



信用等级通知书

信评委函字[2016]G321-1号

广西绿城水务股份有限公司：

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“广西绿城水务股份有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”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；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年八月十九日

广西绿城水务股份有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	广西绿城水务股份有限公司
发行总额	本期债券基础发行规模不低于5亿元，可设置超额配售至总规模不超过10亿元（含10亿元）。
债券期限	本期发行的公司债券期限为5年，附第3年末发行人上调票面利率选择权即投资者回售选择权。
债券利率	本期发行的公司债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，股东大会授权董事会或董事会授权人士与主承销商根据本期公司债券发行时市场情况确定。在本期债券存续内第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分债券票面年利率为债券存续期前3年票面年利率加上调基点，在债券存续后2年固定不变。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，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的兑付一起支付。

概况数据

绿城水务	2013	2014	2015	2016.H1
所有者权益（亿元）	13.31	15.15	25.79	26.19
总资产（亿元）	53.29	58.85	69.06	71.72
总负债（亿元）	39.98	43.71	43.27	45.53
总债务（亿元）	33.12	34.72	33.46	35.19
营业收入（亿元）	9.15	9.86	11.30	5.62
营业毛利率（%）	45.14	47.55	48.84	47.40
EBITDA（亿元）	5.32	5.72	5.98	2.76
所有者权益收益率（%）	15.16	15.55	9.18	8.49
资产负债率（%）	75.02	74.26	62.65	63.48
总债务/EBITDA（X）	6.22	6.07	5.60	6.37
EBITDA 利息倍数（X）	3.13	3.26	3.01	3.57

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、公司2016年上半年所有者权益收益率和总债务/EBITDA指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“广西绿城水务股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”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。

中诚信证评评定广西绿城水务股份有限公司（以下简称“绿城水务”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。该级别反映了绿城水务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。中诚信证评肯定了绿城水务经营区域发展前景良好、垄断优势明显、融资渠道拓宽等因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到水务市场拓展空间有限、污水处理业务免增值税政策取消、污水处理服务费回笼周期延长及短期偿债压力上升等因素对公司信用质量产生的影响。

正 面

- 国家扶持政策推动水务产业快速发展。水务产业是与国计民生密切相关的公用事业产业。未来，我国将继续围绕保障城市供水水质、降低供水管网漏损、提高污水集中处理率等目标展开新一轮的水务投资，为水务企业发展提供了契机。
- 公司水务经营区域发展前景良好。南宁作为中国-东盟开放合作的核心城市及中国-东盟博览会的永久举办地，广西北部湾经济区的核心城市，城市基础设施建设、经济社会发展步伐将会加快，有利于集聚区域人流、物流、资金流，形成良好的城市发展前景，有利于推动公司在区域水务市场的不断开拓和发展。
- 公司供排水业务区域垄断优势显著。公司是南宁市最主要的水务运营主体，南宁市政府授予其南宁市中心城区供水、污水处理特许经营权，此外公司还拥有南宁市下辖五县建成区域的污水处理特许经营权，供排水业务在南宁市区域垄断优势显著。

分析师

孟一波 ybmeng@ccxr.com.cn

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年8月29日

- 融资渠道拓宽。公司股票于 2015 年 6 月在上海证券交易所公开发行并上市交易, 进一步拓宽融资渠道, 有利于公司改善资本结构、降低融资成本。

关注

- 水务市场拓展空间有限。我国水务市场格局相对稳定, 在可预见未来公司供水及污水处理业务将局限于现有特许经营范围内, 实现跨地区展业可能性较小, 供排水业务拓展空间相对有限。
- 污水处理业务免增值税政策取消。根据财政部和国家税务总局印发的《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》, 自 2015 年 7 月 1 日起, 对资源综合利用产品和劳务征收增值税后返还相应比例。该项政策的实施将取消公司污水处理业务免增值税待遇, 将对盈利水平产生一定不利影响。
- 污水处理服务费回笼周期延长。2015 年 3 月 1 日起, 公司向用户征收的污水处理服务费成为政府非税收入, 全额上缴国库, 由当地政府根据结算污水处理量和污水处理服务费价格标准按月向公司计付污水处理服务费。实际财政付费环节存在延迟, 导致公司应收账款增加。截至 2015 年末, 公司应收账款余额为 1.65 亿元, 较上年同期增长 68.48%。
- 短期偿债压力上升。截至 2016 年 6 月末, 公司短期借款、一年内到期的长期借款和应付债券以及短期应付债券余额总计 13.56 亿元, 未来一年面临刚性债务集中偿付, 短期偿债压力上升。

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、除因本期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 and 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）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。

概 况

发行主体概况

广西绿城水务股份有限公司（以下简称“绿城水务”或“公司”）成立于2006年，初始注册资本4.10亿元，由南宁建宁水务投资集团有限责任公司（以下简称“建宁集团”，原名为“南宁建宁水务集团有限责任公司”，2008年12月改为现名）和上海神亚企业管理有限公司（以下简称“上海神亚”）共同出资设立，其中建宁集团占公司股本总数的86.83%，上海神亚占13.17%。后经多次增资及股权转让后，截至公司首次公开发行股票之前，公司股东情况如表1所示；其中建宁集团持有公司75.00%的股权，为公司实际控制人。

表 1：公司首次公开发行股票前股东情况

公司名称	持股比例
南宁建宁水务集团有限责任公司	75.00%
温州信德丰益资本运营中心（有限合伙）	12.36%
无锡红福国际创业投资中心（有限合伙）	7.37%
凯雷复星（上海）股权投资基金企业（有限合伙）	4.80%
上海复星高新技术发展有限公司	0.25%
北京红石国际资本管理有限责任公司	0.21%
合计	100%

资料来源：公司首次公开发行股票招股说明书，中诚信证评整理

2015年6月12日，公司在上海证券交易所成功上市（股票代码：601368.SH）。公司在公开发行前总股本为58,881万股，此次公开发行股票14,700万股，公开发行后公司总股本将增至73,581万股，此次公开发行股票价格为6.43元/股，募集资金总额94,521.00万元，剔除发行费用后募集资金净额87,082.62万元。截至2016年6月末，建宁集团持有公司58.12%的股份，为公司的第一大股东，公司的实际控制人为南宁市国资委。

表 2：截至 2016 年 6 月末公司前五大股东情况

公司名称	持股比例
南宁建宁水务集团有限责任公司	58.12%
温州信德丰益资本运营中心（有限合伙）	9.89%
无锡红福国际创业投资中心（有限合伙）	4.33%
凯雷复星（上海）股权投资基金企业（有限合伙）	3.31%
全国社会保障基金理事会转持二户	2.00%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司主要从事自来水生产供应及污水处理，供排水设施的投资建设（不包括雨水排放设施）、运营管理及维护。

截至2015年末，公司总资产69.06亿元，所有者权益（含少数股东权益）25.79亿元；2015年，公司实现营业总收入11.30亿元，净利润2.37亿元，经营活动净现金流5.68亿元。

截至2016年6月末，公司总资产71.72亿元，所有者权益（含少数股东权益）26.19亿元；2016年1~6月，公司实现营业总收入5.62亿元，净利润1.11亿元，经营活动净现金流3.01亿元。

本期债券概况

表 3：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	广西绿城水务股份有限公司
债券名称	广西绿城水务股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模不低于 5 亿元，可设置超额配售至总规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。本期发行的公司债券期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权即投资者回售选择权。
债券期限	本期发行的公司债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，股东大会授权董事会或董事会授权人士与主承销商根据本期公司债券发行时市场情况确定。在本期债券存续内第 3 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分债券票面年利率为债券存续期前 3 年票面年利率加上调基点，在债券存续后 2 年固定不变。
债券利率	本期债券采用单利按年计息，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的兑付一起支付。
偿还方式	发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末上调本期债券后 2 年的票面利率。发行人将于本期债券第 3 个计息年度付息日前的第 30 个工作日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告。若发行人未行使利率上调权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。
发行人上调票面利率选择权	发行人发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，债券持有人有权选择在本期债券第 3 个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给发行人。本期债券第 3 个计息年度付息日即为回售支付日，发行人将按照上海证券交易所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金、偿还有息债务等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

水务行业概况

水是人类赖以生存和发展的不可缺少的物质资源和战略性经济资源。水务行业是关系国计民生的公用事业行业，与人们日常工作、生产和生活关系密切，在国民经济中占有重要地位，是社会进步和经济发展的重要支柱，近年来行业在城市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，未来有进一步集中的趋势。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，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。因此从全国范围来看，中国的水务行业集中度较低，随着中国水务市场的开放度日益提高，市场主体逐渐增加，行业有进一步集中的趋势。一方面，外资以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。

从水务行业的整个产业链布局来看，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属于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。因此企业和居民日常生活中所缴纳的水费也是由产业链的各个环节费用构成，包括水资源费、自来水费、污水处理服务费、中水费等，其中水资源费通常是由自来水供水企业代收后上交国家；自来水费是自来水企业的主要收入来源，通常是由企业向用户终端收取，该费用包括了原水的生产成本、原水厂利润、自来

水生产成本、自来水厂及管网利润及相关税费等；污水处理服务费也是由自来水企业代收后上交政府，再由政府拨付给污水处理企业，该费用通常是由政府和厂家协议确定。

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促进行业发展的动力。

表 4：近年来中国水务行业政策出台概况

日期	政策主要内容
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 6,700 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的全面部署和具体安排。
2012.05	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指出到 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%。
2013.01	国务院发布《循环经济发展战略及近期行动计划》，指出到 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。
2013.08	国务院发布《关于加快发展节能环保产业的意见》，指出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。
2013.10	国务院发布《城镇排水与污水处理条例》，条例包括总则、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。
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。
2015.04	国务院发布《水污染防治行动计划》。到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。
2016.03	国务院发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》。落实最严格的水资源管理制度，实施全民节水行动计划。坚持以水定产、以水定城，对水资源短缺地区实行更严格的产业准入、取水定额控制。加快农业、工业、城镇节水改造，扎实推进农业综合水价改革，开展节水综合改造示范。用水总量控制在 6,700 亿立方米以内。

资料来源：公开资料，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。根据国家

统计局数据，2015 年末我国城镇化率增至 56.1%，国民经济发展带来的生产用水提升和城镇化带来的居民生活用水规模增加，使人均用水量继续保持上升的趋势，2015 年为 450 立方米/人，同比增长 0.9%。2015 年，供水行业总用水量 6,180 亿立方米，比上年增长 1.4%。其中，生活用水增长 3.1%，工业用水增长 1.8%，农业用水增长 0.9%，生态补水增长 1.7%。2015 年 1~10 月累计自来水产量为 452.34 亿立方米，较 2014 年同期增长 2.06%。

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，未来仍具备上涨空间。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，中诚信证评认为未来水价仍将具有一定的上升空间。

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，中国供水行业仍将保持稳定增长。

污水处理

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的 60% 以上。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。根据《中国 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，城市污水处理厂日处理能力达到 13,784 万立方米，比上年末增长 5.3%，城市污水处理率达到 91.0%，提高 0.8 个百分点。

污水处理行业是典型的公用事业，因此污水处

理价格受产业政策影响较大。近年来，国家政策不断向行业倾斜。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；未征收污水处理服务费的市、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服务费的收取标准，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。

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。

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，因此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，随着“十二五”节能减排力度加大，水价改革

不断深化，以及国家政策不断向行业倾斜，未来污水处理价格存在较大的上调机会。上涨空间。

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》，对全面实行城镇居民阶梯水价做出部署，要求2015年底前，设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度。随后，水利部、发改委、工信部等十部门于2月13日联合印发了《实行最严格水资源管理制度考核工作实施方案》，启动了最严格水资源考核问责制，进一步保障了阶梯水价制度在全国范围内的推行。

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。

水价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服务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，因此也实现不了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，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。2015 年 4 月，国务院发布《水污染防治行动计划》（俗称“水十条”），该计划制定了全面控制污染物排放和充分发挥市场机制作用等共 10 条 35 款 238 项措施，以形成持续治水能力，为国家污水治理定下了清晰且严格的考核制度，清楚列明相关部门的责任。可以预见，未来几年污水处理行业将获得财政、税收、贷款方面的有力支持，随着政府提标改造工程增加，还将助推污水处理服务费征收标准的上涨，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。

广西南宁经济概况

南宁市位于广西壮族自治区南部偏西，是广西壮族自治区首府及广西政治、经济、文化中心，是中国-东盟开放合作的核心城市及中国-东盟博览会的永久举办地。南宁毗邻粤港澳，背靠大西南，面向东南亚，成为连接东南沿海与西南内陆的重要枢纽，成为西南出海通道最便捷的枢纽。在西部大开发和中国—东盟自由贸易区中，南宁具有承东启西、连南接北的区位优势。南宁处于中国华南、西南和东南亚经济圈的结合部，是环北部湾沿岸重要经济中心。南宁市下辖七区五县，即青秀区、兴宁区、江南区、良庆区、邕宁区、西乡塘区、武鸣区、横县、隆安县、马山县、上林县、宾阳县，共 84 个镇、15 个乡、3 个民族乡、22 个街道。截至 2015 年末，南宁市常住人口为 698.61 万人。

南宁市经济以二、三产业为主，工业经济突出科技进步和信息化的推动作用，高新技术应用广泛，形成以制糖、造纸、机械、化工、建材为主导的工业体系；三产发展势头强劲，形成以商贸、餐饮、房地产等为支柱，金融、通信、旅游、会展、仓储、服务等为新支撑点的服务体系。

2016 年 2 月 23 日南宁市发改委发布的《2015 年南宁市经济运行情况》数据显示，2015 年，南宁市地区生产总值（GDP）达 3,410.09 亿元，同比增长 8.6%，增速较 2014 年提升 0.1 个百分点。其中，第一产业增加值 370.35 亿元，同比增长 4.1%；第二产业增加值 1,345.66 亿元，同比增长 8.2%；第

三产业增加值 1694.08 亿元，同比增长 9.9%；三次产业结构由 2014 年的 11.27:39.75:48.98 调整为 2015 年的 10.86:39.46:49.68，第三产业依然是增长的主动力量，占地区生产总值的比重提高 0.7 个百分点，对地区生产总值增长贡献率达 54.9%。2016 年上半年全市实现地区生产总值 1,615.76 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%。

图 1：2010~2015 年南宁市 GDP 及其增长速度



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2015 年南宁市固定资产投资完成 3,366.89 亿元，同比增长 16.64%，增速分别高于全国、西部地区 6.64、7.64 个百分点。投资内生动力增强，民间投资增长 18.14%，对全市投资增长贡献率达 68.05%。产业投资得到加强，制造业投资 834.55 亿元，占全市固定资产投资的 24.79%；第三产业投资增长 19.14%，占全市固定资产投资的 67.15%，其中科学研究和技术服务、租赁和商务服务、商贸业、信息服务业投资分别增长 95.69%、75.67%、36.58%、48.3%。公共服务等薄弱环节投资增长较快，水利、环境和公共设施管理业投资增长 29.86%，教育投资增长 28.79%。2016 年上半年，全市固定资产投资完成 1,624.99 亿元，同比增长 10.53%。

图 2：2010~2015 年南宁市固定资产投资与增长速度



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

南宁市财政总收入近年保持着快速增长。2015 年，全市完成财政收入 572.48 亿元，同比增长 8.71%。一般公共预算收入 297.05 亿元，同比增长 8.08%，其中，非税收入占一般公共预算收入 23.93%，同比下降 1.61 个百分点，财政收入结构持续优化。支出方面，重点以保民生稳增长为着力点，全市一般公共预算支出 527.69 亿元，增长 13.3%，其中涉及民生方面的支出 370.17 亿元，占一般公共预算支出的 70.15%，教育、社会保障、节能环保等领域财政支出分别大幅增长 22.54%、24.62%、128.61%。2016 年上半年，全市完成财政收入 320.78 亿元，同比增长 10.68%，其中一般公共预算收入 162.48 亿元，同比增长 10.31%。

从近年财政平衡率来看，2013~2015 年及 2016 年上半年南宁市财政平衡率分别为 61.16%、59.01%、56.29%和 63.35%，公共财政预算收入对公共财政预算支出的覆盖程度较低，公共财政收支之间的缺口依赖于上级补助收入弥补。

表 5：2013~2015 年及 2016 年上半年南宁市公共财政预算收支情况

全市口径	单位：亿元、%			
	2013	2014	2015	2016.1-6
公共财政预算收入	256.25	274.85	297.05	162.48
公共财政预算支出	419.00	465.77	527.69	256.46
财政平衡率	61.16	59.01	56.29	63.35

数据来源：南宁市各年统计公报，中诚信证评整理

总体看来，近年来南宁市经济快速增长，财政实力逐年增强，但财政平衡对上级补助收入的依赖度较高，自给能力有待提升。

竞争实力

水务产业是与国计民生密切相关的公用事业产业，未来我国将继续围绕保障城市供水水质、降低供水管网漏损、提高污水集中处理率等目标展开新一轮的水务投资。国家住建部要求全国城镇供水企业对出厂水水质不能稳定达标的水厂全面进行升级改造；对使用年限超过 50 年和灰口铸铁管、石棉水泥管等落后管材的供水管网进行更新改造。供水设施投资将保持快速增长，为水务企业发展提供了契机。在经历了近年大规模污水处理厂建设

后，全国城市现有的污水处理能力基本能够满足需要，但配套管网建设落后制约了处理能力的释放，污水排放标准偏低造成了水体水质的污染。未来污水处理行业在配套管网建设、污水处理厂升级改造等，以提高污水收集率和排放标准等方面具有较大提升空间。

公司是南宁市最主要的水务运营主体，拥有南宁市中心城区供排水业务以及南宁市下辖五县（宾阳县、横县、马山县、上林县、武鸣县）污水处理业务的特许经营权，供排水业务在南宁市具有区域垄断优势，使得公司在南宁水务市场的经营优势和竞争地位得以保持和巩固。而南宁作为中国-东盟开放合作的核心城市及中国-东盟博览会的永久举办地，广西北部湾经济区的核心城市，在多重机遇的叠加推动下，南宁市城市基础设施建设、经济社会发展步伐将会加快，有利于集聚区域人流、物流、资金流、信息流，形成良好的城市发展前景，将推动公司在区域水务市场的不断开拓和发展。

2015年6月12日，公司在上海证券交易所成功上市交易。公司在公开发行前总股本为58,881万股，此次公开发行股票14,700万股，公开发行后公司总股本将增至73,581万股，此次公开发行股票价格为6.43元/股，募集资金总额94,521.00万元，剔除发行费用后募集资金净额87,082.62万元。此举为公司进一步有效拓展融资渠道，有利于公司改善资本结构、降低融资成本。

总体而言，得益于国家水务投资及污水处理政策导向，南宁市社会经济快速发展，公司经营外部环境良好，融资渠道的拓宽对公司财务结构优化具有积极作用。

业务运营

根据《南宁市人民政府办公厅关于将南宁市城市供水、污水处理特许经营权授予广西绿城水务股份有限公司的通知》（南府办函[2006]76号），2006年9月14日，南宁市政府授权南宁市国资委、南宁市建设委员会、南宁市市政管理局三部门联合与公司签署《南宁市城市供水之特许经营协议》、《南宁市城市污水处理之特许经营协议》，将南宁市城区（含中国-东盟经济园区）范围内的供水、污水处

理特许经营权授予公司，特许经营期限为30年。

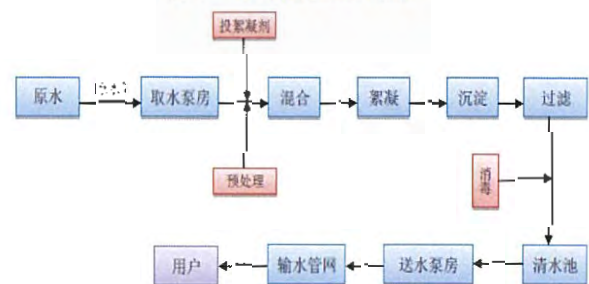
根据宾阳县、横县、马山县、上林县、武鸣县政府于2009年5月21日分别与公司签署的《宾阳县县城污水处理特许经营协议》、《横县县城污水处理特许经营协议》、《马山县县城污水处理特许经营协议》、《上林县县城污水处理特许经营协议》、《武鸣县城污水处理特许经营协议》，公司被授予南宁市下辖五县县城建成区域的污水处理特许经营权，特许经营期限为30年。

公司主要从事自来水生产供应及污水处理，供排水设施的投资建设（不包括雨水排放设施）、运营及管理维护。2015年，公司实现营业总收入11.30亿元；其中：供水、污水处理和工程施工收入分别为5.71亿元、5.19亿元和0.36亿元，占当期营业总收入的比重分别为50.49%、45.91%和3.19%。

供水业务

根据南宁市政府授予的特许经营权，公司在南宁市中心城区（包括各城区、南宁国家高新技术产业开发区、南宁经济技术开发区、南宁青秀山风景名胜旅游区、南宁市相思湖新区及中国-东盟经济园区）开展供水业务，公司现下属8个自来水生产单位，分别为陈村水厂、三津水厂、河南水厂、中尧水厂、西郊水厂、凌铁水厂、邕宁水厂、东盟分公司。公司供水工艺流程为公司下属自来水生产单位按照自来水常规处理工艺对原水进行净化处理，然后将符合国家质量标准的自来水通过输水管网输送到终端用户的过程。

图3：公司供水工艺流程



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司下属各自来水生产单位按其生产工艺进行自来水生产，为保证供水范围内用水需求，均实行24小时连续生产。公司中心调度室通过供水调度系统对管网测压点和下属水厂运行情况进行24

小时监控,并根据不同时段的用水需求适时进行生产调度。但随着南宁市经济不断发展,用水需求增幅较大,公司供水能力无法充分满足经营区域用水需求现象逐步显现。截至2016年6月末公司设计供水能力为131万立方米/日,上半年最高供水量为142.62万立方米/日,供水能力不足情况凸显。

表6: 公司近年自来水产能及产量

单位: 万立方米/日				
	2013	2014	2015	2016.6
设计日供水能力	129.00	131.00	131.00	131.00
最高日供水量	123.91	130.34	143.78	142.62

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司供水业务所需原水主要以邕江为水源,邕江全年水量充沛,枯水期水量同样能够为公司提供自来水生产所需原水。以地表水作为水源取水便利,且邕江水质较好,有效降低了公司的取水及净化成本,保障公司供水业务较高的盈利水平。

从用水结构来看,公司下游以居民客户为主。2013~2015年及2016年1~6月,公司居民生活用水量占当期售水总量的比重分别为68.80%、68.97%、68.46%和67.35%,平稳增长的南宁市居民生活用水量保障了公司供水业务收入的逐年稳步提升。

表7: 公司近年售水结构

类别	销量(万立方米)			
	2013	2014	2015	2016.1~6
居民	21,657	23,176	25,042	11,859
行政事业	2,618	2,759	3,047	1,597
工业	2,547	2,488	2,592	1,299
商业	3,116	3,224	3,472	1,720
特种	74	75	80	38
建筑	1,465	1,881	2,345	1,094
合计	31,477	33,603	36,578	17,607

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司收费方式主要包括: 现金收费、转账、银行托收、委托银行代扣、网上缴费、第三方平台代收等,用户可任选其中一种方式缴纳水费。公司供水业务除直接面向终端用户销售外,还向南宁市周边其他供水企业销售自来水。目前,公司与南宁市大沙田供水有限责任公司签署了供水合同,供水价格为双方协商确定;与峙村河水库和南宁市江南区龙潭水厂(以下简称“龙潭水厂”)签署了供水合同,供水价格按照物价主管部门批准的相应价格标准收取,公司向其他供水企业销售自来水的规模占比较小。结算周期方面,除龙潭水厂水费支付不及时外,其他用水户水费支付周期较短,公司供水收入回笼较为及时。

南宁市终端自来水价格由水资源费、自来水费及污水处理服务费构成,其中供水业务涉及的水价仅包括水资源费和自来水费。根据广西壮族自治区物价局、财政厅、水利厅于2015年6月11日发布的《关于调整我区水资源费征收标准的通知》(桂价费[2015]66号),自2015年12月1日起,广西壮族自治区水资源费征收标准调整为0.10元/立方米,由于此次调价系价格联动调整,对公司供水业务的盈利水平不造成影响。根据南宁市物价局于2016年5月13日发布的《关于调整我市污水处理费收费标准有关问题的通知》(南价格〔2016〕20号),从2016年1月1日起,南宁市停止征收污水处理费中包含的价格调节基金,污水处理费收费标准同步相应调整,由原1.17元/立方米调整为1.14元/立方米(即核减原收费标准中包含的价格调节基金0.03元/立方米),并要求各供水企业须将2016年1月1日以后仍随污水处理费收取的价格调节基金退还用水户,一定程度削弱公司获利能力。

表8: 南宁市水价构成

	单位: 元/立方米			终端水价
	水资源费	自来水费	污水处理服务费	
居民用水	0.10	1.45	1.14	2.69
非居民用水	0.10	1.49	1.14	2.73
行政事业用水	0.10	1.49	1.14	2.73
经营服务用水	0.10	1.49	1.14	2.73
特种用水	0.10	4.97	1.14	6.21
建筑用水	0.10	2.20	1.14	3.44

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体而言，公司供水业务在南宁市中心城区基本处于垄断地位，但目前设计供水能力与当地高峰期用水需求量尚有一定差距，供水能力有待进一步提升。

污水处理业务

公司污水处理收集范围包括南宁市及宾阳县、横县、马山县、上林县、武鸣县，现有 7 个污水处理单位，分别为南宁污水处理分公司下设的江南污水处理厂和琅东污水处理厂以及宾阳县污水处理分公司、横县污水处理分公司、马山县污水处理分公司、上林县污水处理分公司、武鸣县污水处理分公司。截至 2016 年 6 月末，公司 7 个污水处理单位合计处理能力为 88.20 万立方米/日。公司污水管网收集范围有限，无法实现污水全部入网处理，目前相当部分污水未经处理，随着政府对污水入网要求的提高，相关业务后续仍有增长空间。

公司下属污水处理单位均不间断地对收集污水进行净化处理。2013~2015 年以及 2016 年 1~6 月，公司污水处理量分别为 24,954 万立方米、25,179 万立方米、30,864 万立方米和 16,342 万立方米。总体而言，公司污水合计处理能力远超展业地区污水处理需求，但鉴于各单位污水管网未实现连通和污水统一调度，尽管公司对污水处理经营范围内污染项目设立具有建议权，但不排除未来经营过程中个别区域出现结构性处理能力不足现象。

表 9：公司近年污水处理情况

	单位：万立方米/日			
	2013	2014	2015	2016.6
污水处理能力(万立方米/日)	88.20	88.20	88.20	88.20
污水处理量(万立方米)	24,954	25,179	30,864	16,342

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年3月1日之前，公司根据政府核准的污水处理服务费价格，按照水表所计量的用户使用自来水水量（即公司售水量）收取污水处理服务费。2015年2月28日，公司与南宁市政府及下辖五县政府（及东盟经开区管委会）分别签署了《污水处理特许经营协议补充协议（二）》，该协议明确自2015年3月1日起，地方政府通过购买服务的方式，按月向公司支付污水处理服务费，计算方式为“污水处理服务

费=污水处理服务费价格标准×公司结算污水处理量”。此外，该协议对污水处理服务费价格标准进行了明确，新核定的污水处理服务费价格标准高于之前的污水处理服务费价格。值得关注的是，根据财政部和国家税务总局印发的《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，自2015年7月1日起，对资源综合利用产品和劳务征收增值税后返还相应比例。该项政策的实施将取消公司污水处理业务免增值税待遇，将对盈利水平产生一定不利影响。

表 10：公司最新污水处理业务结算价格

	单位：元/立方米	
	污水处理服务费价格 (2015.3.1 以前)	污水处理服务费价格标准 (2015.3.1~2018.2.28)
南宁市	1.17	1.78
武鸣县	1.15	2.16
宾阳县	1.15	2.30
马山县	1.15	3.63
上林县	1.05	5.29
横县(除六景工业园外)	1.05	2.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，中诚信证评也注意到，目前公司污水处理服务费收取对象全部为业务范围内地方政府，收款周期为 1~2 个月，较以往明显延长，导致公司应收账款规模大幅增长，对公司日常经营流动资金压力造成负面影响。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等有关法律法规、规范性文件的要求，建立了较为完善的法人治理结构，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。股东大会、董事会、监事会、经理层各司其职、各负其责、相互制衡、协调运转。股东大会是公司的权力机构，严格按照《公司章程》和《股东大会议事规则》的规定召集、召开，确保所有股东能够充分行使权利，确保所有股东，尤其是中小股东的合法权益。公司董事会系经营决策的常设机构，对股东大会负责，严格按照《公司章程》、《董事会议事规则》及有关法律法规开展工作，董事会

成员勤勉尽责；董事会由九名董事组成，设董事长一人，副董事长一人，董事长、副董事长由全体董事的过半数选举和罢免，每届任期为三年，可连选连任；董事会下设提名委员会、战略与投资委员会、薪酬与考核委员会和审计与风险管理委员会，各专门委员会均订有工作细则，对董事会负责，在董事会统一领导下，为董事会决策提供建议、咨询意见。公司设监事会，由三名监事组成，设监事会主席一人，董事、总裁和其他高级管理人员不得兼任监事，监事任期每届三年，任期届满可连选连任；公司监事会对股东大会负责，对公司财务和董事、高管履职情况等进行检查监督。公司设总经理一人，由董事会聘任或解聘，负责公司日常经营管理工作。

内部控制

公司较为重视内部控制与风险管理体系建设工作，制订了一系列内部控制制度，包括《募集资金管理制度》、《内幕信息知情人登记制度》、《投资者关系管理制度》、《信息披露事务管理制度》、《内部审计制度》、《董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理制度》、《独立董事制度》、《董事会秘书工作制度》、《内部控制制度—关联方交易》、《内部控制制度—货币资金》、《内部控制制度—担保》、《内部控制制度—对外投资》、《内部控制制度—合同》、《内部控制制度—财务管理》、《内部控制制度—筹资》、《内部控制制度—销售与收款》、《内部控制制度—成本费用》、《内部控制制度—工程项目》、《内部控制制度—固定资产》、《内部控制制度—预算》以及《内部控制制度—采购与付款》等。通过以上制度能全方位规范公司运作，防范公司风险，为公司发展奠定了良好基础。

总体来看，公司目前已建立了健全的治理结构和内控体系，各项规章制度较为完善，能够保障公司业务顺利开展。

战略规划

未来，公司将抓住南宁市良好发展机遇，大力发展供水及污水处理业务，不断巩固公司在南宁市城区的供水和污水处理一体化、厂网一体化经营优势；在立足南宁市场的同时，适时对外拓展市场，

进一步做大做强；通过“智慧水务”建设，提升公司管理效率、优化资源配置，努力使公司发展成为跨区域经营的中西部地区具有影响力的大型现代化水务公司。

具体来看，公司将不断提升自身水务产业的建设水平和运营水平，全力加快河南水厂改扩建工程、琅东污水处理厂四期工程、江南污水处理厂提标改造及三期工程等重点项目建设，并做好配套管网建设。公司建设目标为：至 2017 年，公司日供水规模达 147 万立方米，日污水处理规模达 95 万立方米，不断扩大供水、污水处理业务的服务范围，进一步巩固公司在南宁市城区供水和污水处理一体化、厂网一体化的经营优势。同时，公司将密切关注南宁市周边水务市场投资机会，适时向外拓展。在立足自身资源优势 and 持续强化城乡水务一体化经营同时，公司将充分挖掘资源平台，最大限度地降低运营和管理成本，为将来跨地区经营积累经验。公司还将积极应对国家行业标准提升要求，开展节能降耗、漏损率控制和污水处理厂提标改造等技改项目；采取安全、高效、经济的污泥处置方案，降低污泥处置造成的二次污染风险及污水厂运营成本。此外，公司科学规划，统筹推进企业“智慧水务”建设，构建动态、灵活、高效的水务智能化运营平台，提升管理效率和水务服务水平；大力实施“人才兴企”战略，优化人才结构，构建精简、高效的组织架构，打造一支敬业奉献、业务精湛的人才队伍，为企业快速发展提供人力资源支撑。

总体来看，公司的战略规划符合公司的定位，未来公司将通过提升服务水平和扩大业务区域，进一步提升竞争能力。同时，中诚信证评对公司未来项目投资对其资金压力以及地方行政干预或地区壁垒对其展业范围扩张产生的负面影响表示关注。

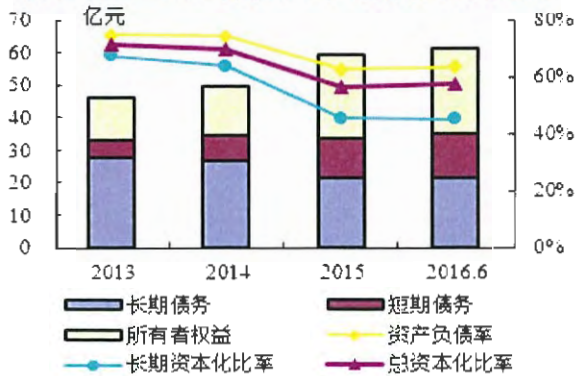
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年合并审计报告，以及未经审计的 2016 年半年度财务报表。

资本结构

随着南宁市经济和城市建设稳步发展，公司加大了供水和污水处理项目的建设投资，近年资产规模保持快速增长。2013~2015 年公司总资产分别为 53.29 亿元、58.85 亿元和 69.06 亿元，年均复合增长率为 13.84%，截至 2016 年 6 月末总资产为 71.72 亿元。负债方面，近年公司负债规模变化不大，同期负债总额分别为 39.98 亿元、43.70 亿元、43.27 亿元，2016 年 6 月末负债总额为 45.53 亿元；2013~2015 年及 2016 年 6 月末所有者权益分别为 13.31 亿元、15.15 亿元、25.79 亿元和 26.19 亿元，受益于股本溢价及经营积累，公司自有资本实力逐步增强。

图 4：2013~2015 年及 2016 年 6 月末公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主。截至 2015 年末，公司非流动资产为 55.83 亿元，占总资产的比重为 80.84%，主要由固定资产和在建工程构成，占非流动资产的比重分别为 58.65% 和 33.42%。其中，固定资产主要为管网、房屋及建筑物和专用设备；在建工程主要为水厂改造及网管建设工程等。流动资产方面，2015 年公司流动资产为 13.23 亿元，占总资产的比重为 19.16%，主要由货币资金和应收账款构成，占流动资产的比重分别为 82.77% 和 11.79%。其中，货币资金主要为银行存款，2015 年货币资金较 2014 年末大幅增长主要系 2.50 亿元短期融资券和 4.50 亿元中期票据的成功发行以及公司首次公开发行股票募集资金所致；应收账款主要系各县市财政局未结款项，回收风险相对较小。

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，截至 2015 年末，公司非流动负债为 23.67 亿元，

占负债总额的比重为 54.70%，主要由长期借款和应付债券构成，占非流动负债的比重分别为 71.82% 和 19.01%。其中，长期借款由保证借款和信用借款构成；应付债券包括 13 年发行的三年期非公开定向债券和 15 年发行的三年期中期票据。公司流动负债为 19.60 亿元，占负债总额的比重为 45.30%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，占流动负债的比重分别为 26.70%、47.65% 和 14.04%。其中，其他应付款主要系工程款、投标保证金和履约保证金等；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券；其他流动负债主要系 2015 年发行的短期融资券。

财务杠杆比率方面，2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司资产负债率分别为 75.02%、74.26%、62.65% 和 63.48%；同期总资本化比率分别为 71.33%、69.63%、56.47% 和 57.33%。整体看来，公司近年财务杠杆比率呈逐年下降趋势，但与国内同行业主要上市公司相比仍处于较高水平。

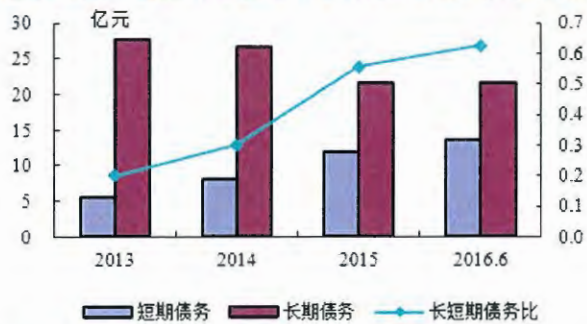
表 11：2015 年国内同行业主要上市公司资本结构指标

公司名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
首创股份	361.25	67.34
重庆水务	195.88	30.55
兴蓉环境	142.02	41.45
绿城水务	69.06	62.65
洪城水业	54.98	62.00
江南水务	35.65	38.30

数据来源：公开资料收集，中诚信证评整理

债务期限结构方面，截至 2015 年末，公司总债务为 33.46 亿元，短期债务为 11.96 亿元，长短期债务比由 2014 年的 0.30 倍升至 0.56 倍，短期债务压力有所加大，2016 年 6 月末长短期债务比为 0.63。总体来看，公司以长期债务为主的债务结构符合公司投资建设的水务工程所具有的投资规模大、建设周期长的特点，但短期债务压力有所上升。

图 5: 2013~2015 年及 2016 年 6 月末公司长短期债务情况



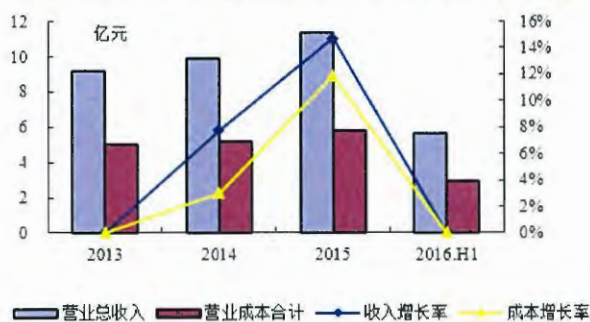
资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司财务杠杆水平偏高, 且近年短期债务压力有所上升; 但公司债务仍以长期债务为主, 且公司目前已成功上市, 股权融资渠道的打通有利于缓解公司债务压力, 财务结构尚属稳健。

盈利能力

得益于南宁市地方经济快速发展带动城市用水需求及污水处理量的增加, 近年来公司营业收入逐年增长。2013~2015 年公司营业总收入分别为 9.15 亿元、9.86 亿元和 11.30 亿元, 复合增长率为 11.17%, 2016 年 1~6 月营业总收入为 5.62 亿元。

图 6: 2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司收入成本分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

表 13: 2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司主要版块收入毛利情况

业务版块	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~6 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供水	4.67	42.50	5.17	43.17	5.71	48.61	2.82	47.64
污水处理	3.98	52.94	4.37	54.55	5.19	51.96	2.59	49.21
工程施工	0.44	6.96	0.28	17.81	0.36	1.90	0.18	10.71
合计	9.09	45.35	9.83	47.51	11.26	48.84	5.59	47.17

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2013~2015 年公司三费合计金额分别为 1.76 亿元、2.19 亿元和 2.94 亿元, 占营业总收入的比例分别为 19.20%、22.24%和 25.99%。2016 年 1~6 月, 公司三费合计金额为 1.63 亿元,

毛利率方面, 2013~2015 年以及 2016 年 1~6 月公司营业毛利率分别为 45.14%、47.55%、48.84%和 47.40%, 毛利率水平整体呈逐步上升趋势, 且与国内同行业上市公司相比处于较高水平。分板块来看, 因邕江水质较好 (大部分时间段为二类水质), 净化成本较低, 加之 2015 年供水设备修理费及折旧费减少, 推动当年公司供水业务毛利率同比增加 5.44 个百分点, 达到 48.61%; 当年污水处理业务毛利率为 51.96%, 同比减少 2.59 个百分点, 主要原因是污水处理量同比大幅增加, 污水处理成本增加; 当年工程施工业务毛利率为 1.90%, 同比减少 15.91 个百分点, 主要原因是对外承接的工程增加, 工程施工成本增加。

表 12: 2015 年国内同行业主要上市公司经营状况

公司名称	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
首创股份	70.61	7.07	32.30
重庆水务	44.88	13.69	45.34
兴蓉环境	30.62	8.60	42.32
洪城水业	16.18	2.08	31.34
绿城水务	11.30	2.47	48.84
江南水务	8.56	3.58	57.76

数据来源: 公开资料收集, 中诚信证评整理

占营业总收入的比例为 28.97%。公司管理费用和销售费用主要为职工薪酬及福利, 2015 年及 2016 年 1~6 月因公司相关费用因员工工资福利待遇提高而同比增加。财务费用包括利息支出、利息收入和汇

兑损失等，2015 年因利息支出及汇兑损失的增加而显著增长；2016 年 1-6 月，受人民币贬值影响，当期发生汇兑损失 0.6 亿元，使得财务费用同比增长 54.88%。总体来看，公司近年三费收入占比维持在较高水平，且呈逐年增长趋势，期间费用控制能力有待提升。

表 14：2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司期间费用分析

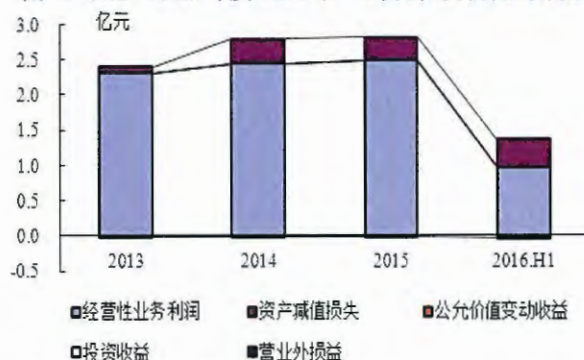
单位：亿元、%

项目	2013	2014	2015	2016.H1
销售费用	0.24	0.24	0.30	0.14
管理费用	0.68	0.79	0.80	0.36
财务费用	0.84	1.16	1.84	1.13
三费合计	1.76	2.19	2.94	1.63
营业总收入	9.15	9.86	11.30	5.62
三费收入占比	19.20	22.24	25.99	28.97

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。近年随着公司业务不断发展，经营性业务利润及利润总额均呈现稳步增长态势。2013~2015 年以及 2016 年 1~6 月，公司经营性业务利润分别为 2.31 亿元、2.45 亿元、2.49 亿元和 0.97 亿元；同期利润总额分别为 2.38 亿元、2.78 亿元、2.80 亿元和 1.32 亿元。

图 7：2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

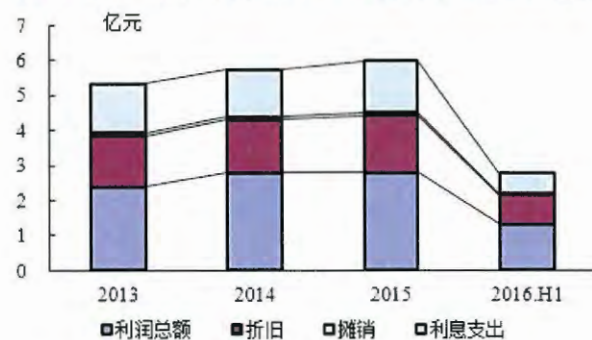
总体来看，得益于南宁市地方经济快速发展及公司展业区域的扩张，公司营业收入逐年增长，盈利能力稳步提升。但值得关注的是，公司所处供水和污水处理行业受到政府管制和干预的风险较大，公司调整水价自主性较弱，这在一定程度上影响公司的盈利能力。

偿债能力

从 EBITDA 获现能力来看，折旧、利息支出和

利润总额为公司 EBITDA 主要构成，近年公司利润总额随业务发展稳步增长；利息支出因外部融资规模增长而相应增加。2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 5.32 亿元、5.72 亿元和 5.98 亿元，呈现持续增长态势，获利能力较好。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2013~2015 年公司总债务/EBITDA 分别为 6.22 倍、6.07 倍和 5.60 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 3.13 倍、3.26 倍和 3.01 倍。总体来看，公司 EBITDA 能够对债务本息形成有效覆盖。

图 8：2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营活动净现金流方面，水务行业的特性决定了公司具有稳定的获现能力。2013~2015 年及 2016 年 1~6 月，公司经营活动净现金流分别为 4.16 亿元、5.16 亿元、5.68 亿元和 3.01 亿元。同期经营活动净现金流/总债务分别为 0.13 倍、0.15 倍、0.17 倍和 0.17 倍；同期经营活动净现金流/利息支出分别为 2.45 倍、2.94 倍、2.86 倍和 3.89 倍，指标整体呈逐年上升趋势，公司经营性现金流对利息和债务的保障能力有所提升。投资活动净现金流方面，2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司投资活动净现金流分别为 -5.12 亿元、-4.42 亿元、-5.82 亿元和 -2.64 亿元，其中 2015 年投资活动产生的现金净流出量同比下降 31.68%，主要由于当年公司加大了供水以及污水处理设施的建设力度，资本性支出较大，购建固定资产、无形资产同比增加，加之预收户表改造工程款同比减少。筹资活动净现金流方面，2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司筹资活动净现金流分别为 3.52 亿元、-0.35 亿元、4.87 亿元和 0.42 亿元，其中 2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额同比增加 1,492.45%，主要由于公司上市首次

公开发行股票募集资金所致。

表 15: 2013~2015 年及 2016 年 1~6 月公司偿债能力分析

财务指标	2013	2014	2015	2016.H1
总债务(亿元)	33.12	34.72	33.46	35.19
EBITDA(亿元)	5.32	5.72	5.98	2.76
资产负债率(%)	75.02	74.26	62.65	63.48
总资本化比率(%)	71.33	69.63	56.47	57.33
经营活动净现金流(亿元)	4.16	5.16	5.68	3.01
EBITDA 利息倍数(X)	3.13	3.26	3.01	3.57
总债务/EBITDA(X)	6.22	6.07	5.60	6.37
经营净现金流/总债务(X)	0.13	0.15	0.17	0.17
经营净现金流/利息支出(X)	2.45	2.94	2.86	3.89

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 截至 2016 年 6 月末, 公司共有银行授信额度 47.50 亿元, 已使用银行授信 13.45 亿元, 尚存在 34.05 亿元银行授信未使用, 备用流动性充足; 同时, 公司作为 A 股上市公司, 直接融资渠道顺畅, 可以通过增发、配售股票等方式进行股权融资, 较强的综合融资能力为其债务偿还提供有力保障。

对外担保方面, 截至 2016 年 6 月末, 公司无对外担保, 不存在相应的或有负债风险。

总体来看, 公司作为南宁市最主要的水务运营主体, 区域垄断优势显著, 业务发展态势良好, 获现能力较稳定, 同时鉴于公司外部融资渠道顺畅, 较强的综合融资能力可为公司业务开展提供支持, 整体偿债能力很强。

结 论

综上, 中诚信证评评定广西绿城水务股份有限公司主体信用级别为 **AA⁺**, 评级展望为稳定; 评定“广西绿城水务股份有限公司公开发行 2016 年公司债券(第一期)”信用级别为 **AA⁺**。

关于广西绿城水务股份有限公司 公开发行2016年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

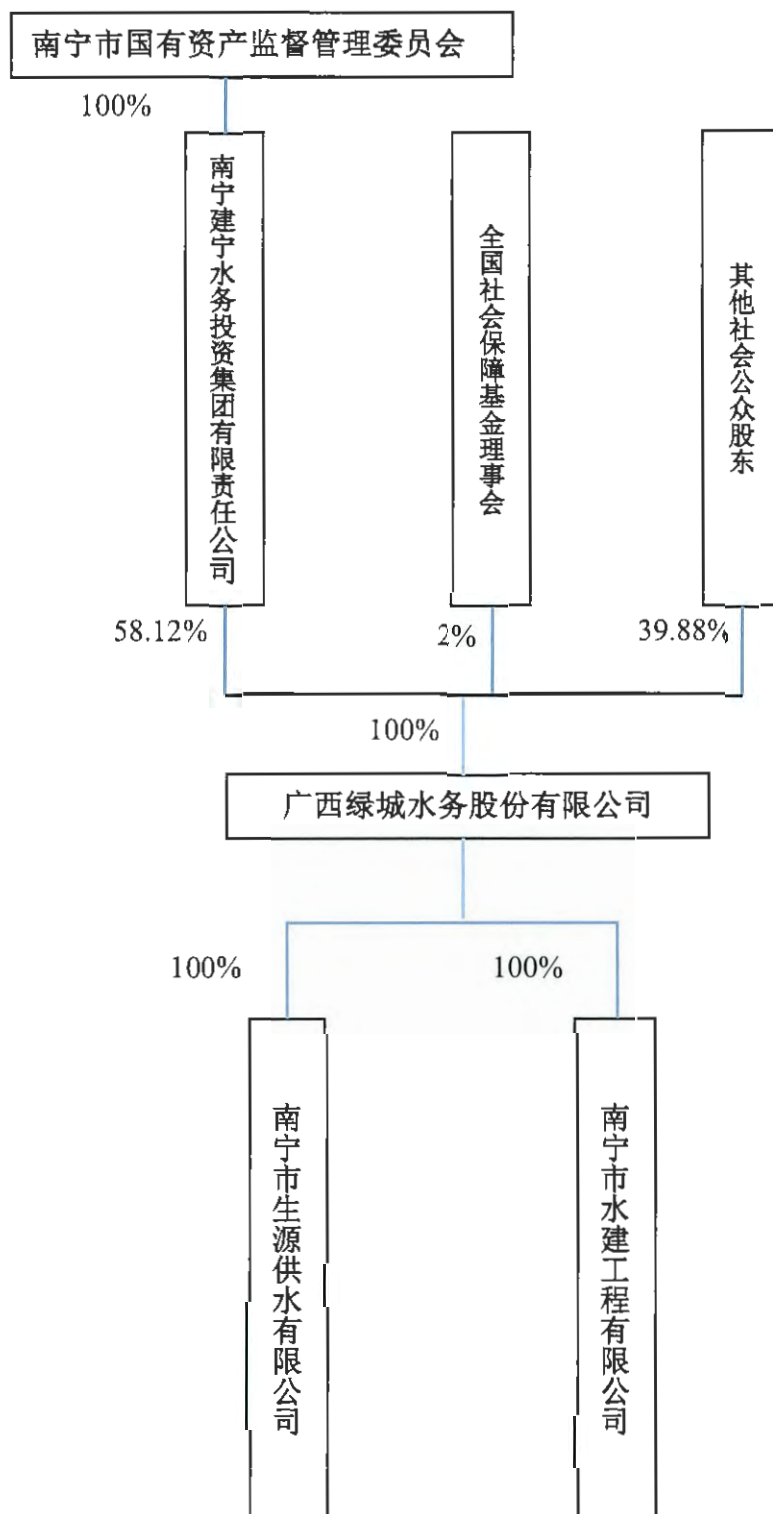
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等要素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）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。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

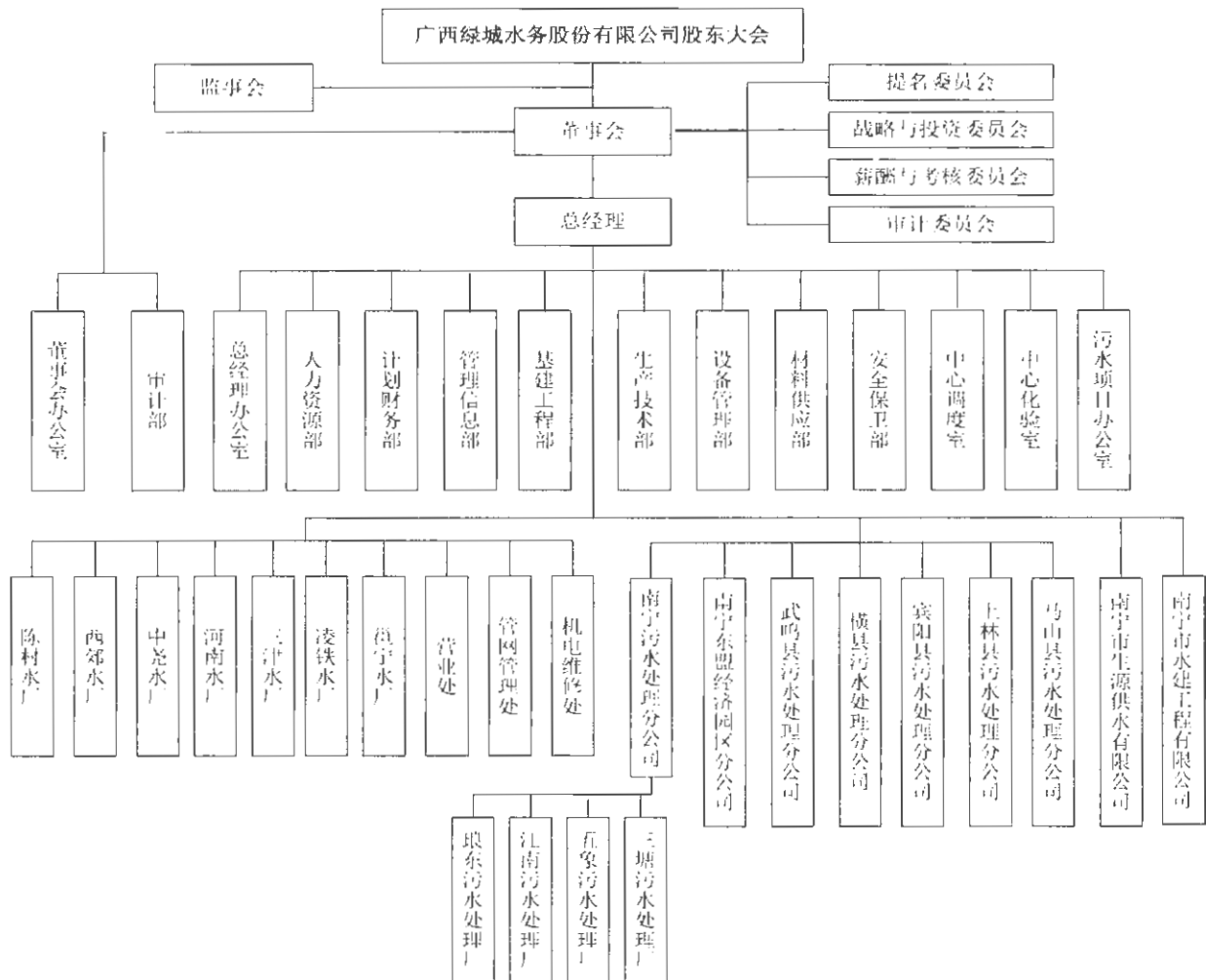
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：广西绿城水务股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 6 月 30 日）



备注：南宁建宁水务投资集团有限责任公司持有的本公司股份中有 58.02% 为有限售条件流通股，0.1% 为无限售条件流通股。

附二：广西绿城水务股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 6 月 30 日）



附三：广西绿城水务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.H1
货币资金	58,260.37	62,160.00	109,530.58	117,500.52
应收账款净额	7,453.31	9,051.37	15,602.33	15,848.96
存货净额	4,451.42	3,820.84	3,096.03	3,272.64
流动资产	72,653.06	77,958.52	132,327.02	141,410.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	417,428.05	468,220.75	515,724.68	533,450.43
总资产	532,922.05	588,511.80	690,605.82	717,249.06
短期债务	54,876.84	80,279.62	119,577.04	135,633.28
长期债务	276,289.87	266,920.39	214,978.22	216,299.86
总债务	331,166.70	347,200.01	334,555.26	351,933.14
总负债	399,804.02	437,056.05	432,675.43	455,336.39
所有者权益（含少数股东权益）	133,118.03	151,455.75	257,930.39	261,912.66
营业总收入	91,466.05	98,551.85	113,033.99	56,179.09
三费前利润	40,644.41	46,372.21	54,282.75	25,956.38
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	20,183.77	23,548.39	23,690.33	11,119.64
EBITDA	53,205.53	57,206.69	59,764.33	27,612.79
经营活动产生现金净流量	41,627.72	51,555.53	56,796.09	30,083.20
投资活动产生现金净流量	-51,153.74	-44,165.07	-58,157.32	-26,354.85
筹资活动产生现金净流量	35,221.68	-3,494.84	48,663.82	4,216.62
现金及现金等价物净增加额	25,661.48	3,899.63	47,370.58	7,969.95
财务指标	2013	2014	2015	2016.H1
营业毛利率（%）	45.14	47.55	48.84	47.40
所有者权益收益率（%）	15.16	15.55	9.18	8.49*
EBITDA/营业总收入（%）	58.17	58.05	52.87	49.15
速动比率（X）	0.67	0.50	0.66	0.64
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.15	0.17	0.17*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.76	0.64	0.47	0.44*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.45	2.94	2.86	3.89
EBITDA 利息倍数（X）	3.13	3.26	3.01	3.57
总债务/EBITDA（X）	6.22	6.07	5.60	6.37*
资产负债率（%）	75.02	74.26	62.65	63.48
总资本化比率（%）	71.33	69.63	56.47	57.33
长期资本化比率（%）	67.49	63.80	45.46	45.23

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；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201605160887

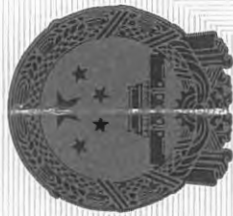
名称	中诚信证券评估有限公司
类型	一人有限责任公司（法人独资）
住所	青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室
法定代表人	关敬如
注册资本	人民币 5000.0000 万元整
成立日期	1997 年 8 月 20 日
营业期限	1997 年 8 月 20 日 至 2017 年 8 月 19 日
经营范围	证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一支。 【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年 05 月 19 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信证券评估有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：关敬如

注册地址：上海市青浦区新业路599号1幢968室

编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



周飞, 证件号码:420984199008100010, 于2015年10月25日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201510333097603033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



周飞, 证件号码:420984199008100010, 于2015年11月29日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201512333470022033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



孟一波，证件号码:33042419831225003X，于2014年11月29日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201412311033442031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



孟一波，证件号码:33042419831225003X，于2014年11月29日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201412311139445031

