



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪071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

二零一四年五月十三日

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（2014）

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	2013/06/07		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望：稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望：稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

中山公用	2011	2012	2013	2014.3
所有者权益（亿元）	57.18	60.91	65.86	67.34
总资产（亿元）	79.90	76.45	82.05	84.86
总债务（亿元）	17.55	10.47	10.17	10.18
营业总收入（亿元）	7.95	8.19	8.67	2.66
营业毛利率（%）	29.38	31.81	33.61	33.23
EBITDA（亿元）	15.49	5.96	8.93	2.07
所有者权益收益率（%）	19.12	6.04	9.26	8.30
资产负债率（%）	28.43	20.34	19.73	20.65
总债务/EBITDA（X）	1.13	1.76	1.14	1.23
EBITDA 利息倍数（X）	23.98	8.00	14.59	13.91

中汇集团	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	61.67	68.48	72.69
总资产（亿元）	106.99	106.74	114.34
总债务（亿元）	31.88	23.86	25.39
营业总收入（亿元）	12.75	12.90	16.17
营业毛利率（%）	26.07	30.25	27.86
EBITDA（亿元）	16.32	7.39	10.08
所有者权益收益率（%）	16.51	4.87	7.65
资产负债率（%）	42.36	35.84	36.43
总债务/EBITDA（X）	1.95	3.23	2.52
EBITDA 利息倍数（X）	8.20	3.51	5.55

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

邵津宏 shaoj@ccxr.com.cn

刘刚 gangliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年5月13日

基本观点

公司作为中山市重要的公用事业平台，2013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。该级别反映了中山公用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。

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。
- 显著的区域垄断优势。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

- 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，2013年三费合计占营业收入的比重达到了25.94%，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2014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

水务行业发展持续成熟，行业市场化程度不断提高，阶梯水价的实行对水务公司盈利增厚较为有限。

近两年，随着国家宏观政策支持力度的加大以及行业本身市场需求的旺盛，水务市场较为活跃，行业市场化程度不断提高，优势企业以资金及技术优势提高市场占有率，2013年水务领域并购规模达到70.95亿元，行业集中度不断提高。同时，政府日益提高的节能环保要求、市政公用的继续开放、环境产业政策的推进以及投融资环境的日趋完善，为水务行业“十二五”的发展打下了坚实的基础，未来中国供水和污水处理市场的需求巨大。

供水价格方面，2014年1月3日，国家发展改革委、住房城乡建设部印发《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》，部署全面实行城镇居民阶梯水价制度。指导意见明确，2015年底前，设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度；具备实施条件的建制镇也要积极推进。各地要按照不少于三级设置阶梯水量，第一级水量原则上按覆盖80%居民家庭用户的月均用水量确定，保障居民基本生活用水需求；第二级水量原则上按覆盖95%居民家庭用户的月均用水量确定，体现改善和提高居民生活质量的合理用水需求；第一、二、三级阶梯水价按不低于1:1.5:3的比例安排，缺水地区应进一步加大价差。

然而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。同时，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。

行业扶持政策推进污水处理行业持续增长，回用及乡镇污水处理市场潜力巨大。

2013年，国家及地方政府相继出台多个污水处理行业扶持政策，对污水处理行业的发展产生了明显的助推作用。

表1：2013年部分污水处理行业发展政策

政策名称	出台时间	发布机关	主要内容
城镇排水与污水处理条例	2013.10	国务院	包括总则、规划与建设、排水、污水处理、设施维护与保护、法律责任等部分，鼓励社会资金参与投资、建设和运营城镇排水与污水处理设施，旨在保障城镇排水与污水处理设施安全运行
关于加快发展节能环保产业的意见	2013.8	国务院	加大中央预算内投资和中央财政节能减排专项资金对污水处理行业的投入，鼓励地方政府加大投入力度，加快重点流域、清水廊道、规模化畜禽养殖场等重点水污染防治工程建设
循环经济发展战略及近期行动计划	2013.01	国务院	到2015年，工业用水重复利用率超过90%，城镇污水处理设施再生水利用率超过15%，政府将从价格政策、价格和收费政策方面对污水处理行业进行支持

资料来源：中国水网

我国中水回用项目起步较晚，与发达国家相比项目较少，但随着国家环保政策的推进和居民环保意识的增强，我国中水回用项目将迎来大量的投资机会，未来，以深度处理和污水回用为主的污水处理市场将迅猛发展。

从污水处理厂建设情况来看，根据住房和城乡建设部信息，截止2013年9月底，全国已有651个设市城市建有污水处理厂，约占设市城市总数的99.1%；累计建成污水处理厂2,020座；全国已有1,336个县城建有污水处理厂，约占县城总数的82.3%；累计建成污水处理厂1,481座，形成污水处理能力2,564万立方米/日。以上数据表明，设市城市和县城的污水处理厂拥有率已经趋向饱和，后期

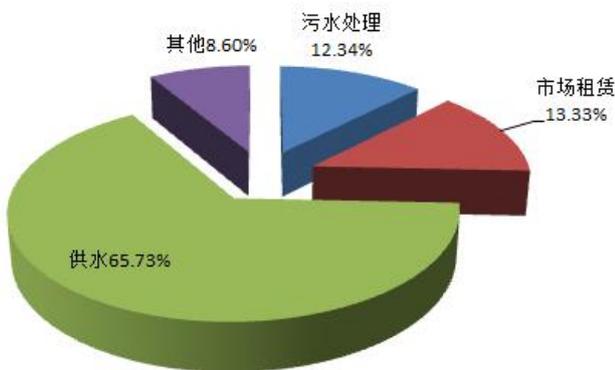
增长速度趋缓。与此相反，乡镇污水处理市场则潜力巨大。目前全国约有 60 万个行政村，按照其中 1/3 即 20 万个行政村迫切需要治理，每个行政村治理需要 50 万元计算，则共需投入资金 1,000 亿元。

中诚信证评认为，2013 年行业政策持续推进污水处理行业快速增长，且深度处理及污水回用潜力巨大，此外，与趋于饱和的城市污水处理市场相比，乡镇污水处理市场具有较为广阔的发展空间。

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。2013 年公司实现营业总收入 8.67 亿元，较上年增长 5.98%，上述三大业务占比分别为 65.73%、12.34% 和 13.33%，为营业总收入的主要组成部分。除三大业务外，公司还从事部分物业管理及其他业务，此部分业务收入占比相对较小。

图 1：2013 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司 2013 年年度报告，中诚信证评整理

公司供水效率不断提高，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。2013 年公司该板块业务实现稳健经营，实现营业收入 5.7 亿元，较上年增长 3.43%。

从自来水产销情况来看，2013 年公司自来水生产量和售水量基本与上年持平，分别为 42,248 万立方米和 36,344 万立方米。随着中山市“供水一盘棋”不断推进，公司也积极参与整合区域内的其他供水公司，不断勘察管网，节省成本费用，供水效率不

断提高，管网漏损率不断降低，2013 年公司管网漏损率为 13.97%，同比下降 1.27 个百分点。

表 2：2011~2013 年公司自来水产销情况

指标	2011	2012	2013
生产量 (万 M ³)	43,669	42,804	42,248
销售量 (万 M ³)	36,686	36,281	36,344
管网漏损率 (%)	15.99	15.24	13.97
水压合格率 (%)	98.00	98.36	99.01

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，2013 年占比分别为 30% 和 70%，其中趸售对象主要为镇级水司。

表 3：2012~2013 年公司的售水结构

单位：万 M³

类别	2012 年		2013 年	
	售水量	占比 (%)	售水量	占比 (%)
趸售	11,084	30.55	11,008	30
直供	25,197	69.45	25,336	70
居民	11,498	31.69	11,313	31
非居民	13,547	37.34	13,871	38
特种行业	152	0.42	152	1
合计	36,281	100	36,344	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 4：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较高水平，2013 年为 94% 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，一定期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 5：截至 2013 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	6.45	100%
东升分公司	14	8.42	100%
东风分公司	8	7.83	100%
三乡分公司	10	10.88	100%
古镇分公司	12.5	9.87	100%
神湾分公司	0	1.41	100%
港口分公司	0	4.47	100%
板芙分公司	2	3.1	100%
南头水司	8.5	5.68	90%
民众水司	1.5	3.65	55%
沙朗水司	0	2.34	55%
阜沙水司	3	2.92	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	32.12	33.89%
中山中法	50	26.55	33.89%
合计	203.5	144.02	

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 2013 年经营稳定，实现营业收入 1.07 亿元，同比增长 4.77%。

污水处理能力方面来看，目前污水处理公司下设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 2013 年 12 月 31 日，公司污水日处理能力为 30 万立方米。2013 年污水处理实际完成量与结算量均为 9,865 万立方米，同比增长 6.04%。

污水处理费收取方面，市财政局按照公司每月实际的污水处理量，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”。目前，公司污水处理服务单价为 1.08 元/立方米。

表 6：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)
中嘉污水处理厂	20	1998.4	1.08
珍家山处理厂	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，并且随着污水管网不断完善，2014 年公司污水处理业务有望实现较快增长。

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，2013 年实现营业收入 1.16 亿元，同比增长 7.09%，出租率 86.80%。

从市场状况来看，公司目前在中山市拥有 33 个市场，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 11%。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 7: 公司 2011~2013 年市场租赁情况

	2011	2012	2013
出租率 (%)	81.51	85	86.8
收入 (亿元)	1.05	1.08	1.16

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(特殊普通合伙)审计并出具了标准无保留意见的 2011 年、2012 年和 2013 年年度审计报告, 以及未经审计的 2014 年一季度合并财务报表, 其中 2012 年数据为 2013 年期初重述数。

资本结构

2013 年, 公司盈利稳定, 自有资本实力不断得到夯实, 截至 2014 年 3 月 31 日, 公司所有者权益增加至 67.34 亿元, 较 2013 年末增长 2.25%, 资产负债率为 20.65%, 较 2013 年末增长 0.92 个百分点, 与同行业相比负债水平偏低。截至 2014 年 3 月 31 日, 公司资产规模达到 84.86 亿元, 较 2013 年末增长 3.42%; 负债规模为 10.18 亿元, 基本与 2013 年末持平。

表 8: 截至 2013 年 12 月 31 日水务企业上市公司

资本结构比较

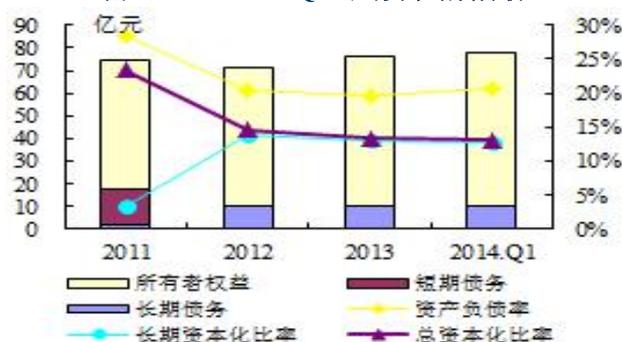
公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
首创股份	243.27	59.55	51.24
重庆水务	198.82	34.42	27.09
创业环保	110.74	62.66	45.70
中山公用	82.05	19.73	13.38
兴蓉投资	104.03	34.63	15.20
碧水源	81.33	37.01	24.53
洪城水业	46.32	61.15	54.06
韩蓝环境	54.28	54.25	43.48
桑德环境	74.47	40.91	31.01
武汉控股	71.88	44.22	37.66

资料来源: 公司 2013 年年度报告, 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 2014 年 3 月 31 日, 公司长期股权投资和固定资产分别为 50.04 亿元和 16.93 亿元,

占总资产比重分别为 58.96% 和 19.95%。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: 2011~2014.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司 2013 年年度报告及 2014 年第一季度报告, 中诚信证评整理

债务规模方面, 公司从事的水务和市场租赁板块现金流状况较好, 公司总债务规模有所下降, 截至 2014 年 3 月 31 日, 公司总负债规模为 10.18 亿元, 资产负债率和总资本化比率分别为 20.65% 和 13.13%。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, 公司持续调整债务结构, 增加长期债务比重, 截至 2014 年 3 月 31 日, 公司短期债务规模减少至 0.25 亿元, 长期债务规模增加至 9.93 亿元, 短期债务/长期债务指标为 0.03, 债务期限结构持续优化。

图 3: 2011~2014.Q1 公司债务结构分析



资料来源: 公司 2013 年年度报告及 2014 年第一季度报告, 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, 债务期限结构持续优化。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, 但是鉴于公司债务水平较低, 财务弹性较好, 公司近期资本结构仍有望保持

稳健。

盈利能力

2013 年公司各板块业务稳定增长，全年实现营业收入 8.67 亿元，同比增长 5.98%。分板块来看，水务板块方面，公司自来水供应量稳步上升，2013 年收入 5.70 亿元，同比增加了 3.43%；污水处理业务实现收入 1.07 亿元，同比增加 4.77%；市场租赁业实现收入 1.16 亿元，同比增长 7.09%，保持稳定发展。2014 年一季度公司实现营业收入 2.66 亿元，同比增长 14.62%。

表 9：公司 2011~2013 年各业务收入和毛利率情况

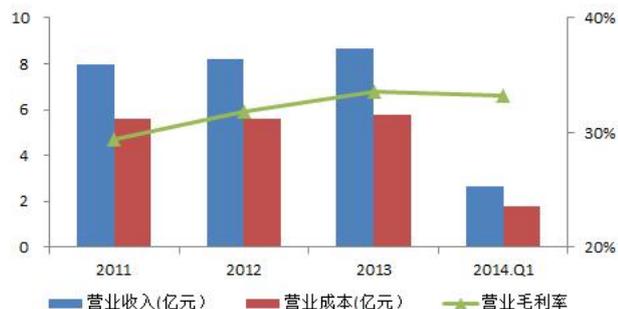
单位：亿元

业务	2011		2012		2013	
	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	5.29	21.90	5.51	25.17	5.70	26.62
污水处理	1.00	41.25	1.02	40.50	1.07	40.95
市场租赁	1.04	58.56	1.08	59.02	1.16	59.66
物业管理	0.11	12.38	0.11	15.18	0.15	12.16
房地产销售	0.16	26.36	0.08	16.04	-	-
其他	0.01	0.59	0.02	46.00	0.02	28.61

资料来源：公司 2013 年年度报告、中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，2013 年公司供水效率提高使得供水业务毛利水平上升，带动公司综合毛利率上升至 33.61%。分业务来看，2013 年，公司自来水业务毛利率为 26.62%，较上年略有提升，主要是因为当年公司供水效率有所提升所致；公司污水处理业务毛利率为 40.95%，基本与上年持平；市场租赁业务方面，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，当年该业务毛利率为 59.66%。

图 4：公司 2011~2014.Q1 盈利能力分析



资料来源：公司 2013 年年度报告及 2014 年第一季度报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2013 年公司期间费用合计 2.25 亿元，同比增加 2.38%，主要是当年职工薪酬及研发费用增加导致管理费用上升所致。由于债务规模有所下降，2013 年公司财务费用为 0.59 亿元，同比下降 15.94%；销售费用方面，2013 年该项费用为 0.29 亿元，较上年增加 12.29%；公司当年管理费用为 1.37 亿元，较上年增加 10.69%。从期间费用占比看，2013 年公司三费收入占比为 25.94%，较高的期间费用挤占了公司的部分利润空间。2014 年一季度期间费用合计为 0.52 亿元，三费收入占比为 19.55%。

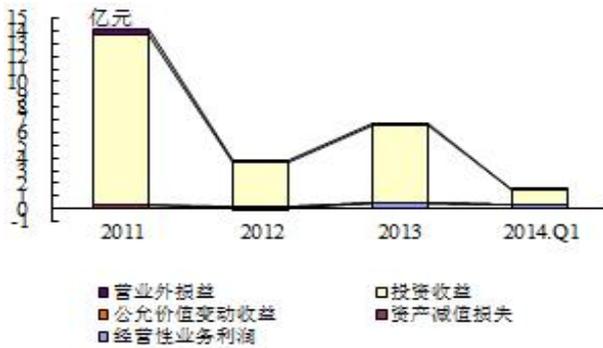
图 5：2011~2014.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司 2013 年年度报告及 2014 年第一季度报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2013 年公司利润总额为 6.76 亿元，同比增加 79.59%，主要由投资收益构成。受较高的期间费用影响，公司经营性业务利润相对较低，2013 年公司经营性业务利润仅为 0.50 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。2013 年，受益于广发证券经营状况的提升，公司从其取得投资收益提升至 3.26 亿元。此外，2013 年 12 月，公司处置粤财信托·广发证券员工股权激励计划之股权储备集合财产信托项下的信托受益权，取得投资收益 1.96 亿元，使得公司 2013 年投资收益总额达到 6.03 亿元。2014 年一季度公司利润总额为 1.51 亿元，投资收益为 1.18 亿元，当期经营性业务利润为 0.32 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: 2011~2014.Q1 公司利润总额分析



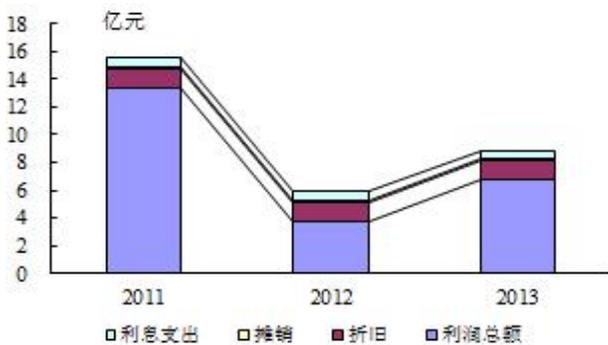
资料来源: 公司 2013 年年度报告及 2014 年第一季度报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2013 公司的收入水平稳中有升, 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。鉴于资本市场景气度对公司投资收益影响较大, 进而影响整体盈利水平, 因此中诚信证评将持续关注资本市场景气度对公司盈利水平的影响。

偿债能力

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。2013 年公司 EBITDA 为 8.93 亿元, 较上年增加 2.97 亿元; 2013 年公司 EBITDA/营业总收入为 102.96%, 同比增加 30.10 个百分点。

图 7: 2011~2013 年 EBITDA 构成



资料来源: 公司 2013 年年度报告、中诚信证评整理

现金流方面, 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, 2013 年,

随着收入规模的扩大, 公司经营性净现金流状况持续改善, 当年为 3.13 亿元。2014 年一季度, 公司经营活动净现金流为 0.14 亿元。

表 10: 2011~2013 现金流分析

单位: 亿元

财务指标	2011	2012	2013
经营活动净现金流	1.95	2.72	3.13
投资活动净现金流	0.03	1.05	-1.26
筹资活动净现金流	4.24	-8.86	-1.66
现金及现金等价物净增加额	6.21	-5.09	0.22

资料来源: 公司 2013 年年度报告, 中诚信证评整理

从偿债指标看, 2013 年公司 EBITDA 利息倍数和总债务/EBITDA 指标分别为 14.59 倍和 1.14。公司盈利对债务本息的覆盖能力仍很强。同时, 公司经营性净现金流表现良好, 对利息支出的保障能力很强, 2013 年经营活动净现金流利息保障倍数为 5.11 倍, 经营净现金流/总债务指标为 0.31。

表 11: 2011~2013 偿债能力分析

财务指标	2011	2012	2013
总债务 (亿元)	17.55	10.47	10.17
EBITDA (亿元)	15.49	5.96	8.93
资产负债率 (%)	28.43	20.34	19.73
长期资本化比率 (%)	3.49	13.99	13.09
总资本化比率 (%)	23.48	14.67	13.38
EBITDA 利息倍数 (X)	23.98	8.00	14.59
总债务/EBITDA (X)	1.13	1.76	1.14
经营净现金流/总债务 (X)	0.11	0.26	0.31
经营净现金流利息倍数 (X)	3.01	3.65	5.11

资料来源: 公司 2013 年年度报告、中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司无对外担保, 也无对控股子公司的担保, 不存在或有风险。

总体看, 公司的债务压力较小, 资本机构稳健, 现金流获取能力较强并保持稳定, 整体偿债能力很强。未来随着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券提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。目前中汇集团的业务主要分为水务、市场租赁、环卫以及

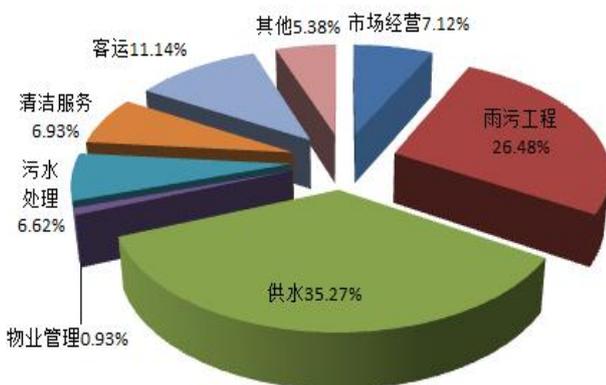
雨污工程等业务板块。截至 2013 年底，中汇集团资产总额 114.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）72.69 亿元，资产负债率为 36.43%。

2013 年中汇集团实现营业收入 16.17 亿元，净利润 5.56 亿元，经营活动现金流量净额 4.25 亿元。从收入构成来看，供水业务和雨污工程收入分别占比 35.27% 和 26.48%，为中汇集团主要收入来源。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。

雨污工程业务是由中汇集团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 2013 年 12 月 31 日，工程公司总资产 2.60 亿元，净资产 0.73 亿元，2013 年实现营业收入 4.30 亿元，净利润 0.12 亿元。

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 2013 年 12 月 31 日，环境服务公司的总资产 0.99 亿元，净资产 0.73 亿元，2013 年实现营业收入 1.12 亿元，净利润 0.05 亿元。

图 8：2013 年中汇集团主营业务收入构成情况



资料来源：中汇集团 2013 年年度报告、中诚信证评整理

财务表现

以下财务分析基于集团提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的 2011、2012 年和 2013 年年度审计报告，其中 2012 年数据为 2013 年期初重述数。

截至 2013 年 12 月 31 日，中汇集团资产总额 114.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）72.69 亿元，资产负债率为 36.43%。2013 年实现营业总

收入 16.17 亿元，净利润 5.56 亿元，经营活动现金流量净额 4.25 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。截至 2013 年 12 月 31 日，中汇集团总资产为 114.34 亿元，基本与上年持平，所有者权益（含少数股东权益）72.69 亿元，同比增加了 6.14%。2013 年集团长短期借款均有所增加，截至当年年末集团总债务规模上升至 25.39 亿元，较上年提高了 6.41%。2013 年 12 月 31 日中汇集团资产负债率为 36.43%，基本与上年持平，总资本化比率为 25.89%，较上年上升 0.05 个百分点。

从债务期限结构来看，截至 2013 年 12 月 31 日，中汇集团短期债务为 0.25 亿元，长期债务为 25.14 亿元，短期债务/长期债务指标为 0.01，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，近年来集团营业收入稳步增长，毛利水平一直较为稳定。2013 年，中汇集团实现营业收入 16.17 亿元，同比增长 25.35%；营业毛利率为 27.86%，较上年小幅下降 2.39 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。2013 年集团经营性现金流实现净流入 4.25 亿元，现金流对债务本息的覆盖能力较强。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 0.17 和 2.34 倍。虽然利润情况受到投资收益影响有所波动，但集团整体获现能力仍较强。2013 年集团 EBITDA 达到 10.08 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.52 和 5.55，集团 EBITDA 对债务本息的覆盖能力较好。

表 12: 2011~2013 年中汇集团主要财务指标

指标	2011	2012	2013
总资产 (亿元)	106.99	106.74	114.34
所有者权益 (亿元)	61.67	68.48	72.69
短期债务 (亿元)	15.77	0.57	0.25
总债务 (亿元)	31.88	23.86	25.39
营业总收入 (亿元)	12.75	12.90	16.17
营业毛利率 (%)	26.07	30.25	27.86
EBITDA (亿元)	16.32	7.39	10.08
所有者权益收益率 (%)	16.51	4.87	7.65
资产负债率 (%)	42.36	35.84	36.43
总资本化比率 (%)	34.08	25.84	25.89
经营净现金流/总债务 (X)	0.17	0.25	0.17
经营净现金流利息倍数 (X)	2.79	2.85	2.34
总债务/EBITDA (X)	1.95	3.23	2.52
EBITDA 利息倍数 (X)	8.20	3.51	5.55

资料来源: 中汇集团 2013 年年度报告、中诚信证评整理

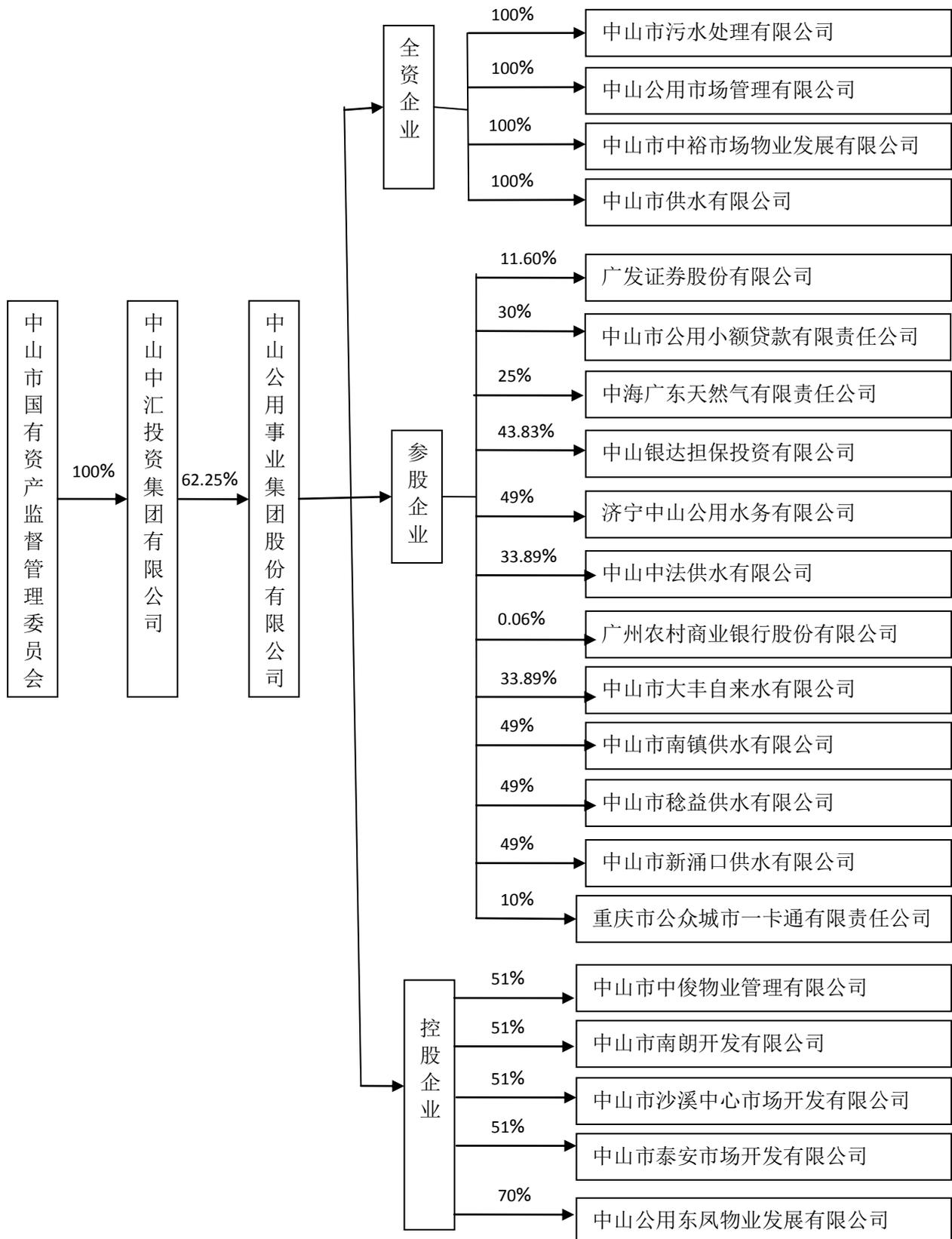
在或有负债方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 中汇集团累计对外担保余额为 8.89 亿元 (未考虑本次 18 亿元债券), 其中 6 亿元系对中山市交通发展集团有限公司企业债提供的保证担保, 2.89 亿元系对中山市路桥建设有限公司交通银行借款提供的担保。2013 年末集团对外担保余额占集团净资产 (含少数股东权益) 的比例为 12.23%, 占比较低, 或有负债风险较小。

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, 获现能力较强, 且现金流表现良好。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, 集团能够获得较大的政府支持, 整体偿债能力很强。综合来看, 中诚信证评认为中汇集团提供的全额不可撤销的连带责任保证担保将对本期公司债券按期偿还提供一定保障。

结 论

综上, 中诚信证评维持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 12 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)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	91,712.23	41,011.17	43,175.79	25,433.05
应收账款净额	4,726.19	4,975.35	4,700.27	6,723.19
存货净额	2,372.83	1,817.25	2,621.18	2,893.98
流动资产	103,320.77	49,625.75	78,497.83	71,118.27
长期投资	453,365.27	464,590.23	486,532.97	509,859.48
固定资产合计	221,470.54	224,892.78	222,215.99	233,787.63
总资产	799,028.80	764,524.95	820,516.67	848,600.84
短期债务	154,833.00	5,700.00	2,500.00	2,500.00
长期债务	20,667.00	99,033.33	99,233.33	99,283.33
总债务(短期债务+长期债务)	175,500.00	104,733.33	101,733.33	101,783.33
总负债	227,179.19	155,474.71	161,899.36	175,194.41
所有者权益(含少数股东权益)	571,849.61	609,050.24	658,617.31	673,406.42
营业总收入	79,475.53	81,851.27	86,746.76	26,600.36
三费前利润	21,677.18	23,800.96	27,462.90	8,375.22
投资收益	133,798.02	34,341.74	60,344.33	11,829.55
净利润	109,356.08	36,802.55	60,986.25	13,970.42
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	154,949.70	59,637.04	89,312.71	20,735.45
经营活动产生现金净流量	19,457.70	27,215.32	31,315.26	1,350.27
投资活动产生现金净流量	295.18	10,538.43	-12,581.01	-27,185.44
筹资活动产生现金净流量	42,352.39	-88,640.25	-16,569.62	-166.24
现金及现金等价物净增加额	62,105.27	-50,886.51	2,164.62	-25,992.16
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	29.38	31.81	33.61	33.23
所有者权益收益率(%)	19.12	6.04	9.26	8.30
EBITDA/营业总收入(%)	194.97	72.86	102.96	77.95
速动比率(X)	0.56	1.51	2.01	1.34
经营活动净现金/总债务(X)	0.11	0.26	0.31	0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	0.13	4.77	12.53	2.16
经营活动净现金/利息支出(X)	3.01	3.65	5.11	0.91
EBITDA 利息倍数(X)	23.98	8.00	14.59	13.91
总债务/EBITDA(X)	1.13	1.76	1.14	1.23
资产负债率(%)	28.43	20.34	19.73	20.65
总债务/总资本(%)	23.48	14.67	13.38	13.13
长期资本化比率(%)	3.49	13.99	13.09	12.85

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、2014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)	2011	2012	2013
货币资金	164,592.75	103,061.83	107,093.19
应收账款净额	11,296.94	15,857.39	11,486.28
存货净额	8,027.56	5,212.42	7,582.44
流动资产	318,655.78	262,739.95	270,095.33
长期投资	474,117.29	511,470.90	532,525.55
固定资产合计	248,974.99	246,881.87	253,439.22
总资产	1,069,944.45	1,067,409.93	1,143,425.66
短期债务	157,721.93	5,700.00	2,500.00
长期债务	161,090.00	232,872.33	251,366.33
总债务(短期债务+长期债务)	318,811.93	238,572.33	253,866.33
总负债	453,278.58	382,589.66	416,566.67
所有者权益(含少数股东权益)	616,665.87	684,820.27	726,858.99
营业总收入	127,523.47	129,002.44	161,710.58
三费前利润	30,739.10	35,877.66	42,266.50
投资收益	135,170.02	37,318.62	61,665.99
净利润	101,831.34	33,341.28	55,588.53
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	163,160.88	73,895.44	100,802.46
经营活动产生现金净流量	55,484.19	59,984.51	42,492.85
投资活动产生现金净流量	-1,920.74	-10,215.48	-28,544.47
筹资活动产生现金净流量	73,021.54	-109,299.94	982.98
现金及现金等价物净增加额	126,584.99	-59,530.91	14,931.36
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	26.07	30.25	27.86
所有者权益收益率(%)	16.51	4.87	7.65
EBITDA/营业总收入(%)	127.95	57.28	62.34
速动比率(X)	1.37	3.04	2.63
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	0.25	0.17
经营活动净现金/短期债务(X)	0.35	10.52	17.00
经营活动净现金/利息支出(X)	2.79	2.85	2.34
EBITDA 利息倍数(X)	8.20	3.51	5.55
总债务/EBITDA(X)	1.95	3.23	2.52
资产负债率(%)	42.36	35.84	36.43
总债务/总资本(%)	34.08	25.84	25.89
长期资本化比率(%)	20.71	25.38	25.70

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；

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。