

水务行业评级方法

总结

中国诚信（亚太）信用评级有限公司（简称“中诚信亚太”）采用的本评级方法适用于全球的水务行业经营者包括供水、污水处理服务的供货商。本评级方法不适用于单纯提供供水污水技术或水务投资建设企业。本评级方法主要的目的是说明发行人、投资者及其他相关机构了解中诚信亚太在水务行业的评级中主要的考虑因素，及这些因素对被评级主体信用等级的影响。中诚信亚太使用其评级标尺对该类企业进行评级。

评级方法简介

水务行业作为公用事业，其产品和服务大部分由政府提供、审定和监管，水价通常不具完全市场化。即使有些区域的水务企业已经完成私有化改制，但行业与地方政府的关连性仍然相当高，以确保相关经营者遵守当地的环保条例及食水安全等法规。水务供货商的业务范围可能会包括整个供水流程，由取水、食水加工、供水运输至用水送到最终用户上、污水收集及处理等。有一些企业可能只提供供水链的其中一个部分或多个部分的服务，或作为水务资产的提供者。水务公司的大部分收入或现金流来自与政府或个别客户签定的供水协议。相关的水务资产可能由企业拥有或与政府签定有限年期的经营合约，在期限完结时需交还政府。

本评级方法主要根据行业的特性制定评级因素的概括性指引，分为定性和定量两大部分，但并非包括所有的评级考虑因素。因此，映射评级结果未必与每一家企业的最终评级结果完全一致。

本评级方法包括四大评级因素和 11 个评级指标，如下所示：

因素	指标
经营环境	规管环境的稳定性及可预见性 经济环境及行业发展水平
业务实力	运营能力 运营效率 经营波动性风险 业务可持续性
财务能力	利息及税务前利润率 资本化比率 FFO/利息支出 FFO/总债务 RCF/资本开支

关键评级因素

本章节将对每一个关键因素及其所包含的指标进行详细说明，包括指标的评价原因、衡量方法以及如何影响级别评定。

1. 经营环境

当衡量经营环境时，中诚信亚太会考虑区域规管环境的稳定性及可预见性、经济环境和行业发展水平。由于水务供应服务属于垄断性行业，是市民的必需品，人们对其服务的价格弹性很低。因此，基于公众考虑，政府会对水价作出一定程度的规管。政府在考虑水价时，一般会顾及最终使用者对水价的负担能力和意愿。若当地的整体经济环境、行业的发展程度向好时，水价上调的空间会更大。另外，倘若政府对水务企业监管的透明度及稳定性高，将有利行业的经营环境及水价的提升。

(1) 规管环境的稳定性及可预见性

中诚信亚太认为一个具稳定性及可预见性的规管环境，能为水务企业提供更好的经营环境。若当地政府长期良好的监管制度、清楚界定风险及回报、政府按法规严格落实、并且具有足够的透明度和披露通道，企业在这指针上会获得较好的评级。我们亦会考虑地区的法治环境包括对合约的保障权利和执法能力等。若企业在一个欠缺法律保障的地区，该企业在这指标上会预期获得较差的评级。

(2) 经济环境及行业发展水平

在考虑经济环境及行业发展水平时，中诚信亚太会评核当地的经济总量、经济结构、人口密度、对水务需求的增长等。这些要素的改善会为水价带来上涨空间。在一个成熟的经济体系当中，用户的财务承担能力较高，能支付较高的水价。另外，经济发展成熟的地区，有较完善的水务基础建设和较高的供水的覆盖率，这为经营者提供良好的经营环境。我们意识到在成熟的经济区域，水务服务需求增长相对较低。因此，我们会评估不同地区的供水市场的发展，以及服务的多样性，来判断是否给水价上升带来一定的支持。

2. 业务实力

在评估企业的业务实力上，中诚信亚太会考虑到营运能力、营运效率、经营波动性风险、业务可持续性。业务实力反映了企业非财务方面的情况。

(1) 营运能力

中诚信亚太相信企业的营运能力能反映其本身的业务实力。我们亦会衡量企业的营运中的水务设施（包括自来水、污水处理等衍生行业）的实际处理能力及其水务营业收入，以行量企业整体的营运能力。另外，若企业拥有先进的水务技术、行业内较高的知名度、垄断情况、较大的营运资产规模、多元化地区业务、领先的项目经验等，能提升企业的整体的营运实力，因此将获得更佳的评级。

(2) 营运效率

中诚信亚太会考虑公司水务资产的营运效率，以反映其履行特许协议和当地法规的能力，以及未来续约的可能性。我们一般会考虑公司的相关资产的营运指标包括管网的漏水率、供水质量和水压参数等。若资产主要资产营运指标较差，会为公司带来较差的评分。若公司的水务资产有良好而稳定的表现，这能减低特如其来庞大维修开支对公司造成的财务影响，以及事故发生对未来续约的可能性的影响。若企业曾经出现重大的资产故障问题，这指标的评级会低。

(3) 经营波动性风险

虽然经济周期对水务行业的影响不大，但企业仍面对一定程度的用量波动风险，如季节性的用水转变、客户用水习惯的转变、旱季所带来的地区水供不足问题等。另一方面，有些企业的客户集中度非常高，用户结构单一，个别客户对企业的整体收入的依赖度高。若该客户因各种原因要迁往其他地区，对企业的业务能力将产生巨大的负面影响。因而，企业的经营地区多元化、客户集中度低，企业的评级将更佳。

(4) 业务可持续性

该指标主要考虑企业对水务资产拥有模式和投资回收能力。如果企业的水务资产是由其全权拥有、所投资的金额能按时且有合理的回报，在这指标可得更好的评级。大多情况下，企业一般以特许协议或牌照方式在有限时间内经营水务资产。中诚信亚太会考虑企业的平均特许协议合约年期、续约率、成本收回方法和双方履行合约的稳定性。

3. 财务能力

在评估企业的财务实力上，中诚信亚太会考虑到企业的盈利能力、偿债能力、财务杠杆水平和债务覆盖能力、企业自身产生的现金流去支付资本开支的能力。使用的指标包括：利息及税务前利润率，资本化比率，FFO/利息支出，FFO/总债务和 RCF/资本开支。

(1) 利息及税务前利润率

利息及税务前利润率计算公式是 EBIT/营业收入，用于量度企业的竞争能力和成本效益。选用 EBIT 是因为水价制定的过程中已考虑了水处理和输配环节的固定资产折旧，EBIT/营业总收入在不同折旧政策下更具可比性。较高的利息及税务前利润率反映较高的盈利能力和成本控制。

(2) 资本化比率

中诚信亚太使用资本化比率来衡量水务企业的杠杆水平，即“总债务/总资本”指标。总债务包括债券、票据、长短期借款等的付息债务。更高的负债率使企业融资和债务偿还带来更大的压力。

(3) FFO/利息支出

中诚信亚太使用 FFO/利息支出来衡量水务企业的利用内部资源的偿债能力。FFO 是 CFO 减营运资本。由于营运资本的变动具有偶然性，因此在扣除后更好作行业比较。

(4) FFO/总债务

债务和资本开支。FFO/净债务是一般更能反映企业当前的债务偿付能力。但由于企业部份的货币资金的使用可能是受限制的，例如用于质押，统计上相对困难。因此，中诚信亚太使用 FFO/总债务。

(5) RCF/资本开支

该指标反映了企业利用内部融资以满足资本支出的能力。RCF 是 FFO 减去现金股息的支付。有些地区的股息政策具持续性，并以特定部分的企业盈利用作分派，因此 RCF 更能反映企业的内部融资能力。另外，水务企业一般需要部分资本开支以维持或提升现有的资产基础，若资本开支大于企业的 RCF，会对企业的资金造成一定压力。

其他考虑因素

除了以上的评级因素外，公司亦会考虑其他可能影响其信用状况的因素，包括但不限于：公司治理、非水务业务风险、事件风险。

公司治理

在公司治理上，我们会评估审计委员会的财务专业程度、董事酬金的激励因素、关联交易、财务数据的可靠性，董事的执行和专业性、股权结构。

非水业务风险

除了水务业务外，企业可能同时经营其他业务，如发电、燃气、环保服务和其他公用事业。这些业务可能会对企业造成较高的信用风险，因此我们在评级上会反映上述因素。

事件风险

中诚信亚太考虑可能会导致发行人整体信贷状况突然大幅下降的事件风险，包括重大资产出售、分拆、资本重组计划、主要股东变动、并购和重大重组计划。

政府或母公司的支持

由于水务行业与政府或监管地机构的关系相当密切，中诚信亚太会综合考虑公司背景和外部支持以衡量一定企业的综合信用状况。中诚信亚太认为具有政府背景的企业在经济下行中可能性获得政府支持，拥有股东实力较强的企业也可能获得股东的资本资产注入。

Important Information

All information published in this document belongs to China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited (CCXAP) and is subject to change without prior notice by CCXAP. CCXAP considers the information contained in this document reliable. However, all information is provided on an "AS IS" and "AS AVAILABLE" basis and CCXAP does not guarantee the accuracy, adequacy, completeness or timeliness of any information included in this document. None of the information may be used, including without limitation reproducing, amending, sending, distributing, transferring, lending, translating, or adapting the information, for subsequent use without CCXAP's prior written permission.

CCXAP is not liable for any in whole or part caused by, resulting from or relating to any error (neglect or otherwise) or other circumstances or other circumstance or contingency within or outside the control of CCXAP's or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, interpretation, analysis, editing, transcription, publication, communication or delivery of any such information, or any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if CCXAP, or representatives thereof, are advised of the possibility of such damage, losses or expenses.

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 805-808, 8/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong

Website: www.ccxap.com

Email: info@ccxap.com

Tel: +852-2860 7111

Fax: +852-2868 0656