中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2013] 跟踪098号

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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为**AA+**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AA+**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一三年六月七日

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（2013）

发行主体	中山公用事业集团股份有限公司	
发行规模	10 亿元	
存续期限	2012/10/29~2019/10/29	
上次评级时间	2012/05/18	
上次评级结果	债项级别 AA+ 主体级别 AA+	评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA+ 主体级别 AA+	评级展望：稳定

概况数据

中山公用	2010	2011	2012	2013.3
所有者权益（亿元）	48.85	57.18	60.88	62.36
总资产（亿元）	63.46	79.90	76.42	77.91
总债务（亿元）	18.49	17.55	10.47	10.48
营业总收入（亿元）	8.54	7.95	8.18	1.89
营业毛利率（%）	33.04	29.38	31.74	29.73
EBITDA（亿元）	8.65	15.49	5.96	1.55
所有者权益收益率(%)	13.72	19.12	6.05	6.37
资产负债率（%）	23.03	28.43	20.34	19.97
总债务/EBITDA（X）	1.33	1.13	1.76	1.68
EBITDA 利息倍数（X）	16.22	23.98	8.00	8.38

中汇集团	2010	2011	2012
所有者权益（亿元）	52.92	61.67	68.11
总资产（亿元）	90.11	106.99	106.48
总债务（亿元）	17.81	31.88	23.86
营业总收入（亿元）	13.20	12.75	12.90
营业毛利率（%）	27.86	26.07	29.83
EBITDA（亿元）	8.35	16.32	7.32
所有者权益收益率(%)	11.70	16.51	4.83
资产负债率（%）	41.27	42.36	36.04
总债务/ EBITDA（X）	2.13	1.95	3.26
EBITDA 利息倍数（X）	5.13	8.20	3.48

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

公司作为中山市重要的公用事业平台，2012 年垄断优势不断得到巩固。全年公司供水、污水处理和市场租赁业务稳步增长，同时，受益于持有的优质金融资产，公司盈利能力保持稳定，获现能力表现良好。未来随着政府供水和污水资产整合的持续推进，公司经营状况有望进一步向好。此外，我们也关注到公司水务板块异地拓展能力有限，期间费用占比较高以及资本市场波动对公司投资收益影响较大等因素可能对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持公司债券信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。本级别考虑了中山中汇投资集团有限公司（以下简称“中汇集团”）为本次债券提供全额不可撤销连带责任担保而对该次债券本息偿付所起的保障作用。

正　面

- 国家政策支持力度大。国家实行最严格水资源管理将加快水价改革进程。“十二五”期间污水处理行业亦将获得财政、税收、贷款方面的有力支持。公司水务业务未来前景趋好。
- 区域垄断优势。公司是中山市最大的供水主体、城区唯一的污水处理企业，目前在中山市内，公司自来水供水量占比和污水处理量均占比较大，区位垄断优势明显。
- 公司盈利能力稳定，现金流状况较好。公司自来水供应和污水处理业务公用事业的特征和特许经营模式决定了其市场回报较为稳定，同时具有较好的现金流获取能力，同时受益于持有的优质金融资产，公司盈利能力保持稳定。

关　注

- 公司与国内其他大型水务公司相比，公司水务板块业务规模不大，且主要集中在中山市内。随着中国水务行业的市场化程度逐步提

分 析 师

邵津宏　jhshao@ccxr.com.cn
刘　刚　gangliu@ccxr.com.cn
Tel：(021) 51019090
Fax：(021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2013年6月7日

本报告表述了中诚信证评对本次债券信用状况的评级观点，并非建议投资者买卖或持有该债券。
报告中引用的资料主要由企业提供，中诚信证评不保证引用信息的准确性及完整性。

高，项目竞争将愈加激烈，市场拓展难度将加大。

- 较高的期间费用对公司利润水平的影响。公司期间费用较高，2012 年三费合计占营业收入的比重达到了 26.78%，较高的三费对公司的经营性业务利润形成一定挤占。
- 利润水平较易受资本市场景气度的影响。公司投资收益是利润总额的主要组成部分，由于资本市场景气度变化影响广发证券经营业绩状况，进而导致公司利润水平呈现出一定的波动性。

本次债券募集资金使用情况

2012 年 10 月 29 日，公司发行第一期 10 亿元公司债券（总数不超过 18 亿元），用于偿还到期债务、调整债务结构、补充流动资金，截至 2013 年 3 月 31 日，公司按照募集说明书中列明的募集资金使用计划，已全部用于偿还债务和补充流动资金。

行业分析

国家出台水务方面各项细化政策规划，明确了水务行业的发展目标和投资重点，但阶梯水价的实行对水务公司盈利增厚较为有限。

2012 年政府提高各项污染物排放指标，通过节能环保手段倒逼企业增加环保投入，并尝试通过补贴优惠促进节能环保行业发展。水务作为环保领域中历史最悠久的行业得到了优先重视。

在淡水资源紧缺和水污染日益严重的形势下，为保障居民充足的用水供给以及饮用水安全，国家标准委和卫生部于 2007 年 6 月 29 日联合发布的《生活饮用水卫生标准》新增 71 项指标强制于 2012 年 7 月起实施。虽然《新标准》受限于我国当前自来水厂技术建设以及一系列配套措施与新标准要求存在较大差异，实施时间将推迟到 2015 年，但可以看出我国在饮水卫生方面将会逐步与国际接轨。

供水价格方面，深圳自 1990 年开始实行阶梯水价，是我国最早实行这一政策的城市。目前在全国 660 多座城市中，已实行阶梯式水价的城市数量约占 12%，北京等多个城市正处于试点阶段。供水成本不透明是目前水价调整面临的主要阻力之一，因此成本公开是供水价格调整的前提，也是深化水价改革的关键。

然而，由于基本用水量设置过高，现有阶梯水价实行方案下基本不会产生超额用水；且阶梯水价仅针对占自来水公司售水量 30-40%的居民用水，水务企业未能完全得益；加之部分上市水务公司自来水以“出厂批发价”的形式趸售给市政部门，享受阶梯水价带来的潜在收益相对有限，阶梯水价的实行对于水务公司盈利增厚有限。对于水务公司而言，最直接的增收方式仍然是提高水价。

污水处理行业受政策性导向仍然保持较好的增长势头，城镇污水处理领域具有较大的发展空间。

“十二五”期间全国城镇污水及再生利用投资计划 4,300 亿元，较“十一五”增长约 30%，其中新建管网规模、再生水利用分别较十一五投资增长 168%和 200%，是增长最快的两个子领域。分类来看，相对工业污水处理约 2%的平均增速而言，生活废水处理市场具有更强的增长空间。目前，我国生活污水排放量近十年复合增速达到 5.6%，且随着城镇化的深化，未来仍可能保持较快增速。

同时，根据 2012 年 5 月 4 日发改委、住房城乡建设部、环境保护部编制的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，到 2015 年县城污水处理率平均要达到 70%，建制镇污水处理率平均要达到 30%。目前，县城和建制镇的实际污水处理率与预计目标均存在较大差距，小城镇污水处理存在资金投入不足、污水处理设施效率不高、运营管理能力薄弱等问题。“十二五”期间，政府政策明确支持第三方资金进入污染物处理运营领域，有望带来水务市场化的深入。“十二五”中后期开始，新增污水处理设施的建设重点将逐渐向县镇市场转移，业务模式将逐渐由 EPC 向 BOT 模式转移，具备资金、融资平台、项目经验优势的上市水务公司有望迎来市场集中度的提升。在利好政策导向之下，水务企业在 2012 年盈利情况普遍较上年好转。

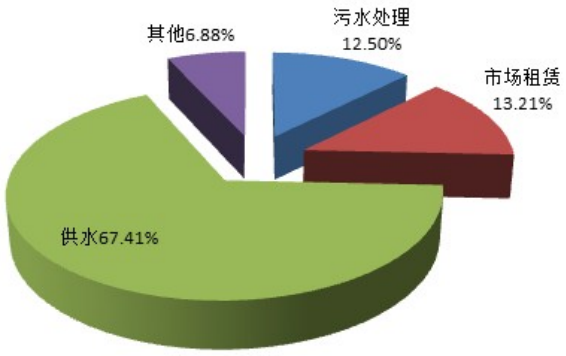
需要关注的是，2012 年度污水垃圾处理设施中央预算内投资项目金额近 500 亿元，按照中央统一部署，到 2012 年底，各地落实这些项目资金投入的比例至少要达到 75%。但 2012 年各地项目推进的进度和质量以及资金落实到位的情况均不理想。中诚信证评认为，污水垃圾处理项目投资资金落实尚不到位，尤其是对前期投入大的污水治理行业，财政资金的及时投入对其发展至关重要。

业务运营

公司目前从事的业务主要包括生产供应自来水、污水处理以及农贸农批市场经营等。2012 年公司实现营业总收入 8.18 亿元，较上年增长 2.89%，上述三大业务占比分别为 67.41%、12.50%和

13.21%。

图 1：2012 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

受益于水价的提高，公司供水业务经营稳健，收益稳步上涨

公司主要负责中山市范围内的自来水供应。该板块业务主要通过全资子公司中山市供水有限公司（以下简称"中山供水"）执行。2012 年公司水价有所提升，该板块业务实现稳健经营，实现营业收入 5.51 亿元，较上年增长 4.27%。

从自来水产销情况来看，2012 年公司自来水生产量和售水量基本与上年持平，全年自来水生产量为 42,804 万立方米；售水量为 36,281 万立方米。

表 1：2010～2012 年公司自来水产销情况

指标	2010	2011	2012
生产量（万 M^3）	42,486	43,670	42,804
销售量（万 M^3）	35,806	36,686	36,281
管网漏损率（%）	15.72	15.99	15.24
水压合格率（%）	99.32	98.00	98.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

售水结构方面，公司目前分为趸售制和直供水，2012 年占比分别为 30.55%和 69.45%，其中趸售对象主要为镇级水司。

表 2：2011～2012 年公司的售水结构

单位：万 M^3

类别	2011 年		2012 年	
	售水量	占比（%）	售水量	占比（%）
趸售	**12,214**	**33.13**	**11,084**	**30.55**
直供	**24,653**	**66.87**	**25,197**	**69.45**
居民	10,799	29.29	11,498	31.69
非居民	13,699	37.16	13,547	37.34
特种行业	154	0.42	152	0.42
合计	**36,866**	**100**	**36,281**	**100**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水价方面，2011 年 3 月 1 日，根据中山市物价局文件（中价〔2011〕30 号）规定，原来的行政事业用水、工业用水和经营服务用水将统一合并为"非居民用水"，合并后水价分为居民生活用水、非居民用水和特种行业用水以及趸售水四级；中山市中心城区和镇区的非居民生活用水、特种行业用水、趸售水的供水价格，将分步统一调整为每立方米 1.80 元、3 元、1.52 元，并依次在 2011 年 9 月和 2012 年 7 月分步调整到位；而趸售用水的镇区供水价格由各镇区供水公司结合实际情况，分别在原综合平均水价基础上每立方米调升 0.10 元~0.17 元幅度内制定水价。公司（含子公司）调整前综合水价为 1.47 元/立方米，而 2012 年 7 月调整后的综合水价提升至 1.65 元/立方米，调整幅度为 12.24%。水价的提升使得当年公司水务方面的盈利状况有所改善。

表 3：公司 2012 年 7 月调整后的水价情况

单位：元/立方米

	居民生活用水	非居民用水	特种行业	趸售用水
2012	1.60	1.80	3.00	1.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水费收缴方面，公司主要通过现金和银行托收两种方式收取水费，目前公司拥有 18 个营业点，并与市内 8 家联网银行签订代缴协议，近年来水费回收率保持在 95%以上，保证了公司经营现金流的稳定回流。对拖欠的用户，公司一般发催收单或打电话通知，一定时限内仍未缴交时采取拆表处理，直至通过法律诉讼方式解决，因此基本能够收回客户所欠水费。

表 4：截至 2012 年 12 月 31 日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	持股比例
中山供水公司	20	5.4	100%
东升分公司	14	8.5	-
东凤分公司	8	6.76	-
三乡分公司	10	6.5	-
古镇分公司	12.5	6.7	-
神湾分公司	0	2.9	-
港口分公司	0	3	-
板芙分公司	2	2.2	-
南头水司	8.5	5.18	90%
民众水司	1.5	3	55%
沙朗水司	--	2.25	55%
阜沙水司	3	2.11	51%
南镇水司	8	3.85	49%
稔益水司	8	7.98	49%
新涌口水司	8	6.5	49%
中山大丰	50	30.18	33.89%
中山中法	50	33.46	33.89%
合计	**203.5**	**136.47**	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司主要负责中山市范围内的自来水供应，水费回收率较好，是公司稳定收入来源之一。目前公司在政府的协助下，积极推进其余几个镇区水厂的整合。中诚信证评认为，在中山市“供水一盘棋”规划下，公司供水业务未来仍有一定的增长空间。

污水处理业务发展稳定，未来随着“污水处理一盘棋”的资产整合，污水处理业务有望大幅提升。

公司的污水处理业务由全资子公司中山市污水处理有限公司（以下简称“污水处理公司”）负责经营。该板块业务 2012 年经营稳定，实现营业收入 1.02 亿元，同比增长 2.08%。

污水处理能力方面来看，目前污水处理公司下设两家污水处理厂：中嘉污水处理厂和珍家山污水处理厂，其中中嘉污水处理厂的设计日处理能力为 20 万吨，珍家山污水处理厂处理能力为 10 万吨/日。截至 2012 年 12 月 31 日，公司污水日处理能力为 30 万立方米。2012 年污水处理实际完成量与结算量均为 9,303 万立方米，同比增长 4.68%。

污水处理费收取方面，按照公司每月实际的污水处理量，市财政局于次月将污水处理费划拨至公司专用账户。公司污水处理费计费方式是“污水处理单价×污水处理量”。2012 年 10 月，公司污水处理的服务费单价从 1.09 元/立方米下调至 1.08 元/立方米，由于公司当年实际污水处理量增长较多，故该部分业务收入仍然实现了 2.08%的增长。

表 5：截至 2013 年 3 月公司污水处理资产情况

污水处理厂	日处理能力（万 M^3）	投产日期	污水处理费（元/ M^3）
污水处理公司	20	1998.4	1.08
珍家山公司	10	2011.1	1.08
合计	**30**	--	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司近年来污水处理业务发展较为稳定。

市场租赁业务保持稳定，出租率持续升高

公司市场租赁业务保持稳定，2012 年实现营业收入 1.08 亿元，同比增长 3.27%，出租率 85%。

从市场状况来看，公司目前在中山市拥有 33 个市场，托管 4 个市场，其中 31 家为农副产品综合市场，2 家为大型批发专业市场，经营面积约 24 万平方米。公司旗下的市场主要从事农副产品的批发、零售业务，并且垄断优势突出，其中鲜活产品批发业务约占中山市场份额的 80%，果蔬批发业务占 60%，农产品零售占 18%。从布局来看，各市场在全市范围内分布较为均匀，并且基本位于城区的繁华路段或者各镇区中心，交通便利。

表 6：公司 2010～2012 年市场租赁情况

	2010	2011	2012
出租率（%）	79.64	81.51	85
收入（亿元）	1.02	1.05	1.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司近年来对各农贸市场不断进行升级改造，对商户进行精细化管理，收入及出租率呈现出稳步增长态势。

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有限公司审计并出具了标准无保留意见的 2010~2012 年财务报告以及未经审计的 2013 年一季度合并财务报表[1]。

资本结构

2012 年，公司将未分配利润转增股本，加之公司多年来盈利稳定，自有资本实力不断得到夯实，截至 2013 年 3 月末，公司所有者权益增加至 62.36 亿元，较上年 12 月 31 日增长 2.43%，资产负债率 19.97%，较上年 12 月 31 日下降 0.37 个百分点，与同业相比负债水平偏低。截至 2013 年 3 月末，公司资产规模达到 77.91 亿元，较上年 12 月 31 日进一步增加；负债规模 15.56 亿元，基本维持在上年 12 月 31 日水平。

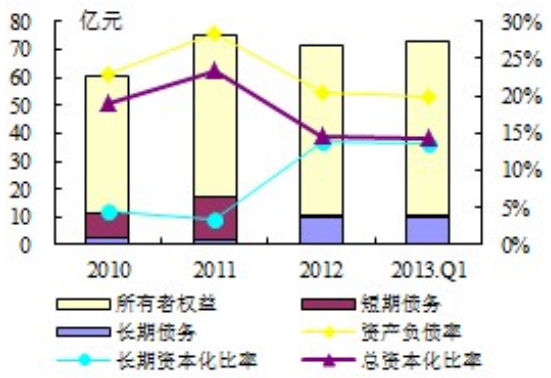
表 7：截至 2012 年 12 月 31 日水务企业上市公司资本结构比较

公司	资产总计（亿元）	资产负债率（%）	总资本化比率（%）
重庆水务	179.37	30.88	22.23
创业环保	103.07	61.84	47.20
江南水务	25.36	30.98	0.23
中原环保	14.30	45.68	37.58
中山公用	**76.42**	**20.34**	**14.68**
南海发展	46.35	50.34	41.65

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从公司资产构成看，长期股权投资和固定资产仍占比较高。截至 2013 年 3 月底，公司长期股权投资和固定资产分别为 48.20 亿元和 16.56 亿元，占总资产比重分别为 61.87%和 21.25%。长期股权投资中金额较大的仍然是广发证券和济宁公用，固定资产主要为管网设备、房屋建筑物和及其设备等。

图 2：2010～2013.Q1 公司资本结构分析

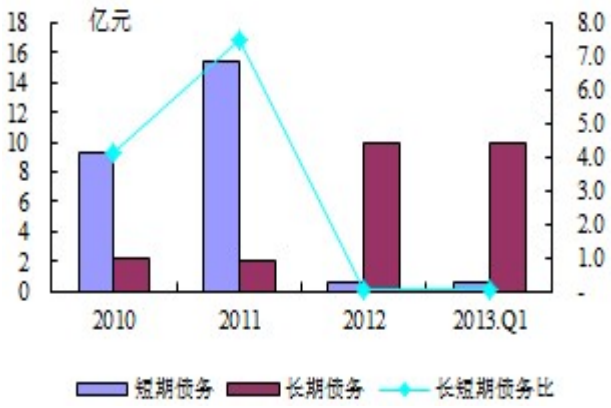


资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

债务规模方面，2012 年公司通过发行 7 年期公司债券 10 亿元偿还了大部分银行借款及短期融资券，加之公司从事的水务和市场租赁板块现金流状况较好，导致总债务规模大幅下降，截至 2013 年 3 月末，公司总债务规模为 10.48 亿元，资产负债率和总资本化比率分别下降至 19.97%和 14.39%。与同行业相比，公司的杠杆比率处于较低水平，财务弹性好。

从债务期限结构来看，公司积极调整债务结构，增加长期债务比重，2012 年公司通过发行公司债券用于偿还短期债务，截至 2013 年 3 月末，公司短期债务规模大幅减少至 0.57 亿元，长期债务增加至 9.91 亿元，短期债务/长期债务指标为 0.06，债务结构大幅优化。

图 3：2010～2013.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

综合来看，公司负债规模基本维持在上年水平，资本结构仍然较为稳健，且由于公司合理调整长短期债务，债务期限结构大幅优化。未来随着中山市的“供水一盘棋、污水一盘棋”的推进，公司资本支出可能会增加，负债水平或将有所上升。

[1] 本部分财务分析采用的是各期报表的期末数据。

盈利能力

2012 年公司各板块业务稳定增长，全年实现营业收入 8.18 亿元，同比增长 2.89%。分板块来看，水务板块方面，2012 年，由于水价的提升，公司自来水业务取得收入 5.51 亿元，同比增加了 4.27%；2012 年公司污水处理业务实现收入 1.02 亿元，同比增加 2.08%；市场租赁业务实现收入 1.08 亿元，同比增长 3.27%，保持稳定发展。2013 年一季度公司实现营业收入 1.89 亿元，同比增长 7.39%。

表 8：公司 2010～2012 年各业务收入和毛利率情况

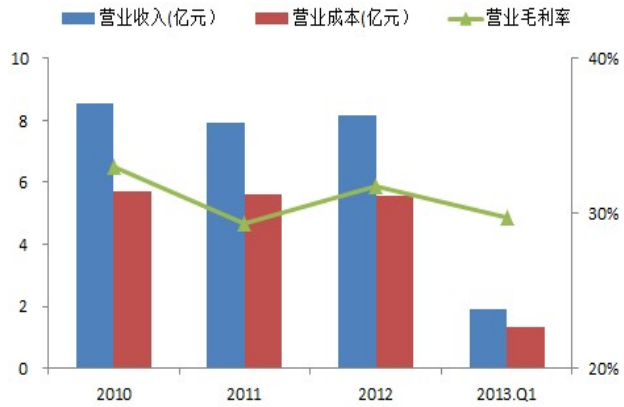
单位：亿元

业务	2010		2011		2012	
	营业收入	毛利率（%）	营业收入	毛利率（%）	营业收入	毛利率（%）
自来水业务	4.97	20.92	5.29	21.90	5.51	25.17
污水处理	0.82	50.07	1.00	41.25	1.02	40.50
市场租赁	1.02	58.05	1.04	58.56	1.08	59.02
物业管理	0.10	19.57	0.11	12.38	0.11	15.18
房地产销售	1.06	43.13	0.16	26.36	0.08	16.04
其他	0.02	19.15	0.01	0.59	0.01	15.97

资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，2012 年水价提升使得供水业务毛利水平上升，公司综合毛利率上升至 31.74%。分业务来看，2012 年，公司自来水业务毛利率为 25.17%，较上年提升 3.27 个百分点，主要是因为当年水价调整所致；公司污水处理业务毛利率为 40.50%，与上年基本持平；市场租赁业务毛利率为 59.02%，基本较上年持平，由于公司下属的农贸市场基本位于城区的繁华路段或者各镇区中心，交通便利，较高的出租率和租金保证了该项业务较高的毛利水平。

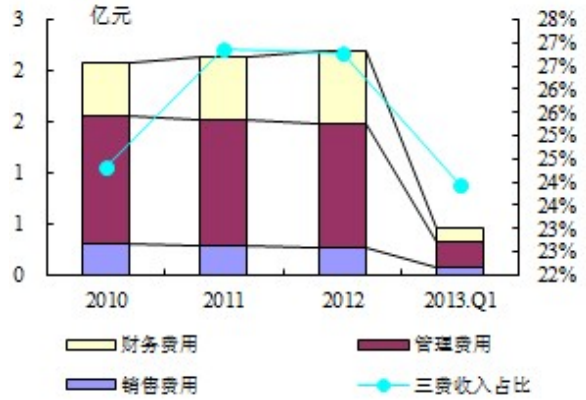
图 4：公司 2010～2013.Q1 盈利能力分析



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

从期间费用来看，2012 年公司期间费用合计 2.19 亿元，同比增加 2.59%，主要是当年财务费用上升所致。2012 年公司财务费用为 0.70 亿元，同比增长 13.05%，主要由于公司当年利息支出增加所致。2013 年一季度公司期间费用合计为 0.45 亿元，三费收入占比为 23.93%。

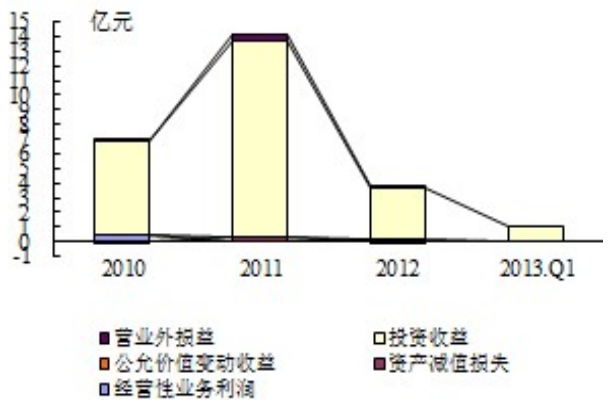
图 5：2010～2013.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2012 年受投资收益大幅减少的影响，公司利润总额为 3.77 亿元，同比减少 71.91%。虽然公用事业的业务属性保证了公司较高的毛利水平，但是较高的期间费用对公司经营性业务利润形成一定挤占，2012 年公司经营性业务利润为 0.18 亿元。投资收益方面，近年来受广发证券业绩波动的影响，公司投资收益亦呈现一定波动性。2012 年，广发证券非公开发行股票，而公司未同比例参与该公开发行，持股比例下降至 11.60%，导致公司投资收益大幅下降至 3.43 亿元，同比下浮 74.33%。2013 年一季度公司利润总额为 1.02 亿元，投资收益为 0.95 亿元，公司当期经营性业务利润为 0.07 亿元。考虑到公司投资收益是构成利润总额的主要组成部分，而广发证券业绩较易受资本市场景气度影响，公司利润状况亦将呈现出一定的波动性。

图 6：2010～2013.Q1 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

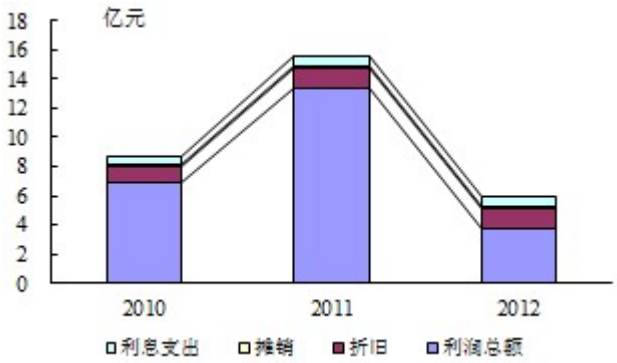
总体来看，2012 公司的收入水平稳中有升，水价提升使得公司综合毛利水平有所提高，同时，公司所持有广发证券股份为公司带来一定的投资收益，进而对公司利润形成有效补充，未来随着水务板块规模扩大，公司收入规模和盈利能力有望进一步提升。然而，资本市场景气度对公司投资收益影响较大，进而使得公司盈利水平呈现出一定的波动性，对此我们将保持关注。

偿债能力

2012 年公司债务规模大幅下降，截至 2012 年 12 月 31 日公司总债务为 10.47 亿元，较上年下降 7.08 亿元。2013 年一季度，公司总债务规模保持在 10.48 亿元。

从现金获取情况来看，目前公司 EBITDA 主要由利润总额构成，折旧和利息支出占比较小。近年来公司投资收益较大幅度变动造成EBITDA亦呈现一定的波动性。2012 年公司 EBITA 为 5.96 亿元，较上年减少 9.53 亿元；2012 年公司 EBITDA/营业总收入为 72.93%。

图 7：2010～2012 年 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

从现金流角度来看，公司供水业务按月收取水费，污水处理业务根据服务合同按照公司完成的处理量按月进行结算，而市场租赁业务亦是按与商户签订的租赁协议，按月向商户收取租金，因此公用事业的特性和市场租赁业务的稳定性决定了公司的现金流入较为稳定。随着收入规模的增加，2012 年公司经营性净现金流状况持续改善，为 2.72 亿元，2013 年一季度公司经营活动净现金流为 0.14 亿元。

表 9：2010～2012 现金流分析

单位：亿元

财务指标	2010	2011	2012
经营活动净现金流	0.65	1.95	2.72
投资活动净现金流	-1.09	0.03	1.05
筹资活动净现金流	0.73	4.24	-8.86
现金及现金等价物净增加额	0.28	6.21	-5.09

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标看，2012 年公司 EBITDA 利息倍数为 8.00 倍；总债务/EBITDA 指标为 1.76。公司盈利对债务本息的覆盖能力仍较强。现金流偿债指标方面，随着收入规模的增加，公司经营性现金流状况持续改善，现金流偿债指标有所上升，2012 年经营活动净现金流利息保障倍数为 3.64 倍，经营净现金流/总债务指标为 0.26，现金流对债务本息的保障能力较上年有所增长。

表 10：2010～2013.Q1 偿债能力分析

财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
总债务（亿元）	10.45	17.55	10.47	10.48
EBITDA（亿元）	8.67	15.49	5.96	1.55
资产负债率（%）	23.03	28.43	20.34	19.97
总资本化比率（%）	19.05	23.48	14.68	14.39
EBITDA 利息倍数（X）	16.22	23.98	8.00	9.84
总债务/ EBITDA（X）	1.33	1.13	1.76	1.68
经营净现金流/总债务（X）	0.06	0.11	0.26	0.01
经营净现金利息倍数（X）	1.21	3.01	3.64	0.90

资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司无对外担保，全部为对控股子公司的担保，总担保金额为 2.20 亿元，占归属母公司净资产比重为 3.61%，或有风险较小。

公司与银行保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通，截至 2013 年 3 月底，公司共获得授信

总额 6.60 亿元，未使用授信余额 6.60 亿元，备用流动性较为充裕。

总体看，公司的债务压力较小，现金流获取能力较强并保持稳定，偿债能力很强。未来随着公司水务板块业务进一步增长，公司获利能力和获现能力也将持续增强，将为公司的偿债能力提供进一步保障。

担保实力

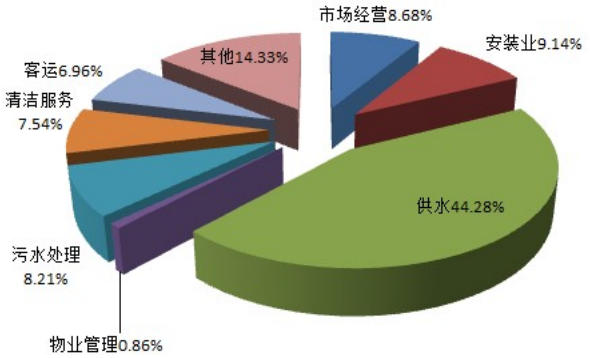
中山中汇投资集团有限公司为本期公司债提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。截至 2012 年 12 月 31 日，中汇集团持有中山公用 62.25%的股权。2012 年 6 月 30 日，由于国资系统产业调整，中汇集团燃气业务被划出，故以下就中汇集团目前业务状况加以介绍。

目前中汇集团的业务主要分为水务、市场租赁、环卫以及管道安装设计等业务板块。2012 年中汇集团实现营业收入 12.90 亿元，其中水务、市场租赁的收入合计为 7.61 亿元，同比增长 3.83%，在营业收入中占比为 59.03%。目前中汇集团的水务、市场租赁业务是由公司作为运营主体。

环卫板块主要由集团控股的中山市名城环境服务有限公司（以下简称“环境服务公司”）运营。环境服务公司主要经营环境卫生清扫服务等卫生环保业务，截至 2012 年 12 月 31 日，环境服务公司的总资产 0.91 亿元，净资产 0.68 亿元，2012 年实现营业收入 0.96 亿元，净利润 0.07 亿元。

管道安装设计工程业务是由集团公司的全资子公司中山公用工程有限公司（以下简称“工程公司”）经营管理，工程公司主要经营承接净水、供水系统及管道安装设计工程，截至 2012 年 12 月 31 日，工程公司总资产 1.98 亿元，净资产 0.61 亿元，2012 年实现营业收入 1.03 亿元，净利润 0.05 亿元。

图 8：2012 年中汇集团主营业务收入构成情况



资料来源：公司提供、中诚信证评整理

财务表现

以下财务分析基于中汇集团的经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计的 2010~2012 年财务报告。

截至 2012 年底，中汇集团资产总额 106.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.11 亿元，资产负债率为 36.04%。2012 年实现营业总收入 12.90 亿元，同比增长 1.15%，净利润 3.29 亿元，经营活动现金流量净额 3.54 亿元。

财务结构方面，作为中山市公用事业行业的投资与运营主体，中汇集团各项业务发展较为稳定。虽然燃气业务剥离，但整体实力未受到较大影响。截至 2012 年 12 月 31 日，中汇集团总资产为 106.48 亿元，基本与上年持平，所有者权益（含少数股东权益）68.11 亿元，同比增加了 10.45%。2012 年中汇集团将 2011 年发行的 7 年期合计 10 亿元的企业债券融资款偿还部分银行借款，导致 2012 年 12 月 31 日总债务规模下降至 23.86 亿元，同比下降 25.17%。2012 年 12 月 31 日中汇集团资产负债率为 36.04%，较上年下降了 6.32 个百分点，总资本化比率为 25.94%，较上年下降 8.14 个百分点。

从债务期限结构来看，截至 2012 年 12 月 31 日，中汇集团短期债务为 5.7 亿元，长期债务为 23.29 亿元，短期债务/长期债务指标为 0.02，债务结构持续优化。未来随着中汇集团在管网设备方面的更新以及农贸市场升级改造方面的投入增加，长期债务方面的融资需求还将继续增加。总体来看，目前中汇集团的资本结构较为稳健，财务弹性较好。

从盈利能力看，虽然 2012 年燃气板块业务划

出，但中汇集团营业收入仍实现稳步增长，受益于水价提升，营业毛利率较上年有所提升。2012 年，中汇集团实现营业收入 12.90 亿元，同比增长 1.15%；营业毛利率为 29.83%，较上年增长 3.76 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，2012 年集团经营性现金流实现净流入 3.54 亿元，当年集团经营净现金流/总债务和经营净现金流利息倍数分别为 0.15 和 1.68 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障能力较强。虽然公司利润情况受到投资收益影响有所波动，但集团整体盈利能力仍较强。2012 年集团总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.26 和 3.48，集团盈利水平对债务本息的覆盖能力较好。

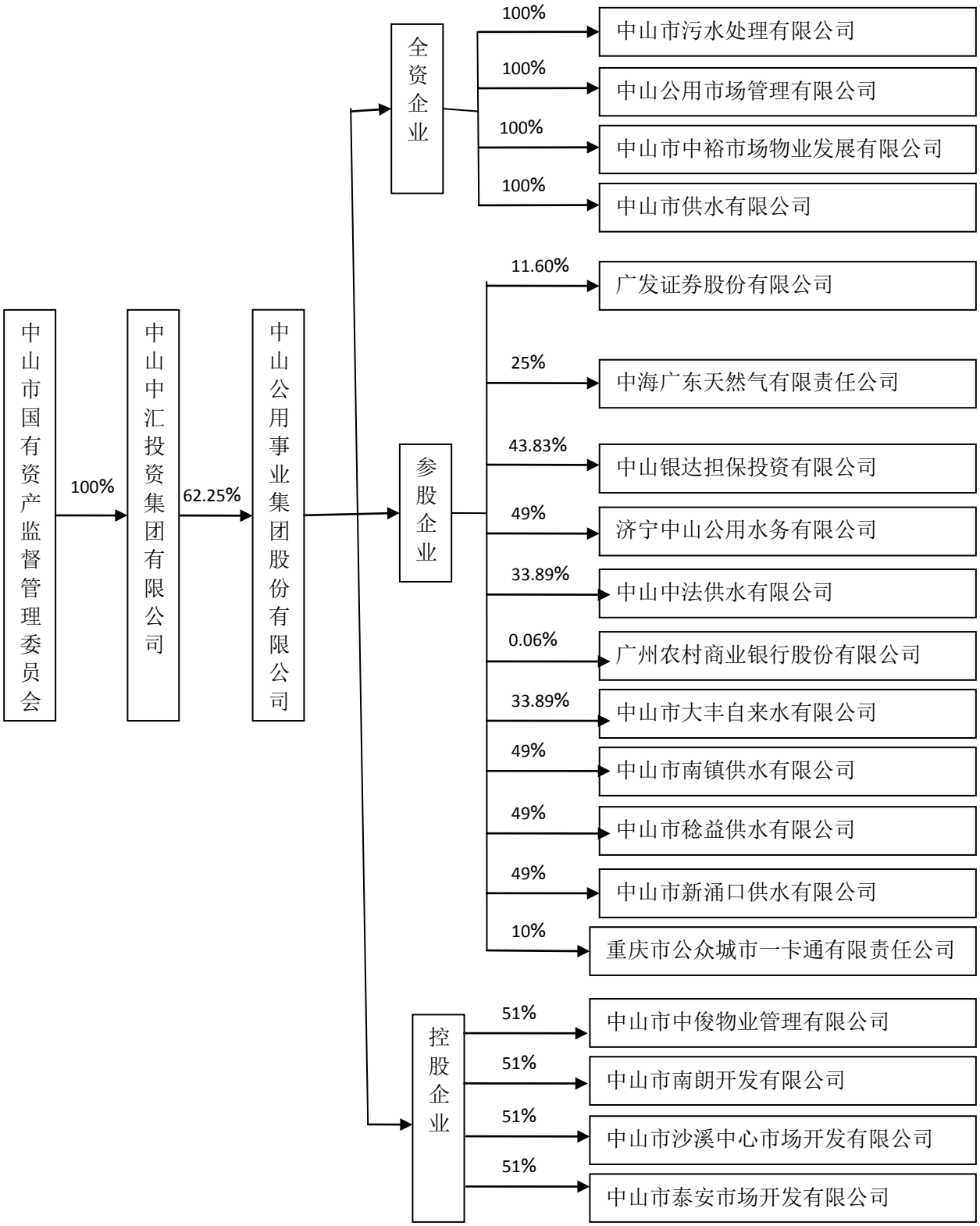
在或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，中汇集团担保余额总计 19.28 亿元，其中 10.03 亿元为集团内担保，主要是对中山公用事业集团股份有限公司公司债和岐江环境治理公司银行借款的保证担保，集团外担保余额为 8.98 亿元，是为中山市路桥建设有限公司和交通集团提供的担保，该公司与中汇集团是同一母公司控制企业。2012 年 12 月 31 日集团对外担保余额占中汇集团净资产（含少数股东权益）的比例为 13.18%，占比较低，或有负债风险较小。

中诚信证评认为，中汇集团整体经营状况良好，资本结构稳健、偿债能力强，盈利相对稳定。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，能够获得较大的政府支持。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有力保障。

结　论

综上，中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 **AA**$^{+}$，维持公司主体信用等级 **AA**$^{+}$，评级展望为稳定。

附一：中山公用事业集团股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 3 月 31 日）



附二：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)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	29,606.96	91,712.23	40,791.03	35,789.01
应收账款净额	3,453.82	4,726.19	4,920.13	7,068.25
存货净额	2,871.78	2,372.83	1,817.25	1,845.58
流动资产	47,913.47	103,320.77	49,350.39	46,954.32
长期投资	355,530.91	453,365.27	464,590.23	482,034.87
固定资产合计	210,834.26	221,470.54	224,891.45	224,808.81
总资产	634,603.69	799,028.80	764,245.99	779,129.36
短期债务	92,533.33	154,833.00	5,700.00	5,700.00
长期债务	22,406.67	20,667.00	99,033.33	99,083.33
总债务（短期债务＋长期债务）	114,940.00	175,500.00	104,733.33	104,783.33
总负债	146,153.25	227,179.19	155,473.78	155,579.02
所有者权益（含少数股东权益）	488,450.43	571,849.61	608,772.22	623,550.34
营业总收入	85,393.69	79,475.53	81,770.64	18,887.51
三费前利润	25,514.61	21,677.18	23,724.35	5,261.36
投资收益	63,406.31	133,798.02	34,341.74	9,466.72
净利润	67,023.97	109,356.08	36,801.26	9,927.21
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	86,523.96	154,949.70	59,633.64	15,464.74
经营活动产生现金净流量	6,455.30	19,457.70	27,180.62	1,412.57
投资活动产生现金净流量	-10,917.74	295.18	10,538.43	-6,306.81
筹资活动产生现金净流量	7,262.72	42,352.39	-88,640.25	-107.79
现金及现金等价物净增加额	2,800.28	62,105.27	-50,921.20	-5,002.02
财务指标	**2010**	**2011**	**2012**	**2013.3**
营业毛利率（%）	33.04	29.38	31.74	29.73
所有者权益收益率（%）	13.72	19.12	6.05	6.37
EBITDA/营业总收入（%）	101.32	194.97	72.93	81.88
速动比率（X）	0.37	0.56	1.50	1.42
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.11	0.26	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.13	4.77	0.99
经营活动净现金/利息支出（X）	1.21	3.01	3.64	0.90
EBITDA 利息倍数（X）	16.22	23.98	8.00	9.84
总债务/ EBITDA（X）	1.33	1.13	1.76	1.69
资产负债率（%）	23.03	28.43	20.34	19.97
总债务/总资本（%）	19.05	23.48	14.68	14.39
长期资本化比率（%）	4.39	3.49	13.99	13.71

注：1、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；
2、2013年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务等指标均经年化处理。

附三：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)	2010	2011	2012
货币资金	38,007.76	164,592.75	105,061.83
应收账款净额	9,915.44	11,296.94	14,681.97
存货净额	12,349.57	8,027.56	5,212.42
流动资产	207,874.47	318,655.78	262,836.47
长期投资	431,664.56	474,117.29	511,526.07
固定资产合计	235,220.14	248,974.99	246,617.19
总资产	901,136.07	1,069,944.45	1,064,831.52
短期债务	106,033.33	157,721.93	5,700.00
长期债务	72,083.67	161,090.00	232,872.33
总债务（短期债务＋长期债务）	178,117.00	318,811.93	238,572.33
总负债	371,913.29	453,278.58	383,751.73
所有者权益（含少数股东权益）	529,222.78	616,665.87	681,079.78
营业总收入	132,040.03	127,523.47	128,994.12
三费前利润	33,297.07	30,739.10	35,343.57
投资收益	64,531.30	135,170.02	37,322.07
净利润	61,932.24	101,831.34	32,916.26
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	83,494.72	163,160.88	73,234.40
经营活动产生现金净流量	-6,610.68	55,484.19	35,369.85
投资活动产生现金净流量	-7,509.71	-1,920.74	12,242.48
筹资活动产生现金净流量	2,745.41	73,021.54	-107,151.83
现金及现金等价物净增加额	-11,374.98	126,584.99	-59,530.91
财务指标	**2010**	**2011**	**2012**
营业毛利率（%）	27.86	26.07	29.83
所有者权益收益率（%）	11.70	16.51	4.83
EBITDA/营业总收入（%）	63.23	127.95	56.77
速动比率（X）	0.91	1.37	3.00
经营活动净现金/总债务（X）	-0.04	0.17	0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.06	0.35	6.21
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.41	2.79	1.68
EBITDA 利息倍数（X）	5.13	8.20	3.48
总债务/ EBITDA（X）	2.13	1.95	3.26
资产负债率（%）	41.27	42.36	36.04
总债务/总资本（%）	25.18	34.08	25.94
长期资本化比率（%）	11.99	20.71	25.48

注：1、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；
2、2013年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务等指标均经年化处理。

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。