



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪485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
二零一七年六月二十三日

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（2017）

发行主体	广西绿城水务股份有限公司		
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	2016/8/29		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

基本观点

2016 年以来，广西绿城水务股份有限公司（以下简称“绿城水务”或“公司”）保持区域垄断优势，供水能力进一步提升，营业收入持续增长，债务期限结构大幅优化。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、污水处理服务费存在未能及时结算的风险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 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

- 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保持区域垄断优势。
- 供水能力进一步提升，营业收入持续增长。2016 年公司供水能力由上年的 131 万立方米/日提升至 147 万立方米/日，同比增长 12%，当年售水量 37,891.70 万立方米，同比增长 3.59%；污水处理量 33,395.92 万立方米，同比增长 8.20%；实现营业收入 11.95 亿元，同比增长 5.73%。
- 债务期限结构大幅优化。2016 年公司成功发行本期公司债券并置换短期债务，使得当年长短期债务比由 2015 年的 0.56 倍降至 0.17 倍，债务期限结构大幅优化。

概况数据

绿城水务	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	15.15	25.79	27.98	28.64
总资产（亿元）	58.85	69.06	75.42	74.67
总债务（亿元）	34.72	33.46	36.19	35.66
营业总收入（亿元）	9.86	11.30	11.95	2.74
营业毛利率（%）	47.55	48.84	46.20	46.64
EBITDA（亿元）	5.72	5.98	6.33	1.53
所有者权益收益率（%）	15.55	9.18	10.36	9.25
资产负债率（%）	74.26	62.65	62.90	61.64
总债务/EBITDA（X）	6.07	5.60	5.72	5.84
EBITDA 利息倍数（X）	3.26	3.01	4.20	4.50

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2017年第一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

分 析 师

吴振华 zhhwu@ccxr.com.cn

周 飞 fzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月23日

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。
- 污水处理服务费存在未能及时结算的风险。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。受财政审批程序相对繁琐影响，实际财政付费环节存在延迟，导致公司应收账款增加。2016年公司应收账款净额为1.72亿元，同比增长10.34%。

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。

募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可[2016]1851号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过10亿元（含10亿元）的公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券采取分期发行的方式，其中广西绿城水务股份有限公司2016年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）发行规模为人民币10亿元，本期债券为5年期，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为3.09%，债券简称“16绿水01”。本期债券于2016年9月30日起在上交所挂牌交易，上市代码为“136689”。本期公司债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司银行借款和补充流动资金，截至2016年12月31日，已累计使用募集资金87,306.05万元。

行业分析

我国水务市场需求不断增长，随着“水十条”等政策的陆续出台和实施，水务行业也将迎来新的发展机遇

近年来，我国城市化进程不断推进，至2016年末，城镇化率达到57.35%，城镇人口数量年复合增长率为4.18%；2016年我国GDP总量达到74.41万亿元，同比增长6.7%，在城市化和经济增长的持续推动下，我国水务市场需求不断增长。

截至2016年末，我国水生产及供应企业1,620个，市场集中度低，其中小型水务企业生产技术和经营管理水平低。此外，作为城市水务市场主体，由传统改制形成的水务企业由于长期以来的事业单位经营管理体制，缺乏企业化和市场化的经营管理理念和经验。近年来，我国持续的政策支持使得有实力的水务投资集团快速扩张，加剧了行业的竞争程度，但有利于行业集中度的提高，推动业内企业提高自身服务水平，促进行业整体良性发展。

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。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。具体修订内容主要包括夯实水环境质量目标管理基础、强化水污染源预防、完善水污染防治监管制度体系、建立从源头到龙头饮用水安全保障体系、切实落实各方主体责任、综合运用多种手段等方面，为全面推进水污染防治、水生态环境保护 and 饮用水安全保障提供更有力的法律保障。

随着“水十条”等相关政策的出台实施，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。

污水处理行业稳步发展，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，提升相关企业盈利能力

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，在其他驱动因素共同作用下，行业未来将持续高速增长，至2018年，我国污水年处理量将达到675亿吨。

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》”），截至 2015 年底，城市污水处理率达到 92%，县城污水处理率达到 85%，“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 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》，其推行提高了污水处理费的收取标准，且处理费收取面明显拓宽，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。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。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。2016 年，公司实现营业收入 11.95 亿元，同比增长 5.73%，其中主营业务收入 11.90 亿元，同比增长 5.70%，供水、污水处理和工程施工收入占主营业务收入的比重分别为 51.18%、44.55% 和 4.27%。

表1：2016年公司主营业务收入构成

单位：亿元、%

业务	2016		
	收入	占比	同比增减
供水	6.09	51.18	6.71
污水处理	5.30	44.55	2.15
工程施工	0.51	4.27	40.79
合计	11.90	100.00	5.70

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平稳增长，业务规模稳步提升

2016 年，公司继续拥有对南宁市中心城区的供水特许经营权、南宁市中心城区及下辖五县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，具有区域垄断优势。

供水业务

截至 2017 年 3 月，公司拥有 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。2016 年，公司完成了南宁市河南水厂改扩建一期工程主体建设，供水能力由上年的 131 万立方米/日提升至 147 万立方米/日，同比增长 12%。公司当年完成河南水厂 DN1600~2000 出厂管道的建设，为五象新区用水及埌东、凤岭等城市东部片区补给供水奠定了坚实基础，并为邕宁、仙葫片区供水提供保障；其他服务五象新区等片区的 4 个供水加压站、北湖北路延长线供水管等项目相继建成，进一步促进供水能力的充分发挥，截至 2017 年 3 月末，公司供水管网总长度 2,782.64 公里，同比增长 1.58%。

表2：公司近年自来水产能及产量

单位：万立方米/日

	2014	2015	2016	2017.3
设计日供水能力	131	131	147	147
最高日供水量	130.34	143.78	144.67	135.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

得益于南宁市地方经济快速发展带动城市用

水需求增加，2016 年公司实现售水量 37,891.70 万立方米，同比增长 3.59%，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。2016 年公司居民生活用水量为 25,255.82 万立方米，同比增长 8.54%，占当期售水总量的比重分别为 66.65%，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，2016 年公司供水业务实现收入 6.09 亿元，同比增长 6.71%。

表 3：公司近年售水结构

类别	销量（万立方米）			
	2014	2015	2016	2017.1~3
居民	23,176	25,042	25,256	5,763
行政事业	2,759	3,047	3,545	854
工业	2,488	2,592	2,795	605
商业	3,224	3,472	3,757	841
特种	75	80	74	17
建筑	1,881	2,345	2,465	466
合计	33,603	36,578	37,892	8,546

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埌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 2017 年 3 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。2016 年公司加快平乐大道、玉洞大道污水管，林里桥、高坡岭污水提升泵站等污水处理设施建设进度，为下一步释放五象、三塘污水处理厂的生产能力奠定基础，待五象污水处理厂一期工程（计划投产时间 2017 年 12 月）及三塘污水处理厂一期工程（计划投产时间 2017 年 9 月）投产后，污水处理能力可达 95.20 万立方米/日。

公司下属污水处理单位均不间断运输对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。2016 年公司污水处理量 33,395.92 万立方米，同比增长 8.20%，当年公

司污水处理业务实现收入 5.30 亿元，同比增长 2.15%。目前公司污水合计处理能力基本满足展业地区污水处理需求，但随着城市污水管网的逐步完善，污水处理量的不断增加，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的现象，中诚信证评对此表示关注。

表 4：公司近年污水处理情况

	2014	2015	2016	2017.1~3
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）	25,179	30,864	33,396	8,133

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司毛利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。2016 年公司供水业务毛利率为 46.34%，同比下降 2.26 个百分点，主要由于当年修理费、电费、水资源费等营业成本较上年同比增加。2016 年公司污水处理业务毛利率为 49.07%，同比下降 2.89 个百分点，主要因为污泥处置费、折旧费等营业成本较上年同期增加。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，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。

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	污水处理服务费	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	6.49
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3月1日之前,公司根据政府核准的污水处理费价格,按照水表所计量的用户使用自来水量(即公司售水量)收取污水处理费。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”。目前公司向用户征收的污水处理服务费为政府非税收入,全额上缴国库。受财政审批程序相对繁琐影响,实际财政付费环节存在延迟,导致公司应收账款增加,一定程度加大公司资金压力。

表 6: 公司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

财务分析

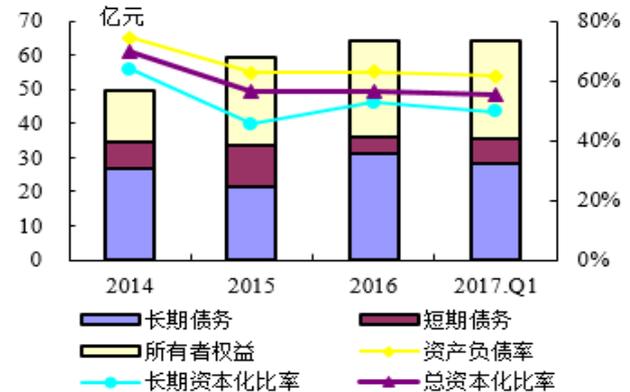
以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2014~2015年审计报告,经北京永拓会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告,以及未经审计的2017年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制,均为合并口径数据。

资本结构

随着公司业务扩张及供水、污水处理项目的建设投资增加,2016年公司资产、负债规模均保持稳步增长。截至2016年末,公司资产总额为75.42亿元,同比增长9.21%,同期负债总额47.44亿元,同比增长9.65%。受益于经营积累,公司自有资本实力保持增长,同期所有者权益27.98亿元,同比

增长8.47%。截至2017年3月末,公司资产总额、负债总额和所有者权益分别为74.67亿元、46.03亿元和28.64亿元。

图 1: 2014~2017.Q1 公司资本结构分析



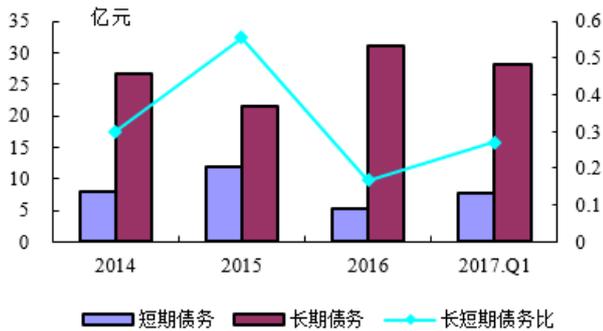
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务杠杆方面,2016年公司财务杠杆比率变化不大,仍保持在较为合理水平,当年资产负债率为62.90%,同比增长0.25个百分点;总资本化比率为56.40%,同比下降0.07个百分点。截至2017年3月末,公司资产负债率和总资本化比率分别为61.64%和55.46%。

从资产结构来看,公司资产以非流动资产为主。截至2016年末,公司非流动资产为62.39亿元,占总资产的比重为82.72%,主要由固定资产和在建工程构成,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管网建设工程等。流动资产方面,2016年公司流动资产为13.03亿元,占总资产的比重为17.28%,主要由货币资金和应收账款构成。其中,货币资金主要为银行存款,流动性较好;应收账款主要系各县市财政局未结污水处理款项,回收风险相对较小,但由于实际财政付费环节存在延迟,当年末应收账款净额同比增长10.34%至1.65亿元。

债务结构方面,2016年公司债务规模持续增加,当年末总债务为36.19亿元,同比增长8.18%。其中长期债务为31.00亿元,同比增长44.18%,主要系2016年公司成功发行“16绿水01”债券所致;短期债务为5.20亿元,同比减少56.53%,主要系当年一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券减少所致;长短期债务比由2015年的0.56倍降至0.17倍,债务期限结构大幅优化。

图 2：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

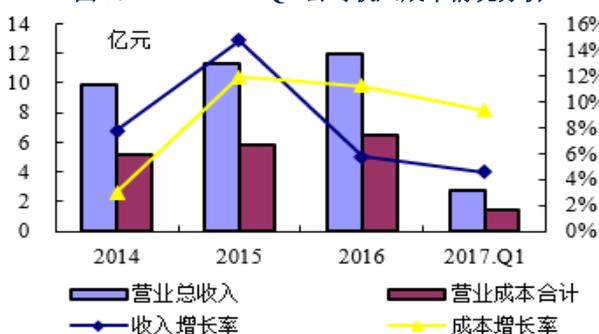
总的来看，2016 年，公司总资产和负债规稳步增长，财务杠杆保持在合理水平，同时债务期限结构大幅优化，财务结构稳健性有所提升。

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，2016 年公司实现营业收入 11.95 亿元，同比增长 5.73%。其中供水业务实现收入 6.09 亿元，同比增长 6.71%；污水处理业务实现收入 5.30 亿元，同比增长 2.15%；当年公司对外承接了隆安县那桐镇污水处理厂和隆安县西宁水厂两项工程，使得工程施工业务收入同比增长 40.79% 至 0.51 亿元。

营业毛利率方面，2016 年受成本增加影响，公司毛利水平有所下滑，当年营业毛利率为 46.20%，同比下降 2.64 个百分点。分板块来看，由于修理费、电费、水资源费等营业成本较上年同比增加，2016 年公司供水业务毛利率同比下降 2.26 个百分点至 46.34%；因污泥处置费、折旧费等营业成本较上年同期增加，当年污水处理业务毛利率同比下降 2.89 个百分点至 49.07%；当年工程施工业务毛利率为 9.39%，同比增加 7.49 个百分点，主要由于当年新承接的工程盈利能力较强。

图 3：2014~2017.Q1 公司收入成本情况分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

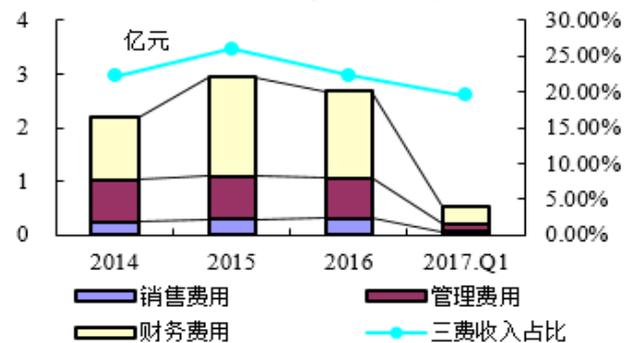
表 7：2016 年公司毛利率情况

业务	2016	
	毛利率	同比增减
供水	46.34	-2.26
污水处理业务	49.07	-2.89
工程施工业务	9.39	7.49
合计	45.98	-2.67

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司期间费用为 2.67 亿元，同比减少 9.05%。其中销售费用同比增长 3.64%，主要由于当年销售人员薪酬及福利同比增加；根据《财政部关于印发<增值税会计处理规定>的通知》（财会[2016]22 号）规定，公司将 2016 年 5 至 12 月发生的房产税、土地使用税、车船使用税、印花税等相关税费调整至“税金及附加”科目核算，使得当年管理费用同比下降 6.14%；由于融资利率降低和融资结构优化，当年财务费用同比下降 12.36%。2016 年，公司三费收入占比 22.36%，较上年下降 3.63 个百分点，其对期间费用控制能力有所增强。

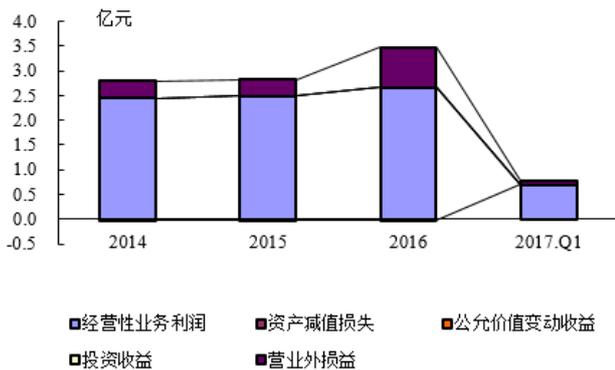
图 4：2014~2017.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成。2016 年公司经营性业务利润为 2.66 亿元，同比增长 6.65%，主要得益于营业收入增长及期间费用控制能力增强；当年营业外损益为 0.82 亿元，同比增长 153.45%，主要因为当年收到污水处理劳务增值税退税额同比增长；当年利润总额 3.44 亿元，同比增长 23.10%。

图 5：2014~2017.Q1 利润总额构成



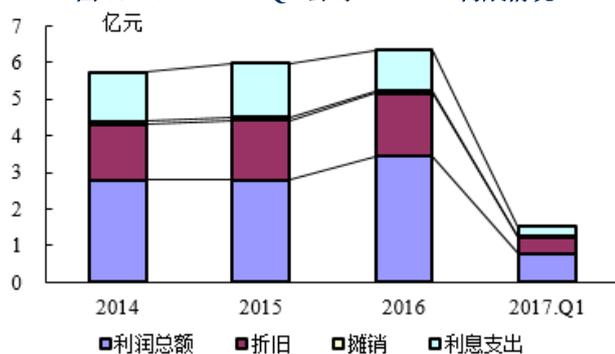
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于南宁市地方经济快速发展带动城市用水需求及污水处理量的增加，公司营业收入保持增长，加之其对期间费用控制能力增强，经营效益有所提升。

偿债能力

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。2016 年，公司 EBITDA 总额随利润总额增长而增长，当年 EBITDA 为 6.33 亿元，同比增长 5.88%；利息支出因融资利率降低和融资结构优化同比下降 25.37% 至 1.11 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016 年公司总债务/EBITDA 为 5.72 倍，同比增长 0.12 倍；EBITDA 利息保障倍数为 4.20 倍，同比增加 1.19 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所提升。

图 6：2014~2017.Q1 公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，水务行业的特性决定了公司具有稳定的获现能力。2016 年公司经营性活动产生净现金流量为 6.09 亿元，同比增长 7.24%。2016 年公司经营活动净现金流/总债务为 0.17 倍，与上年基本一致；经营活动净现金流/利息支出为 4.05 倍，同比增长 1.19 倍，经营性现金流对利息的保障能力有所提升。

表 8：2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务 (亿元)	34.72	33.46	36.19	35.66
EBITDA (亿元)	5.72	5.98	6.33	1.53
经营活动净现金流 (亿元)	5.16	5.68	6.09	1.74
资产负债率 (%)	74.26	62.65	62.90	61.64
总资本化比率 (%)	69.63	56.47	56.40	55.46
EBITDA 利息倍数 (X)	3.26	3.01	4.20	4.50
总债务/EBITDA (X)	6.07	5.60	5.72	5.84
经营净现金流/总债务 (X)	0.15	0.17	0.17	0.20
经营净现金流/利息支出 (X)	2.94	2.86	4.05	5.14

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：公司 2017 年第一季度总债务/EBITDA 和经营净现金流/总债务指标经年化处理

财务弹性方面，截至 2017 年 3 月末，公司共有银行授信额度 54.60 亿元，已使用银行授信 13.74 亿元，尚存在 40.86 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，具有较强的权益融资能力。此外，公司债券融资渠道畅通，已发行了公司债和银行间债券等多种融资工具，综合融资实力较强。

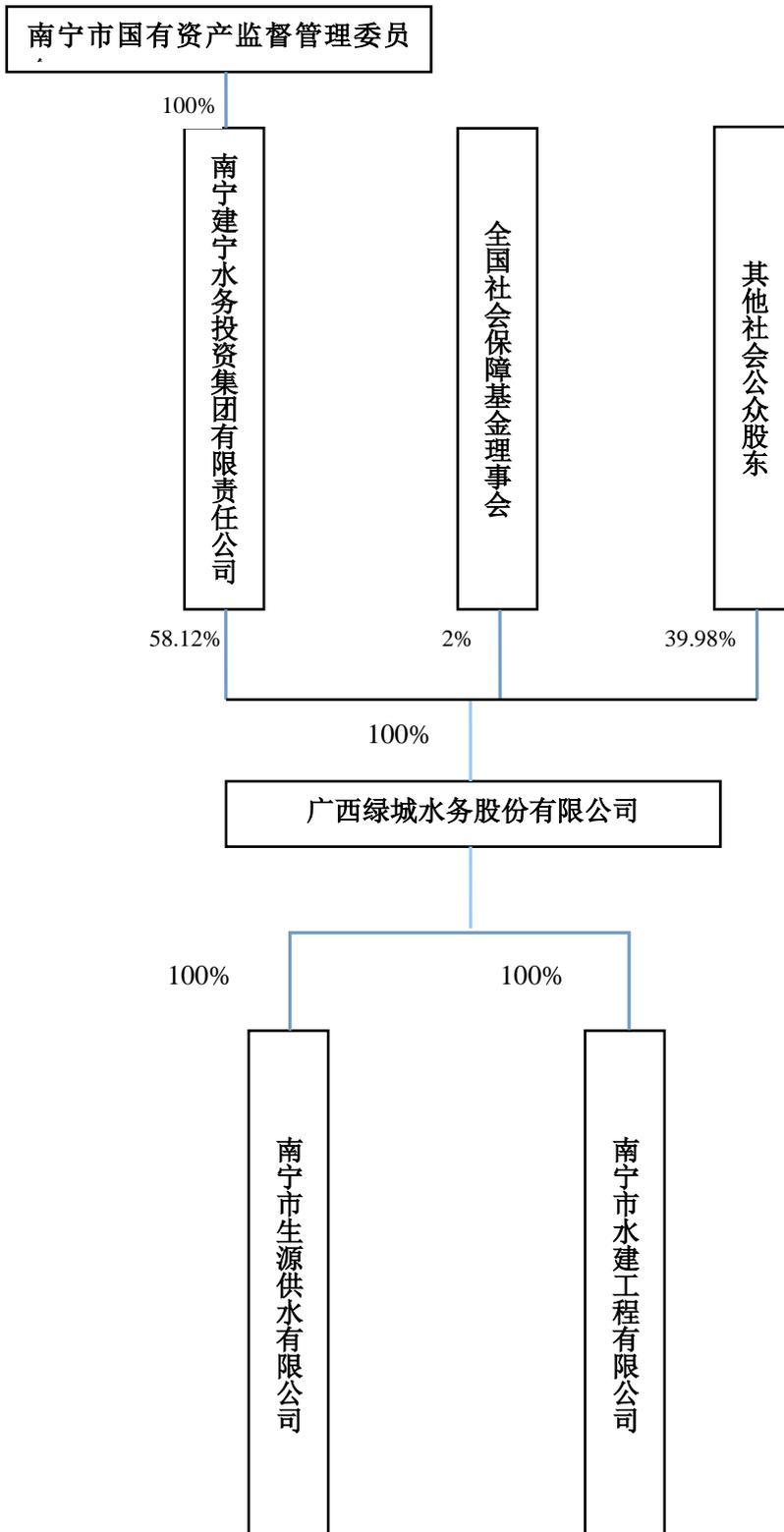
对外担保方面，截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保，不存在相应的或有负债风险。

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，获现能力保持稳定，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，整体偿债能力依然很强。

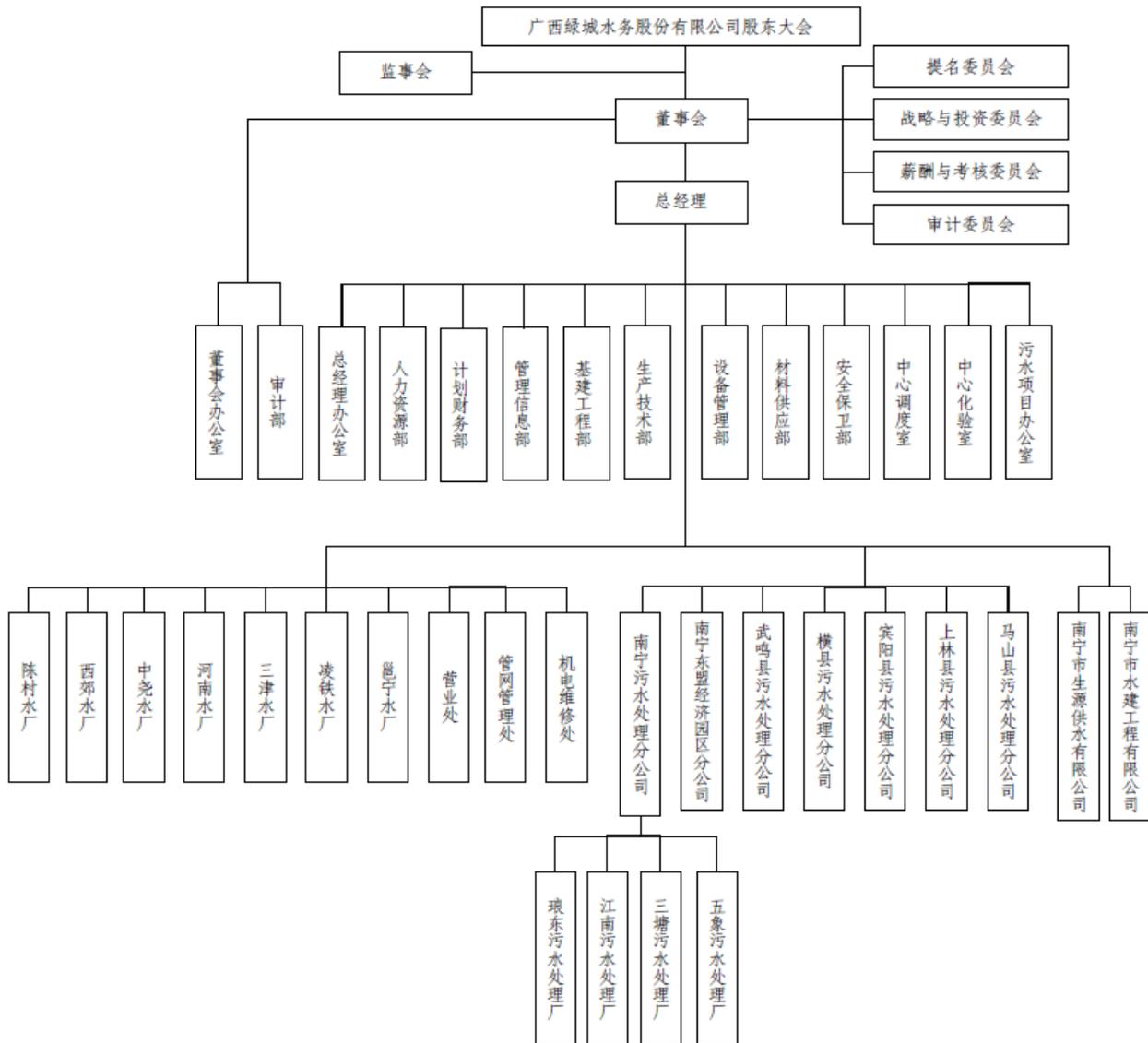
结论

综上，中诚信证评维持绿城水务主体信用等级为 **AA⁺**，信用评级展望为稳定，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 2017 年 3 月 31 日）



附二：广西绿城水务股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	62,160.00	109,530.58	105,576.28	91,337.83
应收账款净额	9,051.37	15,602.33	17,216.32	15,484.56
存货净额	3,820.84	3,096.03	3,333.70	3,370.56
流动资产	77,958.23	132,327.02	130,328.77	114,562.65
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	468,220.75	515,724.68	581,432.23	589,904.32
总资产	588,511.80	690,605.82	754,231.36	746,668.56
短期债务	80,279.62	119,577.04	51,975.66	75,915.17
长期债务	266,920.39	214,978.22	309,957.63	280,658.84
总债务（短期债务+长期债务）	347,200.01	334,555.26	361,933.29	356,574.00
总负债	437,056.05	432,675.43	474,441.57	460,258.51
所有者权益（含少数股东权益）	151,455.75	257,930.39	279,789.79	286,410.05
营业总收入	98,551.85	113,033.99	119,512.91	27,392.11
三费前利润	46,372.21	54,282.75	53,279.10	12,227.84
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	23,548.39	23,690.33	28,996.77	6,620.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	57,206.69	59,764.33	63,278.58	15,264.78
经营活动产生现金净流量	51,555.53	56,796.09	60,910.54	17,409.84
投资活动产生现金净流量	-44,165.07	-58,157.32	-63,025.04	-20,619.55
筹资活动产生现金净流量	-3,494.84	48,663.82	-1,920.30	-11,021.89
现金及现金等价物净增加额	3,899.63	47,370.58	-3,954.29	-14,238.45
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	47.55	48.84	46.20	46.64
所有者权益收益率（%）	15.55	9.18	10.36	9.25*
EBITDA/营业总收入（%）	58.05	52.87	52.95	55.73
速动比率（X）	0.50	0.66	0.91	0.73
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.17	0.17	0.20*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.64	0.47	1.17	0.92*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.94	2.86	4.05	5.14
EBITDA 利息倍数（X）	3.26	3.01	4.20	4.50
总债务/EBITDA（X）	6.07	5.60	5.72	5.84*
资产负债率（%）	74.26	62.65	62.90	61.64
总资本化比率（%）	69.63	56.47	56.40	55.46
长期资本化比率（%）	63.80	45.46	52.56	49.49

注：1.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；

2.2017年Q1财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。