



信用等级通知书

信评委函字[2014] 018号

成都市兴蓉投资股份有限公司：

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拟发行的“成都市兴蓉投资股份有限公司2014年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为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
二零一四年四月二十三日

成都市兴蓉投资股份有限公司 2014 年公司债券信用评级报告

债券信用等级	AA ⁺
主体信用等级	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	成都市兴蓉投资股份有限公司
发行规模	不超过人民币22亿元（含22亿元），分两期发行，其中本期发行规模为11亿元。
债券期限	5年，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。
债券利率	债券票面利率由公司和保荐人（主承销商）按照发行时网下询价结果共同协商，并经监管部门备案后确定。
偿还方式	按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

兴蓉投资	2011	2012	2013	2014.6
所有者权益（亿元）	38.50	43.56	68.01	71.22
总资产（亿元）	72.17	83.46	104.03	105.47
总债务（亿元）	19.09	21.52	12.19	18.44
营业总收入（亿元）	19.62	21.52	24.17	12.14
营业毛利率（%）	49.51	51.72	47.97	50.63
EBITDA（亿元）	10.32	11.88	12.88	6.91
所有者权益收益率（%）	15.56	16.67	11.03	11.12
资产负债率（%）	46.66	47.81	34.63	32.48
总债务/EBITDA（X）	1.85	1.81	0.95	1.34
EBITDA 利息倍数（X）	10.91	9.91	10.69	14.38

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2014年6月所有者权益收益率、总债务/EBITDA指标均经年化处理。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

马延辉 yhma@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2014年8月8日¹

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“成都市兴蓉投资股份有限公司（以下简称“兴蓉投资”或“公司”）2014 年公司债券”的信用级别为 AA⁺，该级别反映了本期债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定兴蓉投资主体信用级别为 AA⁺，评级展望为稳定。该级别反映了兴蓉投资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。中诚信证评肯定了城市供水行业和污水处理行业良好的发展前景、稳定的区域经济环境、公司突出的区域优势、稳健的财务结构以及很强的盈利能力和获现能力等有利评级因素。同时，中诚信证评也关注到公司扩充产能和各类型拓展项目增多造成的后续资本支出加大以及公司盈利空间对区域价格政策的依赖等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 行业发展趋势向好。随着中国城市化水平的提高、人口持续增加和对环保的日益重视，国内水价形成机制和相关立法逐渐完善，水务行业发展前景向好。
- 稳定的区域经济环境。近年来成都市区域经济增长，同期地方政府财政实力稳步提升，稳定的区域经济环境和地方财政实力对水务等公共事业的发展形成有力支撑。
- 区位优势突出。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。未来随着成都城乡一体化的推进和天府新区建设的提速，公司作为成都市供排水业务的重要平台，主营业务规模有望进一步扩大。

¹ 2014 年 4 月 23 日，中诚信证评出具了信评委函字【2014】018 号文的“成都市兴蓉投资股份有限公司 2014 年公司债券信用等级通知书”。2014 年 7 月 25 日，公司公布了 2014 年半年度报告，中诚信证评对评级报告进行了相应更新。同时，中诚信证评对该期间公司的信用状况进行了持续跟踪，未发现影响信用级别的重大因素，因而维持原有级别及评级展望，并将评级报告出具日期更新至 2014 年 8 月 8 日。

- 稳健的财务结构。公司上市后自有资本实力大幅提升，财务结构亦得到改善。与同行业公司相比，公司负债水平较低，资本结构稳健，财务弹性较好，且未来财务结构仍有望保持稳健态势。
- 稳定的盈利能力和获现能力。公司近年来自来水供应和污水处理业务规模发展迅速，盈利能力稳步增强，同时公用事业的属性也使得公司现金流状况保持稳定。公司稳定的盈利能力和获现能力对债务本息可形成充足保障，整体偿债能力很强。

关 注

- 后续资本支出压力加大。公司在自来水供应业务、污水污泥处理业务和垃圾渗滤液处理业务等方面正不断扩充产能；同时，通过实施“兼容型一主多元”战略，各类型拓展项目不断增多，随着各项目的持续推进，公司资本支出压力或将持续加大。
- 公司盈利空间对区域价格政策的高度依赖。公司属公用事业行业，水价及污水、污泥、垃圾渗滤液处理服务的价格均由当地政府决定，而区域价格政策的变动将对公司盈利空间产生较大影响。

公司概况

成都市兴蓉投资股份有限公司原名蓝星清洗股份有限公司（以下简称“蓝星清洗”），是由中国蓝星（集团）股份有限公司（以下简称“蓝星集团”）的前身中国蓝星（集团）总公司下属的清洗剂总厂于 1995 年 9 月 13 日改组设立的股份有限公司，公司于 1996 年 5 月 29 日在深圳证券交易所挂牌上市。2009 年 6 月，蓝星清洗与成都市兴蓉集团有限公司（以下简称“兴蓉集团”）达成重组协议：蓝星清洗以全部资产负债（置出资产）与兴蓉集团所持成都市排水有限责任公司 100% 的股权（置入资产）中的等值部分进行置换，置入资产价值超过置出资产价值部分，蓝星清洗以向兴蓉集团发行股份的形式购买，差额由兴蓉集团以现金形式补齐；同时蓝星集团向兴蓉集团转让其所持有的蓝星清洗的股份，兴蓉集团以其通过上述资产置换取得的全部置出资产作为对价受让蓝星集团转让的蓝星清洗股份。2010 年 3 月 12 日，重大资产置换及非公开发行工作完成证券登记，兴蓉集团成为蓝星清洗的控股股东。重大资产重组工作完成后，原公司名称蓝星清洗股份有限公司更名为成都市兴蓉投资股份有限公司（以下简称“公司”或“本公司”），营业范围变更为“污水处理及其再生利用项目的投资、建设和运营管理”等。

公司原注册资本为 11.54 亿元人民币，为解决成都市自来水日益紧张的供给缺口，保障成都市自来水的供水安全，公司于 2013 年初以配股和资本公积转增的方式将注册资本增加至 29.86 亿元。公司控股股东为成都市兴蓉集团有限公司（持股比例为 42.05%），实际控制方为成都市国有资产监督管理委员会（持有兴蓉集团 100% 股权）。

公司为一家西部领先的城市综合环境服务商，主营业务为自来水供应、污水处理及垃圾渗滤液处理，三项业务分别通过全资子公司自来水公司、排水公司和再生能源公司实施。公司业务区域已从成都拓展至四川巴中、西安、兰州、银川、深圳、海南等地。目前，公司运营及在建供排水规模超过 500 万吨/天、污泥处理规模 400 吨/天、垃圾渗滤液处理规模 2,300 吨/天、垃圾焚烧发电规模 2,400 吨/天。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 104.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.01 亿元；2013 年公司实现营业总收入 24.17 亿元，净利润 7.50 亿元，经营活动现金净流量 10.79 亿元。截至 2014 年 6 月 30 日，公司总资产 105.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）71.22 亿元；2014 年上半年，公司实现营业收入 12.14 亿元，净利润 3.96 亿元，经营活动现金净流量 5.61 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券概况

债券概况	
债券品种	公司债券
发行规模	总发行规模不超过人民币 22 亿元（含 22 亿元），分两期发行，其中本期发行规模为 11 亿元
债券期限	5 年，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
债券利率	由发行人和保荐人（主承销商）按照发行时网下询价结果共同协商，并经监管部门备案后确定
还本付息期限和方式	采取单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付
募集资金用途	扣除发行费用后，本次发行公司债券募集资金主要用于补充公司营运资金和优化公司债务结构

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

水务行业

水务行业是关系国计民生的公用事业行业，近年来行业在城镇化进程的推动下发展较快。

从行业的竞争格局来看，区域垄断特征明显，但从全国范围来看，行业集中度较低。一方面，在各地水务事业刚刚起步时，主要是由政府作为投资主体，通过前期的管网铺设已经在城镇大部分地区进行了覆盖，后期主要是管网方面的设备维护和更新，因此行业呈现出了以市、县为单位的区域垄断布局。另一方面，作为公用事业行业，水务行业具有初始投资大、投资回收周期长、资金沉淀性强等特点，所以行业进入门槛较高，这也是造成该行业区域垄断特征明显的因素之一。

随着中国水务市场的开放度日益提高，市场主体逐渐增加，未来水务行业集中度有进一步提升的

趋势。一方面，外资及民营资本凭借资金、技术、管理方面的优势高价收购股权、特许运营权，逐步控制中小型城镇的水务市场；另一方面，国有大型水务企业也凭借资金和运营方面的优势跨地区拓展市场。目前水务市场仍以国有企业为主导，但是市场份额已经逐渐向国有大型水务企业集团以及外资企业集中。

从产业链布局来看，水务行业主要包括原水供应、自来水供应、污水处理、中水生产以及污泥处理等细分环节，其中原水和自来水供应属于传统公用事业，而污水处理、再生水以及污泥处理是近年来伴随着城市化进程以及工业化进程加快的新兴产物，属于朝阳行业。

作为公用事业行业，水务行业是典型的政策导向性和法律法规驱动型行业。从中国水务行业近年来出台的相关政策可以看出，行业的总体方向是加快市场化，推动水价改革以提高节约用水的力度和促进对水资源的保护。这些政策内容主要包括了市场准入的放开、水价改革、特许经营和加快污水工程建设等方面内容。考虑到中国目前存在人均供水量不足和水资源污染严重等问题，未来继续推动行业改革促进对水资源的保护仍将是行业发展的主要驱动力。

表 2：近年来中国水务行业主要政策

日期	政策主要内容
2004.5	《关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》要求进一步提高水价以促进节约用水和保护水资源。
2004.5	《市政公用特许经营管理办法》要求政府通过市场竞争机制选择市政公用事业投资者或者经营者，规范市政公用事业特许经营活动。
2004.11	《外商投资产业指导目录》提出“鼓励类”包括城市供水厂建设经营，污水、垃圾处理厂的建设经营；“限制类”包括大中城市供排水管网的建设经营。
2005.02	《国务院鼓励支持非公有制经济发展的若干意见》提出非公 36 条，其中一条为允许非公有资本进入公用事业和基础设施领域。
2007.06	《节能减排综合性工作方案》要求加快水污染治理工程建设，“十一五”期间新增城市污水日处理能力 4500 万吨、再生水日利用能力 680 万吨；合理调整各类用水价格，吨污水平均收费标准原则上不低于 0.8 元。
2007.11	《国家环境保护“十一五”规划》指出“十一五”期间环保投资计划为 1.53 万亿，将水资源质量改善列为八个环保重点领域之首，并将城市污水处理与再生利用工程建设列为其中的第一位。

2010.05	《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》提出新非公 36 条——鼓励和引导民间资本进入市政公用事业和政策性住房建设、基础设施和基础设施等 6 大领域。
2011.01	《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》要求全国年用水总量力争控制在 6700 亿 M ³ 以内，并建立用水总量控制制度；要求大力促进节约用水和产业结构调整，逐步实行工业和服务业用水超额累进加价制度，稳步推行城市居民生活用水阶梯式水价制度。
2012.01	国务院发布了《国务院关于实行最严格水资源管理制度的意见》，继 2011 年中央 1 号文件和中央水利工作会议后再次明确要求实行最严格水资源管理制度，并对实行该制度做出全面部署和具体安排。
2012.04	《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》以提升我国城镇生活污水处理及再生利用能力和水平为总体目标，明确了“十二五”期间的建设任务。
2013.01	国家发改委《关于水资源费征收标准有关问题的通知》指导各地进一步加强水资源费征收标准管理，规范征收标准制定行为，促进水资源的节约和保护。
2013.10	国务院《城镇排水与污水处理条例》鼓励社会资本参与投资、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的安全运行。
2014.01	国家发改委、住建部《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。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，也要积极推进居民阶梯水价制度。

资料来源：中诚信证评整理

自来水供应

近年来中国供水行业发展较为稳定，国家统计局数据显示，截至 2012 年末，全国城市供水综合生产能力为 27,177.32 万立方米/日，较 2011 年增长 1.91%。供水量方面，全国城市年供水总量年度之间略有波动²，但总体仍保持稳定。2012 年全年全国城市供水总量为 523.03 亿吨，较上年度增长 1.87%。截至 2012 年末，全国城市供水管道长度已达 59.19 万公里，较上年度增长 3.15%。

用水方面，随着全国用水结构的不断优化，用水效率也在不断提高，2011 年全国城市人均日生活用水量为 170.94 升，较 2010 年下降 0.49 升。在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，全国城市用水量近年来不断增长，2012 年全国城市总用水

² 2006~2007 期间全国对城市管网进行大面积改造，在规划范围内总计减少水资源损失约 10 亿立方米，使得供水管网漏损率平均降低约 5 个百分点，因此 2007 年的城市供水量出现一定幅度下降。

量达到了 523.03 亿吨，较上年度增长 1.87%；其中生活用水总量 257.25 亿吨，较上年度增长 3.88%。

水价方面，近年来中国居民用水价格以及工业用水价格已经进入上涨通道，未来仍具备一定上涨空间。进入 21 世纪以来，随着中国水务行业的市场化改革逐步推进，水价持续攀升。一方面，中国人均水资源供应不足以及供水企业成本，包括药剂和人工成本持续上升；另一方面，中国水价和国际平均水平相比仍处于较低位置，目前中国水价仅为同类型国家水价的 1/5~1/4。鉴于以上两方面因素的影响，我们认为未来水价仍将具备一定的上涨空间。

综合以上分析，中诚信证评认为在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，未来用水量还将保持稳步上升趋势，并且随着水价改革逐步落实，中国自来水供应价格仍具备一定的上涨空间，因此长期来看，中国供水行业有望保持稳定增长。

污水处理

图 1：近年来全国城市污水日处理能力



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

长期以来，中国污水处理行业投入不足，市场化程度不高，行业发展缓慢。“十一五”期间，在国债资金的配套支持下，全国新建了一批污水处理厂，城市污水处理能力和污水处理率快速提高。截至 2013 年末，全国城市污水日处理能力达 12,246 万立方米，较 2001 年增长近一倍。需要注意的是，2013 年由于部分落后的城镇污水处理设施被淘汰，当年全国城市污水日处理能力出现了一定程度的下降。

住建部最新公布的《关于全国城镇污水处理设施 2013 年第四季度建设和运行情况的通报》显示，截至 2013 年末，全国设市城市、县累计建成污水

处理厂 3,513 座，形成污水处理能力约 1.49 亿立方米/日，较 2012 年末增加处理能力约 680 万立方米/日。其中，全国已有 651 个设市城市建有污水处理厂，占设市城市总数的 99.1%；累计建成污水处理厂 1,999 座，形成污水处理能力 1.22 亿立方米/日，较 2012 年末增加了 500 万立方米/日；全国已有 1,341 个县城建有污水处理厂，占县城总数的 82.6%；累计建成污水处理厂 1,514 座，形成污水处理能力约 2,600 万立方米/日，较 2012 年末增加了 179 万立方米/日。

2011 年全国城市污水处理率达到 82.6%，2012 年进一步提高到 84.9%，2013 年达到 86% 左右，较 2005 年提高 30 多个百分点，接近发达国家水平。运营方面，2013 年全国城镇污水处理厂累计处理污水 444.6 亿立方米，同比增长 5.2%；运行负荷率达到 82.6%，基本扭转了大量污水处理设施建成后不运行或低负荷运行的局面。

根据《“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，全国所有设市城市和县城都将具有污水集中处理能力，城市污水处理率提高到 85%，县级市处理率达到 70%，县城污水处理率平均达到 70%，建制镇污水处理率平均达到 30%；“十二五”期间将新建污水管网 15.9 万公里，新增污水处理规模 4,569 万立方米/日，升级改造污水处理规模 2,611 万立方米/日，新建污泥处理处置规模 518 万吨（干泥）/年，新建污水再生利用设施规模 2,675 万立方米/日。

综上所述，中诚信证评认为在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，污水排放量仍将保持稳步增长。考虑到中国污水处理率尤其是县、镇级污水处理率仍存在一定的提升空间，我们认为中国污水处理行业仍会保持旺盛的市场需求。价格方面，“十二五”节能减排力度加大，水价改革不断深化，污水处理价格存在较大的上调机会。

行业关注

受政策、市场双重因素推动，国内水价改革进程不断加快

2011 年 1 月 29 日国务院发布中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决

定》，提出实行最严格的水资源管理制度，建立用水总量控制、用水效率控制和水功能区限制纳污三项控制制度，相应地划定用水总量、用水效率和水功能区限制纳污的三条红线。2012年1月12日，国务院又发布了《国务院关于实行最严格水资源管理制度的意见》，继2011年中央1号文件和中央水利工作会议后再次明确要求实行最严格水资源管理制度，并对实行该制度做出全面部署和具体安排。2014年1月3日，国家发改委和住建部印发《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制定的指导意见》，部署全面实行城镇居民阶梯水价制度。

从以往国内水务行政管理部门的管理措施来看，相关部门主要是通过法律、行政、经济等措施对水资源进行管理和分配。作为一种资源性产品，中诚信证评认为通过价格等经济手段对水资源进行杠杆性管理的方式较为有效。《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》中也特别提到了要“积极推进水价改革；充分发挥水价的调节作用，兼顾效率和公平，大力促进节约用水和产业结构调整；工业和服务业用水要逐步实行超额累进加价制度，拉开高耗水行业与其他行业的水价差价；合理调整城市居民生活用水价格，稳步推行阶梯式水价制度”。《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制定的指导意见》明确提出，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。由此可见，我国水价改革进程正不断加快。

供水价格调整以阶梯式水价方式为主，成本公开将是深化水价改革的前提和关键

从目前水价各部分组成情况来看，水资源费和污水处理费仍存在较大的上涨空间。目前中国除北京水资源费占综合水价的30%以外，其他大多城市都在10%以下，部分地区更是低至1%，未体现出水资源的稀缺性，因此也无法实现国家水资源管理的目的。虽然水资源费上涨对供水企业经营业绩没有实质影响，但是可能会造成居民和企业节水意识的提高进而影响企业的售水量。

污水处理方面，2010年10月18日发布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》

将节能环保产业列为七大战略新兴产业之首。2011年9月7日，国务院印发《“十二五”节能减排综合性工作方案》，方案提出，中国将完善财政激励政策、健全税收支持政策、强化金融支持力度，进一步完善有利于节能减排的经济政策。2013年10月，国务院《城镇排水与污水处理条例》出台，该条例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。可以预见，“十二五”期间污水处理行业将获得财政、税收、贷款方面的有力支持，未来随着政府提标改造工程增加，还将助推污水处理费征收标准的上涨，有利于污水处理企业盈利能力的不断提升。

供水价格方面，居民水价的改革模式已确定以阶梯式水价为主。目前全国36个大中城市，已经有17个实行了居民生活用水阶梯式水价，而全国所有城市中，已实行阶梯式水价的城市数量约占30%，北京等多个城市也处于试点阶段。

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。一方面，成本的公开有利于减少供水企业较多不合理的成本支出，促进企业提高经营和运行的效率以及服务质量，降低供水成本，形成良性的水价机制；另一方面也将使得自来水价格的定价有据可依。2011年1月1日，国家发改委价格司发布实施《城市供水定价成本监审办法（试行）》，对城市自来水成本、费用的组成结构、职工薪酬福利比例等进行了规定，对各组成部分进行了定义，该文件对于规范供水企业成本核算，协助政府部门监督实际成本、调整水价将起到重要的指导作用。2011年1月，湖南长沙、常德首推全国水价成本公开试点；2012年2月，广州市自来水公司公开其供水成本，并组织召开水价调整方案听证会。广州市作为中国第一个公开供水成本的特大城市，对全国水价改革具有重要的信号意义。

区域环境及优势

区域经济环境

成都市是西南第一大城市，国家六大区域中心城市之一，西南地区的科技、商贸和金融中心，交

通和通信枢纽，也是全国统筹城乡综合配套改革实验区。成都市幅员面积 1.24 万平方公里，下辖 9 区 6 县，代管 4 个县级市，常住人口 1,417 万人。成都工业以电子信息、医药、航天、食品及烟草为主，近年来又大力发展冶金、建材、化工、机械及汽车产业。

近年来，成都抓住西部大开发和获批统筹城乡综合配套改革实验区的有利时机，加快基础设施建设进度，地区综合经济实力不断增强。成都市统计局 2013 年 12 月月报显示，2013 年成都实现地区生产总值 9,108.9 亿元，同比增长 10.2%，其中规模以上工业增加值 2,917.6 亿元，较上年增长 13.4%。同时，成都产业结构不断优化，根据成都市统计局数据，2013 年成都市第一、二、三产业分别实现产值 353.2 亿元、4,181.5 亿元和 4,574.2 亿元，分别较上年同期增长 3.6%、12.2%和 8.8%，三次产业结构为 3.9: 45.9: 50.2。

根据成都市发布的“十二五”规划纲要，今后五年成都市将加快发展现代服务业、高新技术产业和战略性新兴产业，基本形成现代产业体系，三次产业结构优化为 3:45:52，高新技术产业增加值占规模以上工业增加值的比重达 50%以上。成都市将按照建设世界现代田园城市“三步走”的战略步骤，今后五年，把成都市建成中西部地区创业环境最优、人居环境最佳、综合竞争力最强的现代特大中心城市。

2011 年，国务院正式批复《成渝经济区区域规划》（以下简称“《规划》”），未来成渝经济区将成为中国西部重点发展区域。成渝经济区以成都和重庆两个特大城市为核心，涵盖了四川和重庆主要的城市群和产业聚集区，是西部地区经济基础较好和增长潜力较大的区域，将建成西部地区重要的经济中心、全国重要的现代产业基地、深化内陆开放的试验区、统筹城乡发展的示范区和长江上游生态安全的保障区。《规划》明确了成渝地区发展的近期目标和远期目标分别为：到 2015 年建成西部地区重要的经济中心，到 2020 年成为中国综合实力最强的区域之一。

总体来看，成都市综合经济实力显著增强，经济环境良好。中诚信证评认为，在国家支持西部开

发政策的不断推进以及成渝作为改革实验区等有利背景下，成都市将会迎来更多的发展机会。

财政实力

近年来随着招商引资与对外开放力度加大，成都市宏观经济形势持续向好，财政实力稳步增强。

《关于成都市 2013 年财政预算执行情况和 2014 年财政预算草案的报告》显示，2013 年，全市地方公共财政收入完成 898.5 亿元，同口径增长 16.6%；当年全市公共财政支出完成 1,162.6 亿元，同口径增长 20.4%。2013 年，全市政府性基金收入完成 1,009 亿元，同比增长 23.7%；全市政府性基金支出完成 988.3 亿元，同比增长 25.6%。

总体来看，随着成都市区域经济的持续增长，地方政府的财政实力也获得稳步提升，为市政府加快区域内基础设施建设、增强资源调度能力以及支持当地经济发展奠定了良好的基础。同时，地方政府稳定的财政实力也将为水务等公共事业的发展提供有力支持。

区域优势

公司是成都市最大的供水主体和污水处理企业，目前运营及在建供排水规模超过 500 万吨/日，居西部地区首位。公司拥有成都市中心城区 30 年污水处理、污水污泥处理特许经营权、成都市中心城区及郫县 30 年自来水供应特许经营权、成都市固体废弃物卫生处置场垃圾渗滤液处理服务 20 年特许经营权和万兴环保发电厂项目 25 年特许经营权，区域优势突出。同时，公司通过异地拓展在兰州市、银川市、西安市及四川巴中市的污水处理 BOT/TOT 项目以及深圳市污水处理委托运营项目获授特许经营权，成都市近郊金堂县部分地区获授 30 年供水特许经营权。

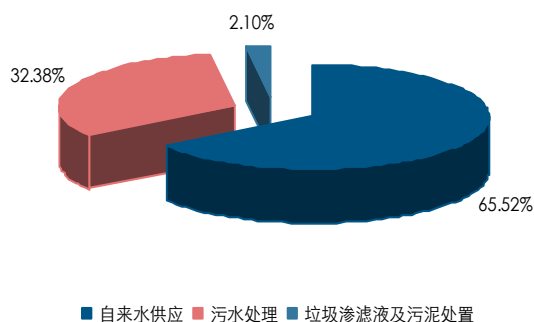
根据成都市“十二五”规划纲要，成都市未来五年将推进城乡市政公用设施一体化，完善城乡配套设施，提高城市供水能力，推进城乡供水一体化，加快排水管网、污水处理设施及垃圾处置场站建设，提高污水、垃圾收集和处理能力。而公司作为成都市供排水基础设施和污水污泥及垃圾处置的主要平台，借助成都市推进城乡一体化及天府新区建设的发展机遇，将进一步扩大主营业务规模和

发展空间，未来公司在区域内水务板块的地位将更加突出。

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、污水处理以及垃圾渗滤液处理等三项业务。2010年，公司完成重大资产重组，主营业务变更为污水处理；2011年，公司非公开发行股票募集资金收购控股股东兴蓉集团持有的自来水公司100%股权，主营业务变更为自来水供应及污水处理；2012年，公司收购控股股东兴蓉集团持有的再生能源公司100%股权，主营业务变更为自来水供应、污水处理及垃圾渗滤液处理。2013年公司实现主营业务收入23.81亿元，自来水供应、污水处理和垃圾渗滤液处理三大业务占比分别为65.52%、32.38%和2.10%。

图2：公司2013年主营业务收入构成



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

自来水供应业务

公司从事的供水业务包括了从水源取水、自来水净化到输水管网输送的完整供水产业链。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，该公司旗下拥有三家自来水厂——水二厂、水五厂和水六厂，三家水厂供水能力分别为23万立方米/日、15万立方米/日、140万立方米/日。此外，公司在海南拥有1.8万立方米/日³的供水产能。同时，公司于2012年收购金堂沱源公司51%股权，新增供水能力5万立方米/日；2013年末水七厂一期项目中30万吨产能已投入运行，使得公司自来水板块合计供水能力达到214.8万立方米/日。水七厂一期（合计规划产能50万立方米/日）

³ 20世纪90年代，公司在海南建有5,000万立方米/日的供水产能，后增加至1.8万立方米/日。

项目预计将于2014年5月底完全建成投产，建成后公司供水能力将提高至234.8万立方米/日。

2013年，公司实现供水总量6.83亿立方米，比上年增加0.46亿立方米，日均供水达到187万立方米，供水范围涵盖成都市中心城区、郫县和金堂县（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3：2011~2013年公司自来水板块业务指标

指标	2011	2012	2013
供水能力（万立方米/日）	178.8	184.8	214.8
供水量（亿立方米）	5.67	6.37	6.83
售水量（亿立方米）	4.76	5.51	5.82
供水管网（千米）	3,135	4,000	4,120

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。

表4：2013年12月20日以来成都市自来水价格

单位：元/立方米				
用水类别	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	0.9	0.06	2.94
非居民生活用水	2.93	1.4	0.06	4.39
特种行业用水	10.53	4.5	0.06	15.09
洗浴行业用水	6.63	3.4	0.06	10.09
其他特种行业用水	5.63	1.8	0.06	7.49

资料来源：成都市物价局，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10家自建收费点，并与建行、邮储银行、招行、光大、华夏、中信等银行签订代收代扣协议，

与四川利安信息传播有限公司、成都现代公众多媒体信息亭有限公司、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水费代收协议。众多的网点，保证了水费的及时收缴。

水源方面，公司水资源主要取自岷江，水源水质达到国家颁发的《地表水环境质量标准》二类水质标准。岷江全长 1,279 公里，流域面积 13.35 万平方公里，年均径流量 900 多亿立方米，水量丰富，可充分满足公司的生产需求。

伴随近年来售水量的稳步增加，公司自来水销售收入逐年提升，2011~2013 年自来水供应业务收入分别达到 11.78 亿元、13.67 亿元和 15.60 亿元。2011 年成都市自来水价格有所上调，使得公司自来水供应业务毛利水平有所提升，2011 和 2012 年公司自来水供应业务毛利水平分别达到 46.39% 和 49.36%。而 2013 年受 BOT 净水采购、原水、药剂、管材等材料成本和人工成本上升较快的影响，毛利水平有所下降，当年公司自来水供应业务毛利率为 44.21%，较上年度下降 5.15 个百分点。

总体来看，公司供水业务在区域市场占有率很高，水费回收情况较好，构成了公司稳定收入来源之一。成都市作为中国西部地区的经济中心，未来城镇化进程还将继续推进，加之天府新区的快速建设，公司自来水产销量有望保持持续增长态势。

污水处理业务

公司从事的污水处理业务包括通过城市污水管网所收集的生活污水、工商业污水、雨水及其他污水进行除渣、除害处理，以及污泥的后续加工，然后将经过无害处理且符合国家环保标准的污水排放入岷江的全过程。目前，公司污水处理业务主要集中于子公司成都市排水有限责任公司。

公司目前主要负责成都市中心城区的污水处理业务，近年来公司还进行了异地拓展，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。目前，公司在成都市中心城区拥有 8 座污水处理厂，污水处理能力 130 万吨/天，年污水处理量约 4.75 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、西安和深圳合计具备 65

万吨/天的污水处理能力。截至 2013 年末，公司在全国拥有的污水处理产能共计 195 万吨/天。公司目前正在成都市新建污水处理厂，产能合计 100 万吨/天（其中 70 万吨/天将置换原污水处理一厂和二厂的产能，剩余 30 万吨为新增产能），建成后，公司在成都市将拥有污水处理能力 160 万吨/天，目前该项目已处于施工阶段，预计 2015 年 1 月投产。此外，配套天府新区的中和污水处理厂正处于规划之中，规划产能 20 万吨/天；银川、西安、巴中等地正在新建污水处理项目，合计规划产能 65 万吨/天。近三年来，公司污水处理量不断增长，其中 2013 年公司处理污水 5.72 亿吨，同比增长 16.70%。

表 5：公司污水处理业务运营情况

	2011	2012	2013
污水处理能力（万 M ³ /日）	150	150	195
污水处理量（万 M ³ ）	46,165	49,020	57,208
污水处理收入（亿元）	7.04	7.08	7.71

资料来源：公司年报，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。根据成都市财政局《市财政局关于对中心城区污水处理业务第二期结算价格核定的批复》（成财投【2011】168 号），成都市中心城区污水处理服务二期（2012 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日）的污水结算价格为 1.53 元/吨。根据上述约定，公司第二期结算价格较首期价格下降 0.09 元/立方米，对公司产生一定的负面影响，不过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。

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。

此外，排水公司承担了成都市中心城区污水污泥 400 吨/天的处理服务特许经营，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。目前，该项目已进入试运行阶段。2013 年污水污泥处理服务暂按 696.81 元/吨的

价格由政府购买，待项目正式投产运行后委托事务所进行核定，并根据核定价格相应调整。

污水处理服务业务是公司收入的另一重要构成，随着排水管网体系的完善将带来污水处理量的逐年增加，产能利用率也将逐步提高，运营成本将随之降低，公司污水处理业务有望保持稳定增长。2011~2013 年，公司污水处理业务分别实现收入 7.04 亿元、7.08 亿元和 7.71 亿元。尽管 2012 年以来污水处理服务结算价格有所下降，但污水处理费的上涨抵消了结算价格下降造成的影响，使得污水处理业务毛利水平保持稳定。2011~2013 年公司污水处理服务板块毛利率分别为 57.01%、57.58%和 57.91%。

需要注意的是，公司污水处理业务保持较高和稳定的毛利空间主要在于成都市政府在污水处理结算价格上给予公司一定程度的补贴，但结算价格的签订周期仅为 3 年，二期污水结算价格到期后（2014 年底），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。

总体来看，近年来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回报。未来，污水污泥处理项目投产之后，亦可为公司带来一定的收益。

垃圾渗滤液处理业务

公司于 2012 年 5 月收购集团公司旗下成都市兴蓉再生资源能源有限公司 100% 股权，从而将业务拓展至环保领域。目前公司下属一座垃圾渗滤液处理厂，现拥有垃圾处理能力 1,300 吨/日，再生能源公司拥有该项目 20 年特许经营权。公司正在实施垃圾渗滤液处理扩容项目，项目建成后，将新增处理能力 1,000 吨/日（目前该扩容项目已处于试运营阶段）。2013 年公司处理垃圾渗滤液 34.85 万吨，与上年度基本持平。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。

此外，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，目前处于施工准备阶段。

总体而言，公司于 2012 年通过收购集团下属的再生能源公司，实现向环保领域发展的重大突破，垃圾渗滤液处理业务已为公司贡献营收，未来垃圾发电项目建成之后，也将为公司带来一定的收益。

需要注意的是，公司于 2013 年 11 月起进行存续分立全资子公司成都市自来水有限责任公司成立建设工程公司的事宜，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“兴蓉安科”或“安科公司”）完成工商注册登记并取得营业执照。安科公司注册资本 2 亿元人民币，营业范围涉及市政工程施工，供排水、污水处理、污泥处理、环保等项目的设计、施工、技术服务等。安科公司将承接自来水公司工程施工相关业务，未来将承接集团内所有水务工程施工相关业务，并逐步进行外部客户拓展。目前，兴蓉安科公司暂无业务。

公司管治

治理结构

按照《公司法》等法律、法规、规范性文件和《公司章程》的规定，公司已建立健全了以股东大会、董事会、监事会以及公司管理层为主体结构的决策与管理体系，形成了较为规范的公司治理架构，并且制定了较为规范和完善的制度。公司董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会四个专门委员会，为董事会的科学决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业和高效。

上市以来，公司相继制定并完善了相关规章制度，2013 年更进一步完善了《公司章程》和《募集资金使用管理办法》，已形成比较系统的公司治理框架。

日常运作中，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、公司章程和

相关议事规则的规定开展工作并切实履行应尽的职责和义务，无违法、违规情形发生。

内部治理

审计方面，公司采用内部审计和外部审计相结合的方式对经营风险进行监督管理，一方面公司每年接受外部会计师事务所的独立审计；另一方面，公司设立了内部审计部对公司及所属单位的财务收支、经济活动的真实、合法和有效性进行独立监督和评估。

内部控制方面，公司不断完善内部控制监督机制，重大事项由公司管理层及时向董事会报告，并按照相关规定提交股东大会审议，公司董事会和管理层在规定范围内履行决策权限。公司持续修订完善了成都市兴蓉投资股份有限公司内部控制制度及流程汇编，建立起了科学的决策机制、有效的监督机制和涵盖经营管理各环节的规范的内部控制体系。

财务管理方面，公司对下属子公司实施全面预算管理，预算内容包括业务预算、财务预算和专项决策预算，通过预算进行成本控制。资金管理方面，公司将资金使用权利下放至二级子公司，但对其资金账户进行严格监管。此外，公司在融资管理与对外担保方面控制较为严格，实施集中管理制度，通过公司统一对外融资。

总体来看，公司管理制度较为健全，有效地协调了各部门和下属各公司的业务运行，有效地规避了资金风险，提高了公司的运营效率。

战略规划

近年来公司主要业务板块发展路径逐渐清晰，一方面加强水务主业，另一方面大力进军环保领域，拓展环保业务，逐步发展成为国内一流的城市综合环境服务商的战略目标已经十分明确。

国家“十二五”规划明确提出将节能环保产业作为我国大力发展的七大战略性新兴产业之一，根据《国家环境保护“十二五”规划》、《环保服务业“十二五”规划》等一系列规划，“十二五”期间我国环保产业投资总额将达到 3.4 万亿元，保持年均 20% 的增速，到 2020 年环保产业将成为国民经济的支柱

产业。同时，随着我国工业化和城市化的不断推进，供水管网和自来水管网的升级改造力度将继续加大，“十二五”期间我国城市供水量将继续保持稳步增长。同时，国家正通过实施阶梯式水价和超定额累计加价制度，积极推进水价改革。

公司将借助这一系列有利因素，以成都地区为重点服务市场，以城乡供水、污水处理及项目建设为优势业务，通过并购和新建等手段，实现异地扩张；在巩固主业发展的同时，公司将大力拓展环保领域，推进垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电业务的发展，不断提升公司综合竞争能力，实现水务和环保业务的双轮驱动。预计公司 2014 年将新增供水能力 20 万吨/日，新增污水处理能力 46.99 万吨/日，新增垃圾渗滤液处理能力 1000 吨/日，同时加快垃圾焚烧发电项目进度，力争早日投产。不过，需要关注的是，根据公司提供的数据，保守估计，2014 年新项目建设所需资金约 16 亿元，公司面临一定的资本支出压力。

财务分析

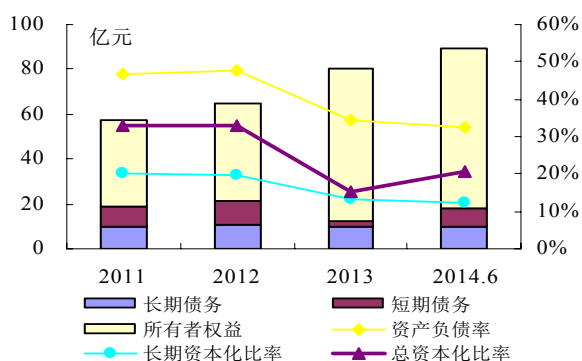
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年财务报告，以及未经审计的 2014 年 1~6 月份财务报告。

资本结构

公司作为成都市最大的供水主体和污水处理企业，各业务板块一直处于稳定发展态势。2010 年开始，公司进入快速发展期，凭借当年成功借壳上市的机会，公司加大了在水务板块方面的项目投建力度，加快了主营业务规模的扩张进程。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产规模为 104.03 亿元，较 2011 年增长 44.14%；负债规模为 36.02 亿元，较 2011 年增长 6.97%。所有者权益方面，公司成功上市后，自有资本实力获得显著提升；同时，每年一定的利润留存也使得公司净资产规模呈现逐年增长态势。而 2013 年受配股发行完成的影响，公司所有者权益出现较大幅度增长。截至 2013 年 12 月末，公司所有者权益增至 68.01 亿元，年均复合增长率达 32.92%。截至 2014 年 6 月末，公司总资产

规模为 105.47 亿元，所有者权益为 71.22 亿元，自有资本实力进一步增强。

图 3：2011~2014.6 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

从资产构成情况来看，固定资产、无形资产、货币资金以及在建工程构成了资产的主要组成部分，2013 年年末上述各项余额占总资产比例分别为 31.17%、19.66%、14.49%和 11.25%，公司整体资产结构符合公用事业的行业属性。

截至 2013 年末，公司固定资产余额为 49.95 亿元，主要为公司供排水的管网设备、房屋及建筑物和机器设备等。作为厂网一体的供排水企业，公司固定资产始终占据总资产的较高比重，近期随着水七厂一期等在建项目的逐步完工，固定资产占比还将继续提升。无形资产主要包括土地使用权和异地拓展项目的特许经营权。货币资金方面，公用事业的业务属性使得公司现金流状况较为稳定，货币资金较为充裕。在建工程主要包括水七厂一期工程、中心城区输配水管网建设工程、第一城市污泥处理厂工程、环保发电厂项目、垃圾渗滤液处理扩容工程及异地拓展的污水处理 BOT 项目等，尽管随着 2014 年度异地拓展项目的陆续完工，异地在建工程将有所减少，但随着公司“兼容型一主多元”战略的实施，成都及周边地区的在建项目仍会有所增加。

近年来公司各个板块的投建项目主要依靠上市募集资金、集团委托贷款和集团发行债券或中期票据等方式作为筹资来源。公司 2011 和 2012 年收购大量经营资产，同时不断扩张产能，并向外地拓展业务，使得前两年公司债务融资规模有所上升；而 2013 年公司资本实力明显扩充，流动性充裕，故当年偿还掉部分债务，使得公司整体债务规模出现较大幅度下降。2011~2013 年公司总债务规模分

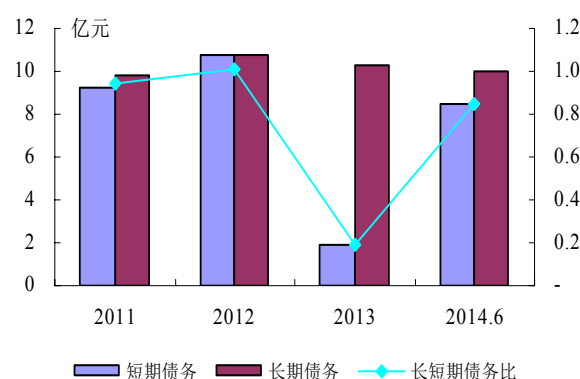
别为 19.09 亿元、21.52 亿元和 12.19 亿元，同期资产负债率分别为 46.66%、47.81%和 34.63%，总资本化比率分别为 33.15%、33.07%和 15.20%。与同行业公司相比，公司负债水平较低，资本结构较为稳健。

表 6：截至 2013 年末水务上市公司资本结构比较

公司	资产总计（亿元）	资产负债率（%）
钱江水利	35.94	70.65
锦龙股份	102.86	64.76
创业环保	110.74	62.66
洪城水业	46.32	61.15
首创股份	243.27	59.55
中原环保	18.52	54.42
瀚蓝环境	54.28	54.25
武汉控股	71.88	44.22
江南水务	30.21	39.07
兴蓉投资	104.03	34.63
重庆水务	198.82	34.42

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图 4：2011~2014.6 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

从债务期限结构来看，公司长期债务规模基本稳定，短期债务有所减少，2011~2013 年公司短期债务分别为 9.25 亿元、10.80 亿元和 1.95 亿元，长期债务分别为 9.84 亿元、10.72 亿元和 10.24 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.94、1.01 和 0.19，公司短期债务下降较快，债务结构不断优化。随着供自来水公司和污泥公司使用的兴蓉集团发行的“09 兴蓉债”款项 6.60 亿元将于 2015 年 6 月到期，截至 2014 年 6 月末，公司一年内到期的非流动负债大幅增加，致使短期债务规模快速上升，当期末公司短、长期债务分别为 8.47 亿元和 9.97 亿元，长短期债务比升至 0.85。

根据公司本次发债计划，本次公司债券发行规

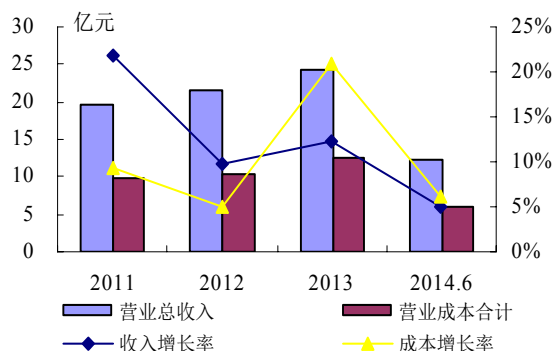
模为 22 亿元，其中，本期发行规模为 11 亿元，扣除发行费用后主要用于补充营运资金和调整债务结构。若本期债券 11 亿元成功发行并全部用于补充营运资金，公司债务净增加 11 亿元，按照公司 2014 年 6 月 30 日财务数据进行静态保守测算，公司资产负债率及总资本化比率将分别为 38.85% 和 29.25%，财务结构仍处于合理水平。

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。公司上市以来，自有资本实力获得大幅提升，财务结构亦得到不断改善。与同行业公司相比，公司负债水平较低，资本结构相对稳健，财务弹性较好，未来资本结构仍有望保持稳健。

盈利能力

随着资产注入、公司水务板块产能的提升和服务人口的不断增加，公司营收规模逐年增长。2011~2013 年，公司分别实现营业收入 19.62 亿元、21.52 亿元和 24.17 亿元，三年复合增长率为 10.99%。2014 年上半年，公司实现营业收入 12.14 亿元，较上年同期上涨 5.02%，继续保持增长态势。

图 5：2011~2014.6 公司收入成本分析⁴



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

分业务板块来看，自来水供应业务是公司收入的主要来源，污水处理服务业务是公司收入的另一重要构成，而垃圾渗滤液业务收入目前尽管很少，但是鉴于环保行业的良好发展前景及公司大力进军环保产业的战略，未来垃圾渗滤液处理和垃圾焚烧发电业务有望持续为公司贡献营收。

营业毛利率方面，2011~2013 年公司综合营业毛利率分别为 49.51%、51.72% 和 47.97%，2013 年受

BOT 净水采购、原水、药剂、管材等材料成本和人工成本上升较快的影响，公司营业成本上升较多，致使当年营业毛利率有所下滑，不过仍处于高位运行。

从期间费用来看，2011~2013 年公司期间费用分别为 2.47 亿元、2.34 亿元和 2.46 亿元，三费占营业收入的比重分别为 12.59%、10.86% 和 10.18%，期间费用控制能力较好。未来尽管随着公司自来水供应量和污水处理量继续增加，管网铺设及设备的修理费用将保持上升趋势，但是公司将逐步受益于自来水供应能力和污水处理能力上升所带来的规模效应，因此同期的三费占比有望进一步下降。

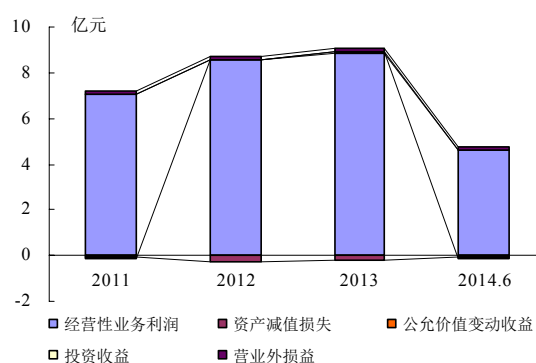
表 7：2011~2014.6 公司期间费用变化情况

单位：亿元

	2011	2012	2013	2014.6
销售费用	0.55	0.55	0.71	0.27
管理费用	1.25	1.36	1.43	0.65
财务费用	0.67	0.43	0.31	0.55
三费合计	2.47	2.34	2.46	1.47
营业收入	19.62	21.52	24.17	12.14
三费收入占比	12.59%	10.86%	10.18%	12.11%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 6：2011~2014.6 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

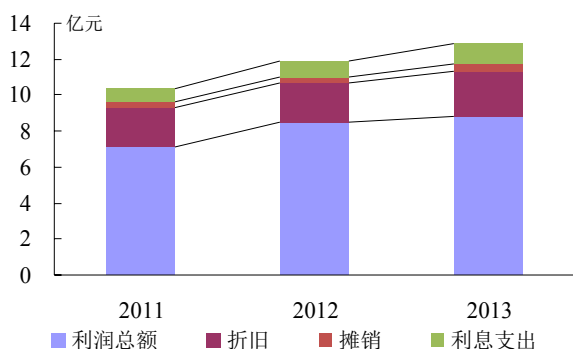
目前公司利润总额以经营性业务利润为主，2011~2013 年公司利润总额分别为 7.09 亿元、8.47 亿元和 8.82 亿元，受益于同期经营性业务利润的稳步增长，公司利润总额亦保持增长态势。2014 年上半年，公司业务规模继续保持良好增长态势，利润总额达到 4.67 亿元，为全年利润的增长奠定较好基础。

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。未来随着公司生产项目逐渐投产，固定资产折旧部分

⁴ 2014 年上半年收入增长率和成本增长率的计算以 2013 年上半年的收入和成本为基数。

将会有所增加。2011~2013年，公司EBITDA分别为10.32亿元、11.88亿元和12.88亿元，同期的EBITDA/营业总收入分别为52.63%、55.21%和53.30%，公司整体盈利获现能力较强。

图 7：2011~2013 年公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司近几年营收规模持续增长，随着天府新区的开发建设，公司自来水供应业务和污水处理业务将迎来更大的增长空间，公司的利润规模也将随之不断扩大。

偿债能力

近年来公司各个板块的投建项目主要依靠上市募集资金、集团委托贷款和集团发行债券或中期票据等方式作为筹资金来源。公司 2010~2012 年收购较多资产，同时不断扩张产能，并向外地拓展业务，使得公司同期的债务融资规模有所上升；而 2013 年公司资本实力明显扩充，流动性充裕，故当年偿还掉部分债务，使得公司整体债务规模出现较大幅度下降。截至 2013 年末公司总债务规模为 12.19 亿元，同比大幅下降 43.37%。

从偿债指标看，2011~2013 年公司总债务/EBITDA 指标分别为 1.85、1.81 和 0.95；EBITDA 利息倍数分别为 10.91 倍、9.91 倍和 10.69，公司盈利对债务本息的覆盖能力较好。现金流偿债指标方面，公用事业的业务属性使得公司现金流状况较充裕、稳定，2011~2013 年经营活动净现金流利息保障倍数分别为 10.05 倍、8.16 倍和 8.96 倍，经营净现金流/总债务指标分别为 0.50、0.45 和 0.89。公司经营净现金流呈现持续净流入态势，对债务本息可形成有力保障。2013 年公司债务规模明显压缩，其偿债能力各项指标均有明显提升，对债务本息的覆盖能力有所增强。

表 8：2011~2013 年公司部分偿债能力指标

财务指标	2011	2012	2013
总债务（亿元）	19.09	21.52	12.19
EBITDA（亿元）	10.32	11.88	12.88
资产负债率（%）	46.66%	47.81%	34.63%
长期资本化比率（%）	20.36%	19.75%	13.09%
总资本化比率（%）	33.15%	33.07%	15.20%
EBITDA 利息倍数（X）	10.91	9.91	10.69
总债务/EBITDA（X）	1.85	1.81	0.95
经营净现金流/总债务（X）	0.50	0.45	0.89
经营净现金流利息倍数（X）	10.05	8.16	8.96

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2014年6月30日，公司获得主要贷款银行的授信额度为33.39亿元，尚有19.10亿元额度未使用，备用流动性较为充裕。

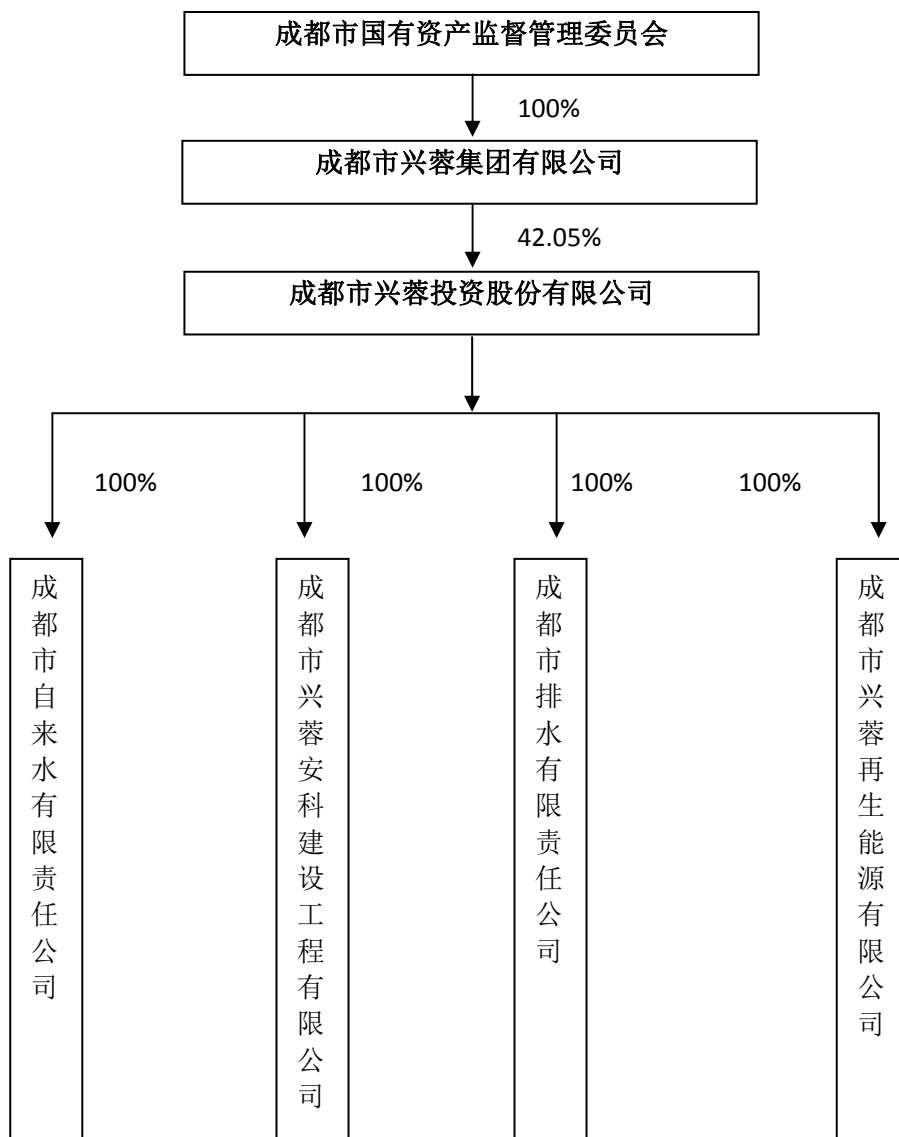
或有负债方面，截至2013年12月31日，公司对外担保合计人民币0.31亿元，担保总额占公司净资产的比例为0.46%，主要是公司对成都城市燃气有限责任公司的一般保证。为化解自来水公司对燃气公司担保潜在的债务风险，兴蓉集团承诺因该项担保产生的任何经济损失，由兴蓉集团全额承担。

总体来看，公司财务结构稳健，突出的盈利能力与稳定的现金获取能力对公司债务本息构成充足保障，公司整体偿债能力很强。随着公司未来自来水供应产能、污水污泥处理能力和垃圾渗滤液处理能力的增长，公司的获利能力和获现能力还将继续增强，可为其偿债能力提供进一步保障。

结 论

综上，中诚信证评认为本期兴蓉投资公司债券信用质量很高，信用风险很低，兴蓉投资在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：成都兴蓉投资股份有限公司股权结构图（2014 年 6 月 30 日）



附二：成都市兴蓉投资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	2014.6
货币资金	163,277.03	125,333.38	150,688.34	140,008.25
应收账款净额	26,563.45	36,043.05	39,932.11	43,949.97
存货净额	8,243.27	10,909.15	11,203.92	16,605.04
流动资产	215,511.71	179,868.54	208,115.75	215,500.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	377,978.73	502,510.09	617,312.90	627,323.03
总资产	721,704.73	834,600.09	1,040,298.01	1,054,666.04
短期债务	92,507.97	108,018.86	19,457.66	84,744.19
长期债务	98,411.60	107,210.92	102,436.66	99,672.34
总债务（短期债务+长期债务）	190,919.57	215,229.78	121,894.33	184,416.52
总负债	336,749.93	399,007.44	360,219.96	342,513.33
所有者权益（含少数股东权益）	384,954.80	435,592.65	680,078.05	712,152.70
营业总收入	196,167.13	215,184.58	241,665.00	121,422.36
三费前利润	95,286.64	109,054.15	113,246.71	60,497.36
投资收益	0.00	25.29	0.00	101.05
净利润	59,907.38	72,628.14	75,032.34	39,648.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	103,245.14	118,810.23	128,813.80	69,057.50
经营活动产生现金净流量	95,134.15	97,840.84	107,943.84	56,107.03
投资活动产生现金净流量	-254,312.32	-148,382.19	-147,860.99	-47,865.16
筹资活动产生现金净流量	229,489.86	19,124.11	67,598.81	-18,290.71
现金及现金等价物净增加额	70,309.96	-31,506.06	27,513.17	-10,015.28
财务指标	2011	2012	2013	2014.6
营业毛利率（%）	49.51	51.72	47.97	50.63
所有者权益收益率（%）	15.56	16.67	11.03	11.12
EBITDA/营业总收入（%）	52.63	55.21	53.30	56.87
速动比率（X）	1.16	0.78	1.09	0.86
经营活动净现金/总债务（X）	0.50	0.45	0.89	0.61
经营活动净现金/短期债务（X）	1.03	0.91	5.55	1.32
经营活动净现金/利息支出（X）	10.05	8.16	8.96	11.68
EBITDA 利息倍数（X）	10.91	9.91	10.69	14.38
总债务/EBITDA（X）	1.85	1.81	0.95	1.34
资产负债率（%）	46.66	47.81	34.63	32.48
总债务/总资本（%）	33.15	33.07	15.20	20.57
长期资本化比率（%）	20.36	19.75	13.09	12.28

注：1、兴蓉投资 2014 年 6 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、总债务/EBITDA 指标均经年化处理；

2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

附三：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)

附四：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。

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行主体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、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于成都市兴蓉投资股份有限公司 2014年公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。