

北控水务集团有限公司
2016年公开发行绿色公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010593】

评级对象: 北控水务集团有限公司 2016 年公开发行绿色公司债券(本期债券/债项)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

评级时间: 2016 年 5 月 3 日

计划发行: 不超过 47 亿元(含 47 亿元)

本期发行: 人民币 7 亿元

存续期限: 5+3 年

增级安排: 无

发行目的: 用于绿色产业项目

偿还方式: 每年付息, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位: 港币亿元			
合并数据及指标:			
总资产	441.87	516.41	644.92
总负债	282.62	325.52	442.01
刚性债务	192.90	234.90	310.48
所有者权益	159.24	190.89	202.90
营业收入	64.06	89.26	135.03
净利润	11.45	20.73	27.68
经营性现金净流入量	-9.36	2.64	-26.27
EBITDA	24.00	39.53	49.43
资产负债率[%]	63.96	63.04	65.84
权益资本与刚性债务比率[%]	82.55	81.26	65.35
流动比率[%]	130.57	132.05	102.14
现金比率[%]	47.81	56.00	38.32
利息保障倍数[倍]	2.88	3.39	3.76
净资产收益率[%]	8.59	11.84	14.06
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.83	0.87	-6.85
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.54	-4.83	-16.63
EBITDA/利息支出[倍]	3.04	3.57	3.92
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.18	0.18

注: 根据北控水务集团经审计的 2013~2015 年财务数据整理、计算。

分析师

陈溢文 cyw@shxsj.com

单玉柱 shanyuzhu@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

陈溢文
单玉柱

评级观点

主要优势/机遇:

- **行业前景向好。**近年来, 随着我国经济的持续发展和国内环保意识的提升, 国内污水处理需求显著提升, 北控水务集团主业行业前景向好。
- **规模优势。**截至 2015 年末, 北控水务集团拥有 388 座水厂(包括污水处理厂 285 座、自来水厂 94 座、再生水处理厂 8 座及海水淡化厂 1 座), 总设计能力达到 2462.33 万吨/日, 水处理能力居国内同行业前列, 规模优势明显。
- **产业协调效应。**近年来, 北控水务集团不断拓展水务产业链, 水务产业链趋于完整, 现已形成以城镇污水处理、水环境治理为主业, 供水、水环境技术服务等业务协同发展的经营格局, 在环保领域的业务多元化优势明显且具有较好的协同效应。
- **融资渠道畅通。**北控水务集团为香港联交所上市公司, 具备在香港资本市场融资的能力, 且公司仍有大额授信额度未使用, 畅通的融资渠道为公司快速扩张和业务的正常开展提供了资金保障。
- **盈利能力强。**近年来, 北控水务集团业务规模快速增长, 公司通过有效的成本控制, 将业务上的规模优势和融资上的成本优势转化为盈利能力的提高, 其盈利水平处于行业前列。

主要风险/关注:

- **资本性支出压力。**北控水务集团在建水务项目及水环境治理项目投资规模较大, 且未来公司仍处于业务扩张期, 并购支出将保持较高水平, 公司资本性支出压力增加。
- **BT 项目回款风险。**北控水务集团水环境治理

业务主要采用 BT 模式运营，涉及合同金额较大，建设及回购期长，交易对手主要为各地政府，新常态下各地财政增长速度放缓，资金回笼存在一定的不确定性。

- **融资成本变动。**境外融资是北控水务集团重要的融资渠道，国际金融市场变动和人民币汇率变动或将对公司融资成本造成一定影响，进而影响公司盈利水平。
- **管理风险加大。**近年来北控水务集团扩张较快，缺乏适当技术和经验丰富人力资源，导致公司存在一定的管理风险。

➤ 未来展望

通过对北控水务集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性极高，并给于本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

北控水务集团有限公司 2016 年公开发行绿色公司债券

信用评级报告

一、公司概况

该公司为香港联交所主板上市公司（股票代码：HK00371），前身为上华控股有限公司。2008 年 1 月 21 日，北京控股集团有限公司（简称“北控集团”）通过其全资子公司 Lucky Crown Management Limited 认购上华控股有限公司新发行股份 2.47 亿股，占其发行后总股本的 74.78%，成为其控股股东，并将其更名为北控水务集团有限公司。之后，公司历经“债转股”、股票增发等事宜，截至 2015 年末，北控集团持有北控水务集团有限公司 43.84% 的股权，向公司派驻的董事和高级管理人员人数超过半数，能够影响公司经营及财务决策，为公司实际控制人。北控集团系北京市政府出资设立并由北京市国有资产监督管理委员会（简称“北京市国资委”）履行出资人职责的国有独资企业，因此公司最终控制方为北京市国资委。

该公司定位为北控集团水务业务的上市平台，2013 年北控集团将其持有的北京市第十水厂股权、北京市第九水厂的未收入、潍坊及海南公司股权以换股方式注入公司，自此公司成为北控集团旗下唯一的水务集团。目前公司主要从事水处理服务、水环境治理及技术服务等业务。截至 2015 年末，公司在全国及马来西亚、葡萄牙等地拥有 300 多个水务项目，水处理规划规模超过 2462 万吨/日，已实现了全国性的战略布局，并成功进军海外市场，水处理规模处于全国前列。

二、债项概况

（一）本期债券概况

该公司向合格投资者公开发行面值不超过 47 亿元（含 47 亿元）的 2016 年北控水务集团公司公司债券（简称“本次债券”），计划分期发行，其中北控水务集团有限公司 2016 年公开发行绿色公司债券（以下简称：本期债券）发行规模为人民币 7 亿元。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	北控水务集团有限公司 2016 年公开发行绿色公司债券
总发行规模:	不超过 47 亿元人民币 (含 47 亿元)
本期发行规模:	人民币 7 亿元
本期债券期限:	5+3 年
债券利率:	本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券票面利率在存续期内前 5 年固定不变, 在存续期的第 5 年末, 发行人可选择调整票面利率, 存续期后 3 年票面利率为本期债券存续前 5 年票面利率加发行人上调的基点 (或减发行人下调的基点), 在存续期后 3 年固定不变。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本期债券采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。
增级安排:	无

资料来源: 北控水务集团

截至 2015 年末, 该公司合并口径已发行尚在存续期债券规模为 18.50 亿元。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
北控水务集团 票据 2021	12.00	9 年	6.15	2012/08/07	未到期
BeijingEnthb5% 160630S	4.50	5 年	5.00	2011/06/30	未到期
15 建工 01	2.00	2+1 年	5.00	2015/12/16	未到期

资料来源: wind

(二) 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后, 拟全部用于符合绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录》以及经上交所认可的绿色项目认证机构认可的绿色产业项目。

本期债券募投资金拟用于洛阳水系综合整治示范段工程项目的建设。根据洛阳市发改委颁发的《洛阳市发展和改革委员会关于洛河水系综合整治示范工程可行性研究报告的批复》, 该项目总投资 99996.90 万元, 其中项目资本金为 30000.00 万元, 由项目公司北控 (洛阳) 水环境开发有限公司自筹。该公司拟将不超过 7 亿元的募集资金用于置换该项目借款、项目后续投资及运营资金的投入。

三、宏观经济和政策环境

2015 年以来，我国宏观经济发展面临较为复杂的国际与国内环境，下行压力较大；但从中长期看，我国经济仍有望保持稳定增长。

2015 年，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济在量化宽松政策后维持低利率的货币政策继续复苏，2015 年底的加息政策对全球资本的流动、汇率波动、证券市场震动产生了明显影响。在欧洲，尽管希腊主权债务危机的暂时性解决，有利于欧盟政治、经济的整体稳定，但是欧洲经济增长仍整体乏力，复苏前景仍不明朗。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应明显下降。

2015 年，国际石油价格继续下跌，石油输出国的经济处于疲软状态，石油输出国的国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体除印度外，整体经济呈现持续下行态势。其中，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌双重因素影响下，经济增长形势较为严峻；巴西的经济增长和国别风险增大。

2016 年，美国将视经济复苏的强度、就业水平和物价水平的变化维持或继续上调利率；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续实施量化宽松的货币政策；日本将继续维持量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体整体将维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策，刺激经济的增长。

2015 年，中国对外开放水平不断提高，人民币已经加入了特别提款权篮子货币，持续推进“一带一路”、亚洲基础设施投资银行、金砖国家银行的建设，已经与韩国、澳大利亚等国签署了自由贸易协定，继续推进与美国、欧盟的信息技术协议谈判，继续推动人民币资本项下的货币自由兑换。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接，熊猫债发行开始升温。

2015 年，中国实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，2015 年在新预算法下，财政部积极推动各省市和计划单列市的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体可控；2015 年底，财政部对地方政府债券的限额管理，有利于控制地

方政府债务进一步扩张。在货币政策上，中国人民银行结构性的降低存款准备金比率、降低贷款利率，既有效地控制了物价水平的上涨，也保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，促进了实体经济增长和发展。2016年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在中国面临复杂国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2015年中国经济总体运行平稳。但是，中国的经济增长仍然面临下行压力，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件从中小企业、光伏行业等向国有企业、有色金属、煤炭行业等进行扩散。

2016年，中国经济仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的大幅波动对金融系统和实体经济的冲击风险在相应提高。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场大幅波动对金融、经济的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

1. 供水

我国水资源总量并不丰富，人均占有量更为有限；降雨时空分布不均，水土资源不相匹配；加之水体污染，水质型缺水问题日趋严重，水资源短缺已成为制约我国经济和社会可持续发展的重要因素。

我国是一个水资源贫乏和分布不均匀的国家，其基本特点体现在：总量并不丰富，人均占有量更低；降雨时空分布不均，水土资源不相匹配。我国是一个干旱缺水严重的国家，淡水资源总量约为 28000 亿立方

米，占全球水资源的 6%，次于巴西、俄罗斯、加拿大、美国和印度尼西亚，居世界第 6 位，但人均只有 2200 立方米，仅为世界平均水平的 1/4、美国的 1/5，在世界上名列 121 位，是全球 13 个人均水资源最贫乏的国家之一。根据《2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，我国水资源总量 28306 亿立方米，人均水资源量 2056.49 立方米。与此同时，由于人口的增长，预计 2030 年我国人均水资源占有量将降至 1700 至 1800 立方米，需水量接近水资源可开发利用量，缺水问题将更加突出。

国家环境保护部公布的数据显示，我国水资源污染情况如下：在我国长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河、浙闽片河流、西北诸河和西南诸河等十大流域的国控断面中，I-III类、IV-V类和劣V类水质断面比例分别为 61.0%、25.3%和 13.7%，其中，珠江、西北诸河和西南诸河流域水质为优，长江、浙闽片河流水质良好，黄河、松花江、淮河和辽河流域水质为轻度污染，海河流域为中度污染。根据国家环保部公布的《2015 年上半年全国环境质量状况》，其监测的 956 个地表水控断面中，IV 类水以上比例为 36%，其中 IV 类占 18.9%，V 类占 6.7%，劣 V 类占 10.3%。部分流域污染严重，水资源短缺现象仍然存在。

供水行业属公用事业领域，受行政政策干预较大，水价尚由政府主导，未实现市场化。目前全国水价普遍偏低，导致水务行业经营效率不高、整体盈利能力不佳。从我国水资源的稀缺现状、与国际水价水平比较以及水务企业提升服务品质等方面来看，未来我国水价仍有一定上涨空间，但水务企业在提升水质方面的投入也将不断增加。

作为供水行业市场化改革的核心，水价水平尤其直接影响供水企业的运营能力，对拓宽水务市场融资渠道及改革现行供排水管理体制至关重要。目前，我国水价由政府主导定价，采用价格听证会制度，根据加成成本保证水务企业合理的利润空间。在市场经济条件下，构成供水成本的电费、原材料费、人工成本受市场变化影响较大，各成本因素上涨的速度远超供水价格的调整速度，水务企业往往被动地承受原材料价格上涨。由于以上原因，许多水务公司在经营方式上形成了“低水价+亏损+财政补贴”的模式，进而导致全行业经营效率不高、整体盈利能力不佳的局面。根据中国城镇供水排水协会数据，截至 2015 年 9 月末，我国供水企业 1491 个，其中亏损企业 432 个，亏损企业占比为 28.97%；2014 年，供水行业实现产品销售收入 1637.97 亿元，利润总额 118.28 亿元，销售利润率仅为 7.22%。

从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，现行水价既不能反映市场供求关系，也不能反映资源稀缺程度和环境污染成本，在资源价格改革以及节能减排的大趋势下，水的资源属性将逐渐得以体现。同时，近年来我国对自来水生产企业出水质量要求不断提高，也将促使水务企业不断加大自身投入，提升服务质量。

目前我国城市供水量趋于饱和，城乡供水一体化是城市发展的必然需求，能够获得国家政策的大力支持。

传统的供水模式通常是一个城市设一个自来水公司，这种模式在解决城市居民的供水需求、保障城乡经济社会发展方面曾发挥过积极作用。但是上世纪 80 年代以后，随着乡镇企业的兴起，水厂数量众多且分散经营，各水厂技术力量与资金实力有限，无法发挥规模效应。在对水资源的开发利用过程中，缺少统一规划，取水口与废水排放口交错。镇、村水厂无论在解决水质和满足水量需求方面，都存在着其本身无法克服的困难。与较为成熟的城市供水体系相比，农村供水管网建设滞后，用水普及率偏低，且管网漏损严重，供水效率有待提高；而水处理设备简陋、处理工艺落后，导致农村饮水安全难以得到保障。2011 年，中央 1 号文件首次关注水利发展，其中重要一点就是要“继续推进农村饮水安全建设”，“积极推进集中供水工程建设，提高农村自来水普及率。有条件的地方延伸集中供水管网，发展城乡一体化供水”。该文件还提出，要“加大公共财政对水利的投入”，“多渠道筹集资金，力争今后十年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍”。

加大城市供水管网的建设力度，发展城乡统筹的区域供水，扩大城镇供水的服务范围是保证水资源得到合理利用的有效方式之一，符合我国城乡一体化建设的需要。建设部近年来大力推行以核心城市为中心的区域供水，充分发挥政府协调指导作用，同时运用市场配置手段，打破行政区划束缚，统筹安排，推进空间资源整合和区域基础设施的集约利用。

2. 污水处理

我国面临水资源短缺及水污染严重的双重问题，污水处理需向着水资源化的发展阶段迈进。随着国家在污水处理及再生利用等领域投资力度的不断加大，污水处理企业面临的市场空间广阔，但行业竞争也在持续加剧。

我国面临着水资源短缺及水污染严重的双重问题。一方面，尽管我

国淡水资源总量较为丰富，约占全球水资源的 6%，但我国人均水资源量却仅为世界平均水平的 1/4，随着居民用水量的逐年增加，我国已成为全球人均水资源最贫乏的国家之一。另一方面，近年来随着工业化和城市化进程的加快，我国污水排放量逐年增加，水污染问题日趋严峻，水质性缺水已成为影响我国经济社会发展的重要因素。因此，在水资源总量有限、用水量和污水排放量不断增加的背景下，增强污水处理及再生利用能力对于改善我国水资源现状具有重要意义。

我国城市污水排放主要包括生活污水排放和工业污水排放两种。生活污水排放主要是居民用水的排放，排水量受城镇化程度和人口数量影响较大，污染性没有工业污水强；工业污水即工业生产中排放的污水，一般情况下污染程度比生活污水要大，较难处理。2014 年，全国废水中主要污染物中，化学需氧量排放总量为 2294.60 万吨，同比下降 2.47%；氨氮排放总量为 238.5 万吨，同比下降 2.90%¹。监测结果表明，全国水环境质量状况总体保持平稳，但基于污水排放量与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，未来我国污水排放总量将保持继续增长。

我国污水处理水平及处理标准与经济发展水平相比，也存在一定差距。一方面，由于污水管网不完善以及污水处理设备的限制，部分地区污水处理产能仍然不足以满足快速增长的污水总量处理要求，造成部分生活污水和工业污水直接排放，对于周边环境造成了严重的污染。另一方面，接近 90% 的污水处理厂排放标准为一级 B 或以下，随着排放标准的日趋严格，污水处理厂提标改造也将成为“十二五”期间的投资重点。整体来看，我国污水处理能力大幅增长，但在配套管网建设及污水处理标准等方面仍有较大的提升空间。

为提高我国污水处理设施覆盖程度及污水再生利用能力，未来我国污水治理领域投资规模仍将保持在较高水平。根据国务院于 2012 年 4 月发布的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，“十二五”期间，我国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近 4300 亿元。其中，各类设施建设投资 4271 亿元，包括完善和新建管网投资 2443 亿元、新增城镇污水处理能力投资 1040 亿元、升级改造城镇污水处理厂投资 137 亿元、污泥处理处置设施建设投资 347 亿元以及再生水利用设施建设投资 304 亿元。“十二五”期间，我国将新建污水管网 15.9 万公里，新增污水处理规模 4569 万立方米/日，升级改造污水处理规模

¹根据环境保护部发布《2014 中国环境状况公报》

2611 万立方米/日，新建污泥处理处置规模 518 万吨（干泥）/年，新建污水再生利用设施规模 2675 万立方米/日；到 2015 年，我国城市污水处理率及城镇污水处理设施再生水利用率规划分别达 85% 和 15% 以上。

此外，2015 年 4 月 16 日，国务院印发《水污染防治行动计划》（“水十条”，下称“计划”），从全面控制污染物排放、推动经济结构转型升级、着力节约保护水资源、强化科技支撑、充分发挥市场机制作用、严格环境执法监管、切实加强水环境管理、全力保障水生态环境安全、明确和落实各方责任、强化公众参与和社会监督十个方面开展防治水污染防治行动，预计计划的出台将进一步推动了污水处理领域的投资需求。

2015 年 6 月 12 日，财政部和国家税务总局于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，要求自 2015 年 7 月 1 日起，污水处理劳务、再生水劳务需征收增值税，后分别返还 70% 和 50%，即需要分别交纳 30% 和 50% 的增值税。这意味着污水处理、再生水等免增值税的政策被取消。开征污水处理增值税未来将对污水处理企业获利能力产生一定程度的影响。

近年来，随着国家对水资源问题的重视程度日益提高，我国污水处理工程建设进入快速发展阶段。根据国家统计局资料，2015 年末，我国城市污水处理厂日处理能力达 13784 万立方米，较上年末增长 5.3%；城市污水处理率达 91.0%，较上年末提高 0.8 个百分点。但是另一方面，我国污水处理行业的快速发展也吸引了较多企业进入。2013 年末，我国从事污水处理及其再利用的企业数量为 247 家，至 2014 年末增至 277 家，2015 年 9 月末迅速增至 340 家。此外，更多的拥有资金和技术实力的国外企业（如威立雅、苏伊士等）也正进入我国污水处理市场，导致我国污水处理企业面临的竞争压力进一步加大。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为国有控股的香港上市公司，最终控制人为北京市国资委，股权结构清晰。

截至 2015 年末，该公司股本为 8.72 亿元，北控集团持有公司 43.84% 的股权，为公司第一大股东，且向公司派驻的董事和高级管理人员人数超过半数，在实际决策中能够决定公司的财务和经营政策，为公司实际

控制人。北控集团为北京市国资委直属企业，因此公司最终控制方为北京市国资委。公司产权状况详见附录一。

北控集团为北京市国资委全资企业，是北京市政府和市国资委规划的首都基础设施和公用事业的运营主体和投融资平台，业务涉及城市燃气、水务、啤酒、环保、高速公路、仪器仪表等多个领域，并在相关领域具有较强的竞争实力。其中，燃气业务方面，北控集团拥有 600 余万用户和超过 15000 公里的输气管网，在全国的城市燃气供气企业中其天然气用户数量、天然气购销量以及运营管网长度等多项指标中均位居第一。截至 2015 年 6 月末，北控集团资产总额为 2058.28 亿元，所有者权益为 709.98 亿元；2015 年 1-6 月实现营业收入 326.52 亿元，净利润 23.67 亿元。实际控制人较强的综合实力为该公司业务的开展奠定了坚实的基础。

（二）公司法人治理结构

作为上市公司，该公司按照有关法律法规的要求，建立了较为完善的治理结构，在资产、业务、人员、机构和财务方面与控股股东保持着应有的独立性。公司建立了相互协调且相互制衡的法人治理结构。

作为上市公司，该公司治理机制较为完善，在资产、业务、人员、机构和财务方面与控股股东保持着应有的独立性。公司不存在股东违规占用公司资金、资产及其它资源而损害公司利益的情况。

该公司董事会成员实行多元化政策，公司根据性别、年龄、文化及教育背景、专业经验、技能、知识及服务年期等因素选择经验丰富、专业技能较强的多元化董事会成员。目前公司董事会成员共 17 名，包括 11 名执行董事和 6 名非执行董事。董事会成员由提名委员会提名，经股东大会决议通过。

在约束机制方面，该公司建立了既相互协调又相互制衡的组织架构，通过《公司章程》和各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、权限、职责等作了相应的约束。

在考评与激励机制方面，依据股东大会决议，该公司董事会设立了薪酬与考核委员会主要负责制定公司董事及经理人员的考核标准并进行考核；负责制定、审查公司董事及经理人员的薪酬政策与方案。公司对高级管理人员进行年度考核，每年年初根据公司的总体发展战略和年度的经营目标确定高级管理人员的考核指标。

（三）公司管理水平

该公司根据自身经营管理以及业务发展需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，各项内控制度逐步完善，能够满足公司日常经营管理的需要。

该公司根据自身经营管理需要设置了多个职能部门，明确了各部门之间的分工及权责。公司各职能部门之间在业务开展中能够做到既保持应有的独立性，也能保持协作的顺畅。公司组织架构详见附录二。

该公司为香港上市公司，内部管理制度较为规范。公司建立了涵盖项目投资、资金管理、融资及财务管理等关键环节的内部控制体系，形成了一套较规范的管理流程和程序，并根据公司经营环境和发展战略等变化，持续对相关规章制度进行更新完善。

在财务和资金管理方面，该公司制订了《资金管理制度》，对资金筹集、会计制度、财务收支、内部财务管理制度结构体系等方面进行规范管理。财金资源中心主要负责公司资金调度和融资筹划，并进行成本核算以控制成本。公司实行资金预算管理制度，每年 10—11 月根据经营计划制定次年的年度资金预算，经集团预算管理委员会批复后执行；月度资金预算则根据年度资金预算和月度工作计划进行编制，确保资金使用的平衡。公司对下属企业资金采用集中管理的方式，资金调配采取内部银行（为在总部与下属单位之间进行资金划拨、管理等工作而设立等虚拟机构）的形式，公司根据公司经营情况及市场资金状况调整内部银行的存借款利率。

运营管理方面，该公司建立了总部、区域事业部、项目公司及具体职能部门等管理架构。公司根据区域多不同设立了多个区域事业部，在区域事业部下设各个项目公司，实行多层次、垂直化的管理体系。在项目投资方面，公司形成了一套相对完善的项目决策机制。项目投资实行业务部门、风控部门、评审委员会等多级审批机制，主要从区域经济状况、投资回报率等方面对项目进行考量，最终经评审委员会审议通过后执行。项目投资后，公司通过绩效考核定期跟踪项目对收益状况。

在安全生产方面，该公司设立了建设管理中心，负责其建设项目综合管理及代建，加强对各项安全生产指标和任务的控制与管理，并不断促进设备健康水平和生产人员技术素质的提高，以保障设备安全、稳定、经济高效运行。

下属子公司的管控方面，该公司与子公司在资产、人员、业务、机

构方面保持相对独立，公司主要通过行使股东权利来实现对子公司的控制和管理，包括但不限于向子公司委派董、监事人员，通过董事会向子公司委派总经理、财务总监等高级管理人员，决定子公司的财务预决算、重大投融资、重大资产和产权处置等重大事项。同时对各子公司主要以年度利润指标完成情况进行考核。

（四）公司经营状况

该公司为大型国有水务集团，现已形成以水环境服务、水环境治理为主业，供水和水环境技术服务等业务协同发展的经营格局，水务产业链趋于完善。公司水务项目遍布全国各主要省份及海外地区，已基本完成全国性布局，水处理能力位于全国前列。近年来，受益于较多污水处理项目的投建和收购，公司水处理能力持续提升，收入规模持续增长，发展态势良好。

该公司定位于北控集团旗下水务上市平台，负责集团水务业务板块的投资、管理及运营。2008年北控集团收购上华控股有限公司（公司前身）后陆续将其持有的北京市第十水厂股权、北京市第九水厂等优质水务资产注入公司。同时公司积极进行外延式扩张，陆续收购了东莞七家水务公司、北京建工环境发展有限公司等多家子公司，有效地扩大了水务业务规模。公司现已形成以水处理服务、水环境治理为主业，供水、水环境治理技术服务等多元化业务协同发展的经营格局，近年来经营业绩快速增长。2013-2015年，公司分别实现营业收入64.06亿港元、89.26亿港元和135.03亿港元，复合年均增长率为28.22%。污水处理业务和水环境治理业务是公司收入和利润的主要来源。

图表 3. 公司最近 3 年营业收入构成情况（单位:亿港元）

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
污水及再生水处理服务	21.41	33.42%	32.50	36.41%	35.15	26.03%
水环境治理建造服务	37.64	58.76%	45.83	51.34%	83.31	61.70%
供水	3.84	5.99%	8.13	9.11%	8.81	6.52%
水环境治理技术服务	1.17	1.83%	2.80	3.14%	7.76	5.75%
合计	64.06	100.00%	89.26	100.00%	135.03	100%

注：根据北控水务集团提供的数据整理

1. 水处理服务

该公司水处理服务业务主要包括污水及再生水处理、供水及海水淡

化业务，主要由下属的项目公司负责具体运营。近年来，公司陆续通过 BOT、TOT、委托运营和股权收购等多种方式获取水务项目经营权，截至 2015 年末，公司水务项目已覆盖全国 24 个省、自治区、直辖市，形成了东部、南部、西部、北部、海外等区域市场，设计污水处理能力位于全国前列。截至 2015 年末，公司拥有 388 座水厂（包括污水处理厂 285 座、自来水厂 94 座、再生水处理厂 8 座及海水淡化厂 1 座），总设计能力达到 2462.33 万吨/日（其中运营中的设计能力达到 1301.69 万吨/日），同比增加 22.20%。

图表 4. 截至 2015 年末公司持有水务项目数量（单位：座）

地区	项目名称	运作中	尚未开始运作/未移交	总计
中国	污水处理厂	193	68	261
	自来水厂	32	49	81
	再生水厂	5	2	7
	海水淡化厂	-	1	1
	小计	230	120	350
海外	污水处理厂	24	-	24
	自来水厂	13	-	13
	再生水厂	-	1	1
	海水淡化厂	-	-	-
	小计	37	1	38
总计	-	267	121	388

资料来源：北控水务集团

图表 5. 截至 2015 年末公司持有水务项目产能情况（单位：万吨/日）

地区	项目名称	运作中	尚未开始运作/未移交	总计
中国	污水处理厂	846.75	453.04	1299.79
	自来水厂	396.10	648.55	1044.65
	再生水厂	49.72	31.25	80.97
	海水淡化厂	-	5.00	5.00
	小计	1292.57	1137.84	2430.41
海外	污水处理厂	5.52	-	5.52
	自来水厂	3.60	-	3.60
	再生水厂	-	22.80	22.80
	海水淡化厂	-	-	-
	小计	9.12	22.80	31.92
总计	-	1301.69	1160.64	2462.33

注：根据北控水务集团提供的数据绘制

（1）污水及再生水处理服务

污水及再生水处理方面，受益于北控集团资产注入、污水处理项目

的陆续收购以及在建项目的投产运营，该公司污水处理及再生水处理能力持续提升。截至 2015 年末，公司已投入运营污水处理厂 193 座，再生水厂 5 座，运营水厂的污水处理能力为 856.16 万吨/日，再生水处理能力为 41.80 万吨/日。2013-2015 年，公司水处理量分别为 17.25 亿吨、23.69 亿吨和 25.99 亿吨，实现污水及再生水处理服务业务收入分别为 21.41 亿港元、32.50 亿港元和 35.15 亿港元。

图表 6. 近三年公司污水及再生水处理情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
污水处理能力（万吨/日）	625.98	752.40	856.16
再生水处理能力（万吨/日）	41.80	41.80	41.80
处理量 ² （万吨）	172530	236900	259923
平均每日处理比率（%）	81	81	65.08
水处理合同均价（港元/吨）	1.22	1.27	0.96

资料来源：北控水务集团

该公司处理的污水主要为市政污水，污水处理价格通常在特许经营协议中约定，根据按运营成本、投资回报水平确定。运营成本按实际确认的工程投资额等生产成本及管理成本确定；投资回报率一般不低于 10%。通常情况下，污水处理价格 2-3 年调整一次，若污水处理成本升高超过一定幅度，污水处理价格可作相应调整。2013-2015 年，公司污水处理平均单价为 1.22 港元/吨、1.27 港元/吨和 0.96 港元/吨，呈现一定的波动。公司污水处理项目业主主要为当地政府，公司多数污水处理项目与当地政府约定保底水量，为公司污水处理业务持续稳定发展提供了良好的基础。

业务拓展方面，污水处理项目前期投入大，对资金要求高，该公司为香港上市公司，融资渠道畅通，现金储备充裕，且资金成本低，项目选择范围更广，在市场拓展方面具有较大优势。公司在选择项目主要对当地经济情况、居民交付水费的意愿和项目投资回报率等方面进行综合考量，项目选择时需通过技术委员会和投资审核委员会的审核，以确保项目收益和风险在其可接受范围内。

在国内基本建立了全国化布局后，该公司也积极在马来西亚、新加坡、印度尼西亚以及葡萄牙等地布局水务市场。2011 年 1 月公司与马来西亚政府正式签署协议，建设规模为 32 万吨/日的潘岱第二污水处理厂；2013 年 3 月，公司与威立雅正式签署股权转让协议，全资收购威立雅旗下葡萄牙水务公司（CGEP），包含 20 座污水处理厂和 4000 公里管网。

² 含污水处理及再生水处理

截至 2015 年末，公司在葡萄牙已拥有 24 座污水处理厂，污水处理总设计能力为 55200 吨/日，2015 年实际处理量为 2130 万吨，实现营业收入 1.53 亿港元。

该公司污水处理业务的成本与污水处理量、处理标准有关，主要包括折旧、修理费、人工、电费、药剂、自来水和污泥处置等。根据项目的不同，成本构成也不同，但一般情况下电费占比为 40-50%，人工成本为 20%，药剂成本、维修成本和其他成本各占 10% 左右。

(2) 供水业务

供水方面，近年来各地陆续上调了水价，该公司加大了自来水业务板块的投资布局，陆续在贵州省、福建省、山东省、广东省、湖南省、河北省、河南省及广西省建立了自来水厂。截至 2015 年末，公司已投入运营的供水厂 32 座，运营水厂的供水能力为 918.67 万吨/日。

图表 7. 近三年公司供水情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
日供水能力 (万吨)	587.52	746.04	918.67
供水总量 (万吨)	46250	64220	58458
售水总量 (万吨)	41650	58930	40336
平均售价 (港元/吨)	2.49	2.29	1.12

资料来源：北控水务集团

与污水处理业务模式类似，该公司供水业务也主要采用 BOT、TOT 和收购地方供水企业股权等方式进行供水项目的运作。近年来，随着供水能力的提升，公司售水总量和售水收入快速增长，2013-2015 年，公司分别实现售水量 4.17 亿吨、5.89 亿吨和 4.03 亿吨，实现供水收入分别为 3.84 亿港元、8.13 亿港元和 8.81 亿港元。从供水价格来看，同期公司供水的平均售价分别为 2.49 港元/吨、2.29 港元/吨和 1.12 港元/吨。

该公司在深化污水及再生水处理、自来水供应等业务协同发展的同时，也逐步开拓新兴水处理市场，进入海水淡化产业。公司目前负责推进曹妃甸海水淡化进京制水项目，该项目现已取得曹妃甸、丰润地区、丰南地区及玉田县的项目路由规划，不过相关的投融资规模尚未确定。

海外市场方面，该公司在葡萄牙已拥有 13 座供水厂，供水总设计能力为 3.6 万吨/日。2015 年公司在葡萄牙地区供水总量为 1260 万吨，实现营业收入 1.90 亿港元。

该公司主要通过新建及对已有的水务项目进行升级改造提升水处理能力。目前主要的在建及拟建项目包括：鞍山市永宁污水处理厂、哈尔滨成高子镇污水处理厂、当阳市玉阳污水处理厂等多个项目。截至 2015

年末，公司在建水务项目投资总额为 95.38 亿港元，拟建水务项目投资总额为 11.56 亿元，后续存在一定的投融资压力。在建及拟建项目完工后，公司实际的水处理能力将达到 2462.33 万吨/日，从而带动公司整体经营业绩的提升。

图表 8. 截至 2015 年末公司大额在建水务项目情况 (单位: 亿港元)

项目名称	客户名称/委托方	开(完)工时间	总投资	已投资/预计投资额度				完工后可实现生产能力(万吨/日)
				2015 年末	2016 年	2017 年	2018 年	
故县水库引水工程	洛阳市水务局	2014/12-2016/9	20.09	2.79	17.30	-	-	-
稻香湖再生水厂一期工程	海淀区发改委/海淀区水务局	2013/3-2016/6	3.97	3.37	0.06	-	-	8
沙河再生水厂二期工程	北京昌平区水务局	2015/4-2016/7	3.78	0.59	3.19	-	-	9
伊宁市城市供水工程	伊宁市水务局	2014/9-2016/3	3.49	2.51	0.98	-	-	20
大庆市光明污水处理厂	大庆市城市管理委员会	2016/6-2018/12	3.52	0.07	1.12	1.38	0.94	10
南阳市南水北调麒麟水厂工程	南阳市建设委员会	2016/1-2017/12	3.33	0.06	1.28	2.00	-	12.5
南水北调东线一期工程枣庄市续建配套工程	枣庄市南水北调续建配套工程建设管理处	2014/7-2016/5	3.06	1.64	1.42	-	-	11
新化二水厂项目	新化县人民政府	2015/12-2017/12	2.78	0.06	1.37	1.36	-	5
北区污水厂三期扩建工程	昆山市发改局	2014/10-2016/8	2.62	2.09	0.52	-	-	14.8
涧西污水厂扩建工程	洛阳市水务局	2015/9-2016/12	2.42	0.08	2.34	-	-	10
合计	---	---	49.06	13.26	30.12	4.73	0.94	100.3

注：根据北控水务集团提供资料整理

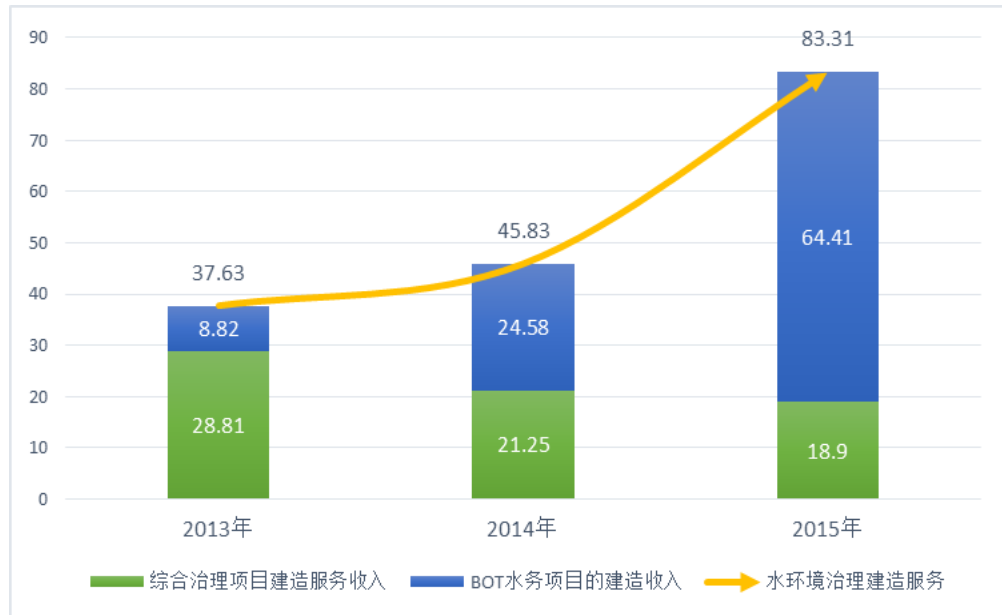
2. 水环境治理建造服务

水环境治理建造服务收入为该公司核心收入来源，主要由综合治理项目建造服务收入和 BOT 水务项目的建造收入构成。近年公司处于扩张阶段，水环境治理建造服务收入呈现快速增长趋势，2013-2015 年公司水环境治理建造服务收入分别为 37.64 亿港元、45.83 亿港元和 83.31 亿港元，分别占公司营业收入的 58.76%、51.34% 和 61.70%。

近年来，该公司 BOT 建设项目大量增加，成为收入增长的主要驱动因素，截至 2015 年末，公司共计持有 199 个 BOT 项目，其中在运营项目 122 个，在建项目 77 个，中短期内，BOT 建设项目仍将快速增加，预计该部分收入将保持快速增长态势。2013-2015 年公司 BOT 水务项目的建造收入分别为 8.82 亿港元、24.58 亿港元和 64.41 亿港元，复合年均增长率达 94.01%。另一方面，受项目开工完工进度周期影响以及部分综合

治理项目建设因性质改变被纳入 BOT 类别等原因，综合治理项目建造服务收入呈现下降趋势，2013-2015 年，综合治理项目建造服务收入分别为 28.81 亿港元、21.25 亿港元和 18.90 亿港元。

图表 9. 公司最近三年情况水环境治理建造服务营业收入情况 (单位: 亿港元)



注：根据北控水务集团提供资料整理

近年来，该公司在传统城镇污水处理业务的基础上拓展了水环境综合治理版块，实现了从单一传统水务模式向综合性水务环境综合服务商的转变。公司具备水务工程总承包能力，拥有专业化的给排水技术人才队伍，已成功完成昆明滇池南岸干渠截污、环湖南路工程以及贵州南明河水环境综合整治工程等典型水环境综合治理项目，积累了较为丰富的工程建设经验，在国内水环境治理方面已具有较明显的竞争优势。

该公司水环境综合治理业务以河湖流域水系治理为主线，包括河湖流域水环境综合治理、养护，供水、雨水污水管线等市政项目，部分涉及区域内的土地整理以及沿河湖风光带的建设等。公司水环境综合治理业务主要采用 BT 模式运营。依托公司在传统城镇污水处理积累的技术优势以及成功综合治理案例积累的品牌知名度，公司负责建设的水环境综合治理项目逐渐增多。截至 2015 年末，公司在建综合治理项目 13 个，主要位于北京凉水河、佛山高明、湖南珠辉、云南昆明、云南玉溪、河南洛阳、马来西亚潘岱等地。上述项目计划总投资约 78.31 亿港元，截至 2015 年末累计已投资 21.58 亿港元。

图表 10. 截至 2015 年末公司在建和拟建综合项目情况 (单位: 亿港元)

项目名称	开(完)工时间	总投资	已投资/预计投资额度				回购期	截至 2015 年末累计已回购资金
			截至 2015 年末	2016 年	2017 年	2018 年		
佛山市高明区荷城街道水环境综合治理及三洲旧城改造(合作开发)项目	2014/6-2017/6	6.28	1.95	2.91	1.43	-	2-3 年	0.02
佛山市三水项目	2015/7-2017/7	3.98	0.05	1.49	2.45	-	5 年	
金堂县自来水二厂输水干管工程	2015/4-2016/6	0.68	0.51	0.12	-		3 年	
四川省成渝客专简阳城镇化建设高铁示范核心区及影响区基础设施建设项目	2013/12-2018/12	10.46	0.00	1.68	3.72	3.35	5 年	1.47
洛阳市洛河水系综合整治示范段工程	2014/8-2016/9	8.29	5.98	2.40	-	-	2 年	
故县引水工程项目	2015/5-2016/9	14.66	6.05	8.62	-	-	50 年	
玉溪中心城区排水管网改扩建工程	2014/2-待定	4.19	0.85	0.77	1.04		2 年	0.48
昆明第十一污水处理厂项目	2013/5-2015/9	3.23	3.21	0.91	-		3 年	2.50
山马安置小区	2015/8-2017/9	4.11	-	0.54	2.53		2 年	
凉水河水环境综合治理工程	2014/4-2015/5	3.35	1.99	1.36	-			
萧太后河(环球影城段)改线工程	2015/11-2016/10	2.87	0.42	1.61	0.84			
通州区凉水河(马驹桥闸-入北运河河口段)治理工程(一期)	2015/12-2017/3	16.20	0.59	10.47	5.14			
合计	---	78.31	21.58	32.86	17.16	3.35		

资料来源: 北控水务集团

从未来规划来看, 该公司水环境综合治理项目未来会由 BT 模式逐渐转变为 PPP 模式。与 BT 模式相比, PPP 项目通常周期更长且成本纳入政府财政计划, 可增强公司盈利的稳定性, 但也将一定程度上增加公司资金压力。

该公司部分污水处理、供水等水务项目采用 BOT 模式运营, 与项目业主签订特许经营合约。对于尚在建设期内的 BOT 水务项目, 根据香港会计准则——国际财务报告解释委员会解释第 12 号服务特许权安排, 公司参照建造期内所提供之建造服务的公允价值确认建造收入。该项建造服务的公允价值参考协议日期在类似地点提供类似建造服务适用的现行市场毛利率, 以成本加成法估计, 按完工百分比方法确认建造收入。目前公司在建水厂众多, 主要位于北京、四川省、山东省、云南省、辽宁省、广西省、江苏省、山西省、黑龙江省及湖南省等地。

3. 技术服务

作为综合水务系统解决方案供货商，该公司拥有多项工程咨询、工程设计、环保设施运营等甲级资质。公司在竞标、建造及经营污水处理项目方面积累了丰富的经验，并向其他营运商及建造商推广其处理技术及建造服务经验，公司将此类业务作为技术服务业务。公司在技术服务方面提供工程总包（EPC）、咨询、设计等多种服务，业务类型包括河道治理、污水处理工程设计等。依托在污水处理方面积累的竞争优势和知名度，公司近年来水环境治理技术服务业务经营状况基本稳定。2013-2015年，公司分别取得水环境治理技术服务业务收入 1.17 亿港元、2.81 亿港元和 7.76 亿港元。

4. 在建项目及业务规划

未来，该公司将继续做大做强城镇水务和水环境治理两大核心主业，积极布局水务全产业链，在已有资源优势的产业领域，积极探索新的商业模式，寻求新的利润增长点；继续保持资本优势，大力提升科技竞争力，构建以资本实力和科技实力两轮驱动的发展模式；对外创建灵活多样的合作机制，打造全产业链生态集群。

传统城镇水务业务是该公司核心主业和利润来源，是公司实现多元化布局，带动其他业务协同发展的资源基础。未来几年，传统城镇水务在公司整体业务布局中仍将保持相对主导地位。公司对内将加强存量业务的精细化运营，提升内涵效益；对外继续挖掘市场潜力，积极拓展增量，深挖城镇供水、小城镇污水治理等细分领域投资机会，积极开展业内并购。

水环境综合治理业务是该公司第二大利润来源。公司将继续倾斜资源，推动水环境综合治理业务的总量规模和盈利水平的提升，同时积极探索商业模式和收益模式的创新升级，积极培育流域水环境综合治理的专业技术优势。

在海水淡化、工业废水治理、涉膜产业、污泥处理处置、小城镇水务、技术服务等涉水环保新业务方面，该公司计划充分利用政策契机，探索介入城乡市政环卫服务、再生资源利用等有增长潜力的新兴环保产业领域，有选择地拓展产业布局，为公司培育可持续发展的多元化战略增长点。

（五）公司财务质量

安永会计师事务所对该公司的 2013-2015 年财务报表进行了审计，并

出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行香港财务报告准则及其相关规定。

截至2015年末,该公司经审计的合并口径资产总额为644.92亿港元,所有者权益为202.90亿港元(其中归属于母公司所有者权益为161.84亿港元);2015年实现营业收入135.03亿港元,净利润27.68亿港元。

该公司水务产业链完整,主营业务突出。公司水务业务规模优势明显,成本控制情况良好。随着公司水务项目的陆续并购以及在建项目的完工,公司整体收入和盈利水平持续提升。近年来公司债务规模逐步增长,但债务期限结构与业务发展资金需求较匹配。且作为香港上市而业务集中于国内的国有企业,公司具备在国内和香港两地市场融资能力,融资渠道畅通,此外,公司现金储备充裕,对即期债务偿付形成了有效缓冲,整体偿债能力很强。

六、公司财务分析

(一) 公司盈利能力

该公司水务产业链完整,主营业务突出。公司水务业务规模优势明显,成本控制情况良好。随着公司水务项目的陆续并购以及在建项目的完工,公司整体收入和盈利水平持续提升。

受益于在建项目的陆续完工运营以及水务项目的并购,该公司营业收入持续增长。2013-2015年,公司营业收入分别为64.06亿港元、89.26亿港元和135.03亿港元。同期综合毛利率分别为39.11%、39.17%和36.78%,综合毛利率水平较为稳定。从分板块毛利率来看,公司污水及再生水业务规模优势明显,成本控制情况良好,加之大部分特许经营项目均与业主签有最低保底处理量,因此近年来该项业务毛利率保持在60%以上。水环境治理建造服务毛利率受项目建设周期及结算周期影响,呈现一定波动,2013-2015年分别为23%、16%和23%;水环境治理技术服务为咨询顾问类业务,毛利率很高,2013-2015年分别为85%、70%和59%,近年来呈下降趋势,但规模小,对公司整体影响小。

图表 11. 2013-2015 年公司各业务毛利率情况 (单位: %)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
污水及再生水处理服务	68	64	64
水环境治理建造服务	23	16	23

项目	2013年	2014年	2015年
供水	52	50	51
水环境治理技术服务	85	70	59

资料来源：根据北控水务集团所提供数据整理、绘制。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主，符合水务行业企业的特征。近年来随着运营污水项目数量的增加以及并购水务项目的增多，公司管理费用快速增长，2013-2015年分别为7.75亿港元、10.66亿港元和12.26亿港元。随着业务的扩张，公司财务费用（主要为利息支出）亦快速增长，同期分别为7.88亿港元、10.84亿港元和11.47亿港元，在一定程度上侵蚀利润。

从盈利结构来看，该公司主营业务较为突出，盈利主要来自主业经营。尽管投资的合资及联营企业每年能贡献一定收益，但对公司整体的盈利影响较小。2013-2015年公司获得投资收益分别为1.07亿港元、2.78亿港元和1.75亿港元。

2013-2015年，该公司净利润分别为11.45亿港元、20.73亿港元和27.68亿港元，净利润率分别为17.88%、23.23%和20.50%。从资产获利能力来看，公司净资产收益率处于良好水平，2013-2015年分别为7.19%、11.84%和14.06%。

图表 12. 2013-2015 年度公司主要盈利指标

项目	2013年	2014年	2015年
营业利润率（%）	23.37	29.88	26.26
总资产报酬率（%）	5.18	7.87	8.17
净资产收益率（%）	7.19	11.84	14.06

资料来源：北控水务集团

总体来看，该公司盈利能力良好，业务收入也日趋多元化。未来随着公司水务和水环境治理业务的扩张，公司盈利的稳定性有望得以增强，盈利水平将继续提升。

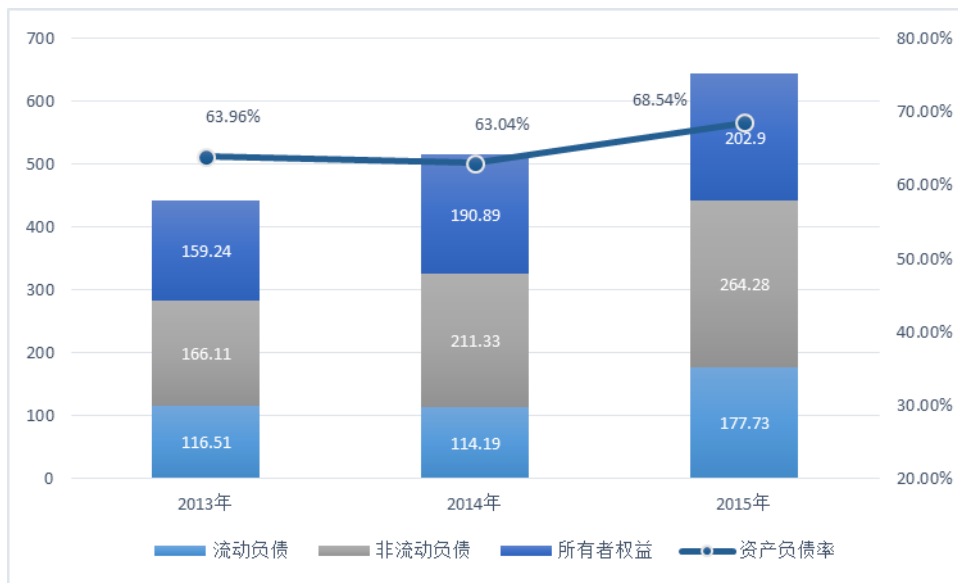
（二）公司偿债能力

随着水务板块的扩张，该公司债务规模逐步增长，但公司债务期限结构与业务发展资金需求较匹配。作为香港上市公司，公司具有境内外融资能力，融资渠道畅通，现金储备充裕，对即期债务偿付形成了有效缓冲，整体偿债能力很强。

1. 债务分析

近年来，该公司正处于业务扩张期，加快水务市场战略布局以及较多项目的投建导致公司负债规模持续上升。2013-2015 年末，负债总额分别为 282.62 亿港元、325.52 亿港元和 442.01 亿港元，资产负债率分别为 63.96%、63.04%和 68.54%。公司资产负债率较高，但公司融资渠道畅通，融资能力强，财务弹性好，资本结构较为合理。

图表 13. 2013-2015 年公司资金来源情况（单位：亿港元）



注：根据北控水务集团提供资料整理、绘制

从债务期限结构来看，该公司债务以长期债务为主，2013-2015 年，公司长短期债务比分别 142.58%、185.07%和 148.70%。2015 年以来，因公司新增了大量短期借款，至年末长短期债务比较年初下降。

从债务结构来看，2015 年末该公司负债主要由刚性债务、应付账款和其他应付款及应计负债构成。期末，公司刚性债务余额为 310.48 亿港元，占负债总额的比重为 70.24%，其中短期刚性债务余额为 66.78 亿港元，中长期刚性债务余额为 243.70 亿港元，公司的刚性债务期限结构与业务发展资金需求较为匹配。公司应付账款主要为尚未支付的工程款、设备采购款等。近年来，随着公司并购和新建项目的增加，公司建设的项目工程规模逐步扩大，应付款项也持续增加。2015 年末，公司其他应付款余额为 48.18 亿港元，主要系应付水环境治理分包商的费用、与合资企业之间的往来款以及工程保证金。整体来看，近年来公司水务项目逐渐增加，资金需求也随之增长，预计未来公司债务规模仍将维持增长态势。

公司过往债务履约情况

根据公开市场信息、审计报告披露信息、发行人提供的信息等，截至 2015 年末该公司不存在违约记录。

2. 现金流分析

该公司污水处理及水环境治理确认收入至回笼资金存在着一定的时间差，加之近年来公司水环境治理项目前期需投入大量资金，因此公司经营性现金净流量不佳。2013-2015 年公司经营活动现金流量净额分别为 -9.36 亿港元、2.64 亿港元和 -26.27 亿港元。

近年来，该公司持续进行水务项目的投资及收购，投资性现金流呈持续净流出状态。2013-2015 年，公司投资性现金流量净额分别为 -28.57 亿港元、-17.34 亿港元和 -37.55 亿港元。为应对公司投资方面的资金缺口并满足日常运营方面的资金需求，公司通过银行借款及发行债券筹资资金，同期公司的筹资活动现金流量净额分别为 54.25 亿港元、21.96 亿港元和 70.73 亿港元。根据公司的发展战略和资本支出计划，未来几年公司仍将保持较大的资本支出，公司自身经营活动现金流难以完全满足资金需求，仍需不断筹资弥补资金缺口。

2013-2015 年，该公司 EBITDA 分别为 23.75 亿港元、39.48 亿港元和 49.43 亿港元，主要来源于利润总额和列入财务费用的利息支出。总体来看，公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度较高。

图表 14. 2013-2015 年公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.97	3.48	3.92
EBITDA/刚性债务(倍)	0.12	0.18	0.18
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.31	0.87	-6.85

资料来源：根据北控水务集团所提供资料整理、绘制。

3. 资产质量分析

该公司资产总额随其业务规模的扩大和兼并收购步伐的加快而上升，2013-2015 年末，公司资产总额分别为 441.87 亿港元、516.41 亿港元和 644.92 亿港元。

从资产构成来看，该公司资产以非流动资产为主，2015 年末非流动资产合计达 463.39 亿港元，占总资产的 71.85%，公司非流动资产主要体现为长期应收款和无形资产，其中无形资产主要为污水处理项目的特许经营权，年末余额 24.58 亿港元，长期应收款主要为 BOT 和 TOT 项

目的应收款、水环境治理 BT 项目投入资金及应收回购款，期末余额 291.39 亿港元，BT 项目回购款将在未来按协议逐步收回，特许经营项目回款将每月以水费形式回收。

该公司的流动资产主要由货币资金、应收账款和预付款项及其他应收款构成。2015 年末，公司货币资金余额为 63.95 亿港元，占流动资产的 39.73%，期末现金比率为 38.32%，货币资金储备充裕；应收账款净额为 25.95 亿港元，占流动资产的 17.21%，主要为尚未收到的污水处理费；预付款项及其他应收款 43.10 亿港元，占流动资产的 39.46%，主要系预付的项目工程款、分包商款项及拆借给合营公司的资金。2015 末公司流动比率和速动比率分别为 132.05% 和 131.54%，流动资产对流动负债的保障能力较强。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

随着国民经济的持续发展和国家环保意识的提升，该公司污水处理主业行业前景向好。公司较强的成本管控能力有效拓宽了其污水处理项目的选择范围，近年来业务规模逐步扩大，规模优势明显，整体经营实力不断增强，具有较强的抗风险能力。

（1）行业前景向好

近年来，随着国民经济持续发展、城镇化进程加快以及国家环保意识的提升，国内污水处理需求显著提升，该公司污水处理主业行业前景向好。

（2）规模优势

截至 2015 年末，该公司拥有 388 座水厂（包括污水处理厂 285 座、自来水厂 94 座、再生水处理厂 8 座及海水淡化厂 1 座），总设计能力达到 2462.33 万吨/日，水处理能力居国内同行业前列，规模优势明显。

（3）产业链协同效益

近年来，该公司不断衍生水务产业链，现已形成以城镇污水处理、水环境治理为主业，供水、水环境技术服务等业务协同发展的经营格局，在环保领域的业务多元化优势明显且具有较好的协同效应。

(4) 盈利能力强

近年来，该公司业务规模快速增长，公司通过有效的成本控制，将业务上的规模优势和融资上的成本优势转化为盈利能力的提高，近年来其盈利水平处于行业前列。

(二) 外部支持

该公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2015 年末，公司获得的银行授信总额为 238 亿港元，未使用授信额度为 77 亿港元，能为公司提供一定的备用流动性支持。作为香港上市公司，公司拥有畅通的股权融资渠道，能为债务偿还提供了较好保障。

八、本期债券偿付保障分析

(一) 盈利保障分析

该公司现已形成以水环境服务、水环境治理为主业，供水和水环境技术服务等业务协同发展的经营格局，近年来公司经营情况良好，盈利能力较强。2013-2015 年，公司实现营业收入分别为 64.06 亿港元、89.26 亿港元和 135.03 亿港元，同期实现净利润分别为 10.84 亿港元、17.94 亿港元和 24.55 亿港元。随着公司在建污水处理项目的陆续投入运营，公司经营规模将不断扩大，营业收入将保持增长，可对有息债务的偿还起到有力的保障作用。

(二) 偿债资金来源保障分析

该公司经营环节现金流出规模较大，但公司盈利能力较好，资金回笼程度高。公司作为上市公司，具备在香港资本市场融资能力且股东北控集团支持力度大。

(三) 偿债专户保障分析

该公司单独设立募集资金用于绿色产业项目的募集资金专项账户和偿债保障金专户，用于一期绿色公司债券募集资金的接收、存储、划转与本息偿付。切实履行绿色公司债券募集说明书中的相关承诺，确保在债券存续期内，募集资金全部用于绿色项目，并贯彻落实主管部门支持绿色项目的各项政策。

九、结论

该公司为国有控股的香港上市公司，最终控制人为北京市国资委，股权结构清晰。作为上市公司，公司按照有关法律法规的要求，建立了较为完善治理结构，在资产、业务、人员、机构和财务方面与控股股东保持着应有的独立性，公司建立了相互协调并相互制衡的法人治理结构。公司根据自身经营管理以及业务发展需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，各项内控制度逐步完善，能够满足公司日常经营管理的需要。

该公司为大型国有水务集团，现已形成以水环境服务、水环境治理为主业，供水和水环境技术服务等业务协同发展的经营格局，水务产业链趋于完善。公司水务项目遍布全国各主要省份及海外地区，已基本形成全国性布局，水处理能力位于全国前列。近年来，受益于较多污水处理项目的投建和收购，公司水处理能力持续提升，收入规模持续增长，发展态势良好。

随着业务规模的扩张，该公司债务规模逐步增长，但公司债务期限结构与业务发展资金需求较匹配。且作为上市公司，公司融资渠道畅通，现金储备充裕，对即期债务偿付形成了有效缓冲，整体偿债能力很强。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

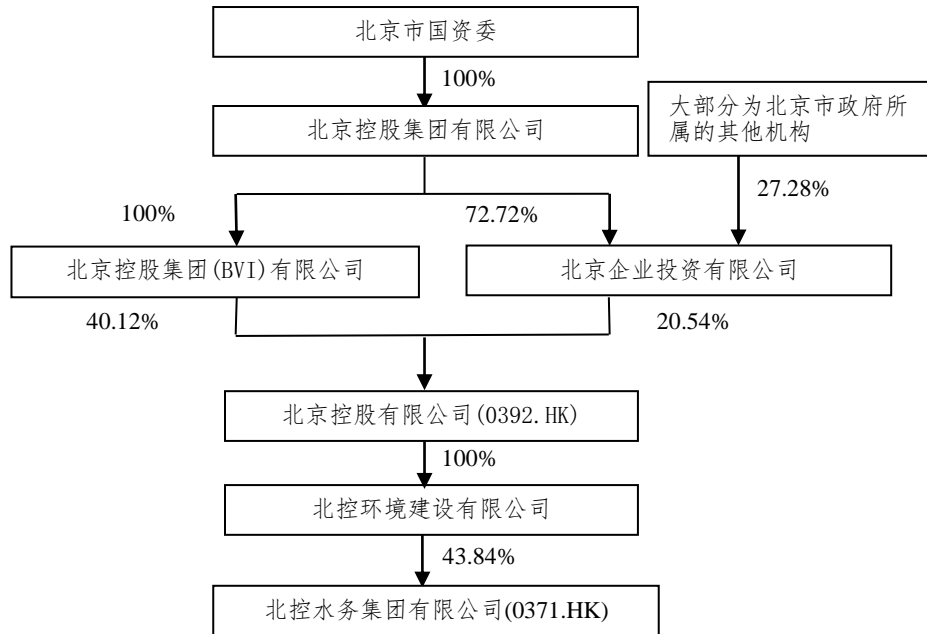
本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

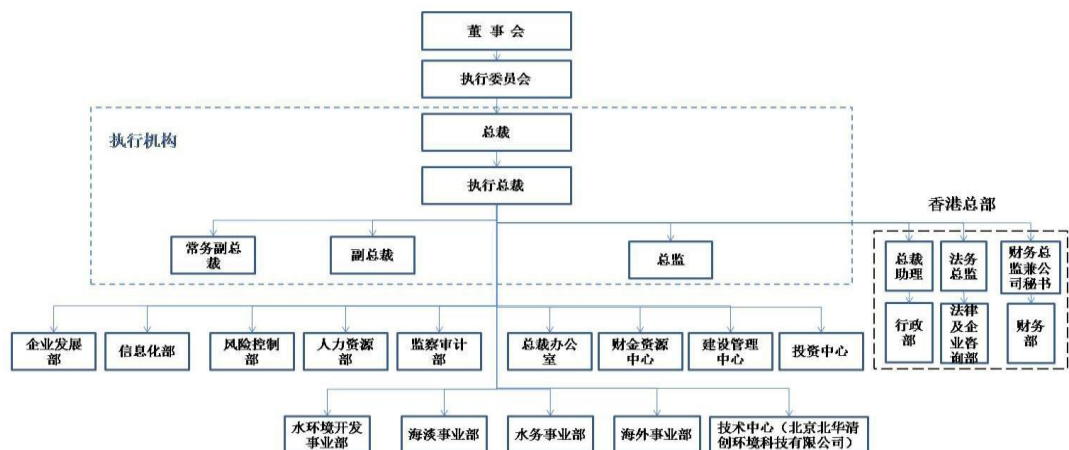
公司与实际控制人关系图



注：根据北控水务集团提供的资料绘制（截至 2015 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据北控水务集团提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2015 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	
北控水务（中国）投资有限公司	北控中国	100.00	投资控股	50.33	72.39	21.92	10.22	10.17	
北控（大连）投资有限公司	北控大连	60.00	投资控股	1.27	23.70	0.33	0.38	0.35	
永州市北控污水净化有限公司	永州北控	100.00	污水处理	0.66	1.65	0.29	0.18	0.08	
遵义北控水务有限责任公司	遵义北控	80.00	供水	0.51	0.63	0.08	0.05	0.00	
锦州市北控水务有限公司	锦州北控	80.00	污水处理及再生水处理	0.97	2.32	0.45	0.24	0.09	

注：根据北控水务集团提供资料整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年
资产总额 [亿港元]	441.87	516.41	644.92
货币资金 [亿港元]	55.70	63.95	66.43
刚性债务[亿港元]	192.90	234.90	310.48
所有者权益 [亿港元]	159.24	190.89	202.90
营业收入[亿港元]	64.06	89.26	135.03
净利润 [亿港元]	11.45	20.73	27.68
EBITDA[亿港元]	24.00	39.53	49.43
经营性现金净流入量[亿港元]	-9.36	2.64	-26.27
投资性现金净流入量[亿港元]	-28.57	-17.34	-37.55
资产负债率[%]	63.96	63.04	68.54
长期资本固定化比率[%]	89.05	90.90	99.19
权益资本与刚性债务比率[%]	82.55	81.26	65.35
流动比率[%]	130.57	132.05	102.14
速动比率 [%]	130.09	131.54	100.31
现金比率[%]	47.81	56.00	38.32
利息保障倍数[倍]	2.88	3.39	3.76
有形净值债务率[%]	-3,084.25	-2,342.65	297.36
营运资金与非流动负债比率[%]	21.44	17.32	1.44
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	2.90	3.85	4.86
存货周转速度[次]	90.92	95.99	36.85
固定资产周转速度[次]	14.14	11.01	10.30
总资产周转速度[次]	0.17	0.19	0.23
毛利率[%]	39.11	39.17	36.78
营业利润率[%]	21.52	25.42	26.26
总资产报酬率[%]	6.04	7.81	8.17
净资产收益率[%]	8.59	11.84	14.06
净资产收益率*[%]	9.96	12.34	15.36
营业收入现金率[%]	—	—	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-8.95	2.29	-18.00
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.83	0.87	-6.85
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-36.28	-12.75	-43.72
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.54	-4.83	-16.63
EBITDA/利息支出[倍]	3.04	3.57	3.92
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.18	0.18

注：表中数据依据北控水务集团经审计的 2013~2015 年度及未经审计财务数据整理、计算。

附录五:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。