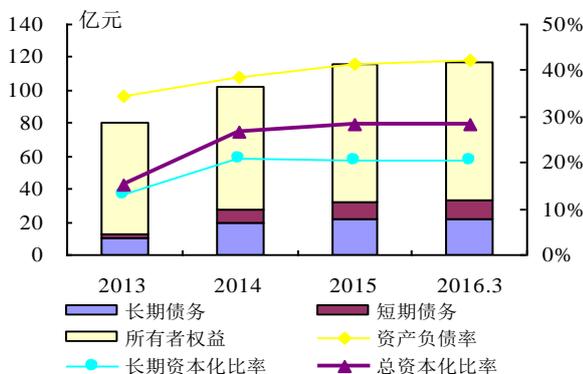
## 财务分析

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2013~2015年合并财务报告以及未经审计的2016年1季度财务报表。

### 资本结构

2015年，公司各板块业务继续稳步发展，加之公司对供水、污水污泥处理、垃圾焚烧发电等业务仍保持较高的投资力度，其资产与负债水平均较上年度有所提升。截至2015年12月31日，公司所有者权益增加至83.15亿元，较上年度增长10.99%；资产规模达到142.02亿元，同比增长16.88%；负债合计58.87亿元，同比增长26.34%；资产负债率为41.45%，同比上升3.10个百分点。截至2016年3月31日，公司资产总计145.58亿元，负债合计61.24亿元，资产负债率为42.07%，与年初基本持平。

图3：2013~2016.3公司资本结构分析

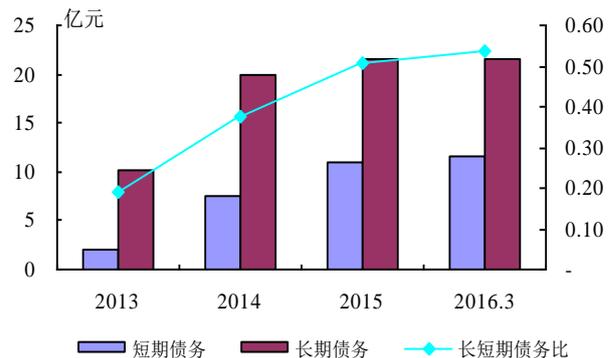


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从公司资产构成看，固定资产、无形资产、货币资金和在建工程占较大比重，2015年末上述各项资产占总资产的比重分别为39.36%、18.03%、17.50%和16.52%。整体来看，公司资产结构符合公用事业的行业属性。

2015年公司总债务规模为32.49亿元，较上年度增长18.75%；总资本化比率为28.10%，较上年度上升1.34个百分点；资产负债率为41.45%，较上年度上升3.10个百分点，但仍处于合理水平。未来，公司项目建设仍然较多，资本支出规模较大，公司债务规模和负债水平面临进一步上升的可能。

图4：2013~2016.3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

从债务结构来看，公司供自来水公司和污泥公司使用的成都市兴蓉集团有限公司（以下简称“兴蓉集团”）发行的“09兴蓉债”于2015年到期，但当年公司发行较多短期融资券，使得短期债务规模有所上升，2015年末短期债务合计10.97亿元。当年公司短期债务/长期债务指标为0.51，较上年度上升0.13；2016年3月末，短期债务/长期债务指标为0.54。整体来看，公司债务仍以长期债务为主，债务期限结构相对合理。

综合来看，公司作为成都市最大的供水主体和污水处理企业，各业务板块发展均较为稳定。公司负债水平有所上升，但仍然较低，资本结构相对稳健，且债务结构较为合理，财务弹性较好。不过，未来公司资金仍将主要投入于重点项目建设，资本支出规模依然较大，可能会推高公司的债务规模和负债水平。

### 盈利能力

随着各板块产能的提升、释放以及服务人口、区域的不断增加，2015年公司收入规模继续保持稳定增长态势。当年公司实现营业收入30.62亿元，较上年度增长12.42%。分业务来看，2015年公司自来水制售业务实现收入14.55亿元，同比增长6.67%；污水处理服务业务实现收入9.01亿元，较上年增长9.75%；供排水管网工程业务实现收入5.17亿元，同比增长53.34%；垃圾渗滤液处理业务实现收入0.85亿元，同比下降15.29%；污泥处置业务实现收入0.70亿元，较上年度下降4.27%；其他业务实现收入0.35亿元，较上年度增长17.91%。2016年一季度，公司实现营业收入7.19亿元，同

比增长 8.77%，继续保持增长态势。

表 5：公司 2015 年各项业务收入和毛利率及变动情况

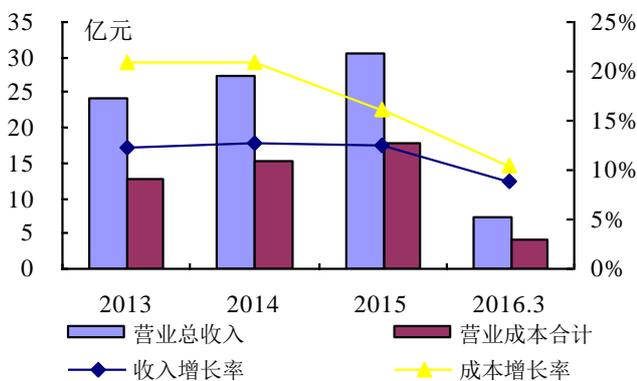
单位：亿元

业务类别	2015			
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入变动 (%)	毛利率变动 (%)
自来水制售	14.54	46.46	6.67	-1.72
污水处理服务	9.01	50.21	9.75	-2.12
供排水管网工程	5.17	26.04	53.34	7.43
垃圾渗滤液处理	0.85	11.15	-15.29	-12.69
污泥处置	0.70	10.11	-4.27	-9.22
其他	0.35	47.58	17.91	-4.34

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

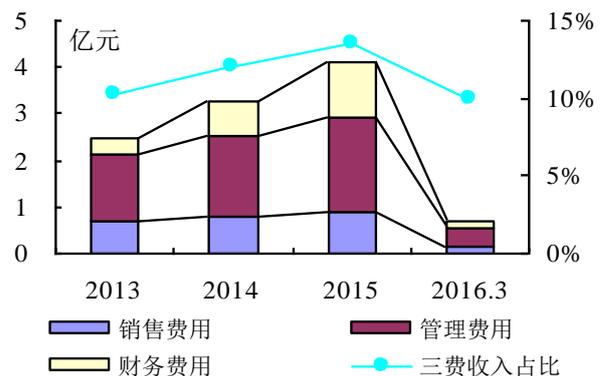
营业毛利率方面，分业务来看，2015 年公司自来水制售业务毛利率为 46.46%，较上年度下降 1.72 个百分点，主要在于人工成本上升较快所致；污水处理服务业务毛利率为 50.21%，同比下降 2.12 个百分点，主要在于 2015 年 7 月起污水处理行业开征增值税同时药剂费用等有所增加所致；供排水管网工程业务毛利率上升的主要原因为相关原材料价格的下降；垃圾渗滤液处理业务毛利率为 11.15%，较上年度下降 12.69 个百分点，主要在于进水水质变差，处理难度增大，从而使得处理成本上升所致；因相关设备检修，污泥处置业务的生产效率有所下降，毛利率有所下滑。综上，2015 年公司整体毛利率为 42.32%，较上年度下降 1.83 个百分点，不过整体水平依然较高。

图 5：2013~2016.3 公司收入成本分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

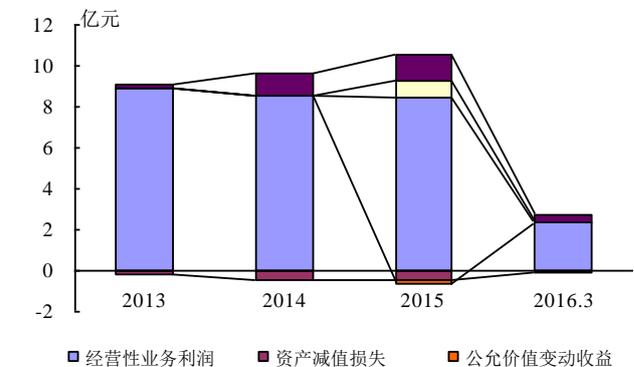
图 6：2013~2016.3 公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年公司三项费用合计 4.12 亿元，较上年度增加了 26.30%。具体来看，2015 年公司销售费用为 0.91 亿元，同比增长 12.92%，主要在于销售人员工资增长较快所致；管理费用为 2.02 亿元，同比增加 17.21%，主要在于员工差旅费用、中介机构服务费用增长较多所致；当年公司财务费用为 1.19 亿元，同比增加 62.40%，主要系当年融资规模扩大所致。公司 2015 年三费收入占比为 13.45%，较上年度略增 1.48 个百分点。

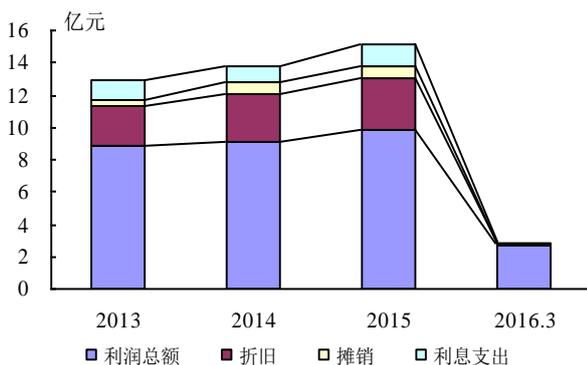
图 7：2013~2016.3 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成情况来看，2015 年公司利润总额为 9.89 亿元，较上年度增长 7.94%，其中经营性业务利润完成 8.48 亿元，与上年度基本持平。2015 年利润总额的扩大主要得益于投资收益的较快增长，当年公司实现投资收益 0.77 亿元，主要系自来水公司将其持有的股票出售所产生的收益。

图 8: 2013~2016.3 公司 EBITDA 结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 公司摊销、利息支出规模相对较小, EBITDA 主要是由利润总额和折旧构成。未来随着公司在建项目逐渐投产, 固定资产折旧部分将会有所增加。2015 年, 公司 EBITDA 为 15.15 亿元, 同比增长 9.52%; 同期 EBITDA/营业总收入为 49.46%, 公司整体获现能力较强。

总体来看, 尽管初始获利空间有所下降, 费用占比略有提升, 经营性业务利润规模略有下滑 (与上年度基本持平), 但公司 2015 年营收规模仍进一步增长, 且毛利水平仍处于高位, 整体盈利能力依然很强。

### 偿债能力

2015 年, 公司因资本投入较大导致融资规模相应增加, 债务规模较上年度有所提升, 当年末公司总债务为 32.49 亿元, 同比增长 18.75%。

从偿债指标看, 2015 年公司债务规模进一步提升, 其偿债能力各项指标略有弱化, 但对债务本息的覆盖能力依然较强。2015 年 EBITDA 利息倍数为 9.20 倍, 总债务/EBITDA 指标值为 2.14, 公司 EBITDA 对债务本息仍具备很好的保障能力。现金流偿债指标方面, 公司经营性现金流状况依然良好, 2015 年经营活动净现金/利息支出为 8.10 倍, 经营净现金流/总债务指标为 0.41, 现金流对债务本息的保障能力很强。

表 6: 2013~2015 年公司偿债能力分析

财务指标	2013	2014	2015
总债务 (亿元)	12.19	27.36	32.49
EBITDA (亿元)	12.88	13.83	15.15
资产负债率	34.63%	38.35%	41.45%
长期资本化比率	13.09%	20.97%	20.56%
总资本化比率	15.20%	26.75%	28.10%
EBITDA 利息倍数 (X)	10.69	7.58	9.20
总债务/EBITDA (X)	0.95	1.98	2.14
经营净现金流/总债务 (X)	0.89	0.43	0.41
经营活动净现金/利息支出 (X)	8.96	6.43	8.10

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司在各大银行等金融机构的资信情况良好, 截至 2015 年末, 公司获得主要贷款银行的授信额度为 84.27 亿元, 尚有 67.67 亿元额度未使用, 备用流动性较为充裕。

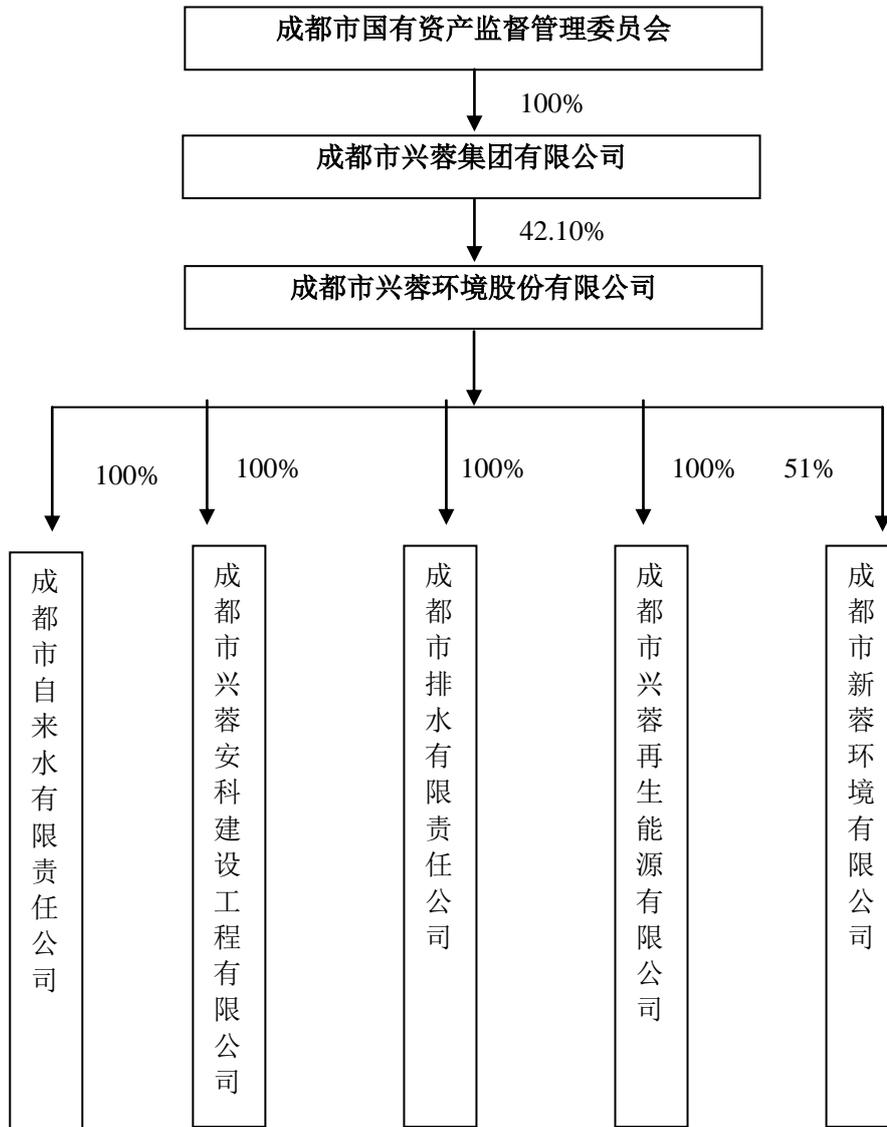
或有负债方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司对外担保合计人民币 0.22 亿元, 担保总额占公司净资产的比例为 0.26%, 主要是公司对成都市燃气有限责任公司的一般保证。为化解公司对成都市燃气有限责任公司担保潜在的债务风险, 兴蓉集团承诺因该项担保产生的任何经济损失, 由其全额承担。

总体来看, 尽管资产负债水平有所上升, 但公司财务结构依然稳健, 盈利能力较为突出, 获现能力稳定, 可为公司债务本息的偿付提供保障, 公司整体偿债能力依然很强。随着公司未来自来水供应产能、污水污泥处理能力和垃圾焚烧发电产能的提升、释放, 公司盈利能力和获现能力有望继续增强, 可为其债券本息的偿付提供进一步保障。同时, 我们也关注到公司未来面临一定的资本支出压力, 债务规模有进一步上升的可能性。

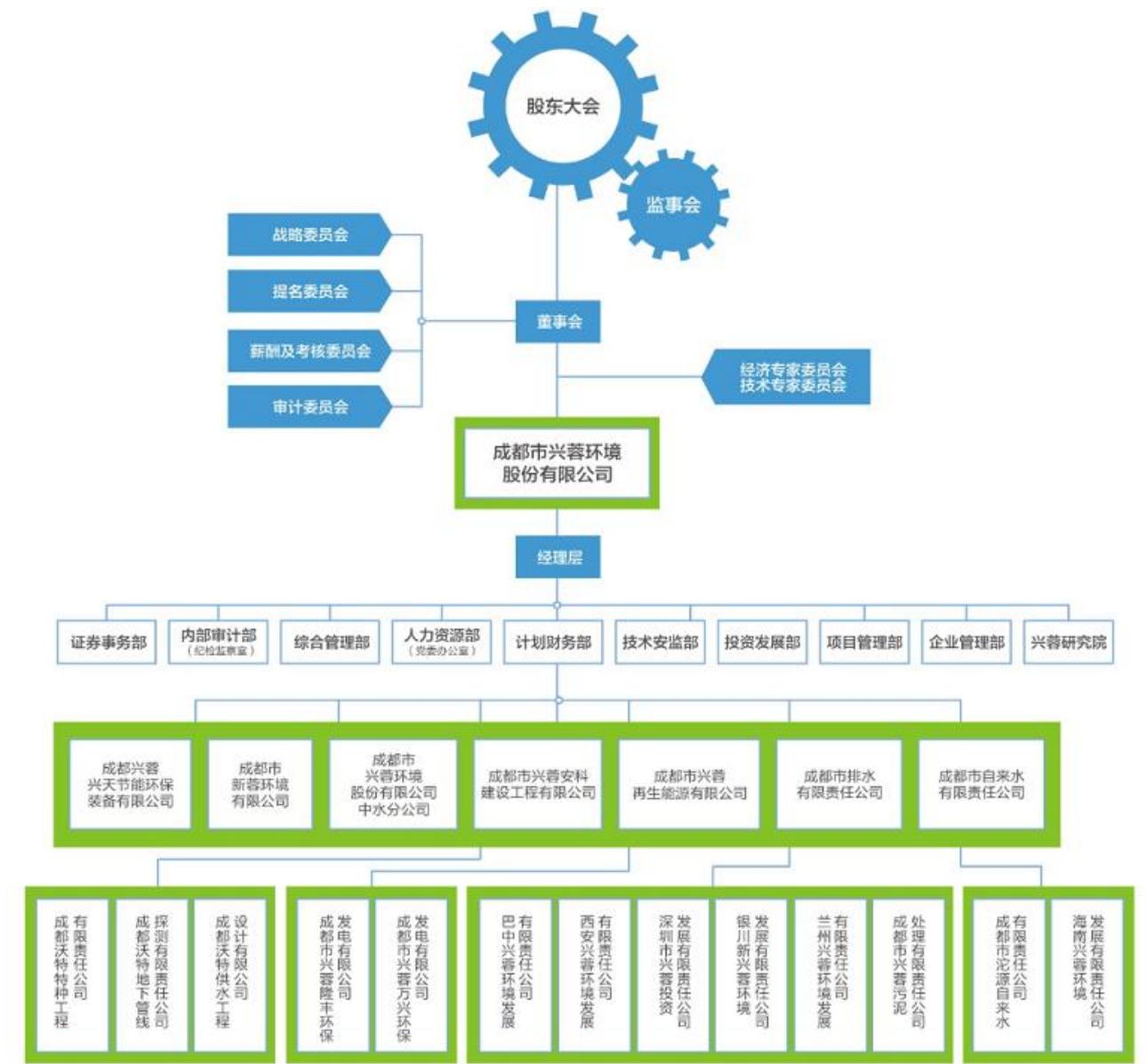
### 结论

综上, 中诚信证评上调成都市兴蓉环境股份有限公司主体信用等级至 AAA, 评级展望稳定; 上调“成都市兴蓉投资股份有限公司 2014 年公司债券 (第一期)”信用等级至 AAA。

附一：成都市兴蓉环境股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 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 2016 年 3 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)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	150,688.34	216,242.09	248,602.63	239,799.29
应收账款净额	39,932.11	45,047.48	46,529.19	53,521.76
存货净额	11,203.92	11,493.59	16,358.30	17,241.97
流动资产	208,115.75	283,073.27	330,500.81	327,943.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	617,312.90	669,243.62	793,731.06	844,984.62
总资产	1,040,298.01	1,215,104.93	1,420,213.90	1,455,820.63
短期债务	19,457.66	74,791.96	109,671.76	115,728.76
长期债务	102,436.66	198,820.85	215,233.20	214,958.42
总债务	121,894.33	273,612.80	324,904.96	330,687.18
总负债	360,219.96	465,959.89	588,705.06	612,433.22
所有者权益(含少数股东权益)	680,078.05	749,145.04	831,508.84	843,387.41
营业总收入	241,665.00	272,425.64	306,248.71	71,943.73
三费前利润	113,246.71	117,696.24	126,006.60	30,633.03
投资收益	0.00	101.05	7,681.70	0.00
净利润	75,032.34	76,145.30	85,240.32	22,556.18
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	128,813.80	138,319.74	151,485.83	-
经营活动产生现金净流量	107,943.84	117,328.66	133,417.02	22,728.36
投资活动产生现金净流量	-147,860.99	-122,458.77	-158,554.05	-35,491.18
筹资活动产生现金净流量	67,598.81	71,026.08	59,578.85	6,186.92
现金及现金等价物净增加额	27,513.17	65,825.40	34,473.46	-6,559.64
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	47.97	44.15	42.32	43.50
所有者权益收益率(%)	11.03	10.16	10.25	10.72
EBITDA/营业总收入(%)	53.30	50.77	49.46	-
速动比率(X)	1.09	1.12	1.00	0.92
经营活动净现金/总债务(X)	0.89	0.43	0.41	0.27
经营活动净现金/短期债务(X)	5.55	1.57	1.22	0.79
经营活动净现金/利息支出(X)	8.96	6.43	8.10	12.35
EBITDA 利息倍数(X)	10.69	7.58	9.20	-
总债务/EBITDA(X)	0.95	1.98	2.14	-
资产负债率(%)	34.63	38.35	41.45	42.07
总资本化比率(%)	15.20	26.75	28.10	28.17
长期资本化比率(%)	13.09	20.97	20.56	20.31

注：1、2016年3月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标均经年化处理；

2、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。