



# 中山投资控股集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（粤港澳大湾区）（第一期）信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 中山投资控股集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（粤港澳大湾区）（第一期）信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2023-11-9

## 债券概况

**发行规模：**不超过5亿元（含）

**发行期限：**2年

**偿还方式：**按年付息，到期一次还本并支付最后一期利息

**发行目的：**扣除发行费用后，拟全部用于置换中山市产业投资母基金（有限合伙）及中山市招商引资发展母基金（有限合伙）的前期基金出资

## 联系方式

**项目负责人：**汪永乐  
wangyl@cspengyuan.com

**项目组成员：**邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到中山投资控股集团有限公司（以下简称“中山投控”或“公司”）为中山市属“资本运营+产业投资”的国有资本投资运营平台，主要从事水务、环保等公用事业类业务的投资、运营，业务具有区域垄断性，其持有的广发证券（股票代码为“000776.SZ”“1776.HK”）等的股权资产质量和投资收益较好，并获得地方政府较大的支持，且中山市作为粤港澳大湾区重要节点城市，经济实力较强，未来发展潜力较大，为公司发展提供良好的外部环境；同时中证鹏元也关注到公司项目建设投资带来的资金压力较大，总债务规模持续增长等风险因素。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	370.31	364.01	258.54	247.74
归母所有者权益	139.50	137.83	96.59	90.43
总债务	70.56	63.67	51.39	45.11
营业收入	9.14	37.03	25.45	22.87
净利润	3.17	10.41	14.20	12.74
经营活动现金流净额	-3.20	6.80	4.94	5.47
净债务/EBITDA	--	0.30	1.57	1.43
EBITDA 利息保障倍数	--	7.16	7.62	6.03
总债务/总资本	23.38%	21.83%	22.36%	21.09%
FFO/净债务	--	249.84%	48.69%	50.09%
EBITDA 利润率	--	34.07%	54.26%	49.89%
总资产回报率	--	4.16%	6.67%	6.49%
速动比率	0.90	0.93	0.97	0.82
现金短期债务比	1.44	1.80	1.39	1.70
销售毛利率	21.29%	19.97%	31.27%	30.76%
资产负债率	37.55%	37.38%	30.96%	31.87%
公司本部	2023.3	2022	2021	2020
总资产	90.87	89.12	51.59	50.82
所有者权益	75.58	75.69	38.38	37.16
总债务	2.30	0.00	0.01	0.00
营业收入	0.00	0.04	0.12	0.15
净利润	-0.03	1.83	1.84	2.51
经营活动现金流净额	-0.72	-2.21	0.77	-2.52
销售毛利率	83.71%	86.85%	32.82%	37.89%
资产负债率	16.82%	15.07%	25.60%	26.89%

注：2022年末公司本部总债务为41.54万元。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **中山市是粤港澳大湾区重要节点城市，经济实力位于广东省中上游水平，未来发展潜力较大。**中山市是珠三角中心城市之一，全市水资源丰富，交通网络持续建设中；近年中山市重点培育智能家居、电子信息、装备制造、健康医药四大支柱产业，经济实力稳步增强，未来发展将受益于粤港澳大湾区建设以及珠江东西两岸融合推进，为公司发展提供良好的外部环境。
- **公司为中山市属国有资本投资运营集团，承担了全市公用事业相关行业投资、运营等重要任务，业务具有区域垄断性。**公司定位为中山市“资本运营+产业投资”的国有资本投资运营集团，主要从事环保水务、工程建设、固废处理、市场运营等业务，其中环保水务板块以城市供水和污水处理为主，固废处理板块以垃圾处理及发电和环卫服务为主，上述业务主要采用特许经营权的方式进行，具有区域垄断性，业务经营较稳定。此外，伴随中山市水务、环卫一体化的持续推进，公司相关业务有望实现进一步发展。
- **公司持有的股权资产质量较好。**2023年6月末公司下属子公司中山公用（股票代码为“000685.SZ”）持有广发证券（股票代码为“000776.SZ”“1776.HK”）9.01%的股份，广发证券业务牌照齐全，竞争实力较强，盈利能力较强，近年持续给公司贡献了较大的投资收益，对公司盈利支撑明显。
- **公司获得外部支持力度较大。**公司为中山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“中山市国资委”）下属四大集团企业之一，主要从事公用事业类业务，具有较强的民生公用属性。为保障公司良好的运营状态，近年股东中山市国资委不断向公司增资及划入中山金融投资控股有限公司（以下简称“中山金控”）等股权资产。此外，公司能够享受全市大环保产业一体化带来的政策红利，有助于提升环保水务板块业务在中山市本地市场的占有率。

## 关注

- **公司项目投资规模较大且主要靠自筹，面临较大的资金支出压力；近年总债务规模持续增长，短期债务占比较大，未来债务规模或进一步提升。**截至2023年3月末，公司主要在建及拟建项目投资规模较大，项目建设资金主要依赖公司自筹，资金需求较大，外部融资增加，总债务持续增长，2023年3月末短期债务占比为59.43%；此外，2023年4月中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）同意中山公用向专业投资者公开发行不超过30亿元公司债券的注册申请，中山公用已于2023年7月发行了10亿元公司债券（“23中山K1”），公司应付债券余额将进一步增加。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在中山市市属国有企业中职能定位较高，其从事的公用事业类业务具有区域垄断性，股权投资收益较好且稳定，有望继续获得较大的外部支持，经营风险和财务风险相对可控。

## 同业比较（单位：亿元、%）

指标	兴蓉环境 (000598.SZ)	深圳水务	重庆水务 (601158.SH)	广州净水	广州自来水	公司
总资产	383.39	369.91	319.58	241.44	242.15	364.01
营业收入	76.30	110.95	77.79	36.80	33.15	37.03
净利润	16.93	5.22	19.19	1.79	-1.80	10.41
销售毛利率	38.47	24.08	35.73	24.25	16.40	19.97
资产负债率	58.96	67.56	46.27	63.70	64.79	37.38

注：1）深圳水务、广州净水和广州自来水的名称分别为深圳市水务（集团）有限公司、广州市净水有限公司和广州市自来水有限公司；2）以上各指标均为2022年/2022年末数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
水务企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	6/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					1
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

### 外部特殊支持

- 公司是中山市国资委下属四大集团企业之一，中山市属国有资本投资运营集团，承担了全市公用事业相关行业投资、运营等重要任务，业务具有区域垄断性。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，中山市人民政府（以下简称“中山市政府”）提供特殊支持的意愿极其强，具体表现为：1）中山市政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权，在资金注入、股权划转及政策等方面给予公司大力支持等；2）公司在税收、基础设施建设等方面对中山市政府贡献很大，公司职能定位较高，且下属子公司中山公用为上市企业，若公司发生债务违约，将会对中山市金融生态环境和融资成本产生实质性不利影响。同时，中证鹏元认为中山市政府提供支持的能力很强，主要体现为：中山市是珠三角中心城市之一，粤港澳大湾区重要节点城市，工业经济发展强劲，经济实力位于广东省中上游水平，且未来发展潜力较大。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	--	--	--	--

## 一、发行主体概况

公司原名为中山中汇投资集团有限公司（以下简称“中汇投资”），成立于2007年8月，是中山市政府为保持全市公用事业产业的资源优势、实现公用事业产业优质资产证券化，配合原中山公用事业集团有限公司（以下简称“公用事业集团”）实施重大资产重组、整体上市<sup>1</sup>而组建的国有独资企业。公司初始注册资本为0.50亿元，唯一股东及实际控制人均为中山市国资委。为充实社保基金，中山市国资委以2019年12月31日作为划转基准日，将公司10%的股权一次性划转给广东省财政厅，上述股权变更已于2021年4月完成工商登记。2022年11月公司名称由中汇投资变更为现名。经历数次增资及股东变更等，截至2023年3月末，公司注册资本及实收资本均增至27.69亿元，控股股东为中山市国资委，持股比例为92.76%。根据中山市国资委与广东省财政厅于2023年4月10日作出的《中山投资控股集团有限公司股东会决议》，同意中山市国资委对公司减资5.77亿元，其中1.20亿元减少注册资本，4.57亿元冲减资本公积，广东省财政厅不进行同比例减资，公司注册资本变更为26.50亿元，中山市国资委及广东省财政厅持股比例变更为92.43%、7.57%，上述事项已于2023年8月10日完成工商变更登记，股权结构详见附件二。

公司定位为服务中山市城市战略发展的国有资本投资运营平台，致力于打造“产业投资、股权投资、金融服务与资本运营”等业务板块，目前业务主要涵盖环保水务、工程建设、固废处理、市场运营、文化旅游、金融投资等。截至2023年3月末，纳入公司合并报表范围内的一级子公司共18家，详见附件四。

2022年3月，中共中山市委全面深化改革委员会印发了《中山市关于加快推动市属国有企业改革工作方案》（以下简称“《中山市国企改革方案》”），为做大做强做优市属国有企业，将全市现有5家市属集团公司、1家由中山市财政局直管的企业重组整合为四大集团<sup>2</sup>，其中将中山金控划转至公司。2022年11月，中山市国资委出具《关于投控集团增资的批复》，将其持有的中山金控100%股权以2022年9月30日为基准日进行评估作价增资注入公司，上述事项已于2022年12月26日完成工商变更。中山金控成立于2015年8月，是中山市唯一一家国有独资金融控股企业，主要从事政策性普惠金融、金融与类金融、基金集群、资管与证券化以及股权投资等五大类业务。中山金控已完成控股典当、参股银行、证券、融资担保等牌照业务布局，持有中山小榄村镇银行股份有限公司、中国银河（证券代码：601881.SH）、粤财普惠金融（中山）融资担保股份有限公司等金融与类金融机构参股权益，逐步构建

<sup>1</sup>经国务院国有资产监督管理委员会2007年12月24日“国资产权〔2007〕1556号文”和中国证监会2008年4月24日“证〔2008〕584号文”批准，公用事业集团控股上市子公司中山公用科技股份有限公司（以下简称“公用科技”）对公用事业集团进行换股吸收合并，同时公用事业集团进行注销。2008年8月公用科技更名为中山公用，其控股股东变更为公司。

<sup>2</sup>公司、中山兴中集团有限公司（以下简称“中兴集团”）、中山城市发展集团有限公司（暂定名，尚未工商登记）、中山翠亨集团有限公司。

市属国资牌照金融领域业务布局，并积极探索申请新设供应链金融牌照。

公司重要子公司中山公用及中山金控主要财务指标如下所示：

**表1 2022 年度/末公司合并范围内重要子公司主要财务指标（单位：亿元）**

指标名称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	销售毛利率
中山公用	254.95	159.58	37.40%	36.19	10.48	20.33%
中山金控	55.98	44.72	20.11%	0.20	2.98	98.06%

注：截至 2023 年 6 月末，公司持有中山公用 48.54% 的股权，上述股权无质押、标记或冻结情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，根据《中山市国企改革方案》，为强化招商服务，中山市国资委计划整合中山市招商发展有限公司、岐江集团有限公司作为公司下属子公司，上述两家企业已由公司代管，后续根据中山市投资促进局工作需要再决定是否将其纳入公司合并报表范围；改组成立中山市文旅产业投资有限公司（以下简称“中山文旅投”），着力推进中山市文旅产业发展；逐步培育壮大、做精做专子公司中山公用。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**中山投资控股集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（粤港澳大湾区）（第一期）；

**发行规模：**不超过5亿元（含）；

**债券期限和利率：**2年期，固定利率；

**还本付息方式：**本期债券按年付息，到期一次还本并支付最后一期利息；

**偿付顺序：**本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过5亿元（含），扣除发行费用后，拟将3.10亿元用于置换中山市产业投资母基金（有限合伙）的前期基金出资，1.90亿元用于置换中山市招商引资发展母基金（有限合伙）的前期基金出资。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力

持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业及区域经济环境

### 行业环境

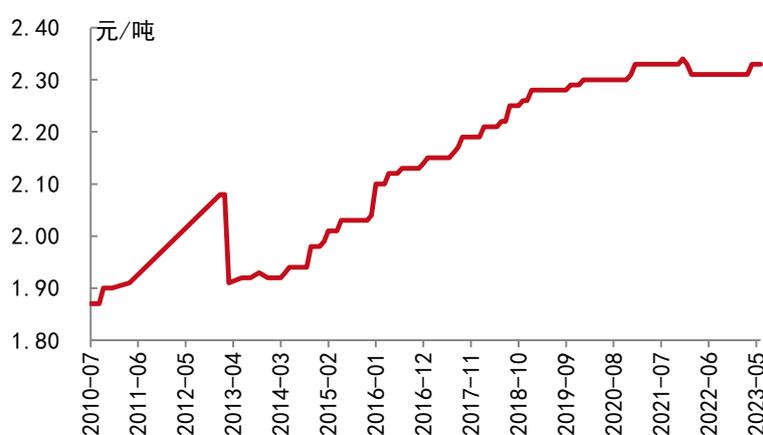
**近年我国供水行业发展稳定，但区域分布不均衡，优化水资源配置格局及改善水质为行业发展重点；供水企业当前对水价无定价权，未来水价具备上涨预期**

水资源是基础性自然资源，供水行业的发展关系国计民生，在国民经济中占有重要地位。供水行业属于公用事业领域，运营主体主要为地方政府下属的区域性水务企业和专业化水务公司，市场格局较为稳定，行业区域性经营特征较明显，且周期性波动较弱，有规模经济 and 安全性特征。行业的特性决定了行业发展与市场化进程相对稳定，随着经济社会发展和城镇化水平不断提高，人们用水需求量及排水量稳步提升。2022年我国总用水量为5,998.2亿立方米，较上年小幅提升，其中农业、工业、生活用水量分别占比63.0%、16.2%、15.1%，人均综合用水量为425立方米。我国水资源分布不均，呈现南多北少，在宁夏、甘肃、陕西等西北地区及河南、山东、河北等中部地区水资源极为匮乏。目前，我国主要通过南水北调和沿海地区海水淡化方式解决水资源缺乏和区域分布不均衡问题。水质方面，在《水污染防治

行动计划》、《中华人民共和国水污染防治法》等政策驱动下，近年我国地表水质持续改善，地表水中I~III类水质断面（点位）占比持续提升，2022年为87.9%（监测的水质断面（点位）为3,641个）。

目前，我国水价采用由政府主导下的听证会制度，企业对水价没有定价权，供水企业普遍处于“低水价+亏损+财政补贴”的模式。近年我国36城市居民用水服务价格（不含污水处理费、水费附加等）呈上升趋势，2023年6月末为2.33元/吨，整体有所增长。从供水企业运营成本角度来看，我国目前的水价依然偏低，不能充分体现水资源的价值及保证供水企业获得合理的盈利水平。随着电价、人工等费用的提高，供水企业成本压力加大，城市供水行业亏损较为普遍，因此水价上涨的压力依然很大。从全球角度看，我国水价远低于国际水平。水费支出占居民可支配收入的比重是世界上最主要的水价衡量指标之一。全球范围内的水费收入比一般在2%-5%之间，而我国现行水价远未达到上述标准。随着我国经济的快速发展和城镇人均可支配收入的提高，长期来看水价具有上调空间。国家发展和改革委员会有关部门出台《城镇供水价格管理办法》《城镇供水定价成本监审办法》，促进建立健全有利于激励提升供水质量、促进节约用水的价格机制，给供水价格上涨带来一定政策空间。虽然水价上涨的预期是相对明确的，但水务行业的公用事业特征决定这将是一个逐步调整的过程。

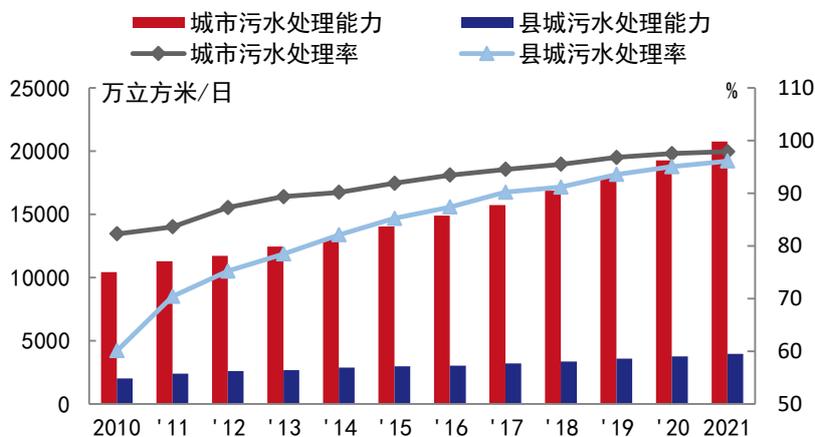
**图1 近年我国 36 城市居民用水服务价格（不含污水处理费、水费附加等）呈上升趋势**



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

**我国城镇污水处理率水平较高，城镇污水处理体系转向系统提质增效与结构调整优化并重，重点推进管网建设和污水污泥资源化利用，建制镇污水处理能力有待提升，污水处理市场仍存发展空间**

我国城市及县城污水处理率已达到较高水平，其中县城污水处理率增速较快。根据住建部统计数据，截至2021年末，我国城市污水年排放量625.08亿立方米，全国共有污水处理厂2,827座，污水处理能力达2.08亿立方米/日，全年污水处理量为611.90亿立方米，污水处理率达到97.89%；县城污水年排放量109.31亿立方米，共有污水处理厂1,765座，污水处理能力达0.40亿立方米/日，全年污水处理量为105.06亿立方米，污水处理率达到96.11%。

**图2 2021年末我国城市及县城污水处理率进一步提高**


资料来源：2021年城乡建设统计年鉴，中证鹏元整理

城市污水处理厂提标改造、再生城镇污水处理仍存发展空间，建制镇污水处理或将成为水务企业新的发展机会。2021年1月，国家发改委等十部门出台《关于推进污水资源化利用的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）并提出：1）到2025年，全国污水收集效能显著提升，县城及城市污水处理能力基本满足当地经济社会发展需要，水环境敏感地区污水处理基本实现提标升级；2）到2025年，全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到25%以上，京津冀地区达到35%以上；工业用水重复利用、畜禽粪污和渔业养殖尾水资源化利用水平显著提升；污水资源化利用政策体系和市场机制基本建立。目前相当一部分污水处理厂尚未达到国家一级A排放标准，伴随未来污水排放标准的不断提高，以及更为严格的各个地方标准的陆续出台，提标改造需求将持续增长，同时随着政策的落地，我国针对再生城镇污水处理及再生利用设施建设的投资或将进一步升级加码。2023年1月，国家发展改革委、住房城乡建设部、生态环境部印发《关于推进建制镇生活污水垃圾处理设施建设和管理的实施方案》，提出到2025年建制镇建成区生活污水处理能力将明显提升，镇区常住人口5万以上的建制镇建成区基本消除收集管网空白区，镇区常住人口1万以上的建制镇建成区和京津冀地区、长三角地区、粤港澳大湾区建制镇建成区基本实现生活污水处理能力全覆盖；到2035年基本实现建制镇建成区生活污水收集处理能力全覆盖。根据第七次人口普查数据，2020年我国建制镇镇区常住人口为3.25亿人，占全国人口的23%，较2010年第六次人口普查结果占比增加3.15个百分点。建制镇整体设施能力较为薄弱，目前全国仍有三分之一的建制镇尚不具备生活污水处理能力。政策引领下，建制镇污水处理或将成为水务企业新的发展机会。

城镇污水处理体系从增量建设为主转向系统提质增效与结构调整优化并重，积极推进管网建设和污水污泥资源化利用水平提升。2021年6月，国家发展改革委联合住房城乡建设部印发了《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》（以下简称“污水处理十四五规划”），提出我国城镇污水收集处理存在污水管网建设改造滞后、污水资源化利用水平偏低、污泥无害化处置不规范、设备可持续运维能力不强等问题。污水处理十四五规划中提出将着力推进城镇污水处理基础设施建设，补齐短板弱项：1）新增污水集中处理设施同步配套建设服务片区内污水收集管网，确保污水有效收集；2）在现有污水处

理能力不能满足需求的城市和县城加快补齐处理能力缺口，“十四五”期间计划新增污水处理能力2,000万立方米/日；3）结合现有污水处理设施提标升级扩能改造，系统规划城镇污水再生利用设施，推进污水资源化利用，“十四五”期间新建、改建和扩建再生水生产能力不少于1,500万立方米/日；4）将污泥处理设施纳入本地污水处理设施规划建设规划，“十四五”期间新增污泥无害化设施规模不少于2万吨/日。

从市场格局来看，我国污水处理行业主要以跨国企业、国有企业和民营企业为经营主体。法国苏伊士水务集团、威立雅水务集团等大型跨国企业在行业技术与服务模式方面优势明显。民营企业普遍规模偏小，技术水平和经营管理水平不高，但本土优势明显。近年来，随着国内企业在技术和经营理念上的快速发展，国内企业竞争能力上升明显，目前国内企业中主要由国有控股企业占据市场。

我国污水处理费实行“收支两条线”模式，自来水公司向排水单位和个人代征污水处理费后全额上交财政，财政再通过政府购买服务的方式向污水处理企业支付污水处理服务费。污水处理费标准由政府制定，为保障城镇污水处理设施正常运营，污水处理费标准与污水处理服务费单价并不一定相等。近年全国污水处理费标准缓慢增长，2020年末至2022年末全国36个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为0.99元/吨、1.02元/吨和1.02元/吨，且不同地区污水处理费标准相对统一，但各企业污水处理运行成本差异较大，部分城市出现成本倒挂现象。近年来，国家发改委等多个部门陆续出台政策，推动水价市场化，要求到2025年底各地含县城及建制镇污水处理费标准均应调整至补偿成本的水平，污水处理企业盈利能力有望提升。

### **我国污水处理费标准增长缓慢，国家计划建立污水处理动态调价机制，推动水价市场化，有利于提升水务企业盈利能力**

我国污水处理费实行“收支两条线”模式，自来水公司向排水单位和个人代征污水处理费后全额上交财政，财政再通过政府购买服务的方式向污水处理企业支付污水处理服务费。污水处理费标准由政府制定，为保障城镇污水处理设施正常运营，污水处理费标准与污水处理服务费单价并不一定相等。

现有的污水处理价格机制使地方财政支出压力与企业经营效益之间的矛盾不断加深。污水处理作为公用事业中重要的一环，“稳价格”一直是政府对其进行监管的主要思路。近年全国污水处理费标准缓慢增长，但污水处理运行成本差异较大，部分城市出现成本倒挂现象。同时，提标改造和污泥处理处置的持续推进使得污水处理运行成本不断提高。在此背景下，若污水处理服务单价不及时调整，会打击污水处理企业积极性，导致政策落地困难，污水处理“市场化”进程受阻，但基于实际处理成本不断调整污水处理服务单价则会加大地方财政支出压力。

为解决上述矛盾，国家计划建立污水处理动态调价机制，以期覆盖污水处理成本且形成合理盈利。2018年6月国家发改委出台《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》（发改价格规〔2018〕943号）（以下简称“943号文”）提出加快建立健全能够充分反映市场供求和资源稀缺程度、体现生态价

值和环境损害成本的资源环境价格机制。在污水处理方面，943号文提出建立“与污水处理标准相协调，覆盖成本且形成合理盈利的污水处理动态调价机制”，并要求到2020年底前城市污水处理费标准与污水处理服务费标准大体相当。

2020年4月，发改委、财政部、住建部、生态环境部、水利部五部门印发的《关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见》（发改价格〔2020〕561号）进一步压实长江经济带11省市污水处理收费机制改革责任，要求力争于2020年10月底前完成污水处理成本监审调查工作；到2025年底各地含县城及建制镇污水处理费标准均应调整至补偿成本的水平；已建成污水处理设施，未开征污水处理费的县城和建制镇，原则上应于2020年底前开征等重点任务。除此之外，2020年以来国家相继出台《关于清理规范城镇供水供电供气供暖行业收费进一步提升服务质量的意见（征求意见稿）》、《城镇供水价格管理办法（征求意见稿）》、《城镇供水定价成本监审办法（征求意见稿）》等政策，进一步推动水价市场化，以上政策的陆续出台及落地有望提升水务企业盈利能力。

#### **垃圾焚烧发电行业获政策助力，行业发展前景较好，竞争格局向好**

近些年来随着我国工业化、城镇化进程的不断推进，我国面临的环境问题日益严峻，国家将生态文明建设提到了前所未有的高度，包括垃圾处理在内的节能环保行业位居我国七大战略性新兴产业之首。2021年5月国家发改委、住建部发布《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》，明确2025年焚烧产能需达80万吨/日（十三五为58万吨），2020至2025年行业将保持4%的复合增速。2021年末我国城市生活垃圾焚烧处理能力合计为71.95万吨/日，距离80万吨/日的目标有一定的提升空间。

2021年2月国务院颁布《国务院关于加快建设绿色低碳循环经济体系的指导意见》，要求加快城乡生活垃圾处理设施建设，推进生活垃圾焚烧发电，减少生活垃圾填埋处理。加强危险废物集中处置能力建设，提升信息化、智能化监管水平等。2021年8月国家能源局发布《2021年生物质发电项目建设工作方案》，鼓励地方建立完善的农林废弃物和生活垃圾“收、储、运、处理”体系，通过前端支持，疏导建设运行成本，发挥生物质发电项目生态环境保护综合效益。完善垃圾处理收费制度，逐步推动形成垃圾焚烧发电市场化运营模式。安排垃圾焚烧发电竞争配置项目补贴资金两亿元。2021年10月国务院发布《关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知》，指出要大力推进生活垃圾减量化资源化：到2025年，城市生活垃圾分类体系基本健全，生活垃圾资源化利用比提升至60%。到2030年，城市生活垃圾分类实现全覆盖，生活垃圾资源化利用比达到65%。

垃圾焚烧发电行业市场化程度较高，竞争格局向好。自2004年3月建设部发布《市政公用事业特许经营管理办法》开始，行业产业化和市场化程度不断提高，目前基本形成了以政府特许经营为主的经营模式。即政府按照有关法律法规，通过市场竞争机制选择生活垃圾焚烧发电项目的投资者或者经营者，授予垃圾焚烧发电项目的特许经营权。特许经营期在25-30年之间，在特许经营期限内，建设方在特许经营权范围内运营垃圾焚烧发电项目并收取垃圾处费，同时享受国家规定的上网电价，获得政府处理费

补贴等权益。行业在经历过去几年低价中标、恶性竞争的洗刷，盈利能力较差、实力较弱的产能已经逐渐被淘汰出局。同时由于通过低价中标获取的项目会拉低运营企业的盈利水平，行业公司通过低价竞标去获取项目的意愿已经淡化，垃圾焚烧发电市场处理费水平逐渐回归理性。随着行业竞争强度下降，处理费水平的回升有助于焚烧发电行业盈利能力的提升。

### 区域经济环境

中山市是珠三角中心城市之一、粤港澳大湾区重要节点城市，坚持制造业“当家”，近年工业经济发展强劲，经济实力位于广东省中上游水平，随着粤港澳大湾区建设以及珠江东西两岸融合推进，未来区域发展潜力较大，为公司发展提供良好的外部环境

**区位优势：**中山市为广东省下辖不设区县的地级市，是珠三角中心城市之一、粤港澳大湾区重要节点城市，水资源丰富，交通网络持续建设中，有较大的发展潜力。中山市处于珠江三角洲中部偏南的西江、北江下游出海处，北接广州市南沙区和佛山市顺德区，西邻江门市区、新会区和珠海市斗门区，东南连珠海市，东隔珠江口伶仃洋与深圳市和香港特别行政区相望。中山市水资源丰富，2021年全市水资源总量为21.64亿立方米，同比增长4.1%；全市现有蓄水水库工程54宗，总库容8,954.75万立方米。2022年中山市供水量为14.61亿立方米，较上年减少0.68亿立方米，其中地表水资源供水量占比97.6%；全市用水量为14.61亿立方米，生活综合用水、一般工业供水、农业用水占比分别为37.3%、16.0%、30.9%。交通方面，目前，南沙港铁路、广中江高速公路已全线通车，坦洲快线等一批干线公路已建成通车，深中通道正在加速建设预计于2024年中通车，“四纵五横”“三环十二快”高快速路网日益完善，交通区位优势将进一步提升。中山市下辖15个镇、8个街道，区域内含有1个国家级开发区中山火炬高技术产业开发区和1个经济协作区翠亨新区，尚未下设区县，行政管辖面积1,783.67平方千米。2022年末全市常住人口443.11万人，较2010年第六次全国人口普查数据的312.09万人增加明显，人口吸附能力较强。

从规划空间发展格局来看，中山市正在推进构建“三核两带一轴多支点”城市发展新格局：建设翠亨新区、火炬开发区、岐江新城；做强做优东部环湾创新发展带、西部优势产业升级带；打造珠江口东西两岸融合发展轴；加强镇村产业园区改造和城市更新，打造支撑全市发展的多个支点。

**经济发展水平：**2022年中山市GDP在广东省21个地级行政区中排名第10，2022年固定资产投资有所下降，进出口总额稳定增长，经济增速有所放缓。近年中山市GDP持续增长，受需求收缩、供给冲击、预期转弱等因素影响，2022年全市GDP增速大幅放缓。进入2023年，中山市经济稳步复苏，2023年上半年全市地区生产总值为1,811.38亿元，同比增长5.5%。受房地产市场景气度下行等因素影响，2022年以来中山市固定资产投资呈下降趋势，2023年上半年全市房地产开发投资下降32.7，导致期末固定资产投资同比下降6.0%。消费方面，中山市消费市场升温回暖，2021年以来全市社会消费品零售总额保持增长。

**表2 2022年广东省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
------	-----	--------	-----------	----------	---------

深圳市	32,387.68	3.3%	183,274	4,012.27	1,025.78
广州市	28,839.00	1.0%	153,625	1,854.73	1,629.21
佛山市	12,698.39	2.1%	132,935	796.94	557.12
东莞市	11,200.32	0.6%	106,803	766.04	411.02
湛江市	3,712.56	1.2%	52,787	146.89	76.75
<b>中山市</b>	<b>3,631.28</b>	<b>0.5%</b>	<b>8.16</b>	<b>316.00</b>	<b>121.60</b>
汕头市	3,017.44	1.0%	54,504	127.96	52.5
梅州市	1,318.21	0.5%	34,085	83.96	22.78
云浮市	1,162.43	2.1%	48,538	100.41	20.02

注：佛山市人均 GDP 系根据 2022 年末常住人口数据计算。

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

**表3 中山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2023年 1-6月		2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,811.38	5.5%	3,631.28	0.50%	3,566.17	8.20%	3,151.59	1.53%
固定资产投资	--	-6.0%	--	-0.7%	--	15.30%	--	21.50%
社会消费品零售总额	851.52	5.2%	1,593.42	4.10%	1,530.11	8.70%	1,407.22	-13.00%
进出口总额	1,232.80	-13.7%	2,798.70	3.90%	2,694.90	22.00%	2,209.16	-7.40%
人均 GDP（元）		--		81,620		80,157		71,478
人均 GDP/全国人均 GDP		--		95.24%		98.99%		98.66%

注：2019 及 2020 年人均 GDP 取自 2021 年中山市统计年鉴数据口径，系按照第七次全国人口普查数平滑调整。

资料来源：中山市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报、中山市统计局官网，中证鹏元整理

**产业情况：**中山市坚持制造业当家，拥有多家上市上板企业，正加大发力招商引资，工业发展情况较好。制造业为中山市的优势发展产业，近年着力打造新能源、生物医药与健康、新一代信息技术、智能家电、高端装备、光电光学、灯饰照明、中山美居、现代农业与食品、现代时尚产业等新时代“十大舰队”。通过大力拓宽产业空间、加大十大现代主题产业园的建设，推动制造业发展。中山市拥有华帝股份（证券代码：002035.SZ）、中炬高新（证券代码：600872.SH）、明阳智能（证券代码：601615.SH）、奥马电器（证券代码：002668.SZ）、木林森（证券代码：002745.SZ）等多家重点企业。2022年中山市规上工业实现增加值1,399.52亿元，同比下降1.4%，其中占规上工业增加值比重较高的先进制造业同比下滑0.1%。2023年以来中山市工业生产持续恢复，2023年上半年全市规模以上工业实现增加值725.89亿元，同比增长4.3%，增速比一季度加快0.1个百分点，其中电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.8%。中山市将招商引资作为“一把手”工程，每位市领导牵头联系1个以上大项目，链长带头开展产业链招商，各镇街、各部门同向发力，鼓励国资国企“以投促引”，重点对接深圳市“20+8”产业集群，充分激发招商引资工作动能。

**发展规划及机遇：**中山市努力建设成珠江东西两岸融合发展的支撑点、沿海经济带的枢纽城市、

粤港澳大湾区的重要一极。根据《粤港澳大湾区发展规划纲要》，要求加快建设深中通道，促进珠江东西两岸协同发展，支持中山等城市充分发挥自身优势，深化改革创新，增强城市综合实力，形成特色鲜明、功能互补、具有竞争力的重要节点城市，并发挥中山等地产业链齐全的优势，加强大湾区产业对接，提高协作发展水平。

## 五、经营与竞争

公司定位为中山市“资本运营+产业投资”的国有资本投资运营集团，业务发展较为多元化，承担了全市公用事业相关行业投资、运营等重要任务，上述业务主要采用特许经营权模式进行，业务具有区域垄断性；近年公司营业收入持续增长，未来伴随全市水务及环卫一体化的不断推进，收入水平有望持续提升

公司主要从事环保水务、工程建设、固废处理、批发零售市场运营等板块业务，其中环保水务板块以城市供水和污水处理为主，固废处理板块以垃圾处理及发电和环卫服务为主，上述业务主要采用特许经营权的方式进行，具有区域垄断性。近年公司环保水务、工程安装、固废处理及租赁收入合计占同期营业收入的比重均在80%以上，且营业收入随上述业务收入的增加而持续增长，销售毛利率有所波动。2020年以来公司客房服务及餐饮等、客运业务毛利持续亏损，2023年一季度扭亏为盈。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
供水	1.64	17.94%	21.54%	6.78	18.31%	27.85%
工程安装	3.26	35.72%	8.98%	15.56	42.04%	8.16%
污水、废液处理	0.88	9.67%	25.65%	3.95	10.66%	26.76%
租赁	0.66	7.18%	49.73%	1.71	4.63%	46.13%
垃圾处理及发电	0.86	9.41%	40.73%	2.21	5.98%	44.37%
环卫	0.74	8.10%	16.73%	2.47	6.67%	21.65%
客房服务及餐饮等	0.26	2.81%	15.26%	0.64	1.72%	-22.82%
管理费	0.11	1.15%	38.22%	0.59	1.61%	12.64%
客运	0.23	2.49%	24.82%	0.01	0.02%	-3417.27%
其他	0.51	5.54%	26.93%	3.10	8.37%	38.97%
<b>合计</b>	<b>9.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.29%</b>	<b>37.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.97%</b>
项目	2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
供水	7.13	28.03%	36.23%	6.75	29.52%	35.94%
工程安装	4.41	17.34%	25.29%	4.39	19.18%	20.38%
污水、废液处理	3.29	12.94%	25.98%	2.85	12.45%	38.51%
租赁	2.30	9.03%	56.64%	1.97	8.62%	55.09%

垃圾处理及发电	2.06	8.09%	41.18%	1.83	7.99%	43.41%
环卫	1.90	7.46%	12.62%	2.06	8.99%	18.70%
客房服务及餐饮等	0.81	3.17%	-0.37%	0.73	3.21%	-7.61%
管理费	0.47	1.86%	4.40%	0.37	1.62%	7.99%
客运	0.06	0.24%	-559.44%	0.23	0.99%	-208.48%
其他	3.01	11.84%	44.42%	1.70	7.42%	50.12%
<b>合计</b>	<b>25.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.27%</b>	<b>22.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.76%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）供水业务

公司供水业务集中于中山市，具有较强的区域专营优势，近年下属水厂运营情况尚可，供水量及售水量小幅波动，伴随在建、拟建供水项目投产及中山市“供水一盘棋”的推进，有望增强供水能力及提升业务收入水平

公司供水业务由子公司中山公用负责，中山公用是中山市重要的供水主体，区域内供水采用特许经营权的模式，特许经营期为30年<sup>3</sup>（2007年10月18日至2037年10月18日），具有较强的区域专营优势。具体业务模式为：公司主要从西江支流采购原水（采购价为0.185元/吨），对其进行反应混凝、沉淀、过滤消毒等工序后，将达标后的自来水输送到市政给水管网，再通过街区配水管网输送并销售给用户，并向自来水用户收取相关水费。

水厂及供水范围方面，截至2023年3月末，公司运营的水厂共11个，期末实际供水能力为206万吨/日，承担着中山市约75%的供水任务，供水服务范围覆盖中山市除黄圃镇、小榄镇、坦洲镇之外的其他行政区域，服务面积达1,500平方公里，服务人口约400万人，采用直接供水和趸售两种方式<sup>4</sup>供水，近年工业用水量占售水总量的比重在60%以上。近年公司供水量和售水量随工业用水需求、漏损率变动而有所波动，导致供水收入有所波动。漏损率方面，2020-2022年公司供水厂漏损率在12%左右，水厂运营情况尚可。

**表5 公司供水业务运营情况**

指标名称	2023年3月 /2023年1-3	2022年	2021年	2020年
水厂数量（个）	11	11	11	11
期末实际供水能力（万吨/日）	206	206	206	206
供水量（万吨）	11,321.06	47,023.08	49,250.91	47,100.58

<sup>3</sup>在供水特许经营期届满前一年，公司可按照相关规定向中山市相关政府单位申请延长特许经营期限，并报中山市政府批准后，延长特许经营期限。

<sup>4</sup>直接供水是指公司将自来水输送至愿意接受自来水公司供水服务的用户，并且在用户端以水表计量实际售水量从而直接从用户端收取水费。趸售是指公司将自来水输送至各个乡镇供水公司，由其向用户转供水，其中趸售给各个乡镇供水公司的水量以各个乡镇供水公司的总水表计量，并以趸售用水价格向各个乡镇供水公司收取水费。

售水量（万吨）	9,289.08	41,381.66	43,369.62	41,227.54
其中：居民用水（万吨）	3,588.63	15,480.51	14,577.92	13,303.89
工业用水（万吨）	5,700.45	25,901.15	28,791.70	27,923.65
漏损率	17.95%	12.00%	11.94%	12.47%
期末供水覆盖面积（平方公里）	1,500	1,500	1,500	1,500

注：1）上表中售水量不包括公司参股企业中山市横栏粤海水务有限公司、中山市新涌口粤海水务有限公司、中山市南镇粤海水务有限公司的售水量；2）期末实际供水能力不含参股公司济宁中山公用水务有限公司（山东公用控股有限公司、中山公用分别持股 51%、49%）供水能力 30 万吨/日；3）2020 年中山市交通大会战期间，公司旧管网进行改造，但因年末旧管网改造尚未完成，故部分管网长度未统计进来，导致 2020 年末公司统计的供水管网长度偏少。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建及拟建供水、管网等项目计划总投资 50.30 亿元，尚需投资规模较大，存在一定资金需求，其中主要在建及拟建的供水项目分别为东风水厂三期扩建工程、大丰水厂三期扩建工程，处理能力分别为 10 万吨/日、20 万吨/日，项目建成投产后，有助于提升公司供水能力。此外，中山市正积极推进全市“供水一盘棋”，2021 年公司成功收购沙溪镇供水资产，待全市“供水一盘棋”整合完成后，公司供水范围有望实现全市覆盖，提升公司供水能力，并提振业务收入。

**表6 截至 2023 年 3 月末公司主要在建和拟建供水及管网项目情况（单位：亿元、万吨/日）**

类别	项目名称	计划总投资	已投资	处理能力
供水项目	大丰水厂三期扩建工程	10.75	0.00	20.00
	东风水厂三期扩建工程	1.20	0.13	10.00
	<b>小计</b>	<b>11.95</b>	<b>0.13</b>	<b>30.00</b>
管网项目	长江水厂与大丰水厂双水源保障工程	6.85	0.41	--
	改造提升管网	7.50	0.00	--
	中山市供水主干管网互联互通工程	6.40	0.07	--
	沙港路供水管网互联互通保障工程	3.56	0.002	--
	翠亨新区起步区第二条供水主管工程	1.09	0.07	--
	全禄水厂 DN1600 及 DN1199 出厂管（翠华路、兆洋路、旗峰路段）改造工程	0.95	0.002	--
	<b>小计</b>	<b>26.35</b>	<b>0.554</b>	<b>--</b>
	其他	老旧小区二次供水改造	12.00	1.27
<b>小计</b>	<b>12.00</b>	<b>1.27</b>	<b>--</b>	
<b>合计</b>		<b>50.30</b>	<b>1.95</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供水价格方面，公司下属各水厂根据政府相关文件针对不同用水类别执行不同的水价，目前居民生活用水价格、非居民用水、特种用水及趸售用水主要的收费标准分别为 1.60 元/吨、1.80 元/吨、3.00 元/吨和 1.52 元/吨，上述水价执行时间均为 2012 年 7 月 1 日。中山市供水价格在珠三角地区处于相对低位，为此公司在申请水价调升，但考虑到供水价格调整需要召开听证会等，未来供水价格能否调价成功存在一定不确定性。水费结算方面，公司供水费用收取方式主要以银行代扣为主，部分通过刷卡、现金等收取，主要采用按月结算。

## （二）污水、废液处理业务

公司为中山市污水处理业务重要主体，近年污水处理能力及业务收入均持续提升，伴随公司中标的中山市城区排水厂网一体化特许经营项目不断建设并投入运营及“污水一盘棋”不断推进，污水处理能力将进一步提升，有助于提升业务收入水平及市场占有率，但同时面临较大的资金支出压力

公司污水、废液处理业务由子公司中山公用及其相关下属子公司负责，业务区域涉及中山市、江门市、北京市、内蒙古通辽市和浙江兰溪市，其中中山市内的污水处理厂采用自建的方式，异地污水处理厂主要采用并购的方式获得。子公司中山公用及其相关下属子公司通过与相关政府单位签订委托服务合同、PPP合同、特许经营合同的形式进行污水处理业务，具体模式为：子公司中山公用及其相关下属子公司将从接收点排入的进水经处理达到出水水质标准后，排放至交付点，委托方按照相关协议约定的污水处理服务费标准每月向公司支付相关费用。

中山市污水处理厂方面，2020-2022年公司在中山市内的自建污水处理厂数量稳定在3个（不含受托管理污水处理厂），其中，中嘉污水处理厂又名中山市污水处理厂，项目采用多段AO生物发应+高效沉淀池工艺，为中山市最大的污水处理厂。伴随中山市珍家山污水处理有限公司二期扩建工程建成投入商运，2023年3月末公司在中山市内自建的污水处理厂数量增至4个（不含受托管理污水处理厂），设计处理能力合计46万吨/日，剩余经营期限均较长，业务范围主要在中山市中心城区、黄圃镇、火炬西片区。此外，公司在中山市受托运营4个污水处理厂（详见表7），设计污水处理能力合计为13万吨/日，运营期限集中在2年以内，运营期间公司按照合同约定每月向委托方（中山市南朗镇水务有限公司、中山翠亨新区水务有限公司、中山市大涌镇城市建设和管理局、中山市三角镇污水处理有限公司）收取运营服务费，待项目合同期满，公司按照相关合同约定向委托方移交项目设施。

异地污水处理厂方面，截至2023年3月末，公司异地污水处理厂的处理能力合计35.32万吨/日，其中2018年中山公用与华航环境发展有限公司（实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会）中标成为“新会区会城街道等四镇农村生活污水处理设施PPP项目”的社会资本方，并于2018年12月成立项目公司公用环境发展（江门）有限公司（以下简称“公用环境”，2023年7月末中山公用持股65%）以BOT及O&M的模式进行污水处理服务，2023年3月末公用环境下属污水处理厂设计处理能力合计1.255万吨/日（含委托运营试点污水处理厂的处理能力）。

中山公用下属子公司中山公用环保产业投资有限公司（以下简称“公用环投”）分别于2019年3月及2019年9月以支付现金方式受让北京桑德环境工程有限公司持有的通辽市桑德水务有限公司（以下简称“通辽桑德”）100%股权及西藏桑德水务有限公司持有的兰溪桑德水务有限公司（以下简称“兰溪桑德”）100%股权，交易对价分别为2.36亿元（2018年末通辽桑德所有者权益为0.87亿元）、1.84亿元（2018年末兰溪桑德所有者权益为1.11亿元）。2019年12月31日兰溪桑德设立子公司兰溪市环投水务有限公司（以下简称“兰溪水务”）来拓展兰溪市的污水处理业务市场，业务涉及梅江镇、横溪镇、游埠

镇、赤溪街道等。

**表7 截至 2023 年 3 月末公司主要下辖污水处理厂（含受托管理）情况（单位：万吨/日）**

位置	污水厂名称	运营主体	污水处理能力	经营期限	污水处理范围	
中山市内	中嘉污水处理厂	中山市污水处理有限公司（本部）	20.00	2007.10.18-2037.10.18	中山市中心城区	
	珍家山污水处理厂	中山市珍家山污水处理有限公司	10.00	2007.10.18-2037.10.18	中山市中心城区	
	珍家山污水处理厂（二期）	中山公用城市排水有限公司	10.00	2022.12.28-2052.12.27	中山市中心城区、火炬开发区	
	黄圃镇污水处理厂	中山公用黄圃污水处理有限公司	6.00	2016.9.1-2041.8.30	黄圃镇	
	南朗镇横门污水处理厂（受托管理）	中山公用南朗污水处理有限公司	3.00	2021.5.1-2024.4.30（受托运营时间）	南朗镇	
	翠亨新区临海水质净化厂（受托管理）	中山公用南朗污水处理有限公司	3.00	2022.9.1-2023.8.31（受托运营时间）	翠亨新区、马鞍岛	
	大涌镇污水处理厂（受托管理）	中山市污水处理有限公司	3.00	2022.9.1-2024.8.31（受托运营时间）	大涌镇	
	三角镇污水处理厂（受托管理）	中山公用民三联围环境治理服务有限公司	4.00	2022.5.1-2025.4.30（受托运营时间）	三角镇	
	<b>小计</b>	--	--	<b>59.00</b>	--	--
	中山市外	房山小清河大石河污水处理厂	中通环境治理有限公司	0.79	--	房山区的小清河 8 座污水处理（站），总处理规模 4,500 立方米/天。位于房山区的大石河 7 座污水处理（站），总处理规模 3,400 立方米/天。
通州黑臭水体污水处理厂		中通环境治理有限公司	0.718	2023.5.31-2023.8.31	位于宋庄镇的 14 座污水处理（站），总处理规模 7,180 立方米/天。	
--		中通京南水务有限公司	2.025	2018.3.19-2033.3.18（单村） 2018.3.19-2038.3.18（联村）	大兴区黄村镇单村、联村	
--		中通京西水务有限公司	0.48	2017.11.08-2042.11.08	门头沟区	
--		中通京潞水务有限公司	0.36	2018.01.31-2033.01.30	南小营村、辛店、周坡庄	

辛店污水处理站二期	中通京潞水务有限公司	0.30	2020.5.29-2045.5.28	辛店
--	中通和城水务（北京）有限公司	1.39	2018.9.5-2048.9.4	大兴区魏善庄、东枣林、绿荫别墅、北研堡
兰溪市污水处理厂	兰溪桑德水务有限公司（本部）	10.00	2017.7.1-2042.6.30	兰溪城区及开发区
梅江镇污水处理厂（新）	兰溪市环投水务有限公司	1.00	2021.7.1-2042.6.30	梅江镇、横溪镇
马涧镇污水处理厂	兰溪市环投水务有限公司	0.30	2021.7.1-2042.6.30	马涧镇
游埠镇污水处理厂	兰溪市环投水务有限公司	1.00	2022.8.1-2042.6.30	游埠镇、赤溪街道
诸葛镇污水处理厂	兰溪市环投水务有限公司	0.50	2022.9.1-2042.6.30	诸葛镇、永昌街道
香溪镇污水处理厂	兰溪市环投水务有限公司	0.10	2020.1.1-2042.6.30	香溪镇
黄店镇污水处理厂	兰溪市环投水务有限公司	0.10	2020.1.1-2042.6.30	黄店镇
通辽市污水处理厂	通辽市桑德水务有限公司	15.00	2018.08.01-2043.07.31	通辽市科尔沁区东郊工业园区、铁南片区、建国片区
--	公用环境发展（江门）有限公司	1.255	2018.11.12-2048.11.11	江门新会区会城街道及四镇
小计	--	<b>35.32</b>	--	--
合计	--	<b>94.32</b>	--	--

注：1）中嘉污水处理厂含一期和二期，三期在建设中；珍家山污水处理厂为一期；2）黄圃污水厂有约 2 万吨/日的处理能力未完成验收；3）房山小清河大石河污水处理厂目前 15 个场站正常运转，但委托运营协议到期，政府还未签订续签协议。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

伴随异地污水处理站点的增加，近年公司污水处理能力持续提升。受益于结算量的增加，2019-2021年公司污水、废液处理收入持续增长，业务毛利率有所波动，其中2021年毛利率下降主要系部分地区污水处理厂提标改造后污水处理药耗、电耗、折旧摊销成本增加等所致。

**表8 公司污水处理厂运营情况**

指标名称	2023年3月 /2023年1-3月	2022年	2021年	2020年
中山市本地污水厂（个）*	4	3	3	3
异地污水处理站点（个）	194	209	206	199
期末处理能力（万吨/日）*	85.93	75.93	74.81	71.88
平均日处理量（万吨/日）	64.80	61.50	65.19	59.25
当期处理量（亿吨）	0.62	2.24	2.26	1.58
保底结算量（亿吨）	0.33	1.24	1.19	1.02
当期结算量（亿吨）	0.58	2.51	2.51	2.03

注：1) 中山市本地污水厂未含受托运营的 4 个污水处理厂；2) 2023 年 3 月末污水处理能力不含中通和城水务（北京）有限公司运营的污水处理厂 1.392 万吨/日（无商业运营批复）、中通京渤水务有限公司运营的污水处理厂 0.3 万吨/日（无商业运营批复）；3) 2023 年 3 月末房山小清河大石河污水处理厂 15 个场站点因委托运营协议到期，尚未完成续签工作，故未统计在期末处理能力中。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，截至2023年3月末，公司主要在建污水处理厂项目为中山市污水处理有限公司三期扩建工程，计划总投资9.78亿元，已投资4.57亿元，处理能力为20万吨/日，上述项目实际已于2022年12月15日通水；拟建污水处理厂项目为中山市珍家山污水处理厂扩能提升工程，计划总投资1.17亿元，扩容规模为5万吨/日，上述项目投入商运后，将进一步提升污水处理能力。2022年11月，中山公用联合其子公司公用工程中标中山市城区排水厂网一体化特许经营项目（以下简称“中山城区排水厂网项目”），计划总投资合计55.61亿元，特许经营期30年，中山城区排水厂网项目剩余项目计划总投资约40.91亿元（不含中山市珍家山污水处理有限公司二期扩建工程、中山市污水处理有限公司三期扩建工程），资金需求较大。此外，中山市正积极推进全市“污水一盘棋”，有望继续提振公司业务水平。

污水处理服务费收费标准方面，公司下属各污水处理厂的收费因所处区域不同而有所差异。2019-2021年中山市城区生活污水处理服务费单价维持在1.08元/吨，根据《市政府常务会议决定事项通知》（中府办会函〔2022〕58号），自2022年1月1日起，中山市中心城区生活污水处理服务单价调整为含税1.37元/吨，上述标准暂定为3年。子公司通辽桑德下属污水处理厂服务费单价为1.05元/吨。子公司中山公用及其相关下属子公司与政府单位签订的相关污水处理特许经营协议约定了保底污水处理量，当结算期实际污水处理量少于保底污水处理量时，污水处理服务费按照保底污水处理量进行相应核算。

### （三）工程安装

公司工程安装以内部项目为主，伴随签约水污染治理等项目数量及金额大幅增长，近年上述业务收入整体呈现大幅增长，对营业收入贡献较大，且业务可持续性较好

公司工程安装业务由中山公用下属子公司中山公用工程有限公司（以下简称“公用工程”）、中山公用水务投资有限公司（以下简称“中山水投”）和中通环境治理有限公司（以下简称“中通环境”）负责，其中公用工程拥有市政公用工程施工总承包一级、城市及道路照明工程专业承包三级、建筑装饰装修工程专业承包二级等多项资质；中通环境拥有建筑工程施工总承包三级资质。中山水投承接的项目主要包括供水管网工程、水表安装及老表改造等，其中供水管网工程由其发包给公用工程实际承做。公司工程安装业务主要通过公开招投标市场和承接中山公用内部项目等方式获得各类工程项目，近年以内部项目为主。

公司承接的项目主要包括道路照明、供水管网、燃气管道安装改造等，业务主要集中在中山市和北京市，且以中山市为主。近年公司工程安装业务收入持续增长，其中2022年工程安装收入较上年增长252.74%，主要系当年签约的水污染治理等项目数量及金额大幅提升所致，占同期营业收入的比重由2020年的19.18%增至42.04%，对公司收入贡献加大；工程安装业务毛利率整体波动较大，其中2022年

同比下降17.13个百分点至8.16%，主要系公司中标的部分大项目盈利较弱等所致。截至2023年3月末，公司在手未完工合同金额合计42.52亿元，能持续给公司贡献一定工程安装收入。款项结算方面，公司根据合同约定主要按工程进度收取工程款，一般工程进度完成100%时收取合同价的80%，剩余款项在工程竣工决算后收取；对于水表安装及老表改造项目，公司采用全额预收款形式，款项到账后预约提供安装。

#### （四）租赁业务

公司运营中山市农产品、水产品以及果蔬等的批发零售市场规模较大，整体出租率尚可；近年公司租赁业务收入及毛利率均有所波动，业务毛利率处于较高水平

公司租赁业务主要由中山公用下属子公司中山公用市场管理有限公司、中山市南朗市场管理有限公司、中山市泰安市场经营管理有限公司等负责运营。截至2023年3月末，公司下辖33个市场，覆盖中山市城区及17个镇区，总占地面积约45万平方米，是全市最大的农贸市场集群。公司运营的市场主要从事农产品、水产品以及果蔬的批发零售，其中中山农产品交易中心为中山市最大的综合型农产品批发市场。公司对外出租市场中鲜活产品批发、果蔬批发、农产品零售业务在中山市的市场份额分别为80%、70%和18%。截至2023年3月末，公司下属市场建筑面积合计39.42万平方米，可供租赁面积31.79万平方米，出租率约为77.13%。近年公司租赁收入及毛利率均有所波动，其中2021年公司不再对租户减免租金，当年租赁收入及毛利率均有所上升；2022年因为执行相关政策对租金进行减免，导致租赁收入及毛利率同比均有所下降。

**表9 截至 2023 年 3 月末公司主要市场情况（单位：平方米、元/平方米/天）**

市场名称	建筑面积	可供出租面积	出租率	平均租赁价格
农产品交易中心	77,541.15	70,767.16	99%	2.14
黄圃商业体	39,604.93	39,604.93	100%	0.80
东风兴华商业体	28,119.17	28,119.17	100%	1.12
泰安市场	27,963.64	22,370.91	91%	0.49
张家边商业体	18,939.41	15,151.53	100%	1.10
光明市场*	18,355.68	18,355.68	0%	--
民众市场	17,653.86	9,924.71	67%	1.60
东南门市场*	11,240.30	7,559.19	0%	--
大涌市场	11,143.74	5,738.52	75%	1.92
金怡市场	10,599.97	7,305.12	83%	0.84
红楼市场	10,401.30	10,401.30	71%	0.11
坦背市场	10,100.82	8,080.66	90%	1.29
港口市场	10,008.02	7,612.09	83%	2.32
海洲市场	9,020.80	5,139.99	90%	1.82

注：1) 受场地条件和软硬件设施等因素制约，公司在沙朗果菜批发市场地块基础上规划建设中山农产品交易中心，并于2019年7月28日将光明市场整体搬迁至中心的二、三期经营。搬迁后，公司拟寻求合作方将光明市场整体出租，截至2023年3月末，暂未寻找到合适的合作方，故光明市场出租率为0.00%；2) 东南门市场1-2楼处于招租中。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司一般年初与商户签订租赁协议，协议约定了标的物基本情况、租赁期限、租赁物交付等基本情况，租赁期限主要为1年，租金主要采用按月支付。此外，公司签订市场租赁协议的同时一般会与商户签订市场管理协议，协议约定公司对租赁区域进行管理，并收取市场设施管理费，市场管理期限与租赁期限相同，当市场管理协议期限与市场租赁协议期限不一致时，以市场租赁协议约定的期限为准，市场设施管理费与租金一样采用按月支付。款项结算方面，公司租金及设施管理费收取方式主要以银行代扣为主，部分通过刷卡、现金等方式收取。

### （五）垃圾处理及发电

公司垃圾处理及发电业务在中山市和株洲市部分区域内垄断性明显，其中下属中山市北部组团垃圾综合处理基地规模较大，近年垃圾处理量和销售电量小幅波动，致使业务收入有所波动，但业务毛利率相对较高，能给公司贡献一定收入及利润

公司垃圾处理及发电业务由中山公用下属子公司中山市天乙能源有限公司<sup>5</sup>（以下简称“天乙能源”）和2022年收购的株洲市金利亚环保科技有限公司（以下简称“株洲金利亚”）负责。2022年8月，中山公用下属子公司公用环投与株洲市创志环保集团有限公司（以下简称“创志集团”）签订《关于株洲市金利亚环保科技有限公司之100%股权转让协议》，公用环投以6.00亿元作为股权对价款受让创志集团持有的株洲金利亚100.00%股权，股权转让后，株洲金利亚成为公用环投全资子公司，已于2022年12月完成资产交割。

天乙能源拥有中山市北部组团垃圾综合处理基地垃圾焚烧发电厂和垃圾渗滤液处理厂特许经营权，该基地为中山市三大垃圾综合处理组团基地之一，服务中山市内北部七个镇区，即小榄镇<sup>6</sup>、古镇、东凤镇、南头镇、黄圃镇、阜沙镇、三角镇，具有区域垄断性。株洲金利亚拥有株洲市城市生活垃圾焚烧发电厂BOT项目，服务范围在株洲市内，包括天元区、荷塘区、芦淞区和石峰区等，具有区域垄断性。具体模式：公司垃圾处理及发电业务采用BOT的模式开展，在特许权经营期内（天乙能源特许经营期为22年，株洲金利亚项目特许经营期剩余约23年）公司按政府配额处理生活垃圾，并进行焚烧发电，收入来源于上网电费及垃圾处理费。

中山市北部组团垃圾综合处理基地共分为三期，其中一期和二期工程占地面积合计约8万平方米，垃圾处理能力合计970吨/日，特许经营期均为2007年4月9日至2029年4月8日；三期工程占地面积约5.6万

<sup>5</sup>2015年7月，子公司中山公用以1.68亿元收购天乙能源100%的股权。

<sup>6</sup>根据中山市人民政府公众街道办事处于2021年7月发布的《中山市人民政府关于中山市部分行政区划变更的公告》，撤销小榄镇、东升镇，设立新的小榄镇，以原小榄镇、东升镇的行政区域为新的小榄镇的行政区域。

平方米，垃圾处理能力1,200吨/日，特许经营期为2018年1月15日至2040年1月14日，项目总投资6.69亿元（2.86亿元源自中山公用2015年度非公开发行股票的募集资金），投产时间为2019年11月<sup>7</sup>。株洲金利亚旗下株洲市城市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目共分为2期，垃圾处理规模合计 1,700 吨/天（一期1,000吨/天，二期700吨/天），特许经营期至2045年4月17日，已全部建成投运，项目总投资约10.12亿元。

2020-2022年公司垃圾处理能力、垃圾处理单价及平均销售电价均保持稳定，受益于株洲金利亚的收购，2023年3月末公司垃圾处理能力、垃圾处理单价均有所提升；近年公司垃圾处理量及销售电量均小幅波动，致使业务收入有所波动，其中2021年公司垃圾处理量和发电量较上年小幅增长，业务收入及其占同期营业收入的比重均有所增长，毛利率略有下降，但处于较高水平，对公司营业收入和利润具有一定贡献；2022年公司热值较高的大件垃圾进厂量减少导致当年垃圾处理量、生产电量较上年均有所减少。

**表10 公司垃圾处理及发电情况**

指标名称	2023年3月 /2023年1-3月	2022年	2021年	2020年
垃圾处理能力（吨/日）	3,870.00	2,170.00	2,170.00	2,170.00
垃圾处理量（吨/日）	33.80	75.54	79.79	71.01
垃圾处理单价（元/吨）	162.59	94.41	94.41	94.41
生产电量（亿千瓦时）	1.37	3.36	3.45	3.05
销售电量（亿千瓦时）	1.18	2.87	2.94	2.59
平均销售电价（元/千瓦时）	天乙能源 0.55； 株洲金利亚 0.52	0.55	0.55	0.55

注：株洲金利亚于2022年12月完成交割，故2022年末垃圾处理能力未包含株洲金利亚的处理能力。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （六）环卫业务

**近年公司环卫业务收入小幅波动，伴随中山市环卫一体化项目的持续推进，业务可持续性较好**

公司环卫业务由中山公用下属子公司广东名城环境科技有限公司（以下简称“名城环境”）负责运营，名城环境主要从事向政府城市管理部门、物业管理公司、商场、小区、企业等提供道路保洁、垃圾收运、垃圾处置、污泥运输等综合环境服务，拥有国家级生活垃圾处理处置一级资质、中国清洁清洗行业国家一级资质等证书、广东省环卫服务企业特级证书。公司环卫项目主要通过公开招投标的形式获得，待项目中标后，公司主要通过与相关政府单位（中山市城市管理和综合执法局、中山市港口镇城管住建和农业农村局、中山市南区城乡建设服务中心等）签订政府采购合同、PPP合同、环卫服务项目合同等形式为客户提供环卫服务，合同约定了服务内容、服务期限、服务范围等，委托方按照协议约定方式给

<sup>7</sup>中山市北部组团垃圾综合处理基地三期项目已于2019年11月16日进入试运行期，2020年12月21日正式转入商业运营。2020年8月中山市生活垃圾处理管理中心出具了“中山市北部组团垃圾综合处理基地三期项目试运行期垃圾处理量及处理费确认表”，公司据此于2020年8月开始统计及确认三期项目的垃圾处理能力、垃圾处理量、发电量等指标。

公司支付相关服务费，实际支付费用为根据考核结果扣除相关考核扣分扣款之后的费用。公司签订的环卫合同期限大部分不超过3年，合同到期后一般进行循环滚动竞标或签订延期协议。

子公司名城环境拥有中山市医疗废弃垃圾处理特许经营权，负责运营4个垃圾填埋场（2个填埋场的运营管理及2个已封场填埋场），服务范围包括中山市东区、南区、港口、黄圃、南朗及民众等镇区，业务拓展至深圳市、东安县等地；承担城区超过1,500个垃圾收集点（含垃圾屋）及16个转运站的生活垃圾收集清运工作，负责中山市医疗废弃物处置、各镇区污水厂污泥运输业。近年公司环卫业务收入小幅波动，占同期营业收入的比重维持在8%左右，毛利率有所波动，整体对公司利润贡献有限。2022年公司顺利中标中山市7个环卫项目，积极推进全市环卫一体化项目及多个异地垃圾焚烧发电项目，带动环卫一体化业务稳步增长。

**作为中山市“资本运营+产业投资”的国有资本投资运营主体，公司获得较大的外部支持，资本实力稳步提升**

作为中山市国资委下属四大集团企业之一，公司定位为“资本运营+产业投资”的国有资本投资运营集团，目前主要承担了全市公用事业相关行业投资、运营等的重要任务，在资金、股权注入及政策等方面得到了政府的大力支持。

根据政府相关文件、股东决定等，2013-2022年，中山市国资委不断向公司增资、划入股权等，使得实收资本合计净增加19.09亿元，资本公积净增加31.67亿元，增强了公司资本实力。

政策方面，中山市正积极推进“供水一盘棋”“污水一盘棋”“环卫一盘棋”的战略布局，公司为中山市市属唯一一家从事公用事业相关行业投资、运营等的主体，能够享受较多的政策红利，使公司环保水务板块业务在中山市本地市场的占有率不断提升。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020-2022年公司合并报表范围内一级子公司变动情形详见下表，2023年2月公司下属子公司中山公用光伏新能源科技有限公司收购东莞市清能新能源科技有限公司，除此之外，2023年一季度公司合并范围内子公司未发生变动。截至2023年3月末，纳入公司合并报表范围内一级子公司共18家，详见附录四。

**表11 近三年及一期公司合并报表范围一级子公司变化情况**

时间	变动方向	一级子公司名称	取得方式/不再并表原因或文件
2022年	增加	中山中盈产业投资有限公司	划拨取得

	增加	中山金融投资控股有限公司	划拨取得
	增加	中山市雍汇文化旅游投资有限公司*	投资设立
	增加	广东汇德科技有限公司*	投资设立
	增加	中山市汇安文化旅游投资发展有限公司*	投资设立
	减少	云南七彩食品有限公司	无偿划出
2021 年	增加	中山市环境保护科学研究院有限公司	非同一控制下企业合并
	增加	中山公用南朗污水处理有限公司	设立
	增加	中山公用水质检测有限公司	设立
	增加	中山市侨属经济发展有限公司	无偿划入
	增加	中山市侨属运输服务有限公司	无偿划入
	增加	中山市侨属旅行社有限公司	无偿划入
	增加	中山市侨属酒店设备工程有限公司	无偿划入
	增加	云南菜人家食品有限公司	无偿划入
	增加	广东横栏花木产业投资发展有限公司	投资设立
	增加	中山市环宇咨询服务有限公司	无偿划入
	减少	中山市南部供水股份有限公司*	《南部三镇取水口上移工程项目股权管理及资产归属会议纪要》
2020 年	增加	中山兴泉企业管理有限公司	无偿划入
	增加	云南七彩食品有限公司	无偿划入
	减少	中山中盛文旅投资有限公司	注销

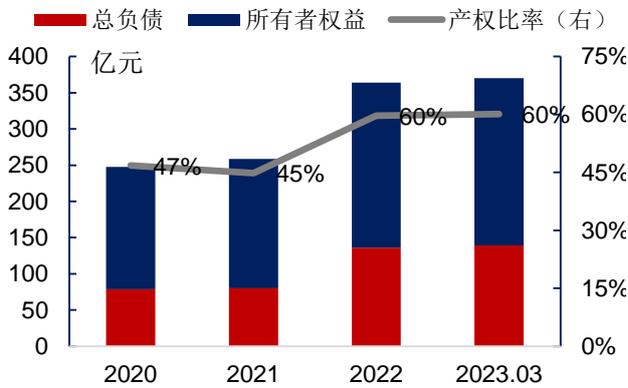
注：1) 中山市雍汇文化旅游投资有限公司、广东汇德科技有限公司及中山市汇安文化旅游投资发展有限公司成立时间分别为 2021 年 12 月 30 日、2021 年 12 月 20 日、2021 年 12 月 30 日，但因上述子公司无任何资产，公司注册是在 2022 年 1 月，故上述企业实际并表时间均为 2022 年 1 月；2) 根据中山市财政局于 2021 年 6 月 24 日召开的《南部三镇取水口上移工程项目股权管理及资产归属会议纪要》，公司所持中山市南部供水股份有限公司（以下简称“南部供水”）51.79% 股权实际为代中山市财政局持有，项目竣工验收后资产整体被移交至中山市水务工程建设管理中心，故 2021 年公司不再将南部供水纳入合并报表范围，但上述事项尚未完成工商变更；3) 根据《关于无偿划转云南七彩食品有限公司股权的批复》（中府国资[2022]261 号），中山市国资委将公司持有的云南七彩食品有限公司 55% 股权按 2022 年 6 月 30 日审计报告结果无偿划至中兴集团。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

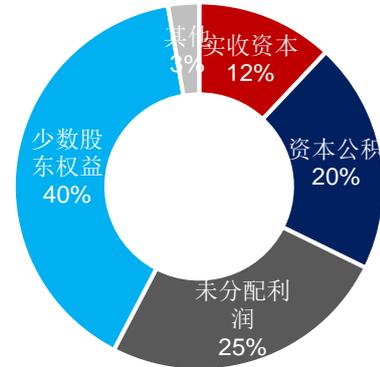
## 资本实力与资产质量

近年公司资产规模稳步增长，以股权投资、水务相关资产以及特许经营权使用费构成，股权资产质量较好，但存在少量无权证和因抵押受限资产

受益于经营业绩积累、股权注入、少数股东权益增加等，近年公司所有者权益持续增长，2023 年 3 月末较 2020 年末增长 37.00% 至 231.26 亿元。因公司经营发展对资金需求较大，公司加大外部融资力度，近年公司总负债规模持续扩张，其中 2022 年末增幅较大，主要系公司其他应付款增加受托管理资金和财政局专项资金以及公司增加长期借款等所致。受上述因素综合影响，近年公司产权比率有所波动，2023 年 3 月末增至 60.13%，所有者权益对总负债的覆盖程度较好。

**图3 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产规模持续增长，主要由长期股权投资、货币资金、无形资产及固定资产构成，2023年3月末上述资产合计占期末总资产的比重为78.48%。长期股权投资为公司规模最大的资产，主要为对广发证券（股票代码为“000776.SZ”“1776.HK”）的股权投资，2023年6月末公司持有广发证券9.01%股份，2020-2022年公司权益法核算的长期股权投资收益分别为11.94亿元、12.96亿元和10.51亿元，广发证券的投资收益为公司长期股权投资收益的主要来源，且广发证券业务牌照齐全，竞争实力和盈利能力较强，预计可持续给公司贡献较大的投资收益。

公司货币资金主要由银行存款构成，2022年公司将中山金控纳入合并范围，增加银行存款余额较大，使得2022年末货币资金规模较2021年末增长96.30%。2022年末公司货币资金受限规模为0.82亿元，其中定期存款0.30亿元、保证金0.51亿元以及因司法冻结款项140.38万元。公司无形资产主要由特许经营权和土地使用权构成，伴随相关PPP项目完工投入运营并确认收入，相关资产计入无形资产进行核算，近年公司无形资产规模整体大幅增加；2022年末公司未办妥产权证的土地使用权账面价值0.68亿元，部分无形资产因抵质押借款使用权受到限制。公司固定资产规模相对稳定，以供水场、污水处理厂及管网等资产构成，其中含未办证资产0.39亿元。

其他资产方面，公司应收账款主要为因环保水务、工程施工等业务收入形成的相关款项，近年公司应收账款随业务收入增加而保持增长，应收对象主要为政府单位及国有企业，回款风险不大。公司存货主要由原材料和合同履约成本构成，占比相对较小。近年公司其他应收款规模持续大幅增长，2021年末同比增速达509.63%，主要系原子公司南部供水不再纳入合并报表范围导致内部往来抵消减少所致；2022年末增速为143.26%，主要原因为公司将中山中盈产业投资有限公司（以下简称“中盈产投”）及中山金控等纳入合并范围，新增股权代持、代拨风险准备金以及代拨财政专项融资资金<sup>8</sup>。公司投资性

<sup>8</sup> 公司 2022 年将中盈产投及中山金控纳入合并范围，并入中盈产投对潮州市中潮产业园投资开发有限公司（中盈产投、潮州市金山投资开发有限公司分别持股 66.67%、33.33%）的股权代持款、代中山市科学技术局拨付中山火炬华盈投资有

房地产主要由农产品交易中心、黄圃商业体等对外出租的市场及商业体构成，近年规模相对稳定，2022年末未办证的投资性房地产账面价值为293.55万元，占比相对较小。近年公司在建工程规模波动较大，2021年末同比大幅下降，主要系供水管网等项目转入固定资产及南部三镇取水口上移工程竣工后被移交等所致。2023年3月末在建工程规模有所扩张，主要系公司增加对温泉中心园改造项目工程投入所致。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	59.36	16.03%	60.30	16.57%	30.72	11.88%	31.08	12.54%
应收账款	9.72	2.63%	8.92	2.45%	5.19	2.01%	4.26	1.72%
存货	1.09	0.30%	1.22	0.33%	1.17	0.45%	1.43	0.58%
其他应收款	16.40	4.43%	16.81	4.62%	6.91	2.67%	1.13	0.46%
<b>流动资产合计</b>	<b>99.31</b>	<b>26.82%</b>	<b>99.30</b>	<b>27.28%</b>	<b>49.88</b>	<b>19.29%</b>	<b>43.69</b>	<b>17.64%</b>
长期股权投资	164.98	44.55%	161.95	44.49%	134.76	52.12%	123.56	49.87%
投资性房地产	9.17	2.48%	9.30	2.55%	9.53	3.69%	9.96	4.02%
固定资产	25.56	6.90%	25.92	7.12%	24.85	9.61%	24.15	9.75%
在建工程	7.05	1.90%	4.72	1.30%	4.62	1.79%	14.81	5.98%
无形资产	40.73	11.00%	41.10	11.29%	25.55	9.88%	25.62	10.34%
<b>非流动资产合计</b>	<b>271.00</b>	<b>73.18%</b>	<b>264.71</b>	<b>72.72%</b>	<b>208.66</b>	<b>80.71%</b>	<b>204.05</b>	<b>82.36%</b>
<b>资产总计</b>	<b>370.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>364.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>258.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>247.74</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

近年公司营业收入持续增长，主要来源于公用事业类业务及工程安装业务，其中公用事业类业务具有区域垄断性，经营较稳定，水厂整体运营情况尚可；近年公司销售毛利率有所波动，利润主要依赖投资收益

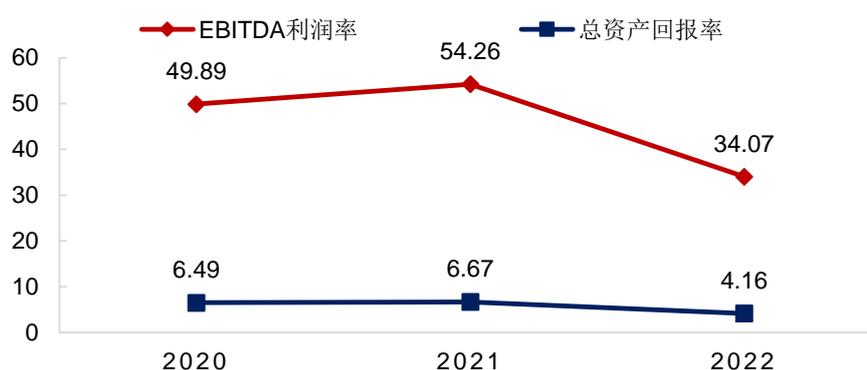
近年公司营业收入持续增长，主要来源于环保水务、工程安装、固废处理及租赁业务，其中环保水务、固废处理板块业务主要采用特许经营权的方式进行，具有区域垄断性。截至2023年3月末，公司主要在建和拟建水务相关项目投资规模较大，待上述项目建成并投入运营，叠加中山市“供水一盘棋”“污水一盘棋”等的持续推进，有助于提升公司业务水平。盈利能力方面，近年公司盈利有所波动，主要系供水业务、垃圾处理业务以及工程安装业务因材料采购、管理运营成本波动所致，2022年盈利较上年有所下降，以及2022年末总资产同比大幅增长，导致EBITDA利润率和总资产回报率整体有所下降。

因项目建设对资金需求较大，导致借款增加，利息支出较大，同时公司管理、研发费用也有所增加，

限公司风险准备金等款项，新增代中山市财政局拨付的财政专项融资资金，该财政专项资金系中山市政府为了缓解企业短期资金周转困难，设立融资专项扶持资金，中山市财政局委托中山金控进行管理，专项用于经银行审核符合续贷条件的企业或个人经营性贷款提供转贷周转资金。

导致公司期间费用规模较大，对利润形成一定侵蚀。公司持有的广发证券（股票代码为“000776.SZ”“1776.HK”）等股权资产质量较好，持续给公司贡献较大的投资收益，2020-2022年权益法核算的长期股权投资收益占当期利润总额的比重均在85%左右，伴随盈利的持续增长及股权投资不断分红等，能为公司整体盈利能力提供有效支撑。政府补助方面，近年公司获得一定的增值税税收优惠、项目补贴、客运补贴等，但规模较小。

**图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

近年公司总债务持续增长，以短期债务为主，但公司备用流动性较充分，必要时能提供一定的流动性支持

因经营发展对资金需求较大，公司外部融资增加以及新增并表子公司等，导致近年总负债规模持续增长。公司总负债主要为刚性债务，近年总债务持续增长，占同期末总负债的比重均在50%左右。银行借款和债券融资为公司主要的融资渠道，其中公司银行借款主要为信用借款、抵押借款和保证借款，抵押资产主要为不动产及PPP项目项下收益权，2023年3月末银行借款余额占同期末总债务的比重超过60%，且以长期借款为主。公司应付债券系子公司中山公用发行的债券，截至2023年8月末，中山公用存续债券为“19中山01”、“23中山K1”，票面利率分别为3.15%、2.95%，到期日分别为2024年3月及2026年7月。此外，子公司中山公用于2023年5月15日发布了《中山公用事业集团股份有限公司关于向专业投资者公开发行公司债券获得中国证监会注册批复的公告》，中国证监会同意子公司中山公用向专业投资者公开发行不超过30亿元公司债券的注册申请，2023年7月中山公用已发行10亿元公司债券（23中山K1），若剩余20亿元债券成功发行，公司应付债券余额将进一步提升。

其他负债方面，公司应付账款主要为应付工程款，2022年末因应付货款和工程款增加较多，公司应付账款增幅较大。其他应付款以应付政府单位及国有企业间的往来款及暂收款为主，2022年末受公司合并范围变动影响，公司其他应付款中增加受托管理资金（21.05亿元）和财政局专项资金（10.27亿元），

导致公司其他应付款大幅增加。2022年末及2023年3月末公司一年内到期的流动负债规模增幅较大，主要系部分债务临近到期，转入一年内到期的非流动负债所致。其他流动负债以短期应付债券为主，2021年末公司成功发行超短期融资券导致其他非流动负债规模大幅增加，后又因债务逐步到期，公司其他非流动负债规模明显下降。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.23	10.95%	9.80	7.21%	5.51	6.88%	16.02	20.29%
应付账款	12.85	9.24%	16.18	11.89%	7.62	9.52%	8.82	11.18%
其他应付款	42.78	30.77%	42.27	31.06%	10.53	13.16%	15.29	19.36%
一年内到期的非流动负债	21.70	15.61%	14.06	10.33%	1.20	1.50%	1.12	1.41%
其他流动负债	5.99	4.31%	10.86	7.98%	15.29	19.10%	0.18	0.22%
<b>流动负债合计</b>	<b>109.19</b>	<b>78.53%</b>	<b>105.18</b>	<b>77.30%</b>	<b>50.16</b>	<b>62.67%</b>	<b>51.41</b>	<b>65.12%</b>
长期借款	26.06	18.74%	19.16	14.08%	5.37	6.71%	5.93	7.51%
应付债券	0.00	0.00%	8.00	5.88%	22.23	27.78%	19.98	25.30%
<b>非流动负债合计</b>	<b>29.86</b>	<b>21.47%</b>	<b>30.89</b>	<b>22.70%</b>	<b>29.88</b>	<b>37.33%</b>	<b>27.54</b>	<b>34.88%</b>
<b>负债合计</b>	<b>139.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>136.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>80.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>78.95</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	70.56	50.74%	63.67	46.79%	51.39	64.21%	45.11	57.13%
其中：短期债务	41.93	30.16%	33.90	24.92%	21.78	27.21%	17.29	21.90%
长期债务	28.63	20.59%	29.76	21.87%	29.62	37.00%	27.81	35.23%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于公司主营业务回款及合并范围调整的影响，近年公司经营活动现金流均呈净流入状态且净流入规模有所增加。根据生产经营需求，公司近年加大外部融资力度，资产负债率总体有一定提升。受合并范围变动影响，公司货币资金大幅增加且部分债务于2022年到期偿还，2022年末公司净债务规模有所下降，净债务/EBITDA跌至0.30，同时EBITDA利息保障倍数表现较好，EBITDA对利息形成有效覆盖。公司总债务/总资本为20%左右，表现较为稳定，2022年末FFO/净债务有较大幅度提升。

**表14 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
经营活动现金流净额（亿元）	-3.20	6.80	4.94	5.47
FFO（亿元）	--	9.54	10.56	8.17
资产负债率	37.55%	37.38%	30.96%	31.87%
净债务/EBITDA	--	0.30	1.57	1.43
EBITDA 利息保障倍数	--	7.16	7.62	6.03
总债务/总资本	23.38%	21.83%	22.36%	21.09%
FFO/净债务	--	249.84%	48.69%	50.09%
经营活动现金流/净债务	-30.87%	178.07%	22.76%	33.55%



所有者权益	75.58	75.69	38.38	37.16
营业收入	0.00	0.04	0.12	0.15
投资净收益	0.00	2.10	2.38	3.30
经营活动产生的现金流量净额	-0.72	-2.21	0.77	-2.52
资产负债率	16.82%	15.07%	25.60%	26.89%
总债务	2.30	0.00	0.01	0.00
短期债务	2.30	0.00	0.01	0.00
现金短期债务比	2.20	--	515.73	--
总资产/合并口径总资产	24.54%	24.48%	19.96%	20.52%
总债务/合并口径总债务	3.26%	0.01%	0.02%	0.00%
营业收入/合并口径营业收入	0.05%	0.10%	0.49%	0.67%
净利润/合并口径净利润	-1.02%	17.56%	12.94%	19.74%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

根据公司出具的相关说明，过去一年，公司在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放方面，均未受到相应处罚。

#### 社会因素

根据公司出具的相关情况说明，公司过去一年未发生产品质量或安全事故问题，无拖欠员工工资、社保等情形。

#### 公司治理

公司本部按照《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）及相关法律法规的要求建立了法人治理机制，并建立党总支、董事会、监事会、经营管理层，履行《公司法》和《惠州大亚湾环境水务集团有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）所规定的各项职责。

根据公司章程，公司设立党委，党委设党委书记1名，专职党委副书记1名，纪委书记1名，其他党委委员若干名。公司坚持“先党内、后提交”的程序，党委对如下事项参与决策：企业发展战略、中长期发展规划；生产经营方针；重大投融资、贷款担保、资产重组、重大资产处置等。对于“三重一大”问题，党委先讨论研究提出意见建议后，再按程序提交董事会、经营班子进行决策。

公司设股东会，由中山市国资委和广东财政厅构成，截至2023年8月10日上述股东持股比例分别为

92.43%、7.57%，近年股权结构较稳定。公司设董事会，对股东负责，成员为5人，其中股东代表董事4人，由股东会选举产生，职工代表董事1人，由职工代表大会选举产生。公司设总经理1人，对董事会负责，由董事会聘任或者解聘。公司设监事会，成员为5人，其中股东代表监事3人，由股东会选举产生；职工代表监事2人，由公司职工代表大会选举产生。董事长、董事、高级管理人员未经中山市国资委同意，不得在其他有限责任公司、股份有限公司或者其他经济组织兼职。

组织结构方面，为规范日常经营活动，公司设立了党委办、财务管理中心、投资管理中心、纪检监察室、审计部、安全办等职能部门（组织结构图详见附录三），并制定了相应的决策机制和财务管理制度等内部控制制度。

发展战略方面，公司围绕粤港澳大湾区战略和中山市政府发展战略，充分发挥“国有资本投资运营平台”作用，持续推进大环保产业“一盘棋”“一体化”，发展文旅产业助力乡村振兴，构建大文旅格局，在全市重大产业平台构建上发展国资国企产业引领与投融资功能作用等。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日<sup>9</sup>，公司本部及子公司中山公用、中山金控均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；子公司中山公用公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年8月30日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

截至2023年3月末，公司对外担保余额合计0.75亿元，为期末净资产的0.32%，系为联营企业怀宁润天水务环境科技有限公司（以下简称“怀宁水务”）<sup>10</sup>提供的担保，上述借款主要用于建设怀宁县经开区及乡镇污水处理项目，且未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

2021年12月2日广东省中山市中级人民法院就中山大名旅游发展有限公司（以下简称“大名旅游”）提起的要求中山市旅游企业资产经营有限公司（以下简称“旅游资产公司”）、中山旅游产业有限公司（以下简称“旅游产业公司”）以及公司向其承担缔约损失过错责任等诉讼作出一审判决，判决旅游资产公司、旅游产业公司及公司向大名旅游赔偿经济损失0.15亿元，驳回大名旅游的其他诉讼请求。2022年1月6日，大名旅游向广东省高级人民法院提起上诉，要求支持其全部诉讼请求；2022年1月旅游产业公司、公司、旅游资产公司向广东省高级人民法院提起上诉，要求驳回大名旅游一审全部诉讼请求。

<sup>9</sup> 公司本部查询日为2023年8月29日，子公司中山公用、中山金控查询日分别为2023年8月30日、2023年8月29日。

<sup>10</sup> 怀宁水务控股股东为青岛思普润水处理股份有限公司，实际控制人于于振滨；公司通过二级子公司博华水务投资（中山）有限公司持有怀宁水务39%的股份。

2023年4月17日，广东省高级人民法院开庭审理上述案件，截至本报告出具日，广东省高级人民法院尚未作出判决。

2022年5月18日，中机国际工程设计研究院有限责任公司（以下简称“中机国际”）就工艺优化改造工程项目向广东省中山市第一人民法院提起诉讼，要求请求判令公司下属子公司中山市民东有机废物处理有限公司（以下简称“民东公司”）支付本金工程款0.27亿元及相关利息。民东公司随即反诉中机国际交付项目不满足合同质量约定，并反诉请求法院判令中机国际赔偿相关药剂费用。2023年5月31日，广东省中山市第一人民法院作出判决：1）民东公司向中机国际支付工程进度款831.46万元及利息；2）中机国际向民东公司支付药剂费用损失689.44万元等。截至本报告出具日，中机国际已就一审判决的内容提起上诉，案件尚在审理中。

2020年以来，子公司中山公用被列为被执行人，执行标的规模较小。

**表16 2020年以来子公司中山公用被列为被执行人情况（单位：万元）**

案号	执行法院	执行标的	立案日期	案件状态
(2023)粤0604执15006号	佛山市禅城区人民法院	0	2023-07-28	未结案
(2021)粤2071执7716号	中山市第一人民法院	12.71	2021-03-30	结案
<b>合计</b>	--	<b>12.71</b>	--	--

资料来源：公开查询，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司是中山市政府下属重要企业，截至2023年8月10日，中山市国资委直接持有公司92.43%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，中山市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与中山市政府的联系非常紧密。截至2023年8月10日，中山市国资委持有公司92.43%的股权，一大部分业务来自政府及相关单位，中山市政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权，在资金注入、股权划转及政策等方面给予公司大力支持，未来公司将与中山市政府保持稳定的关系。

（2）公司对中山市政府非常重要。公司定位为服务中山市城市战略发展的国有资本投资运营平台，提供一些公共产品和服务，且存在工程施工、租赁、客运等相当一部分市场化业务；公司提供了较多的就业机会，在税收、基础设施建设等方面对中山市政府贡献很大；公司为中山市市属四大集团企业之一，子公司中山公用具有存续债券，若公司发生违约，将会对中山市金融生态环境和融资成本产生实质性不利影响。

## 九、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司公用事业类业务具有区域垄断性，经营较为稳定，日常经营活动形成的现金流入是本期债券本息偿付资金的主要来源。2020-2022年公司营业收入分别为22.87亿元、25.45亿元、37.03亿元，经营活动现金净流入规模分别为5.47亿元、4.94亿元、6.80亿元。同时中证鹏元也关注到，公司主要在建和拟建水务相关项目尚需投入较多资金，总债务持续增长，且随着全市“供水一盘棋”、“污水一盘棋”、“环卫一盘棋”的推进，公司资金需求不断加大，面临的资金压力加大。

## 十、结论

中山市是粤港澳大湾区节点城市，水资源丰富，全市着力打造智能家居、电子信息、装备制造、健康医药四大支柱产业，经济实力位于广东省中上游水平，随着粤港澳大湾区建设以及珠江东西两岸融合推进，未来区域发展潜力较大。公司为中山市国资委下属四大集团企业之一，定位为“资本运营+产业投资”的国有资本投资运营集团，目前主要承担了中山市公用事业类相关行业投资、运营等的重要任务，相关业务具有区域垄断性，能获得较大的外部支持，且持有的广发证券（股票代码为“000776.SZ”“1776.HK”）股权资产质量及投资收益均较好。总体来看，公司抗风险能力很强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

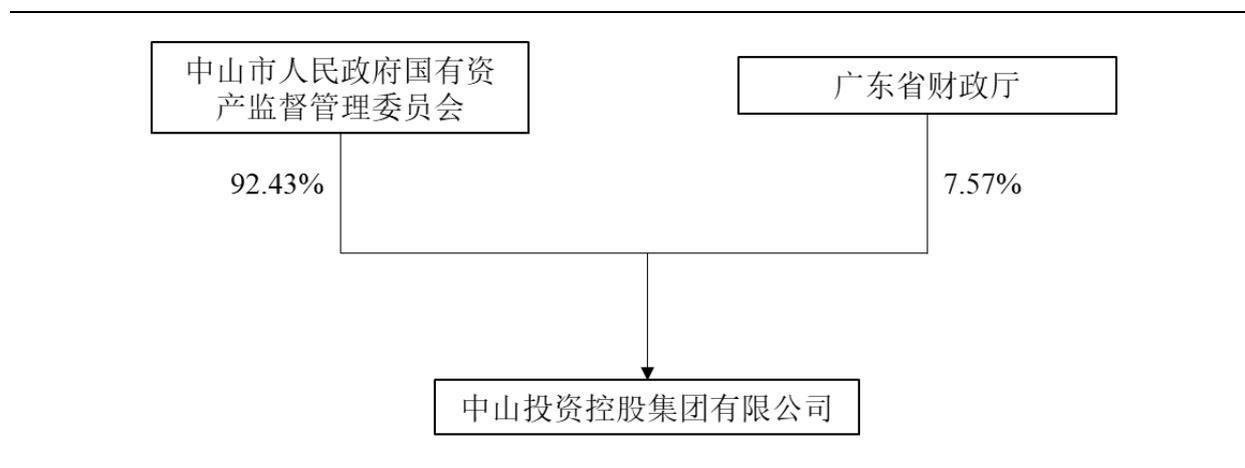
本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	59.36	60.30	30.72	31.08
流动资产合计	99.31	99.30	49.88	43.69
长期股权投资	164.98	161.95	134.76	123.56
无形资产	40.73	41.10	25.55	25.62
非流动资产合计	271.00	264.71	208.66	204.05
资产总计	370.31	364.01	258.54	247.74
短期借款	15.23	9.80	5.51	16.02
其他应付款	42.78	42.27	10.53	15.29
一年内到期的非流动负债	21.70	14.06	1.20	1.12
流动负债合计	109.19	105.18	50.16	51.41
长期借款	26.06	19.16	5.37	5.93
应付债券	0.00	8.00	22.23	19.98
非流动负债合计	29.86	30.89	29.88	27.54
负债合计	139.05	136.07	80.04	78.95
总债务	70.56	63.67	51.39	45.11
所有者权益	231.26	227.94	178.50	168.80
营业收入	9.14	37.03	25.45	22.87
营业利润	3.36	11.59	15.23	13.47
净利润	3.17	10.41	14.20	12.74
经营活动产生的现金流量净额	-3.20	6.80	4.94	5.47
投资活动产生的现金流量净额	-4.47	17.35	-7.20	-0.66
筹资活动产生的现金流量净额	6.95	6.64	1.56	8.95
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	12.61	13.81	11.41
FFO（亿元）	--	9.54	10.56	8.17
净债务（亿元）	10.37	3.82	21.69	16.32
销售毛利率	21.29%	19.97%	31.27%	30.76%
EBITDA 利润率	--	34.07%	54.26%	49.89%
总资产回报率	--	4.16%	6.67%	6.49%
资产负债率	37.55%	37.38%	30.96%	31.87%
净债务/EBITDA	--	0.30	1.57	1.43
EBITDA 利息保障倍数	--	7.16	7.62	6.03
总债务/总资本	23.38%	21.83%	22.36%	21.09%
FFO/净债务	--	249.84%	48.69%	50.09%
速动比率	0.90	0.93	0.97	0.82
现金短期债务比	1.44	1.80	1.39	1.70

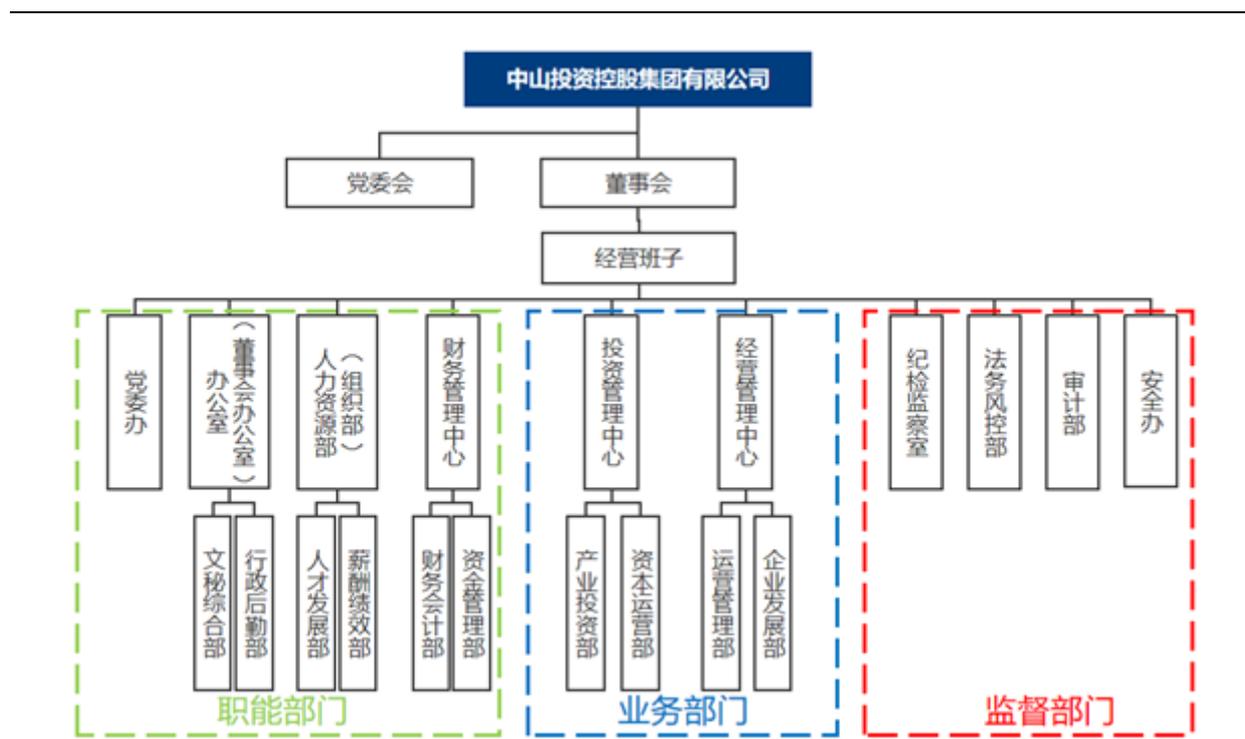
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 8 月 10 日）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：%）

一级子公司名称	持股比例	业务性质	取得方式
中山公用事业集团股份有限公司	48.54	公用事业	同一控制下的企业合并
中山市文旅产业投资有限公司	100.00	投资管理	其他
中山岐江旅游有限公司	100.00	投资旅游	投资设立
中山旅游集团有限公司	100.00	投资管理	同一控制下的企业合并
中山影视城有限公司	97.00	旅游、餐饮	同一控制下的企业合并
中山市民东有机废物处理有限公司	100.00	污泥处理	其他
中山岐江河环境治理有限公司	100.00	公用事业	投资设立
中山中汇客运港建设有限公司	100.00	客运轮渡运输	投资设立
中山天建项目管理有限公司	100.00	专业技术服务业	投资设立
中山温泉股份有限公司	100.00	餐饮旅馆服务	投资设立
广州证券鲲鹏中山1号集合资产管理计划	80.00	证券投资	投资设立
中山市侨属旅行社有限公司	100.00	商务服务	其他
广东横栏花木产业投资发展有限公司	55.00	商务服务	投资设立
中山市汇安文化旅游投资发展有限公司	60.00	商务服务	投资设立
广东汇德科技有限公司	51.00	商务服务	投资设立
中山市雍汇文化旅游投资有限公司	51.00	商务服务	投资设立
中山金融投资控股有限公司	100.00	投资管理	其他
中山中盈产业投资有限公司	100.00	投资管理	其他

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，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，表示略高或略低于本等级。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。