



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪099号

瀚蓝环境股份有限公司：

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“瀚蓝环境股份有限公司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，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级为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
二零一八年五月十六日

瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	瀚蓝环境股份有限公司		
债券简称	16 瀚蓝 01		
债券代码	136797.SH		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	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。		
上次评级时间	2017/05/11		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

瀚蓝环境	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	49.14	55.40	60.98
总资产（亿元）	123.59	132.73	141.13
总债务（亿元）	47.68	43.62	46.40
营业总收入（亿元）	33.57	36.90	42.02
营业毛利率（%）	31.48	32.39	31.63
EBITDA（亿元）	13.38	15.35	16.96
所有者权益收益率（%）	9.07	10.04	11.44
资产负债率（%）	60.24	58.26	56.79
总债务/EBITDA（X）	3.56	2.69	2.74
EBITDA 利息倍数（X）	4.56	6.47	8.21

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。

分析师

张 卡 kzhang@ccxr.com.cn

李白涵 bnhj@ccxr.com.cn

刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 16 日

基本观点

2017 年瀚蓝环境股份有限公司（以下简称“瀚蓝环境”或“公司”）整体经营稳定，公司在经济发展良好的南海区具有垄断地位，同时，受益于良好的行业发展背景以及拥有完整的生态环境服务产业链，发展前景较好。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司区内外市场竞争压力较大，业务拓展中面临的资本支出压力较大以及固废处理业务环保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，中诚信证评维持瀚蓝环境主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺。

正 面

- 固废处理、污水处理、供气以及供水行业发展前景较好。“十三五”规划落地及相关政策的出台，固废处理行业迎来新的发展契机；“水十条”政策的出台和实施，也将带动水务行业的提升发展；此外，“十三五”污水规划以及污水处理价格机制改革的落地落实，也将助力污水处理行业的可持续发展，提升污水处理企业的盈利能力，整体行业发展前景较好。
- 公司区域垄断地位较强。近年来，公司对多家企业进行并购或增资，进一步完成了南海区的燃气供应、固废业务整合以及水务整合工作，巩固在南海区的区域发展优势。随着优质资产并入，及业务发展在南海区得到进一步拓展，公司区域垄断地位得到巩固。
- 完整的生态环境服务产业链。目前公司已形成包括供水、污水处理、固废处理、燃气供应等循环相扣的完整生态环境服务产业链，以管理生态、服务生活的理念，实现生态与生活的无缝链接，具备为城市提供可持续发展的环境服务规划、提供生态生活全面服务的行业竞争力。



关 注

- 区内外市场竞争压力较大。南海区内市政公用项目市场空间有限，并且趋于饱和，同时，近年来公司业务向区外拓展较快，但由于水务、固废行业市场化发展迅速，项目竞争激烈，公司面临的区内外竞争压力加大。
- 资本支出规模较大。目前公司仍处于快速发展阶段，对于污水及固废业务项目投入仍将较大，面临较大规模的资本性支出，须对此保持关注。
- 公司固废处理业务环保风险。公司对固废处理业务采取了多种措施减少二次环境污染，但随着民众环保意识不断加强和国家环保法律法规逐渐严格，公司固废处理业务可能因自然灾害或操作不当造成对水体、大气以及土壤等的二次污染并由此对公司正常运营产生不良影响。

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

瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）（债券简称“16 瀚蓝 01”）于 2016 年 10 月 26 日发行，发行规模 10.00 亿元，债券期限 5 年。

本期募集资金的使用计划为 6 亿元用于偿还公司及下属子公司银行借款，4 亿元用于补充公司及下属子公司流动资金，目前募集资金已全部投入使用。

区域经济

佛山市南海区经济概况

2016 年南海区实现地区生产总值 2,411.00 亿元，比上年增长 8.3%。其中，第一产业增加值 47.32 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 1,401.64 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 962.04 亿元，增长 10.2%。在第三产业中，批发和零售业增长 5.6%，交通运输、仓储和邮政业增长 1.8%，住宿和餐饮业增长 3.1%，金融业增长 4.6%，房地产业增长 19.1%，营利性服务业增长 19.5%，非营利性服务业增长 3.1%。

2016 年南海区规模以上工业增加值 1,176.97 亿元，增长 7.8%。其中：先进制造业增加值 447.25 亿元，占规上工业比重的 38.0%；高技术制造业增加值 130.64 亿元，占规上工业比重的 11.1%；民营工业增加值 750.95 亿元，增长 7.0%。按经济类型分：集体企业增加值 16.87 亿元，增长 4.8%；股份合作企业增加值 0.54 亿元，增长 4.7%；股份制企业增加值 701.47 亿元，增长 7.7%；外商及港澳台商投资企业增加值 415.95 亿元，增长 10.7%。其它经济类型企业增加值 44.45 亿元，增长 3.5%。轻工业增加值 437.72 亿元，增长 5.9%；重工业增加值 739.25 亿元，增长 10.1%。

2016 年南海区固定资产投资 1,078.29 亿元，比上年增长 16.8%。其中工业投资 335.91 亿元，增长 29.1%；批发零售、住宿和餐饮业投资 20.82 亿元，减少 44.2%；房地产开发投资 482.97 亿元，增长 33.8%。全年商品房销售额 995.67 亿元，增长 78.6%；商品房销售面积 916.03 万平方米，增长 60.1%。

财政实力方面，2017 年，南海区一般公共预算

预算收入 224.87 亿元，增长 10.59%，其中：税收收入完成 171.45 亿元，上升 7.56%，地方税占公共预算的比重为 76.24%。非税收收入 53.42 亿元，增长 21.57%。公共预算支出 228.85 亿元，比上年上升 7.63%。财政平衡率为 98.26%。

表 1：2016~2017 年南海区公共财政收支情况

单位：亿元		
	2016	2017
公共财政预算收入	203.34	224.87
税收收入	159.40	171.45
非税收收入	43.94	53.42
公共财政预算支出	212.63	228.85
财政平衡率	95.63%	98.26%

资料来源：南海区财政局，中诚信证评整理

总体看来，佛山市南海区经济运营良好，公共财政预算收入稳步提升，且财政平衡率保持较高水平，为公司提供了良好的发展环境。

业务运营

公司业务主要包括固废处理、燃气供应、自来水供应和污水处理四大业务板块。2017 年公司 80% 以上业务收入来自于广东省佛山市南海区，其余业务分布在福建、湖北、河北等地。

2017 年公司营业总收入 42.02 亿元，同比增长 13.87%。同期公司主营业务收入 39.21 亿元，其中，固废处理业务发展迅速，是公司第一大收入来源，固废处理业务收入 14.21 亿元，占 2017 年主营业务收入比重的 36.24%，同比上升 7.01%；公司燃气收入是公司第二大业务收入来源，燃气业务收入 14.14 亿元，占 2017 年主营业务收入的比重为 36.06%，同比上升 21.57%；公司供水业务收入 8.98 亿元，占 2017 年主营业务收入的比重为 22.90%，同比上升 4.33%；公司污水处理业务收入 1.88 亿元，占 2017 年公司主营业务收入的比重为 4.79%，同比上升 17.85%。

固废处理

目前公司固废处理业务主要为生活固废处理业务，采用 BOT 或 PPP 模式，在特许经营的范围内提供相应服务。未来公司将开展工业固废处理业务，计划采用市场化的经营模式，由公司和工业客

户签订处理服务协议。

2017年公司固废业务发展迅速，实现收入14.21亿元，同比增长7.01%。2017年公司新增3个垃圾焚烧业务特许经营权项目，包括佛山市南海区垃圾焚烧发电厂提标扩能工程项目（BOT）、广东省开平市固废综合处理中心一期一阶段PPP特许经营项目、饶平县宝斗石生活垃圾填埋场升级改造及综合处理资源化利用工程PPP项目，项目核准总规模3,000吨/日，进一步提高了公司垃圾焚烧发电业务能力。2017年公司垃圾焚烧处理能力增加3,000吨/日至18,350吨/日，其中已投产运营项目的能力为11,300吨/日，仍处于在建或拟建期间项目的能力为7,050吨/日；同期垃圾焚烧处理量为396.97万吨，同比提高3.12%；同期发电量为14.39亿千瓦时，同比提高9.95%；同期上网电量同比增加10.45%至12.05亿千瓦时；同期上网电价和去年持平为0.65元/千瓦时。公司垃圾焚烧产生的电力除自身生产用电外，全部用于对外供电，2017年售电量约为生产电量的83.72%。

此外，2017年公司新增乐平镇垃圾进场，当年新增垃圾填埋能力150.41吨/日；同期垃圾转运量和销售量为122.13万吨，同比增加3.43%。截至2017年末，公司投资建立垃圾转运站11个，转运垃圾能力达到4,000吨/日。

表2：2016-2017年公司生活垃圾发电运营情况

类别	2016	2017
垃圾焚烧处理能力（吨/日）	15,350	18,350
垃圾焚烧处理量（万吨）	384.96	396.97
发电量（亿千瓦时）	13.09	14.39
上网电量（亿千瓦时）	10.91	12.05
上网电价（元/千瓦时）	0.65	0.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年8月，公司全资子公司佛山市南海瀚蓝固废处理投资有限公司（以下简称“瀚蓝固废”）与湖北凯程环保科技有限公司（以下简称“凯程环保”）签订收购湖北威辰环境科技有限公司（以下简称“威辰环境”）70%股权的框架协议，目前已终止收购。

2016年，公司与德国瑞曼迪斯签署《合资经营协议》，共同出资成立佛山市瀚蓝瑞曼迪斯环境服

务投资有限公司（以下简称“瀚瑞公司”，公司持股51%），在佛山市南海区与三水区建立一个涵盖工业危险废物收集、运输、存放、综合再利用、焚烧及填埋的综合性处理中心。合作的实体项目佛山绿色工业服务中心工程（南海），已取得广东省环保厅环评批复，预计收集处理危险废物总规模为9.3万吨/年。2017年该项目尚未生产运营。

2017年8月，公司下属瀚蓝固废以现金增资和受让股权方式收购大庆宇合环保技术服务有限公司（以下简称“大庆宇合”）90%股权，获得其餐厨垃圾特许经营权；2017年12月，公司下属瀚蓝固废现金对价受让广东驼王生物有限公司（以下简称“驼王生物”）60%股权，转入4个病死畜禽无害化处理特许经营权，未来公司固废业务进一步扩大。

整体看来，随着公司加大对固废处理业务投入，公司固废处理能力不断增强。此外若瀚瑞公司项目进展顺利，公司固废处理业务将进一步增长。但中诚信证评也注意到公司固废处理业务若因自然灾害或操作不当将引发对水体、大气以及土壤等产生二次污染，中诚信证评对此将保持关注。

燃气供应

公司通过持有燃气经营许可证或与政府签订燃气特许经营协议开展相关业务，业务分布在佛山市南海区和江西省樟树市。公司是佛山市南海区唯一一家管道燃气供应商。截至2017年末，公司持有佛山市南海燃气发展有限公司（以下简称“燃气发展”）70%股权，2018年1月30日，公司通过公开竞标方式竞得燃气发展剩余30%的股权，实现对燃气发展的全资控股，公司燃气业务得到进一步拓展，燃气的输送范围为南海区。2016年公司收购江西瀚蓝能源有限公司（以下简称“瀚蓝能源”）70%股权，获得江西樟树市11个镇街的燃气特许经营协议及从事燃气经营的相关许可证照及气源协议，业务开始拓展至广东省外。2017年1~4月，瀚蓝能源开始试运营，5月起正式运营，截至2017年末，瀚蓝能源总资产0.34亿元，资产负债率45.61%，营业收入155.96万元，净利润-865.49万元。

2017年公司对工业用户采取优惠气价政策带动燃气需求上升，同时，部分污染企业因环保政策

要求转用天然气，燃气业务收入同比增长21.57%。随着天然气需求上升，同期公司采购量也同步增加，2017年，公司天然气采购量为4.32亿立方米，同比上升28.19%；天然气销售量4.18亿立方米，同比上升27.80%；价格方面，由于2017年公司对工业用户采取优惠气价政策，销售价格下降至3.09元/立方米，同比下降6.08%。液化气方面，2017年公司液化气采购量由上年的1.96万吨增至2.43万吨，同期液化气销售量由上年的2.01万吨增至2.47万吨，销售价格由上年的4,464.24元/吨增至4,947.04元/吨。此外，受气源价格上涨影响，公司天然气和液化气采购价格均较上年有所上升。

表 3：2016~2017 年公司燃气业务情况

类别	2016	2017
天然气采购量（万立方米）	33,670.09	43,161
天然气采购均价（元/立方米）	2.15	2.19
天然气销售量（万立方米）	32,687.83	41,776
天然气销售均价（元/立方米）	3.29	3.09
液化气采购量（万吨）	1.96	2.43
液化气采购均价（元/吨）	2,756.44	3,648.73
液化气销售量（万吨）	2.01	2.47
液化气销售均价（元/吨）	4,464.24	4,947.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看来，2017年因公司对工业用户采取优惠气价政策及部分污染企业因环保政策要求转用天然气，公司燃气购销量保持一定的增长，当年燃气业务保持较好发展。

污水处理

目前公司污水处理业务主要为生活污水处理，运营模式分为BOT和TOT模式，工业废水处理业务目前尚未开展，未来将采用市场化的经营模式，由公司和工业客户签订处理服务协议。

2016年4月，公司对佛山市南海瀚泓污水处理系统管理有限公司（以下简称“瀚泓公司”）增资，获得南海区污水管网和泵站的委托运营权。公司污水收集网主要是收集城市生活污水，覆盖范围为南海区7个镇街，截至2017年末，公司污水收集网为643.40km，较上年增加316.40km；服务人群达106万人，较上年增加16万人。

2017年因污水管网运营收入增加，污水业务主营收入1.88亿元，同比上升17.85%，毛利率37.27%，

上升了8.8个百分点。2017年公司新增里水大石污水处理和大沥镇工业废水处理厂项目，公司污水处理能力由上年的56.30万立方米/日上升至57.80万立方米/日，同期实际污水处理量由上年的15,766.03万吨增至15,855.06万吨。2017年公司污水处理价格由上年的0.94元/吨降至0.92元/吨。

表 4：2016~2017 年公司污水处理情况

类别	2016	2017
公司污水处理能力（万立方米/日）	56.30	57.80
污水回收率（%）	0	0
污水处理量（万吨）	15,766.03	15,855.06
污水结算量（万吨）	19,808.51	19,861.02
污水处理价格（元/吨）	0.94	0.92

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年11月，公司通过下属全资子公司佛山市南海瀚蓝污水处理投资有限公司对佛山市南海区蓝湾水环境投资建设有限公司（以下简称“蓝湾公司”）进行增资，增资后持有蓝湾公司90%股权，蓝湾公司负责南海区里水河流域治理项目建设及运营管理。里水河流域治理工程是广佛跨界河涌治理重点项目，包括3条主干涌及99条支涌，共110条内河涌的水利工程、生活污水收集处理工程、工业污水收集与预处理工程、生态景观系统工程、智慧水务工程、湿地工程等，涉及面积66平方公里。通过投资里水河流域治理项目，公司将进入水环境治理领域，进一步延伸生态环境服务和水务产业链，有利于促进水务产业链的整合优化和协同，为公司创造新的利润增长点。

在建工程方面，公司主要在建工程有三个，分别是里水大石污水处理厂项目、大沥镇工业废水处理厂项目和平洲污水处理厂提标改造升级工程项目。里水大石污水处理厂该项目自2014年10月开工建设，并在2015年10月份成功进行了首次调试。项目投资将近6,207万元，设计日处理污水量为2万吨。目前，周边截污主管网建设基本完成，二级管网正在加紧推进当中，2017年7月通水调试，现正处于试运行阶段。大沥镇工业废水处理厂项目自2015年6月开工建设，投资将近10,252万元，设计日处理污水量为2万吨，2018年3月通水调试。平洲污水处理厂提标改造升级工程项目自2017年9月开工建设，

预计投资31,385万元，设计日处理污水量为16万吨，预计2018年完工。

总体看来，随着公司对蓝湾公司增资，进入水环境治理领域，进一步延伸生态环境服务和水务产业链。同时，随着污水处理在建工程陆续完工，公司污水处理能力不断增强并将进一步扩大。

自来水供应

公司通过在佛山市南海区当地建设自来水厂及铺设供水管道为居民及单位提供供水服务。2017年受售水量增加影响，公司供水主营业务收入8.98亿元，上升4.33%；收入增长的同时，平均水损下降2.94个百分点，毛利率28.85%，同比上升4.77个百分点。

2017年供水量为4.39亿立方米，较上年增加385.08万立方米；销售量为4.24亿立方米，同比上升4.58%；销售价格平稳，近两年均为2.19元/立方米；2017年公司水费回收率维持在99%左右，保证了经营现金流的稳定回流。随着部分村委陆续实施一户一表改造，公司供水模式逐渐由批发转为零售，趸售水由上年的0.66亿立方米降至0.64亿立方米，而直供水由上年的3.40亿立方米增至3.60亿立方米。随着公司加大了水损治理力度，供水产销差同比下降3.81个百分点。截至2017年末，公司水网管道达3,904.70km。

表 5: 2016~2017 年公司自来水产销情况

类别	2016	2017
供水能力(万立方米/日)	136	136
供水量(万立方米)	43,511.02	43,896.10
外购水量(万立方米)	4,412.01	4,063.36
外购水价格(元/立方米)	1.46	1.52
产销差(%)	15.34	11.53
销售量(万立方米)	40,569.61	42,429.09
销售平均水价(元/立方米)	2.19	2.19
趸售水(万立方米)	6,598.36	6,436.56
镇级趸售水(万立方米)	1,248.48	--
村级趸售水(万立方米)	5,349.88	6,436.56
直供水(万立方米)	33,971.25	35,992.52
居民(万立方米)	13,011.24	14,784.05
非居民(万立方米)	20,728.32	20,958.77
特种行业(万立方米)	231.70	249.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理
注：以上产销差率含外部购水量。

截至2017年末，公司在建工程第二水厂四期工

程项目，总投资2.5亿元，已投资0.08亿元，该项目完工后，可提升供水能力25万立方米/日，该项目预计2018年年底完成。

受益于售水量的增加，公司供水业务营业收入稳步上升。公司供水业务在南海区市场占有率较高，水费回收率较好，是公司稳定的收入来源之一。

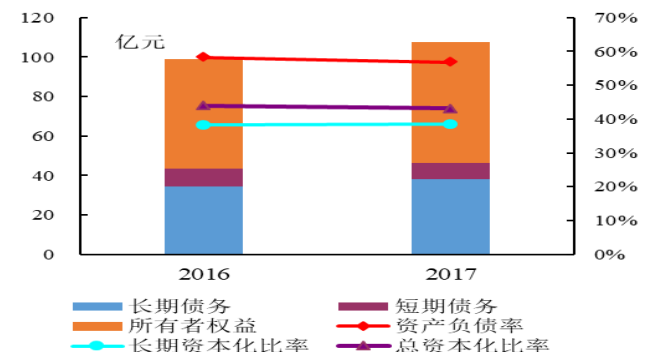
财务分析

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）有限公司审计并出具标准无保留意见的2016~2017年审计报告。

资本结构

近年来受益于对多家公司的并购，公司在业务范围及区域拓展上均取得较快发展，业务规模增长较快，公司资产规模以及债务规模均呈上升趋势。截至2017年末，公司总资产为141.13亿元，较上年增加6.33%；随着公司融资需求增加，同期总负债同比增加3.64%至80.15亿元。

图 1: 2016~2017 年公司资本结构分析



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产结构方面，截至2017年末公司流动资产为21.02亿元，占总资产的比重为14.89%，同比上升1.29%。公司流动资产主要是货币资金、应收账款和存货，2017年末分别占流动资产的比重为61.59%、16.16%和8.77%。2017年末公司货币资金为12.95亿元，同比上升10.71%，主要为银行存款和保函保证金增加所致；同期应收账款为3.40亿元，同比增长29.72%，前五大应收账款占比45.48%，前五大应收账款主要来自供电公司且账期都在两年内；2017年随着工程施工完工结转，当年存货为1.84亿元，同比下降17.30%。

截至2017年末公司非流动资产为120.11亿元，

占总资产的比重为85.11%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，2017年末分别占非流动资产的比例为28.59%、12.07%和51.70%。公司固定资产主要是管道沟槽、钢管设备设施等，2017年末为34.34亿元，较上年末略有增加；2017年末公司在建工程为14.49亿元，同比增加15.40%，在建工程主要是瀚蓝广场和固废处理工程；2017年由于公司合并广东驼王生物有限公司转入4个病死畜禽无害化处理特许经营权、合并大庆宇合环保技术服务有限公司转入餐厨垃圾特许经营权以及南海绿电餐厨垃圾处理在建项目完工转入、黄石二期垃圾发电特许经营权在建项目完工转入，公司当年末无形资产为62.09亿元，同比上升3.02%。

负债结构方面，2017年末公司流动负债为29.64亿元，占负债总额的36.99%。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年到期的非流动负债构成，2017年末分别占流动负债的比重为33.44%、22.67%和25.93%。2017年末公司应付账款为9.91亿元，同比下降3.48%，主要为未结算工程款；同期其他应付款为6.72亿元，同比上升5.92%，其中账龄超过一年的其他应付款为3.54亿元，主要是应付公司参股股东创冠环保（香港）有限公司股权转让款、天然气保证金押金以及应付惠安县国家税务局税款；随着到期债务偿还，同期公司一年到期的非流动负债为7.69亿元，同比减少15.15%。此外，2017年公司新增短期借款0.45亿元，全部系信用借款。

公司负债主要是非流动负债，2017年末公司非流动负债为50.50亿元，占负债总额的63.01%。公司非流动负债主要是长期借款、应付债券和递延收益，2017年末分别占非流动负债总额的52.77%、19.69%和20.28%。2017年末公司长期借款余额26.65亿元，同比上升19.38%，主要为质押借款、保证借款和信用借款，利率区间为：4.41%~5.39%；同期应付债券余额9.95亿元，系2016年发行的公司债券；2017年公司递延收益为10.24亿元，同比下降1.81%，主要系分期结转入政府补助。

自有资本方面，得益于历年盈利积累，公司自有资本实力继续增强。截至2017年末，公司所有者

权益为60.98亿元，较上年增加10.08%；财务杠杆方面，2017年末公司资产负债率和总资本化比率分别为56.79%和43.21%，同比下降1.47个百分点和0.84个百分点。受益于公司业务发展良好，公司自有资本实力增强，公司财务杠杆水平有所下降。

债务期限结构方面，2017年公司总债务为46.40亿元，同比上升6.37%，其中长期债务为38.28亿元，短期债务为8.13亿元。2017年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.21倍，公司债务以长期债券为主，债务结构逐步优化。

总体看来，得益于公司业务规模扩大以及项目建设的不断深入，公司总资产及负债规模均呈增长态势。随着公司自有资本实力增强，公司债务结构逐步优化，整体财务结构较稳健。

盈利能力

随着公司业务不断扩张，2017年公司实现营业总收入42.02亿元，同比增加13.87%。2017年受污水管网运营收入增加、公司对工业用户采取优惠气价政策及部分污染企业因环保政策要求转用天然气等因素影响，污水处理和燃气业务收入增长较快，分别同比上升17.85%和21.57%。2017年公司营业毛利率为31.63%，同比下降0.76个百分点。2017年受天然气和液化气购销差价同比减少、上年同期退税冲减了成本、新增溢价收购瀚蓝能源经营权摊销等影响，当年燃气业务毛利率下降了6.57个百分点，导致公司整体毛利率较上年略有下降。

从收入构成看，2017年公司固废处理业务收入14.21亿元，较上年增加了0.93亿元；毛利率基本与上年持平。2017年公司燃气业务实现14.14亿元，同比上升21.58%，同期毛利率为21.05%，同比下降6.57个百分点。2017年公司供水业务收入为8.98亿元，较上年增加0.37亿元，同期毛利率28.85%，同比上升4.77个百分点，收入保持平稳增长的同时，当年公司电费、修理费等成本以及平均水损有所下降，导致毛利率上升。2017年公司污水处理业务收入1.88亿元，较上年增加了0.28亿元，同期毛利率随之上升了8.80个百分点达37.27%。

表 6: 公司 2016~2017 年主营业务收入和毛利率情况

单位: 亿元、%

业务	2016		2017	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
固废处理业务	13.28	39.86	14.21	40.05
燃气业务	11.63	27.62	14.14	21.05
供水业务	8.61	24.08	8.98	28.85
污水处理业务	1.60	28.47	1.88	37.27

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从期间费用看, 2017 年公司三费合计 5.42 亿元, 与上年基本持平。2017 年随着公司业务扩张, 公司管理费用为 2.94 亿元, 较上年增加 0.29 亿元; 同期财务费用 1.79 亿元, 较上年略有下降; 同期销售费用 0.70 亿元, 较上年基本持平。2017 年公司三费收入占比为 12.91%, 同比下降 1.81 个百分点, 公司三费控制能力有所提升。

表 7: 2016~2017 年公司期间费用分析

单位: 亿元、%

项目	2016	2017
销售费用	0.71	0.70
管理费用	2.65	2.94
财务费用	2.07	1.79
三费合计	5.43	5.42
营业总收入	36.90	42.02
三费收入占比	14.71	12.91

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2017 年公司实现利润总额 9.00 亿元, 同比上升 20.17%。2017 年公司利润总额主要由经营性业务利润、营业外损益和其他收益构成。受益于业务发展良好, 公司营业性业务利润为 7.44 亿元, 同比上升 21.11%。2017 年公司营业外损益由上年的 1.39 亿元降至 0.38 亿元, 主要系从当年开始将与公司日常活动相关的政府补助计入“其他收益”中核算, 当年其他收益为 1.46 亿元。2017 年公司计入“营业外收入”和“其他收益”的政府补助共计 1.49 亿元。

总体来看, 公司各业务板块发展良好, 经营性业务利润稳步上升, 同时, 2017 年公司三费控制能力有所提升, 且政府补助对公司利润形成了良好补充, 为公司后续业务开展提供持续的资金保障。

偿债能力

2017 年末, 公司总债务为 46.40 亿元, 较上年增加 2.78 亿元, 主要系公司银行借款规模上升。2017 年公司长短期债务比由上年的 0.26 倍降至 0.21 倍, 公司债务期限结构进一步优化。

获利能力方面, 公司的 EBITDA 主要由利润总额、折旧和摊销构成。2017 年, 得益于利润总额的增长, 公司 EBITDA 由上年的 15.35 亿元上升至 16.96 亿元。经营活动现金流方面, 2017 年, 公司经营活动净现金流为 15.09 亿元, 较上年增长 28.03%, 主要系主营业务收入及往来款增加所致。

偿债指标方面, 2017 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.74 倍和 8.21 倍, EBITDA 规模的增加导致 EBITDA 对公司债务本息偿付的保障能力有所上升。2017 年, 经营活动净现金流/总债务为 0.33 倍, 经营活动净现金流/利息支出为 7.30 倍, 经营活动净现金流对债务本息覆盖能力一般。

表 8: 2016~2017 年公司偿债能力分析

指标	2016	2017
总债务 (亿元)	43.62	46.40
EBITDA (亿元)	15.35	16.96
资产负债率 (%)	58.26	56.79
经营活动净现金流 (亿元)	11.79	15.09
总资本化比率 (%)	42.75	43.21
EBITDA 利息倍数 (X)	6.47	8.21
总债务/EBITDA (X)	2.69	2.74
经营活动净现金/总债务 (X)	0.28	0.33
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.97	7.30

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

截至 2017 年末, 公司获得银行授信总额 50.65 亿元, 其中未使用的银行授信额度为 12.70 亿元, 公司备用流动性一般。

受限资产方面, 截至 2017 年 12 月 31 日, 公司有 43.52 亿元质押, 主要为 BOT 项目特许经营权项目收费权及其项下应收账款。

或有负债方面, 截至 2017 年末公司无对外担保。此外公司无重大未决诉讼。

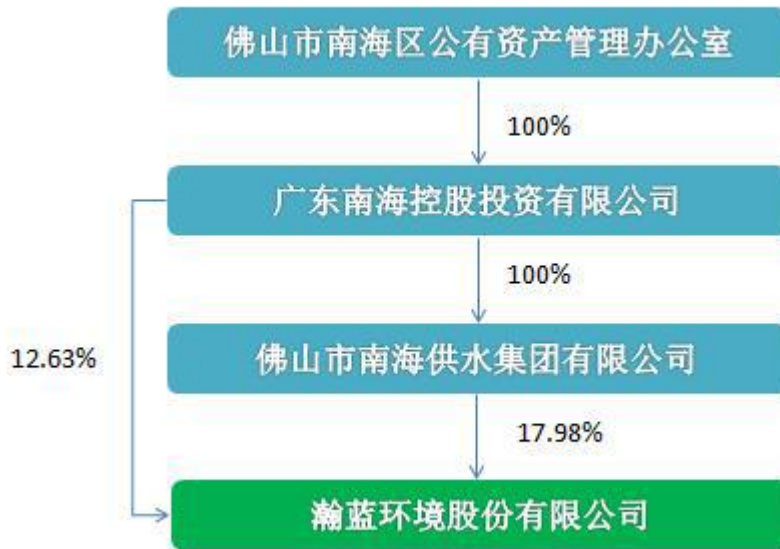
整体来看, 近年来受益于对多家公司的并购, 业务规模增长较快, 公司总资产和债务规模呈增长态势, 公司未来建设项目对资金的需求量较大, 未

来偿债压力较大，但公司在经济发展良好的南海区具有垄断地位，且受益于固废处理、污水处理、供气以及供水良好的行业发展背景，随着业务扩展至全国，公司盈利能力将不断增强。

结 论

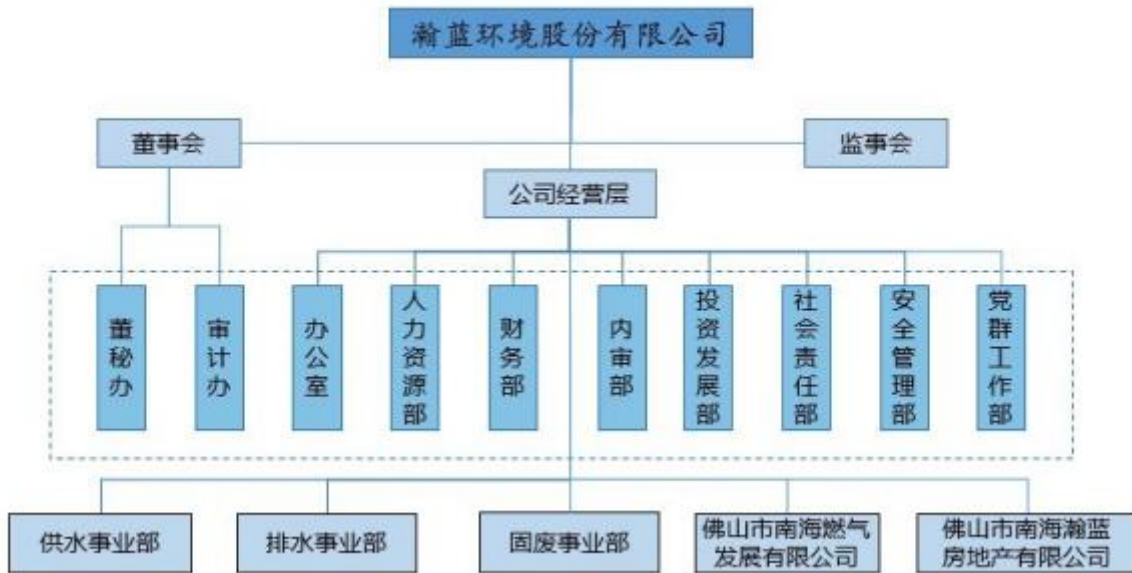
综上，中诚信证评维持瀚蓝环境股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定，维持“瀚蓝环境股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：瀚蓝环境股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：瀚蓝环境股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：瀚蓝环境股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	137,881.27	116,932.30	129,460.65
应收账款净额	24,202.63	26,190.87	33,974.04
存货净额	13,861.61	22,295.36	18,437.85
流动资产	193,092.43	180,504.74	210,186.11
长期投资	3,946.54	18,072.09	39,495.99
固定资产合计	475,047.25	470,364.54	488,511.38
总资产	1,235,928.40	1,327,267.19	1,411,268.53
短期债务	132,572.74	90,971.37	81,261.44
长期债务	344,183.03	345,259.78	382,754.31
总债务（短期债务+长期债务）	476,755.77	436,231.16	464,015.75
总负债	744,543.58	773,315.37	801,476.63
所有者权益（含少数股东权益）	491,384.83	553,951.82	609,791.91
营业总收入	335,696.72	369,034.46	420,208.07
三费前利润	103,087.59	115,696.18	128,590.52
投资收益	519.28	134.01	926.32
净利润	44,564.73	55,611.57	69,732.90
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,338,366.94	153,529.25	169,561.43
经营活动产生现金净流量	126,265.81	117,853.23	150,892.07
投资活动产生现金净流量	-168,222.45	-65,593.19	-127,848.87
筹资活动产生现金净流量	94,592.75	-73,158.52	-10,461.90
现金及现金等价物净增加额	52,636.98	-20,882.08	12,581.30
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	31.48	32.39	31.63
所有者权益收益率（%）	9.07	10.04	11.44
EBITDA/营业总收入（%）	39.87	41.60	40.35
速动比率（X）	0.56	0.52	0.65
经营活动净现金/总债务（X）	0.26	0.27	0.33
经营活动净现金/短期债务（X）	0.95	1.30	1.86
经营活动净现金/利息支出（X）	4.30	4.97	7.30
EBITDA 利息倍数（X）	4.56	6.47	8.21
总债务/EBITDA（X）	3.56	2.84	2.74
资产负债率（%）	60.24	58.26	56.79
总资本化比率（%）	49.24	44.06	43.21
长期资本化比率（%）	41.19	38.40	38.56

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。

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 + 长期应付款

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。