



# 信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪002号

## 南海发展股份有限公司：

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“南海发展股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会

二零一二年三月三十一日

## 南海发展股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告

发行主体	南海发展股份有限公司	
发行规模	6.5 亿元	
存续期限	2011/07/07~2016/07/07	
上次评级时间	2011/05/09	
上次评级结果	债项级别	AA
	主体级别	AA
跟踪评级结果	债项级别	AA
	主体级别	AA
	评级展望:	稳定

### 概况数据

南海发展	2009	2010	2011
所有者权益 (亿元)	11.11	16.41	17.93
总资产 (亿元)	21.30	31.92	39.04
总债务 (亿元)	8.29	10.44	16.85
营业总收入 (亿元)	4.65	5.95	7.48
营业毛利率 (%)	40.25	40.52	42.24
EBITDA (亿元)	2.42	8.81	3.99
所有者权益收益率 (%)	9.61	34.22	8.96
资产负债率 (%)	47.84	48.59	54.08
总债务/EBITDA (X)	3.43	1.19	4.22
EBITDA 利息倍数 (X)	6.00	18.02	4.61

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。

### 基本观点

2011 年公司供水业务稳定发展, 污水处理和固废处理业务随着新投产项目运营效率的提高, 生产规模快速提升, 收入贡献比重显著提高, 各板块之间逐步形成三足鼎立的局面, 公司的盈利能力显著增强。公司作为南海区重要的公用事业平台, 各业务板块获现能力较好, 同时区域垄断优势不断得到巩固, 未来随着区政府下属的优质燃气资产逐步注入, 公司经营范围还将得到拓展, 盈利能力和获现能力还将进一步增强。需要关注的是未来区域内的产业结构调整对公司业务量的影响, 公司区外资源的拓展和获取能力以及各业务板块未来较高的资本支出使得公司面临的资金压力。综上, 中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AA, 公司主体信用评级为 AA, 评级展望为稳定。

### 正面

- 行业发展趋势向好。国家实行的最严格水资源管理将加快水价改革进程。“十二五”期间污水处理行业将获得财政、税收、贷款方面有力支持, 提标改造工程增加将助推污水处理价格的上涨。同时环保产业政策还明确了“十二五”期间快速发展固废处理的基调。
- 区域垄断优势突出。公司是佛山市南海区最大的供水、污水处理和固废处理运营主体, 区位优势明显, 随着公司区内水务项目、固废处理项目投产以及日后燃气板块的全部注入, 公司区域垄断地位还将继续巩固。
- 各业务板块盈利稳定, 现金流状况较好。公司各板块业务公用事业的特征和特许经营模式决定了其市场回报较为稳定, 同时具有较好的现金流获取能力。

### 关注

- 销售区域存在一定局限性。公司各板块业务主要集中在南海区, 区域性特征对公司成长存在一定的制约, 而未来区内产业结构调整可能会影响公司业务量。我们将持续关注公司区外资源的拓展和获取能力。
- 资本支出规模较大。公司各板块业务未来还将有较大规模的资本支出, 将会推高公司的债务规模, 公司将面临一定的资金压力。

### 分析师

宋 诚 [csong@ccxr.com.cn](mailto:csong@ccxr.com.cn)

邵津宏 [jhshao@ccxr.com.cn](mailto:jhshao@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2012年3月31日

## 行业分析

### 行业政策出台实行最严格水资源管理，水务企业亏损面持续扩大影响国计民生，受政策、市场双重因素推动，国内水价改革进程将不断加快

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的全面部署和具体安排。从以往国内水行政管理部门管理措施来看，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。水资源作为一种资源性产品，我们认为通过价格等经济手段对其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；调整城市居民生活用水价格，稳步推行阶梯式水价制度”。因此，实行最严格的水资源管理制度必将加快水价改革进程。

近年来供水企业的能源、人工成本不断上升，同时提标改造工程造成企业折旧和财务成本提高，而水价调整的缺位却导致部分企业成本与售价倒挂，企业亏损较为严重。根据国家统计局数据，近年来全国水务企业亏损面基本都维持在30%以上，2011年第一季度末，这一数字甚至提高到了42.47%。随着中央一号文件等政策在2011年下半年的政策效应逐步显现，行业亏损局面有所好转，尤其是子行业污水处理业盈利能力的显著提升，2011年全年污水处理行业累计实现利润总额24.22亿元，同比大幅增长139.09%。受政策效应显现的影响，2011年第四季度末，全国水务企业亏损面亦

下降至28.20%。，需要关注的是，未来随着国内供水企业进行老旧漏损管网的替换、水厂设备升级改造等还需要大量资金投入，由此新增的折旧和财务费用还将进一步推动供水企业成本上涨，企业财务状况将继续恶化。长期来看，水务行业持续扩大的亏损面不利于行业可持续发展，同时还将直接影响国家的供水安全和居民的饮水安全等问题，因此行业亟需通过水价改革理顺价格矛盾。

### 水资源费、污水处理费仍有较大上涨空间，供水价格调整将以阶梯式水价等方式为主，成本公开将是深化水价改革的前提和关键

从目前水价各部分组成情况来看，水资源费和污水处理费仍存在较大的上涨空间。目前中国除北京水资源费占综合水价的30%以外，其他大多城市都在10%以下，部分地区更是低至1%，未体现出水资源的稀缺性，因此也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，2010年10月18日发布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》将节能环保产业列为七大战略新兴产业之首，2011年9月7日，国务院印发《“十二五”节能减排综合性工作方案》，方案提出，我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。可以预见，“十二五”期间污水处理行业将获得财政、税收、贷款方面的有力支持，未来随着政府提标改造工程增加，还将助推污水处理价格的上涨，有利于污水处理企业盈利能力的不断提升。

供水价格方面，近期居民水价的改革模式将以阶梯式水价为主。目前的全国660多座城市中，已实行阶梯式水价的城市数量约占12%，上海等大城市仍未实行这一措施，而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，成本的公开同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循。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、调整水价将有重要的指导作用。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。

### 环保产业政策明确“十二五”期间快速发展固废处理的基调，垃圾焚烧发电中国固废处理的比重有望快速提升

根据国务院于2011年4月25日批转住房城乡建设部等部门的《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见》，到2015年全国城市生活垃圾无害化处理率达到80%以上，50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。意见中要求推广废旧商品回收利用、焚烧发电、生物处理等生活垃圾资源化利用方式，加快存量垃圾治理。意见中还要求各地区、各有关部门要充分认识加强城市生活垃圾处理的重要性和紧迫性，全面落实各项政策措施，推进城市生活垃圾处理工作，创造良好的人居环境，促进城市可持续发展。在《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见》中，住建部，环保部等部委提出在土地资源紧缺、人口密度高的城市要优先采用焚烧处理技术。另外，政府颁布了一系列优惠措施鼓励垃圾焚烧发电，《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》规定，2006年及以后建设的垃圾发电厂，上网电价执行脱硫燃煤机组标杆电价+补贴电价，补贴电价标准为0.25元/度。另外，垃圾焚烧发电享受增值税减免。此外，地方政府也根据各地方财力，焚烧技术选择等因素给予一定水平的垃圾处理补贴。

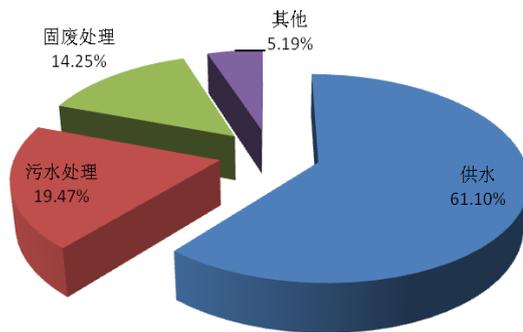
垃圾焚烧技术目前在中国主要应用于经济发达，人口密集的地区。东部地区的生活垃圾焚烧厂处理能力占全国70%左右。2010年全国已建和在建

的垃圾焚烧发电厂超过170座，较2007年增加了100座，主要分布在东部沿海经济发达、土地资源紧张地区。随着这些垃圾焚烧厂的建成运行，中国的垃圾焚烧发电比重将大大增加。2011年各地通过规划、改变征收方式等方法加强了垃圾处理费的征收力度。中诚信证评认为这将充实社会垃圾处理投资资金，促进资金密集型的垃圾处理方式份额提升。

### 业务运营

公司是佛山市南海区最主要的环境服务投资商和运营服务商，业务主要分为供水、污水处理和固废处理三块业务。2011年公司实现营业总收入7.48亿元，三块业务收入占比分别为61.10%、19.47%和14.25%，其他业务收入主要是安装费等。

图1：2011年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

### 售水量稳中有升，桂城水厂整体搬迁项目于2011年内启动，对公司供水板块业务经营不产生实质性影响

公司作为佛山市南海区的主要自来水供应商，供水量占南海区的比重超过80%。2011年公司该板块业务实现稳健经营，售水量稳中有升。全年售水量为34,113万立方米，同比增长1.2%，因此也拉动全年供水量的小幅增长。2011年公司供水量为35,951万立方米，供水产销差率为5.11%，较上年有所提升。

表1：2009~2011年公司自来水产销情况

指标	2009	2010	2011
供水量（万M <sup>3</sup> ）	33,866	35,380	35,951
销售量（万M <sup>3</sup> ）	31,976	33,708	34,113
平均水价（元/M <sup>3</sup> ）	1.2353	1.3933	1.3391

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

售水结构方面，公司仍实行趸售制和直供水，2011年占比分别为82.69%和17.31%。2011年趸售制中镇级水司的占比为66.24%，村级水站占比16.44%。

**表 2：2010~2011 年公司的售水结构**

单位：万 M<sup>3</sup>

类别	2010 年		2011 年	
	售水量	占比 (%)	售水量	占比 (%)
<b>趸售</b>	<b>28,806.16</b>	<b>85.46</b>	<b>28,206.66</b>	<b>82.69</b>
镇级水司	22,873.35	67.86	22,596.89	66.24
村级水站	5,932.81	17.60	5,609.77	16.44
<b>直供</b>	<b>4,901.51</b>	<b>14.54</b>	<b>5,906.70</b>	<b>17.31</b>
居民	2,307.37	6.85	2,689.54	7.88
非居民	2,543.75	7.55	3,180.76	9.32
特种行业	50.39	0.15	36.40	0.11
<b>合计</b>	<b>33,707.67</b>	<b>100</b>	<b>34,113</b>	<b>100</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水价方面，由于水资源费上涨，2010年1月水价进行了一次调价，并将原来的行政事业用水、工业用水和经营服务用水统一合并为“非居民用水”，合并后水价分为居民生活用水、非居民用水和特种行业用水三级。

水费收缴方面，公司目前除一个桂城营业点可进行现金收费外，公司还与市内中行、工行、农行、建行、广发行、佛山及南海信用社共6家网上银行签订代缴协议，2011年水费回收率保持在99%以上，保证了公司经营现金流的稳定回流。

**表 3：截至 2011 年底公司供水资产分布情况**

单位：万 M<sup>3</sup>

水厂	日制水能力	平均日供水量
桂城水厂	38	35.28
第二水厂	75	58.95
九江水厂	13	4.27
<b>合计</b>	<b>126</b>	<b>98.50</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供水资产分布方面，公司目前下设水厂仍为桂城水厂、第二水厂和九江水厂，合计日制水能力仍为126万立方米。

2011年，佛山市政府计划取消对桂城水厂现取水口所在的水资源保护区<sup>1</sup>，因此经佛山市、南海

<sup>1</sup>由于桂城水厂现取水口位于城市下游，随着区域城市快速发展，水质将难以有效保障，根据佛山市中心组团城市发展规划和未来全市水源保护区规划，桂城水厂取水口所在的水源保护区拟取消。

区政府同意，拟对桂城水厂进行整体迁移，项目方案为关闭现桂城水厂，将桂城水厂现取水口迁移至北江东平水道南海第二水厂取水口附近，即在公司的第二水厂北面建设新桂城水厂。整体搬迁项目包括新桂城水厂、配套输水管道、增压泵站三个子项目，工程总投资估算为13.18亿元。政府补偿方面，公司于2011年9月22日与南海区人民政府签订了《桂城水厂整体迁移协议书》，由南海区人民政府对桂城水厂进行整体迁移进行货币补偿，资金来源为南海区人民政府收回桂城水厂土地使用权并改为商住用地功能后公开拍卖所得，扣除税费后拍卖收益用于支付货币补偿款，如果土地收益低于实际应补偿款，则货币补偿最低不低于整体迁移实际应补偿款的80%，反之则高出部分返还给公司50%。南海区政府将于新桂城水厂工程完工并结算完成之日起30天内付清补偿款给本公司。

2011年内公司已竞得新桂城水厂建设用地，目前正在进行期准备工作，增压泵站勘查设计工作已经启动，配套输水管道工程建设工作也在积极推进中。截至2011年底，公司累计投入资金约0.60亿元。公司还计划通过向广东南海控股投资有限公司<sup>2</sup>（以下简称“南海控股”）非公开发行A股股票的方式，募集不超过6亿元资金，用于佛山南海桂城水厂整体迁移项目中新桂城水厂专用输水管道工程项目的建设以及补充公司营运资金。

总体来看，公司在南海区市场占有率较高，水费回收率较好，是公司稳定收入来源之一。2011年公司启动的桂城水厂搬迁计划对业务经营没有实质性影响，同期配套的融资方案也将保证项目投资建设正常进行。短期来看公司的供水业务仍有可能受到南海区产业结构调整、水价上调和节水意识增强等因素的影响。

<sup>2</sup>广东南海控股投资有限公司是公司控股股东佛山市南海供水集团有限公司的母公司。2011年3月，经佛山市南海区人民政府研究决定，将佛山市南海区国有资产管理委员会（以下简称“南海区国资委”）持有的南海供水集团的100%股权无偿划转给广东南海控股投资有限公司南海供水集团和南海控股均为南海区国资委实际控制的国有独资公司。本次南海供水集团股权无偿划转后，公司的控股股东和实际控制人未发生改变，仍为佛山市南海供水集团有限公司和佛山市南海区国有资产管理委员会。

表 4：2010 年 1 月公司自来水调价情况

单位：元/吨

企业	对比	居民生活用水	统一合并为“非居民用水”			特种行业	趸售用水
			行政事业	工业	经营服务		
桂城水厂/ 第二水厂	调整前	1.119	1.339	1.469	1.769	2.119	1.237
	调整后	1.55		1.8		2.3	镇级水司 1.372 村级水站 1.437
九江水厂	调整前	1.57	1.57	1.87	1.87	2.07	--
	调整后	1.65		1.85		2.35	--
罗村水务	调整前	1.474	1.724	1.924	2.174	2.374	--
	调整后	1.75		2.2		2.7	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 2011 年公司污水处理项目运营效率良好，处理量和结算量大幅增长，未来还将积极投资区内外资源

2011 年公司运营中的污水处理项目总规模仍为 55.8 万立方米/日，是由公司下属的佛山市南海瀚蓝污水处理投资有限公司对其控股的 8 家污水处理厂以及直属于公司平洲污水处理厂进行管理。由于部分项目是在 2010 年下半年才开始投产，2011 年处理量和结算量全年数据同比均获得大幅增长。2011 年公司全年污水处理量为 13861 万立方米，同比增长 68.58%，结算量为 16240 万立方米，同比增长 68.81%，实现污水处理业务收入 1.46 亿元，同比增长 59.47%。

表 5：2011 年公司污水处理项目运营情况

项目	日实际处理量
平洲污水处理厂	13.21
罗村污水处理厂	0.98
罗村务庄污水处理厂	0.89
九江明净污水处理厂	3.45
西樵樵泰污水处理厂	1.30
丹灶横江污水处理厂	1.06
丹灶城区污水处理厂	1.03
金沙城北污水处理厂	0.83
松岗污水处理厂	3.57
官窑污水处理厂	0.83
狮山东南污水处理厂	1.90
小塘北江污水处理厂	0.98
大沥城西污水处理厂	2.93
里水城区污水处理厂	3.25
里水和桂污水处理厂	0.16
和顺城区污水处理厂	1.60
<b>合计</b>	<b>37.976</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，根据公司与政府签订的 BOT（或 TOT）协议以及公司每月实际的污水处理量，政府于次月 20 号左右将污水处理费划拨至公司专用账户。由于公司与当地政府签订了“照付不议”协议，在污水处理厂利用率较低时，政府要根据“保底利用率”向公司支付污水处理费，2011 年部分项目处理量接近保底水平。

根据南海区政府节能减排的规划，平洲污水处理厂三期项目计划新增 6 万立方米/日，扩建完成后平洲污水处理厂处理规模将达到 16 万立方米/日。2011 年，公司已经与桂城街道办事处<sup>3</sup>就平洲污水处理厂扩建及今后三期合并运营收费等内容达成一致意见。三期扩建项目投资总额估算为 0.74 亿元，保底水量在运营期前两年按 4.2 万立方米/日计算，第三年起按 6 万立方米/日计算。为达到平洲一、二、三期“同厂同价”、统一管理和运营，经各方同意，将平洲污水厂一期、二期项目合同的甲方权利义务由南海区市政局转让给南海区桂城街道办事处。同时为保持公司收益不变，平洲一、二、三期经营年限的经营服务期为自三期项目进入正式商业运营日起算，运营期为 30 年。平洲污水处理厂三期项目经营服务期起算日起第 1-2 年，平洲一、二、三期项目污水处理统一价格为 0.91 元/立方米；平洲污水处理厂三期项目经营服务期起算日起第 3-30 年，平洲一、二、三期项目污水处理统一价格为 0.895 元/立方米。

总体来看，公司污水处理业务发展较为迅速，污水处理项目的运营情况良好，污水处理业务收入增长较快。未来公司还将不断加强精细化管理保证

<sup>3</sup>平洲污水厂三期项目合同甲方权利义务人。

污水处理项目的收益。此外，公司将通过研究废水处理技术，拓展工业废水处理领域。2012 公司还将积极获取区内外污水处理项目，拓展业务规模。

### 2011 年公司固废处理业务收入大幅增长，垃圾处理和转运项目陆续投产后生产能力迅速提升

2011 年公司固废处理业务获得快速发展，其中南海垃圾焚烧发电一厂运营稳定，二厂项目已经于 2011 年下半年建成，当年 7 月开始具备满负荷生产能力，并于当年 10 月通过广东省环保厅试生产审批开始生产。截至 2011 年末，公司垃圾处理能力达到了 1,900 吨/日，2011 年全年垃圾处理量为 34.55 万吨，同比增长 263.30%，完成发电量 11331 万千瓦时，同比增长 200.64%，完成上网电量为 9,089 万千瓦时，同比增长 260.39%。2011 年内公司转运能力为 2,200 吨/日的垃圾压缩转运项目也成功投产，全年完成 26.26 万吨垃圾转运量。在 2011 年公司垃圾转运和垃圾处理能力大幅提升的情况下，公司当年固废处理业务较上年获得大幅增长，全年完成收入 1.07 亿元，同比增长 359.96%。

表 6：2009~2011 年公司固废处理业务运营情况

类别	2009	2010	2011
垃圾处理能力（吨/日）	400	400	1900
垃圾处理量（万吨）	9.65	9.51	34.55
上网电量（万 kwh）	2,442	2,522	9,089
上网电价（元/kwh）	0.58	0.58	0.58 <sup>4</sup> /0.689 <sup>5</sup>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司原计划在 2011 年内对一厂设备进行改造，建设成 1,500 吨/日垃圾处理量。受政府规划变化等因素影响，该方案调整为对一厂进行异地重建。根据相关协议<sup>6</sup>，公司将受让由佛山市南海区环境运输和城市管理局（以下简称“环境运输和城市管理局”）授予佛山市南海区垃圾处理有限公司（以下简称“垃圾处理公司”）的垃圾处理特许经营权，并对南海垃圾焚烧发电一厂进行异地项目建设，规

<sup>4</sup> 一厂含税价。

<sup>5</sup> 二厂含税价。

<sup>6</sup> 2011 年 7 月公司子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司与佛山市南海区市政管理局（现变更为“佛山市南海区环境运输和城市管理局”）、佛山市南海区垃圾处理有限公司签订《关于解除发电一厂转让合同、服务合同部分条款暨继续委托运营发电一厂的协议书》、《佛山市南海区垃圾焚烧发电一厂改扩建项目特许经营权合同》、《三方债务抵消协议》。

模为 1,500 吨/日，项目运营期限为 30 年。目前项目正在进行环评和部分主设备招标等工作，预计 2012 年内开工建设。

垃圾转运系统建设方面，公司目前投资建设的 10 个转运站其中 8 个已经于 2011 年 7 月份投入运营，转运能力为 2,200 吨/日，另外 2 个转运站预计在 2012 年内投产，届时还将新增 600 吨/日的转运能力。

此外，公司垃圾焚烧发电一厂改扩建项目及污泥处理项目启动了前期工作，南海绿电再生能源有限公司已经与环境运输和城市管理局签订特许经营协议<sup>7</sup>，项目设计规模日处理将达到 450 吨。同时，公司将进一步研究垃圾焚烧灰渣处理技术，尽快开展飞灰处理项目和灰渣处理项目工程的建设。

“十二五”期间国家环保投资力度加大，固废处理行业迎来快速发展期，公司固废处理业务也将面临更大的发展空间。

### 南海区燃气板块优质资产将逐步注入，公司业务范围将逐步拓宽，盈利能力有望获得进一步提升

2012 年初，公司成功完成了对佛山市南海燃气发展有限公司（以下简称“燃气发展公司”）25% 的股权收购工作。燃气发展公司是佛山市南海燃气总公司和 GOOD TRADE LIMITED 设立的中外合作企业，该公司成立于 1995 年 2 月 24 日，其业务涉及管道液化石油气、管道天然气及液化石油气的供应及相关配套业务、燃气工程的技术咨询和信息服务。经过 10 多年的发展，燃气发展公司现拥有 3,000 立方米储配库 1 座，1,000 吨级专用码头 1 个，液化石油气充装站和气化站各 2 个，管网调压计量站 4 个，电召服务中心 1 个，规范的瓶装气配送点 22 个；截止至 2011 年 5 月，燃气发展公司已累计铺设埋地燃气管网 780 多公里，在用的管道气用户 10 万多户，瓶装气用户 13 万户。根据燃气发展公司以往 3 年经营情况分析，燃气发展公司年销售收入由 2008 年 6.46 亿元上升至 2010 年的 7.74 亿元，年净利润由 4,103 万元上升至约 9,590 万元。公司

<sup>7</sup> 《佛山市南海区污泥处置厂建设、运营、移交（BOT）项目特许经营协议》。

还与佛山市南海区公有资产管理办公室（以下简称“公资办”）签署关于燃气发展公司的《战略发展协议》，根据该协议，在公司收购燃气发展公司 25% 股权后的两年内，将根据实际情况有权决定单方向燃气发展公司增资，或者向燃气发展公司的大股东佛山市南海燃气总公司受让股权，以使公司在燃气发展公司的持股比例达到 51% 以上。

由于燃气的生产和销售行业是城市市政公用事业中的重要领域，具有一定的自然垄断性，具备现金流稳定和收益稳健的特点，从业务模式上来看与公司现有的供水业务较为相似，通过收购燃气发展公司股权，公司可以拓宽公用事业的业务范围，增加有较强盈利能力的优质资产。

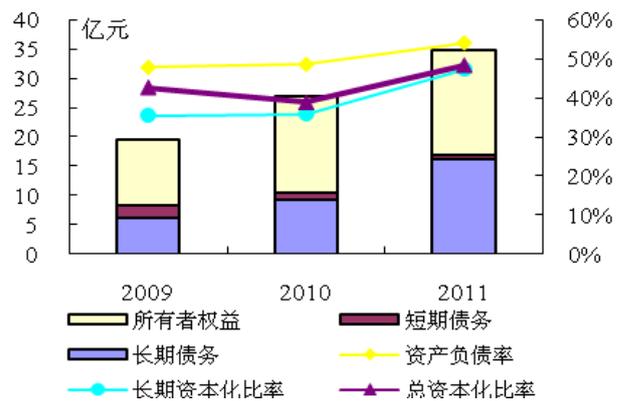
## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的 2009~2011 年合并财务报告。

### 资本结构

2011 年公司各板块业务继续稳步发展，同时公司对污水处理和固废处理业务仍保持较高的投资力度，同期资产负债稳步增长，截至 2011 年底，公司资产规模达到 39.04 亿元，同比增长 22.33%，负债规模 21.11 亿元，同比增长 36.14%。与此同时公司继续通过内部权益积累实现所有者权益的稳步增长，截至 2011 年底公司所有者权益（含少数股东权益）为 17.93 亿元，同比增长 9.93%。根据公司 2011 年内公布的非公开发行预案，公司计划通过向南海控股非公开发行 A 股股票的方式，募集资金不超过 6 亿元资金，拟用于佛山南海桂城水厂整体迁移项目中新桂城水厂专用输水管道工程项目的建设以及补充公司营运资金。根据公司 2011 年末的财务数据静态估计，此次非公开成功发行后，公司资产规模将增至 45.04 亿元，所有者权益增至 23.93 亿元，资产负债率降至 46.87%。

图 2：2009~2011 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

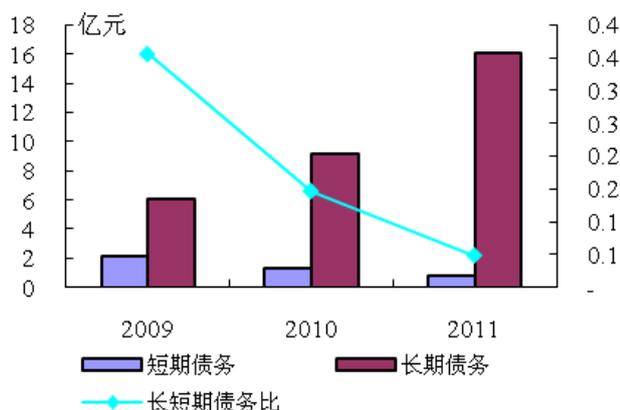
从公司资产构成看，固定资产、无形资产、在建工程和货币资金仍占较大比重，截至 2011 年底公司固定资产、无形资产和货币资金分别为 11.77 亿元、15.88 亿元和 5.67 亿元，其中无形资产同比增加 113.54%。公司无形资产主要由土地使用权、供水经营权和 BOT(或 TOT)特许经营权构成，2011 年底分别为 1.39 亿元、0.37 亿元和 15.67 亿元。2011 年公司无形资产同比出现大幅增长的主要原因是南海垃圾焚烧发电二厂项目、垃圾压缩转运项目及平洲污水处理三期项目完工转入。

近两年公司项目投入不断增加，资本支出较大，其债务规模亦逐年增加，2009~2011 年公司总债务规模分别为 8.29 亿元、10.44 亿元和 16.85 亿元，2009~2011 年资产负债率分别为 47.84%、48.59% 和 54.08%，总资本化比率分别为 42.74%、38.90% 和 48.44%。未来公司资金仍将主要投入于固废处理等项目，资本支出较大，可能会进一步推高公司的债务规模和负债水平，但是从 2011 年末财务数据来看，公司负债规模较为适中，资本结构稳健。

从债务结构来看，公司近年来根据业务需求和项目投资周期资本支出规模大、资金使用周期不断调整债务结构，增加长期债务的比重。2009~2011 年公司长期债务分别为 6.12 亿元、9.11 亿元和 16.07<sup>8</sup> 亿元，短期债务/长期债务指标分别为 0.36、0.15 和 0.05，债务结构不断优化，这与公司资本支出规模大、资金使用周期长的经营特点相符，债务期限结构较为合理。

<sup>8</sup> 公司于 2011 年 7 月 13 日成功发行 6.5 亿元公司债券，并于当月 29 日在上海证券交易所上市。

图 3: 2009~2011 公司债务结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

综合来看, 作为佛山市南海区最重要的环境服务投资商和运营服务商, 近年来公司的资产规模和债务规模均不断提高, 但是公司的资本结构仍较为稳健, 且债务结构比较合理。未来公司资金仍将主要投入于固废处理等项目, 面临较大的资本支出规模, 可能会继续推高公司的债务规模和负债水平, 对此我们将保持关注。

### 盈利能力

2011 年公司供水业务保持稳定, 而污水处理业务和固废处理业务发展迅速, 全年公司实现营业收入 7.48 亿元, 同比增长 25.60%。分业务来看, 2011 年公司供水业务实现收入 4.57 亿元, 同比增加了 1.95%; 污水处理业务实现收入 1.46 亿元, 同比大幅增加 59.47%, 主要是新增污水处理项目投产及污水收集量逐步增加所致; 固废处理业务实现收入 1.07 亿元, 同比增长 359.96%, 主要是 2011 年下半年南海垃圾压缩转运项目、垃圾焚烧发电二厂项目陆续投产所致。

表 7: 公司 2010~2011 年分业务收入和毛利率情况

单位: 亿元

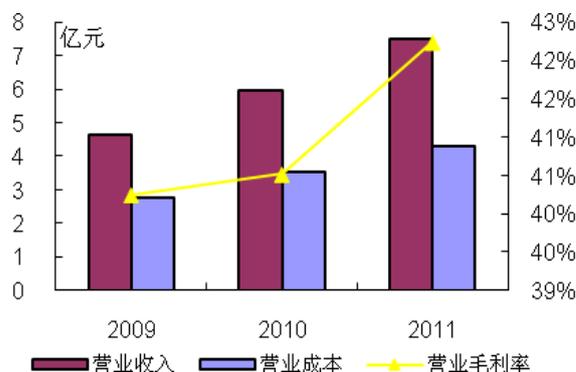
业务	2011		2010	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
自来水生产和供应业务	4.57	41.03	4.48	40.1
污水处理业务	1.46	37.68	0.91	42.24
垃圾焚烧发电业务	1.07	53.53	0.23	47.99

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看, 公司业务具有公用事业的特征, 而且公司以 BOT 模式建设的项目都是按照一定的投资利润率来定价, 因此近年来公司营业毛利率基本稳定, 2011 年公司营业毛利率为

42.24%, 增长 1.72 个百分点。分业务来看, 2011 年公司供水业务毛利率为 41.03%, 较上年有所上升; 污水处理业务毛利率为 37.68%, 较上年下降 4.56 个百分点, 主要是由于近年来新投产的污水处理项目处理量逐步增加并接近保底水平而导致成本支出同比增加所致; 固废处理业务毛利率为 53.53%, 同比增长 5.54 个百分点, 主要是由于 2011 年下半年续投产的南海垃圾压缩转运项目和垃圾焚烧发电二厂项目投产所带来的规模效应所致。

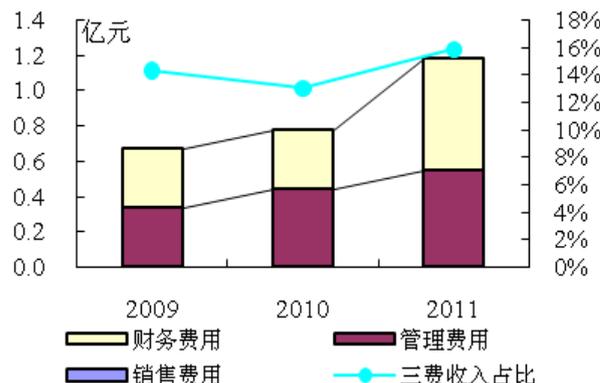
图 4: 公司 2009~2011 盈利能力分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从期间费用来看, 2011 年公司三费合计 1.18 亿元, 较上年增加了 0.40 亿元。一方面, 近年来公司供水以外的业务拓展, 人员工资增加, 导致管理费用保持一定的增幅, 2011 年公司管理费用为 0.55 亿元, 同比增加 24.11%; 另一方面, 随着公司在污水处理、固废处理业务方面项目投入增加, 公司外部融资需求增加, 财务费用支出提高, 2011 年公司财务费用为 0.63 亿元, 同比增加 89.75%。2011 年公司三费收入占比提升至 15.82%, 较上年同期增长了 2.78 个百分点。

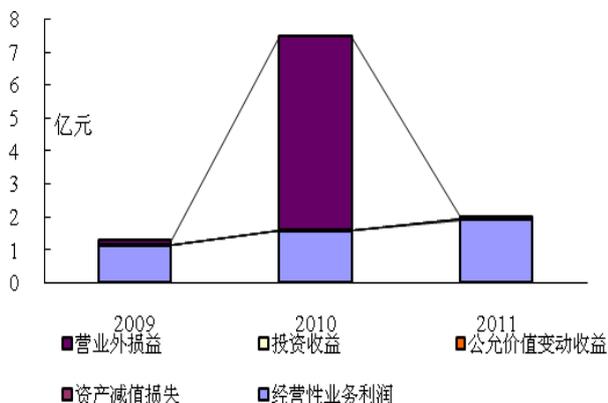
图 5: 2009~2011 公司期间费用分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2011 年公司利润总额为 1.93 亿元，较上年下降了 74.11%，主要是因为 2010 年利润除了主营业务的经营性业务利润以外，还包括了公司当年因出售狮山羊房岗土地获得 4.39 亿元非经常性损益，导致公司营业外损益大幅增加。剔除该因素影响，公司 2011 年由于供水业务保持稳定，同时污水处理和固废处理业务发展较快，经营性业务利润完成了 1.93 亿元，较上年仍有 21.21% 的增幅，主营业务实现了盈利增长。

图 6：2009~2011 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

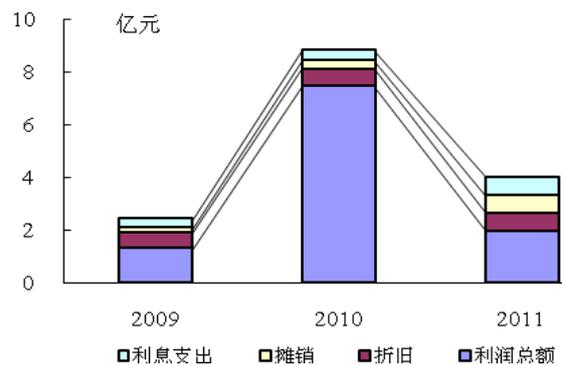
总体来看，近年来随着公司污水处理项目和固废处理项目的投产运营，公司营业收入规模有望继续提升，盈利能力也将不断提高。

## 偿债能力

近年来随着公司污水和固废处理项目投资增加，公司债务规模也在不断扩大，2011 年内公司成功发行了 6.5 亿元公司债券，用于补充营运资金，同时还对部分短期债务进行置换，因此 2011 年末公司总债务增至 16.85 亿元，较年初增长了 61.30%。

从 EBITDA 构成来看，由于公司前期固定资产投资较高，后续折旧计提规模也较大；同时，BOT（或 TOT）特许经营权每年要按照受托经营期限与所建资产可使用寿命孰低来进行摊销，因此在公司 EBITDA 构成中，利润总额、折旧、摊销和利息支出均占有一定的比例。2011 年，公司 EBITDA 为 3.99 亿元。不考虑非经常性损益因素的影响，公司当年 EBITDA 较上年仍保持了一定增长幅度。

图 7：2009~2011 年 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流角度来看，公司供水业务按月收取水费，污水处理和固废处理业务根据 BOT 协议按月进行结算，因此近年来经营性现金流始终表现为净流入，2011 年公司经营性净现金流为 2.04 亿元。而公司在污水处理项目和固废项目方面仍保持较高的投资力度，因此投资活动产生的现金近年来表现为净流出，2011 年公司投资活动产生的净现金流为 -5.89 亿元。2011 年公司成功发行 6.5 亿元公司债券，因此当年筹资活动净现金流增长幅度较大。总体来看，公司现金流状况保持稳定，资金较为充裕。

表 8：2009~2011 现金流分析

单位：亿元

财务指标	2009	2010	2011
经营活动净现金流	2.17	2.25	2.04
投资活动产生现金流入	0.16	6.80	0.39
投资活动产生现金流出	4.57	7.59	6.29
投资活动净现金流	-4.41	-0.79	-5.89
筹资活动净现金流	1.96	1.35	5.47
现金及现金等价物净增加额	-0.28	2.81	1.63

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

由于公司债务规模的不断扩大，公司利息支出（资本化利息支出和财务性利息支出合计）亦不断增加，2011 年利息支出为 0.49 亿元，同比增加了 21.28%。从偿债指标看，2011 年 EBITDA 利息倍数为 4.61 倍，总债务/EBITDA 指标为 4.22，剔除非经常性损益波动造成的影响，公司盈利水平对债务本息仍具备较好的保障能力。现金流偿债指标方面，虽然公司经营性现金流保持平稳，但是由于同期债务规模逐年增加，导致现金流的偿债指标呈现出逐年下降趋势，2011 年经营活动净现金流利息保障倍数为 2.36 倍，经营净现金流/总债务指标为 0.12，但是现金流对债务本息的保障能力仍然较强。

表 9：2009~2011 偿债能力分析

财务指标	2009	2010	2011
总债务（亿元）	8.29	10.44	16.85
EBITDA（亿元）	2.42	8.81	3.99
资产负债率（%）	47.84	48.59	54.08
长期资本化比率（%）	35.50	35.70	47.47
总资本化比率（%）	42.74	38.90	48.44
EBITDA 利息倍数（X）	6.00	18.02	4.61
总债务/EBITDA（X）	3.43	1.19	4.22
经营净现金流/总债务（X）	0.26	0.22	0.12
经营净现金流利息倍数（X）	5.38	4.60	2.36

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，公司作为担保人为佛山市南海丹灶镇污水处理有限公司（下称“丹灶污水处理公司”）向中国银行佛山南海支行借款提供最高 1,800 万元的信用担保，担保期限为 2008 年 11 月 1 日~2017 年 12 月 31 日。丹灶污水处理公司以收费权作为质押，就该项担保与公司签订了反担保质押合同。截至 2011 年末，公司未清担保余额为 0.12 亿元，占期末归属母公司所有者权益的 0.73%，或有负债风险较小。

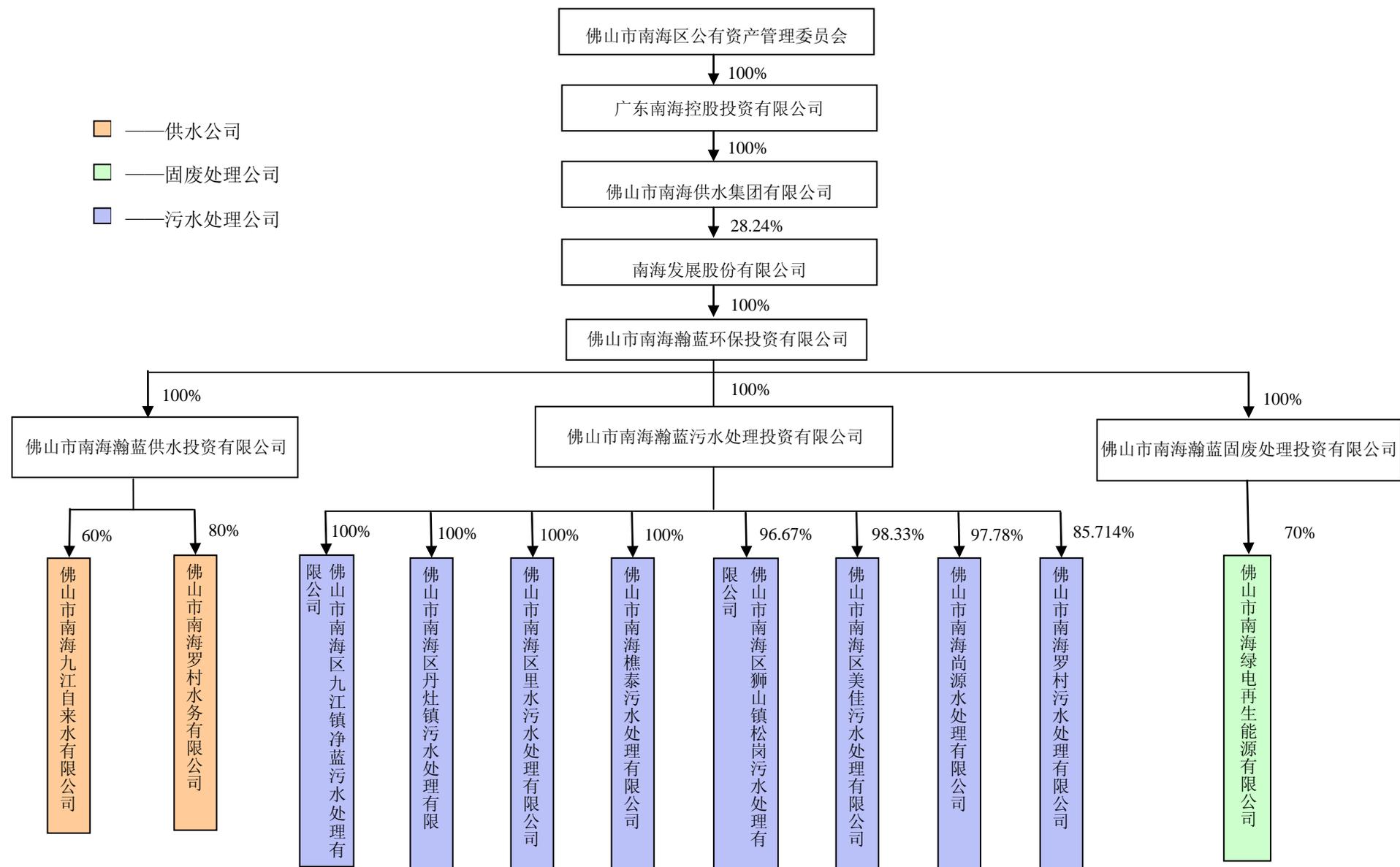
公司与银行保持着良好的合作关系，融资渠道畅通，截至 2011 年末，公司共获得授信总额 9.80 亿元，未使用 9.52 亿元，备用流动性较好。

总体看，公司的债务水平适中，现金流获取能力较强并保持稳定，偿债能力较强。同时，我们也关注到公司未来面临较大的资本支出，债务规模可能会继续攀升。但是随着公司污水处理项目和固废处理项目的相继投产，公司获利能力和获现能力会不断增强，2012 年内公司完成非公开发行后，自有资本实力还将继续得到提升，为公司的偿债能力提供一定的保障，对此我们将保持关注。

## 结 论

中诚信评估维持本次公司债券信用等级为 **AA**，维持公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定。

附一：南海发展股份有限公司股权结构图（截至 2011 年末）



**附二：南海发展股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011
货币资金	12,269.62	40,411.78	56,676.83
应收账款净额	1,498.82	3,797.58	7,241.43
存货净额	1,531.46	1,596.47	1,964.05
流动资产	42,578.24	70,340.24	85,747.20
长期投资	513.03	927.26	927.26
固定资产合计	138,409.47	170,048.51	136,951.52
总资产	213,031.08	319,164.33	390,444.08
短期债务	21,796.25	13,360.25	7,761.75
长期债务	61,152.19	91,082.94	160,707.66
总债务(短期债务+长期债务)	82,948.44	104,443.19	168,469.41
总负债	101,914.98	155,096.08	211,141.03
所有者权益(含少数股东权益)	111,116.10	164,068.25	179,303.06
营业总收入	46,522.47	59,530.86	74,769.81
三费前利润	18,409.42	23,670.41	31,109.60
投资收益	6.96	0.00	22.72
净利润	10,676.00	56,148.17	16,071.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	24,185.49	88,114.36	39,878.46
经营活动产生现金净流量	21,687.94	22,489.38	20,446.07
投资活动产生现金净流量	-44,129.24	-7,874.63	-58,925.51
筹资活动产生现金净流量	19,633.18	13,527.41	54,744.49
现金及现金等价物净增加额	-2,808.11	28,142.16	16,265.05
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	40.25	40.52	42.24
所有者权益收益率(%)	9.61	34.22	8.96
EBITDA/营业总收入(%)	51.99	148.01	53.33
速动比率(X)	1.01	1.08	1.67
经营活动净现金/总债务(X)	0.26	0.22	0.12
经营活动净现金/短期债务(X)	1.00	1.68	2.63
经营活动净现金/利息支出(X)	5.38	4.60	2.36
EBITDA 利息倍数(X)	6.00	18.02	4.61
总债务/EBITDA(X)	3.43	1.19	4.22
资产负债率(%)	47.84	48.59	54.08
总资本化比率(%)	42.74	38.90	48.44
长期资本化比率(%)	35.50	35.70	47.27

注：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；

**附三：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务 = 总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率 = (营业收入-营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务+所有者权益（含少数股东权益）)

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

#### 附四：信用等级的符号及定义

##### 债券信用评级等级符号及定义

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

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

##### 主体信用评级等级符号及定义

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

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

##### 评级展望的含义

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

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