



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪442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已发行的“广西绿城水务股份有限公司2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持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
二零一九年六月十三日

广西绿城水务股份有限公司 2016年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

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 2016 年公司债券（第一期）		
债券简称	16 绿水 01		
债券代码	136689		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2016/9/12~2021/9/12		
上次评级时间	2018/6/4		
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

绿城水务	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	27.98	30.68	32.43
总资产（亿元）	75.42	81.31	92.99
总债务（亿元）	36.19	39.14	42.39
营业总收入（亿元）	11.95	12.44	13.37
营业毛利率（%）	46.20	45.12	43.45
EBITDA（亿元）	6.33	7.19	6.81
所有者权益收益率（%）	10.36	11.38	8.61
资产负债率（%）	62.90	62.26	65.13
总债务/EBITDA（X）	5.72	5.44	6.22
EBITDA 利息倍数（X）	4.20	4.99	4.04

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；其他流动负债中的短期融资债券调入短期债务。

分析师

张 卡 kzhang@ccxr.com.cn

刘 凯 kliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月13日

基本观点

2018年广西绿城水务股份有限公司（以下简称“绿城水务”或“公司”）继续保持区域垄断优势，售水量和污水处理量进一步提升，营业收入持续增长，盈利能力较好且经营活动净现金流状况良好。同时，公司所处行业发展前景较好。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到南宁市本地水务市场拓展空间有限、未来资本支出压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持绿城水务主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“广西绿城水务股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺。

正 面

- 行业发展前景良好。“水十条”政策的出台和实施，水务市场将迎来新的发展机遇；“十三五”污水规划以及污水处理价格机制改革的落地落实，将助力污水处理行业的可持续发展，提升污水处理企业的盈利能力。
- 保持区域垄断优势。公司是南宁市最主要的水务运营主体，被南宁市政府授予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四县一区区域的污水处理特许经营权，供排水业务在南宁市保持区域垄断优势。
- 售水量和污水处理量进一步提升，主营业务收入持续增长。2018年公司实现售水量 40,956.04 万立方米，同比增长 4.37%；污水处理量 37,456.29 万立方米，同比增长 8.68%；实现主营业务收入 13.29 亿元，同比增长 7.31%；

关 注

- 南宁市本地水务市场拓展空间有限。目前公司在南宁市本地水务市场的占有率已接近饱和，后续业务拓展空间有限。



- 未来资本支出压力较大。为了适应公司进一步的发展壮大，公司新建及改扩建部分水厂、污水处理厂及管网等，截至 2018 年末，公司有较多的在建项目工程，在建的项目工程尚需投入资金较多，未来公司面临较大资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

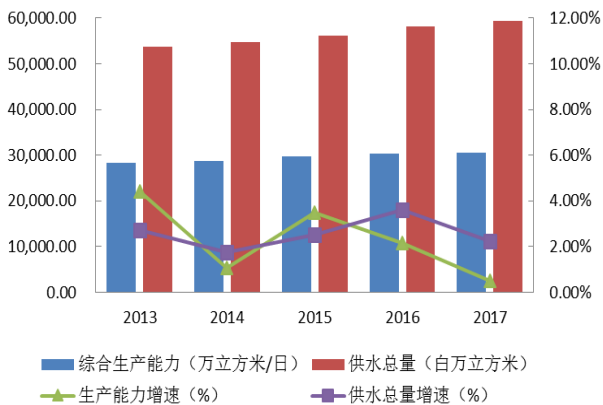
行业分析

2018年我国城市供水市场稳健增长，随着“水十条”等政策的陆续出台和实施，供水行业或将迎来新的发展机遇；污水处理行业亦稳步发展，且随着价格机制改革等政策的落实，将进一步助力污水处理行业的可持续发展

2018年，我国供水行业发展较为稳定。根据国家统计局数据，2018年末我国城镇化率为59.58%，较上年末提高1.06个百分点，随着城镇化率的提高，用水量亦有一定程度的增长，2018年总用水量6,110亿立方米，比上年增长1.1%。其中，生活用水增长1.4%，公业用水增长0.6%，农业用水增长1.1%，生态补水增长3.8%。人均用水量439立方米，比上年增长0.6%。

城市供水总量呈现增长态势，由2013年的537.30亿立方米增长至2017年的593.76亿立方米。综合生产能力由2013年的28,373.40万立方米/日增长至2017年的30,475.00万立方米/日。城市用水普及率也随着城市化进程的推进持续增长，由2013年的97.56%增长至2017年的98.30%。

图1：2013~2017年城市供水总量与综合生产能力及其增速

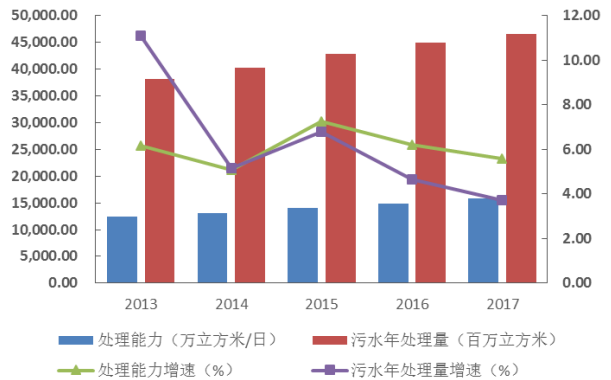


资料来源：2017年城乡建设统计年鉴，中诚信证评整理

近年来，我国污水处理市场发展迅速，随着政府加大基础设施建设和环保投资力度，污水处理行业稳步发展，城市污水处理能力显著增长，城市污水处理能力由2013年的12,454.00万立方米/日增长至2017年的15,743.00万立方米/日，年均复合增长率为6.03%；城市污水处理量由2013年的381.89亿立方米增长至2017年的465.49亿立方米；城市污水排水管道由2013年的464,878公里增长至2017

年的630,304公里，年均复合增长率为7.91%。城市污水处理厂由2013年的1,736座增长至2017年的2,209座；城市污水处理率由2013年的89.34%增长至2017年的94.54%。

图2：2013~2017年城市污水处理量和处理能力及其增速



资料来源：2017年城乡建设统计年鉴，中诚信证评整理

经过多年的发展，传统污水处理行业已经基本完成了最初的圈地布局，发展到了成熟阶段。根据国家发改委、住建部2016年底印发的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用建设规划》（以下简称“《规划》”），“十三五”目标，到2020年底实现城镇污水处理设施全覆盖，城市污水处理率达到95%，其中地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理；县城不低于85%，其中东部地区力争达到90%；建制镇达到70%，其中中西部地区力争达到50%；京津冀、长三角、珠三角等地区提前一年完成。“十三五”期间，政府将加大投入，实现城镇污水处理设施建设由“规模增长”向“提质增效”转变，由“重水轻泥”向“泥水并重”转变，由“污水处理”向“再生利用”转变。同时，为解决水资源短缺及内涝灾害频发等影响人民生活和城市有序运行的问题，政府推出海绵城市的理念，财政部、住房城乡建设部、水利部组织开展了海绵城市建设试点工作。在上述产业政策的引导下，单环节的污水处理，将向水环境综合治理、提高水的综合利用转变。

政策方面，2015年4月16日，国务院正式发布《水污染防治行动计划》（以下简称“水十条”），明确了今后国内水污染防治新方向和奋斗目标，提出将在污水处理、工业废水、全面控制污染物排放等多方面实行最严格环保制度，并落实严格考核问责，形成“政府统领、企业施治、市场驱动、公众

参与”的水污染防治新机制。“水十条”通过加大治污投资力度，大幅提升污染治理科技、环保装备研制和产业化水平等措施，可直接带动环保产业的提升发展，增加非农就业人口。

此外，为规范和加强水污染防治专项资金管理，提高财政资金使用效益，财政部、环境保护部依据“水十条”于2015年7月9日制定并印发了《水污染防治专项资金管理办法》，其中明确规定了用于支持水污染防治和水生态环境保护方面的专项资金实行专款专用。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。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。

2016年6月12日，环保部发布《水污染防治法（修订草案）》（征求意见稿）及其编制说明。这是《水污染防治法》施行8年以来的首次大规模修订，修订工作以改善水环境质量为核心，重点针对当前法律实施中存在的主要问题开展修订。2018年6月，国家发改委发布《关于创新和促进绿色发展价格机制的意见》，要求建立有利于节约用水的价格机制，深入推进农业水价综合改革、深入推进农业水价综合改革、全面推行城镇非居民用水超定额累进加价制度、建立有利于再生水利用的价格政策；完善污水处理收费政策，建立城镇污水处理费动态调整机制、建立企业污水排放差别化收费机制、建立与污水处理标准相协调的收费机制、探索建立污水处理农户付费制度、健全城镇污水处理服务费市场化形成机制。

随着“水十条”等相关政策的出台实施及落地，水务行业有望迎来新的发展机遇。水务公司将通过加速外延扩张、提升管理水平增厚利润、选择股东

优质资产注入等手段，来进一步提升其盈利能力。而面对高标准、严监管、市场导向和资本导向的发展趋势，水务企业也将面临诸多挑战，预计未来业内产业并购、整合现象将进一步加剧。同时，随着污水处理费提升等政策的落实，污水处理行业整体运营环境不断改善，污水处理企业收入规模有望得到提升，盈利能力有望进一步增强。

业务运营

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。2018年，公司实现营业收入13.37亿元，同比增长7.44%，其中主营业务收入13.29亿元，同比增长7.31%，供水、污水处理和工程施工收入占当期主营业务收入的比重分别为49.86%、45.67%和4.67%。

表1：2017~2018年公司主营业务收入构成

单位：亿元、%

分行业	2017		2018		收入同比增减
	收入	占比	收入	占比	
供水	6.27	50.61	6.63	49.86	5.72
污水处理	5.64	45.52	6.04	45.47	7.20
工程施工	0.48	3.87	0.62	4.67	29.46
合计	12.39	100.00	13.29	100.00	7.31

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

依托区域垄断优势和绝对的市场地位，公司售水量和污水处理量持续增长，业务规模进一步提升

2018年，公司继续拥有对南宁市中心城区（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）的供水特许经营权、南宁市中心城区及下辖四县一区（宾阳县、横县、马山县、上林县及武鸣区）的污水处理特许经营权。公司在南宁市城区实行供水、污水处理一体化经营，除历史形成的南宁市及周边部分小型自来水厂，南宁市城区绝大部分城市供水与全部城市生活污水处理服务均由公司提供，供水和污水处理业务在南宁市占有绝对市场地位，具有区域垄断优势。

供水业务

跟踪期内，公司未有新增水厂，截至 2018 年末，公司拥有自来水生产单位仍为 7 个，分别为陈村水厂、三津水厂、河南水厂、中尧水厂、西郊水厂、凌铁水厂和南宁东盟经济园区分公司，合计供水设计能力与上年持平，仍为 142 万立方米/日。目前，广西-东盟经济技术开发区水厂一期扩建工程和陈村水厂三期工程正在推进，预计 2019 年投产，可新增供水能力 26 万立方米/日。

供水管网方面，截至 2018 年末，公司供水管网总长度较上年增长 1.70%，增长至 2,875.50 千米。

表 2：2016~2018 年公司自来水产能及售水量情况

单位：千米、万立方米/日、万立方米

	2016	2017	2018
公司管网长度	2,775.36	2,827.43	2,875.50
设计日供水能力	147	142	142
最高日供水量	144.67	153.03	157.16
售水量	37,891.70	39,242.93	40,956.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司接收了南宁铁路局、江南区龙潭水厂供水区域和业务，同时得益于南宁市地方经济快速发展带动城市用水需求增加，2018 年公司实现售水量 40,956.04 万立方米，同比增长 4.37%，生产能力与规模为广西省同行业首位，在南宁市保持绝对的市场地位。从用水结构来看，公司下游客户以居民客户为主。2018 年公司居民生活用水量为 27,079.87 万立方米，同比增长 3.67%，占当期售水总量的比重为 66.12%，平稳增长的南宁市居民生活用水总量保障了公司供水业务收入的稳步提升，2018 年公司供水业务实现收入 6.63 亿元，同比增长 5.72%。

表 3：2016~2018 年公司售水结构

类别	销量（万立方米）		
	2016	2017	2018
居民	25,255.82	26,120.96	27,079.87
行政事业	3,544.46	3,885.09	4,294.38
工业	2,795.28	2,743.61	2,745.87
商业	3,757.12	3,904.90	4,170.68
特种	74.36	87.61	103.42
建筑	2,464.66	2,500.76	2,561.82
合计	37,891.70	39,242.93	40,956.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

污水处理业务

公司污水处理收集范围包括南宁市（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）及宾阳县、横县、马山县、上林县和武鸣区，截至 2018 年末，公司拥有 8 个污水处理单位，分别为江南污水处理厂、埌东污水处理厂、三塘污水处理厂、武鸣污水处理分公司、宾阳县污水处理分公司、横县污水处理分公司、上林县污水处理分公司和马山县污水处理分公司，合计处理能力为 90.20 万立方米/日，与上年持平。目前，公司江南污水处理厂水质提标及三期工程、埌东污水处理厂四期工程、三塘污水处理厂水质提标及二期工程和物流园污水处理厂一期工程等正在稳步推进，待上述项目投产后，污水处理能力将有所提升。

表 4：2016~2018 年公司污水处理情况

	2016	2017	2018
污水处理能力（万立方米/日）	88.20	90.20	90.20
污水处理量（万立方米）	33,395.92	34,465.52	37,456.29

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：在高峰期，部分污水处理厂存在超负荷运转状态

公司下属污水处理单位均不间断运输、收集污水进行净化处理。随着国家对城市污水处理率要求的提高，公司污水管网收集范围的不断扩大，污水处理业务后续仍有增长空间。2018 年，公司污水处理量 37,456.29 万立方米，同比增长 8.68%，当年公司污水处理业务实现收入 6.04 亿元，同比增长 7.20%。

目前公司污水合计处理能力基本满足所开展业务地区污水处理需求，但随着城市污水管网的逐步完善，污水处理量的不断增加，2018 年埌东污水处理厂、江南污水处理厂、宾阳县污水处理分公司和马山县污水处理分公司等污水处理单位出现污水处理超负荷运转情况，为解决污水处理能力不足问题，公司在推进埌东污水处理厂、江南污水处理厂、三塘污水处理厂、物流园区污水处理厂等污水厂提标新改扩建工作。

2018年公司毛利率水平受成本增加影响有所下滑，但受益于水源水质较好，公司取水及净化成本相对较低，仍能保障其相对较高的盈利水平

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，符合二类水水质标准，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。2018年受营业成本增加影响，公司主营业务毛利水平有所下滑，当年主营业务毛利率为43.18%，较上年下降1.71个百分点。整体来看，公司盈利水平有所下滑，但仍保持在相对较高水平。

水价方面，2018年公司自来水价格与上年保持一致，南宁市终端自来水价格由水资源费、自来水费及污水处理费构成，其中供水业务涉及的水价仅包括水资源费和自来水费。

表 5：南宁市现行水价构成

	单位：元/立方米			
	水资源费	自来水费	污水处理费	终端水价
居民用水	0.10	1.45	1.14	2.69
非居民用水	0.10	1.49	1.40	2.99
特种用水	0.10	4.97	1.40	6.47
建筑用水	0.10	2.20	1.40	3.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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”。污水处理服务费原则上以三年作为一个调整周期，每个调整周期届满前，公司可结合实际经营情况提出调价申请。跟踪期内，公司的污水处理服务费价格标准与上年一致。

目前公司向用户征收的污水处理费为政府非税收入，全额上缴国库。之后由当地政府按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。

表 6：公司污水处理业务结算价格

	单位：元/立方米	
	污水处理费服务价格标准 (2015.3.1~2018.2.28)	污水处理服务费价格标准 (2018.3.1~至今)
南宁市	1.78	1.78
武鸣区	2.16	2.16
宾阳县	2.30	2.30
马山县	3.63	3.63
上林县	5.29	5.29
横县（除六景工业园外）	2.49	2.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司重大在建项目较多，需要投入金额较大，未来面临较大的资本支出压力

为了适应公司进一步的发展壮大，公司新建及改扩建部分水厂、污水处理厂及管网等，截至2018年末，公司主要重大在建项目分别为广西-东盟经济技术开发区水厂一期扩建工程、江南污水处理厂水质提标及三期工程、埌东污水处理厂四期工程、南宁市三塘污水处理厂水质提标及二期工程和南宁市五象新区污水管网一期工程等，上述项目均为自主运营模式，上述项目尚需投资金额较多，未来公司资本支出压力较大。

表 7：截至 2018 年末公司主要重大在建项目情况

	单位：亿元	
项目名称	预计总投资	截至 2018 年末已投资
广西-东盟经济技术开发区水厂一期扩建工程	0.78	0.72
陈村水厂三期工程	3.96	0.25
江南污水处理厂水质提标及三期工程	16.59	3.37
埌东污水处理厂四期工程	2.28	0.37
南宁市三塘污水处理厂水质提标及二期工程	2.32	0.61
物流园污水处理厂一期工程	4.04	0.05
绿城水务调度检测中心	1.87	0.95
南宁市五象新区污水管网一期工程	8.66	5.38
南宁市天雹水库到陈村水厂应急水源管道工程	1.46	0.30
邕武路扩建（快环-外环高速路）污水管工程	2.03	0.46
南宁市银海大道（K8+080-平乐大道）污水管工程	3.09	0.08
合计	47.08	12.54

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

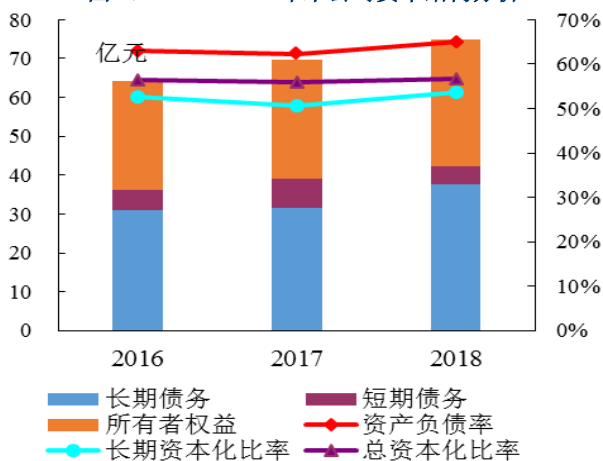
以下财务分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年审计报告和经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017-2018 年审计报告，2016 年和 2017 年数据分别为 2017 年审计报告和 2018 年审计报告期初数。

资本结构

随着公司业务规模的扩张及供水、污水处理及管网项目的建设投资增加，2018 年公司资产和负债规模均保持稳步增长趋势。截至 2018 年末，公司资产总额为 92.99 亿元、同比增长 14.36%，同期负债总额为 60.56 亿元，同比增长 19.63%。受益于经营积累，公司自有资本实力有所增长，截至 2018 年末所有者权益为 32.43 亿元，同比增长 5.67%。

财务杠杆方面，受债务规模的扩大，2018 年公司财务杠杆比率较上年有所增加，但仍保持在较为合理水平，截至 2018 年末公司资产负债率为 65.13%，较上年末增加 2.87 个百分点；总资本化比率为 56.66%，较上年末增加 0.60 个百分点。

图 3：2016~2018 年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，截至 2018 年末，公司流动资产占总资产的比重为 15.22%，非流动资产占总资产的比重为 84.78%。流动资产方面，截至 2018 年末，公司流动资产为 14.16 亿元，主要由货币资金和应收账款构成，上述科目占当期流动资产的比重分别为 78.85% 和 10.16%。货币资金为 11.16 亿元，主要系银行存款，资金无使用权受限的情况，流动性较好；

应收账款为 1.44 亿元，主要系政府待支付的污水处理服务费，回收风险相对较小。

非流动资产方面，截至 2018 年末，非流动资产为 78.83 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，上述科目占当期非流动资产的比重分别为 60.45%、30.95% 和 7.07%。固定资产为 47.66 亿元，主要系房屋及建筑物 13.07 亿元、管网设备资产 28.58 亿元和专用设备 5.82 元；在建工程为 24.40 亿元，主要系在建的广西-东盟经济技术开发区水厂一期扩建工程、江南污水处理厂水质提标及三期工程、埌东污水处理厂四期工程、南宁市三塘污水处理厂水质提标及二期工程和南宁市五象新区污水管网一期工程等；无形资产为 5.57 亿元，主要系土地使用权，无形资产余额较上年末增长 54.38%，主要系当年新增江南污水处理厂水质提标及三期工程土地和陈村水厂三期扩建工程土地等土地使用权所致。

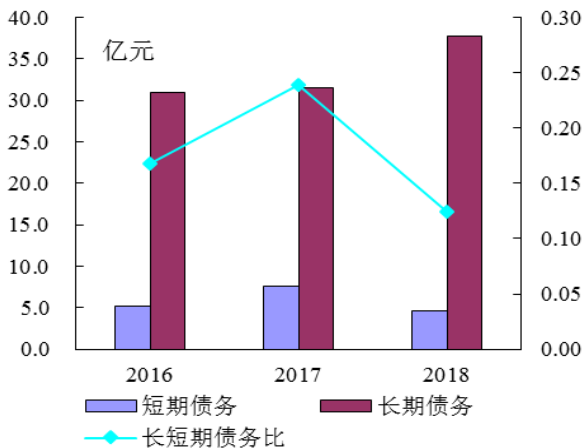
从负债构成来看，公司负债以非流动负债为主，截至 2018 年末，公司流动负债占总负债比例为 26.58%，非流动负债占总负债比例为 73.42%。流动负债方面，截至 2018 年末，流动负债为 16.10 亿元，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，上述科目占当期流动负债的比重分别为 45.01% 和 29.11%。其他应付款为 7.25 亿元，主要系公司应付工程款 4.68 亿元和应付三供一业费用 1.15 亿元；一年内到期的非流动负债为 4.69 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动负债为 44.46 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，上述科目占当期非流动负债的比重分别为 62.35%、22.45% 和 12.71%。长期借款为 27.73 亿元，应付债券为 9.98 亿元，主要系公司 2016 年发行的公司债券，期限为 5 年，发行的票面利率为 3.09%；长期应付款为 5.65 亿元，主要系中央专项资金和财政资金。

债务结构方面，2018 年公司债务规模有稍许增加，当年末总债务为 42.39 亿元，较上年增加 3.25 亿元，同比增长 8.30%。截至 2018 年末，公司债务以长期债务为主，公司长短期债务（短期债务/长期

债务) 比为 0.12 倍, 较上年减少了 0.12 倍。

图 4: 2016~2018 年末公司债务结构情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从债务到期期限来看, 截至 2018 年末, 公司债务规模为 42.39 亿元, 其中 2019~2021 年公司需要偿还债务分别为 4.69 亿元、11.54 亿元和 15.41 亿元。

表 8: 截至 2018 年末公司债务到期分布情况

单位: 亿元

分布期限	2019	2020	2021
金额	4.69	11.54	15.41

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总的来看, 随着公司经营规模的扩大, 2018 年公司总资产和负债规模稳步增长, 财务杠杆保持在合理水平, 债务结构相对合理。

盈利能力

跟踪期内, 得益于南宁市地方经济快速发展和公司拓展部分供水区域带动公司供水量及污水处理量的增加, 2018 年公司实现主营业务收入 13.29 亿元, 同比增长 7.31%。分板块来看, 供水业务实现收入 6.63 亿元, 同比增长 5.72%; 污水处理业务实现收入 6.04 亿元, 同比增长 7.20%; 工程施工业务收入 0.62 元, 同比增长 29.46%。

营业毛利率方面, 2018 年受成本增加影响, 公司主营业务毛利水平有所下滑, 当年主营业务毛利率为 43.18%, 较上年下降 1.71 个百分点。分板块来看, 由于折旧摊销费和电费等营业成本较上年同比增加, 2018 年公司供水业务毛利率同比下降 1.31 个百分点至 40.82%, 虽然供水业务毛利率有所下滑但仍高于行业平均水平, 公司供水毛利率较高, 主

要系公司所在地水质较好, 原水取水成本较低; 公司管网折旧年限相对较长, 折旧成本相对较低; 公司依据供排水一体化和长网一体化的运营模式, 构建了精简高效的管理架构, 使得平均人工成本较低。因折旧费、人工成本及污泥处理费等营业成本较上年同期增长较多, 2018 年公司污水处理业务毛利率为 48.86%, 较上年下降 1.80 个百分点。当年工程施工业务毛利率为 13.09%, 与上年基本持平。

表 9: 2017~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况

单位: 亿元、%

分行业	2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率
供水	6.27	42.13	6.63	40.82
污水处理	5.64	50.67	6.04	48.86
工程施工	0.48	13.06	0.62	13.09
合计	12.39	44.89	13.29	43.18

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2018 年公司期间费用为 2.74 亿元, 同比增长 48.42%。其中销售费用为 0.34 亿元, 较上年小幅下降 1.62%; 管理费用为 0.87 亿元, 同比增长 4.07%, 主要系人工成本同比增加所致; 财务费用为 1.53 亿元, 大幅增长 130.40%, 主要系受汇率变动影响, 外币借款产生的汇兑净损失同比增加及利息支出净额同比增加所致。2018 年, 公司期间费用收入占比 20.49%, 较上年增加 5.65 个百分点, 公司期间费用控制能力有一定程度的下降。

表 10: 2016~2018 年末公司期间费用

单位: 亿元、%

	2016	2017	2018
销售费用	0.31	0.35	0.34
管理费用	0.75	0.83	0.87
财务费用	1.61	0.66	1.53
研发费用	-	-	-
期间费用合计	2.67	1.85	2.74
营业总收入	11.95	12.44	13.37
期间费用收入占比	22.36	14.84	20.49

期间费用收入占比=期间费用/营业总收入

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

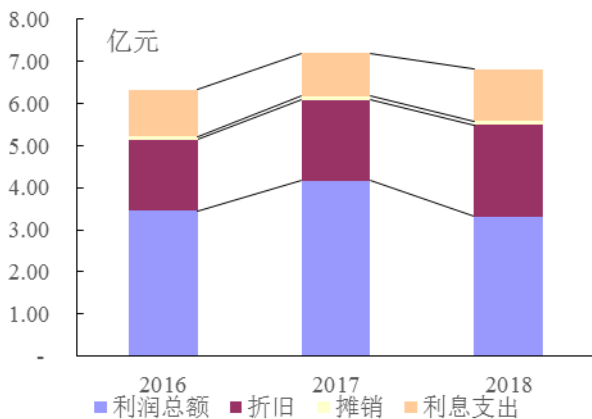
从利润总额来看, 公司利润总额主要由经营性业务利润构成, 2018 年公司利润总额为 3.31 亿元, 较上年减少 0.85 亿元, 同比下降 20.49%, 主要系财务费用的大幅度增加和其他收益的减少。

总体来看，得益于南宁市地方经济快速发展和公司拓展部分供水区域带动公司供水量及污水处理量的增加，公司营业收入保持稳定增长，但受汇兑损失影响，公司净利润有所下滑。

偿债能力

从债务规模来看，随着公司经营业务的进一步发展，公司的债务规模也呈现增长态势。截至 2018 年末，公司总债务为 42.39 亿元，其中短期债务为 4.69 亿元，较上年减少 2.88 亿元；长期债务为 37.71 亿元，较上年增加 6.13 亿元。获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2018 年，受利润总额下滑的影响，公司 EBITDA 有稍许下滑，截至 2018 年末，公司 EBITDA 为 6.81 亿元，其中利润总额为 3.31 亿元、计入财务费用的利息支出为 1.23 亿元和折旧费用 2.17 亿元。偿债指标方面，2018 年公司总债务/EBITDA 为 6.22 倍，同比增加 0.78 倍；EBITDA 利息保障倍数为 4.04 倍，同比减少 0.95 倍，公司 EBITDA 对债务本息保障程度有所下滑但保障能力仍较好。

图 5：2016~2018 年末公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从经营活动现金流方面来看，水务行业的特性决定了公司具有稳定的获现能力，2018 年公司经营性活动产生净现金流量为 11.58 亿元，较上年大幅增长 74.43%，主要系跟踪期内公司“三供一业”供水设施维修改造工程款收支净额增加 1.15 亿元、收到的与资产相关的政府补助款同比增加 3.09 亿元和当期收入增加收到现金同比增加。2018 年公司经营活动净现金流/总债务为 0.27 倍，较上年增加了 0.10 倍；经营活动净现金流/利息支出为 6.86 倍，较上

年增加了 2.25 倍，经营性现金流对本息的保障能力有一定的提升。

表 11：2016~2018 年末公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018
总债务（亿元）	36.19	39.14	42.39
EBITDA（亿元）	6.33	7.19	6.81
经营活动净现金流（亿元）	6.09	6.64	11.58
资产负债率（%）	62.90	62.26	65.13
总资本化比率（%）	56.40	56.06	56.66
EBITDA 利息倍数（X）	4.20	4.99	4.04
总债务/EBITDA（X）	5.72	5.44	6.22
经营净现金流/总债务（X）	0.17	0.17	0.27
经营净现金流/利息支出（X）	4.05	4.61	6.86

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司共有银行授信额度 119.00 亿元，已使用银行授信 25.88 亿元，尚可使用银行授信为 93.12 亿元，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，具有较强的权益融资能力。

对外担保方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，不存在相应的或有负债风险。

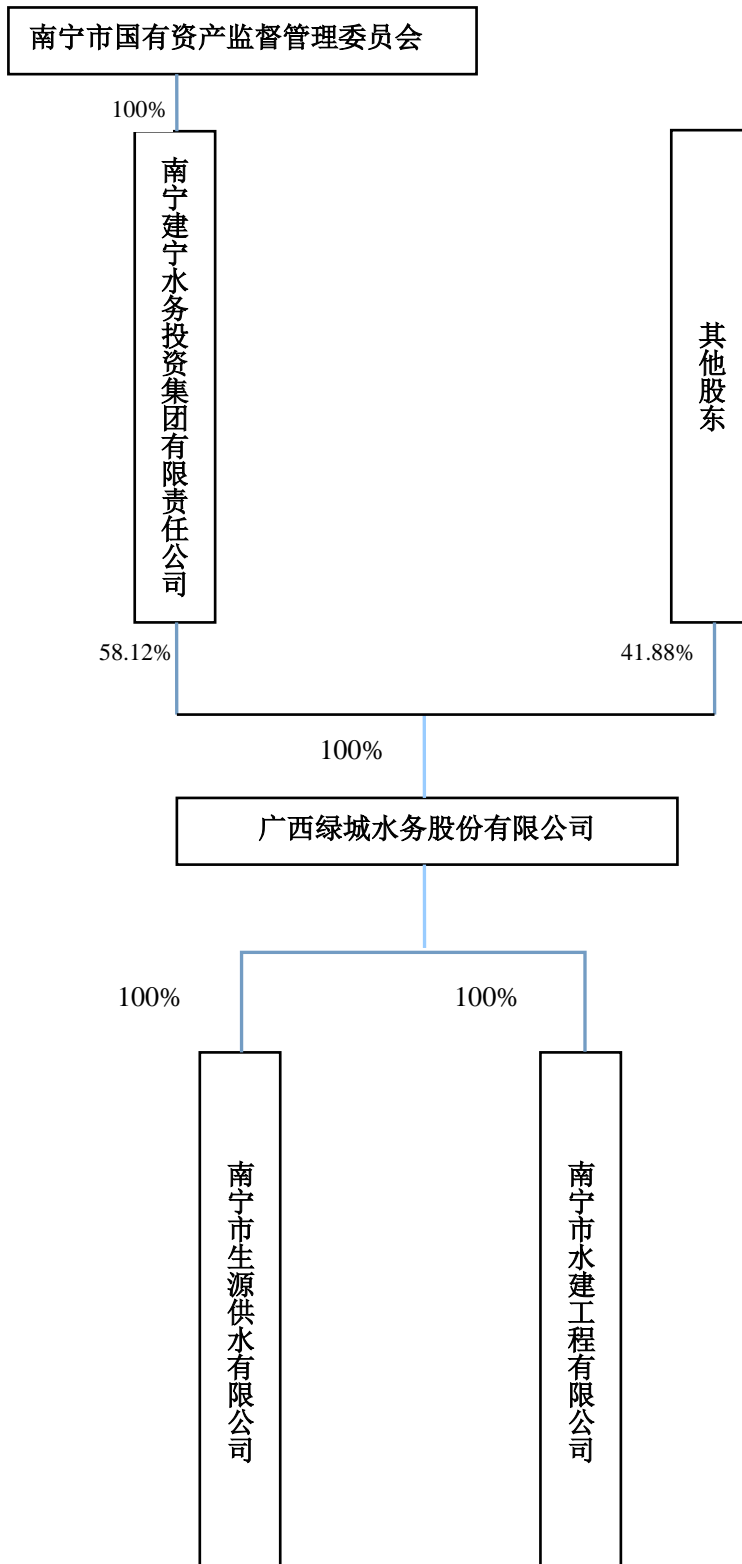
受限资产方面，截至 2018 年末，公司不存在所有权或使用权收到限制的资产。

总的来看，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，获现能力较好，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，整体偿债能力依然很强。

结 论

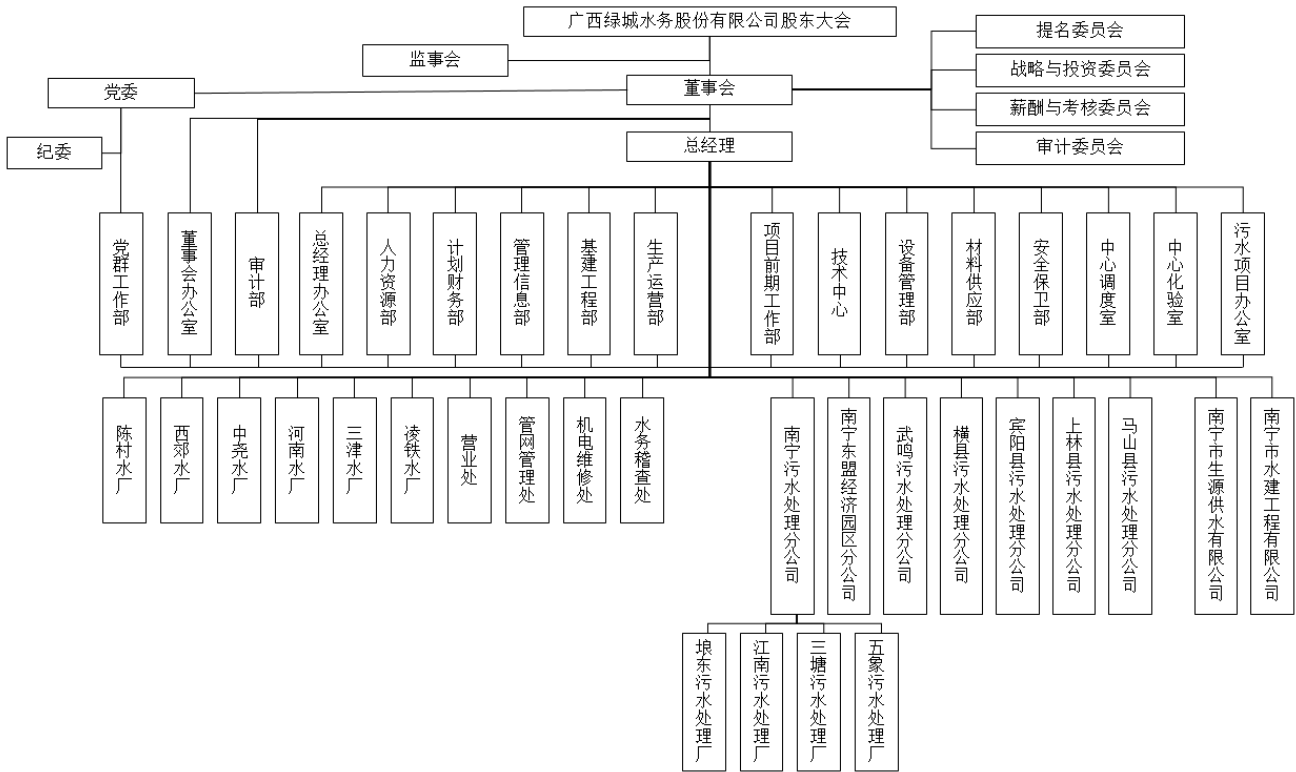
综上，中诚信证评维持广西绿城水务股份有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定，维持“广西绿城水务股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA+**。

附一：广西绿城水务股份有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：广西绿城水务股份有限公司组织结构图（截至 2018 年末）



注：五象污水处理厂尚未投产。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2016	2017	2018
货币资金	105,576.28	117,384.90	111,611.53
应收账款净额	17,216.32	18,400.50	14,381.59
存货净额	3,333.70	4,138.57	4,063.29
流动资产	130,328.77	144,319.98	141,553.03
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	581,432.23	626,223.52	720,549.07
总资产	754,231.36	813,093.63	929,871.88
短期债务	51,975.66	75,657.21	46,858.66
长期债务	309,957.63	315,769.07	377,055.49
总债务（短期债务+长期债务）	361,933.29	391,426.28	423,914.14
总负债	474,441.57	506,243.95	605,617.57
所有者权益（含少数股东权益）	279,789.79	306,849.68	324,254.32
营业总收入	119,512.91	124,395.76	133,652.87
三费前利润	53,279.10	53,762.11	55,797.57
投资收益	0.00	0.00	0.00
净利润	28,996.77	34,905.12	27,926.74
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	63,278.58	71,949.77	68,140.99
经营活动产生现金净流量	60,910.54	66,412.03	115,843.03
投资活动产生现金净流量	-63,025.04	-63,981.34	-120,964.33
筹资活动产生现金净流量	-1,920.30	9,451.09	-711.87
现金及现金等价物净增加额	-3,954.29	11,808.61	-5,773.37
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	46.20	45.12	43.45
所有者权益收益率（%）	10.36	11.38	8.61
EBITDA/营业总收入（%）	52.95	57.84	50.98
速动比率（X）	0.91	0.87	0.85
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.17	0.27
经营活动净现金/短期债务（X）	1.17	0.88	2.47
经营活动净现金/利息支出（X）	4.05	4.61	6.86
EBITDA 利息倍数（X）	4.20	4.99	4.04
总债务/EBITDA（X）	5.72	5.44	6.22
资产负债率（%）	62.90	62.26	65.13
总资本化比率（%）	56.40	56.06	56.66
长期资本化比率（%）	52.56	50.72	53.76

注：上述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；其他流动负债中的短期融资债券调入短期债务。

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

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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。