

成都市兴蓉环境股份有限公司  
及其发行的 19 兴蓉 G1 与 19 兴蓉 G2  
**跟踪评级报告**



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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100136】

**评级对象:** 成都市兴蓉环境股份有限公司及其发行的 19 兴蓉 G1 与 19 兴蓉 G2

	19 兴蓉 G1	19 兴蓉 G2
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 15 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 15 日
<b>首次评级:</b>	AAA/稳定/AAA/2019 年 3 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 11 月 4 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	5.28	3.28	4.69	2.30
刚性债务	33.78	34.02	42.64	42.17
所有者权益	69.41	73.16	76.57	76.48
经营性现金净流入量	-0.62	-0.72	-0.42	-0.17
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	187.55	209.22	253.37	258.50
总负债	85.70	97.69	133.43	135.86
刚性债务	49.83	54.44	78.66	82.55
所有者权益	101.84	111.53	119.95	122.64
营业收入	37.31	41.60	48.38	9.84
净利润	9.16	10.09	11.01	2.65
经营性现金净流入量	16.57	19.11	18.81	-0.15
EBITDA	18.42	20.64	22.42	-
资产负债率[%]	45.70	46.69	52.66	52.56
权益资本与刚性债务 比率[%]	204.38	204.85	152.49	148.57
流动比率[%]	85.58	66.46	84.71	88.61
现金比率[%]	54.70	39.19	47.80	43.99
利息保障倍数[倍]	6.27	6.57	5.49	-
净资产收益率[%]	9.48	9.46	9.51	-
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	39.98	37.29	31.31	-
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	7.56	-2.62	-9.78	-
EBITDA/利息支出[倍]	9.25	9.75	8.11	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.40	0.40	0.34	-

注:根据兴蓉环境经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

林贻婧 lyj@shxsj.com  
林巧云 lqy@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>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对成都市兴蓉环境股份有限公司(简称兴蓉环境、发行人、该公司或公司)及其发行的 19 兴蓉 G1 与 19 兴蓉 G2 的跟踪评级反映了 2019 年以来兴蓉环境在盈利能力及现金流表现等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在异地业务扩张和资本性支出等方面面临的压力增大。

#### 主要优势:

- **区域经济财政实力逐步增强,区域垄断优势明显。**兴蓉环境业务主要在成都市开展,近年来成都市经济实力逐步增强,为区域水务行业发展奠定了良好的社会和经济基础;公司主业供水和污水处理业务在成都市中心城区处于区域垄断地位,业务规模逐年稳步增长;同时成都市财政实力不断提升,可为公司的发展提供良好的保障。
- **股东背景较好。**兴蓉环境的控股股东成都环境集团为国有独资企业,公司系成都环境集团旗下的核心子公司,在必要的情况下能获得控股股东的一定支持。
- **货币资金相对充裕。**兴蓉环境水务环保业务获现能力较强,货币资金相对充裕,财务结构较稳健,可为债务的偿付提供一定的保障。
- **盈利能力很强。**兴蓉环境近年来营业收入稳步增长,毛利率在行业内处于很高水平,且随着在建项目陆续投入运营,公司的业务规模将保持增长态势,公司整体盈利能力很强。
- **融资渠道畅通。**兴蓉环境自身资产质量良好,盈利和现金流状况稳定,目前可使用的授信额度大。公司直接融资渠道畅通,融资方式多样化。

### 主要风险：

- 定价和税收优惠政策变动风险。水务行业产品定价由地方政府主导，受政策影响较大。此外，污水处理、再生水等免增值税政策的取消，对行业内企业的盈利水平造成一定的不利影响。鉴于公司部分污水处理项目处于原价格周期，受此影响，毛利率出现下降，待核价完成执行新价格，该影响将有所减弱。
- 未来面临一定的项目资金投入。兴蓉环境水务和环保业务均属于资金密集型行业，公司为拓展业务规模，新建和拟建项目较多，且PPP项目投资规模较大，期限较长，面临一定的项目资金投入。
- 异地业务项目扩张风险。水务行业具有行政垄断特征，异地污水处理项目的排放标准和收费标准较其在四川省的标准偏低，公司异地污水处理业务规模和盈利水平都会低于成都地区，关注公司未来异地项目的发展情况及整体回款进度。

### 评级关注

- 关注水资源整合进程。兴蓉环境控股股东成都环境集团吸收整合成都市域内水务、环保等领域的优质资源，积极开展 11+2 的供水资源整合，公司作为集团内水务和环保业务的运营主体，关注水资源整合进程对其影响。
- 关注环保业务拓展。目前，兴蓉环境环保业务项目大多处于运营早期或建设期，公司正在积极拓展市场，关注公司或将增大的运营难度。

### ➤ 未来展望

通过对兴蓉环境及其发行的上述债项主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极高，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



# 成都市兴蓉环境股份有限公司

## 及其发行的 19 兴蓉 G1 与 19 兴蓉 G2

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照成都市兴蓉环境股份有限公司 2019 年度第一期绿色债券和 2019 年度第二期绿色债券（分别简称“19 兴蓉 G1”和“19 兴蓉 G2”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据兴蓉环境提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对兴蓉环境的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2019 年新发行两期企业债，分别为“19 兴蓉 G1”与“19 兴蓉 G2”，金额分别为 8.00 亿元和 10.00 亿元，期限为 5（3+2）年。截至 2020 年 3 月末，公司已发行尚未到期的债券余额为 36.77 亿元。截至本报告出具日，公司还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2020 年 3 月末，公司存续债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付情况
16 兴蓉 01	11.00	10.77	5(3+2)	4.05	2016-07-28	2021-07-28	正常
17 兴蓉环境 MTN001	3.00	3.00	5(3+2)	4.90	2017-10-20	2022-10-20	正常
18 兴蓉环境 MTN001	5.00	5.00	5(3+2)	4.10	2018-11-28	2023-11-28	正常
19 兴蓉 G1	8.00	8.00	5(3+2)	4.26	2019-04-29	2024-04-29	尚未开始还本付息
19 兴蓉 G2	10.00	10.00	5 (3+2)	3.58	2019-11-28	2024-11-28	尚未开始还本付息
合计	37.00	36.77	-	-	-	-	-

资料来源：兴蓉环境

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫

情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放

加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我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国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

水务行业的传统领域包括供水和污水处理两个子行业，作为弱周期性行业，行业发展程度与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，近年来我国城市及县城供水量和污水处理量保持稳定增长的趋势，行业运营基础稳定。固定资产投资方面，供水固定资产的投资随我国城镇化的推进而逐步增长，整体趋势稳定；而污水处理方面，因相关政策的推动，预计未来在新增管网、处理设施以及提标改造等方面仍将保持较大的投资需求。此外，随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理的需求升级，在持续的政策的支持下，黑臭水体治理、海绵城市建设、农村等水环境治理类新兴领域的需求正快速增长，市场发展潜力较大。2020年初我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，为加强防控工作，各地方政府相继出台有关疫情防控的交通管制措施与隔离措施，受此影响，水务行业企业面临污水处理量减少、项目运营成本提高、水环境综合治理业务施工暂停等风险。

### A. 行业概况

#### a) 供水行业

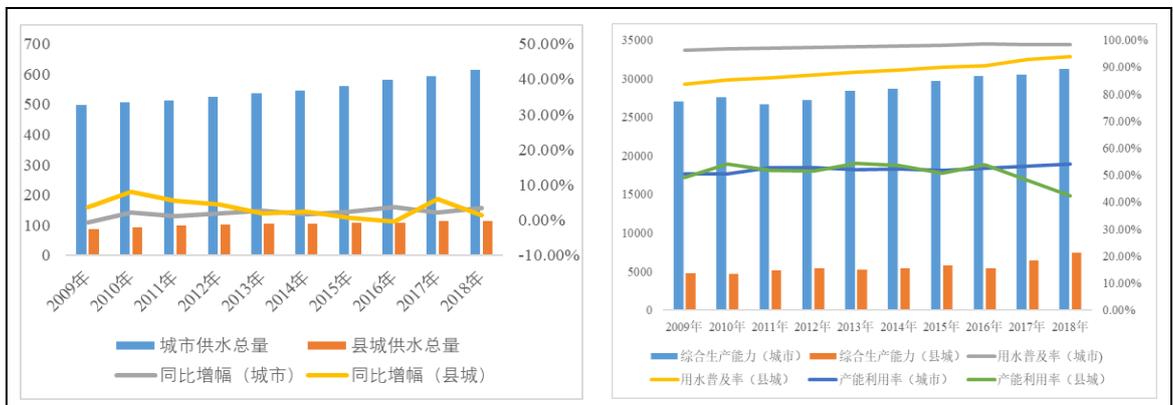
我国是一个干旱缺水的国家，淡水资源总量约占全球水资源的6%，次于巴西、俄罗斯、加拿大、美国和印度尼西亚，居世界第6位，但人均仅为世界平均水平的1/4、美国的1/5，是全球人均水资源最贫乏的国家之一。2018年，我国水资源总量为27462.5亿立方米<sup>1</sup>，同比减少4.5%，人均水资源量2008.00立方米，为轻度缺水。在此背景下，近年来国家实行了一系列措施强化水资源管理，提高用水质量，包括实行最严格水资源管理制度、颁布《水污染防治行动计划》（简称“水十条”）、《节水型社会建设“十三五”规划》等。我国用水总量在2013年达到前期峰值，之后在各项政策出台和实施后，开始出现用水总量增速趋缓甚至下降。2016-2018年，全国用水总量分别为6040.20亿吨、6043.4

<sup>1</sup> 数据来源：中华人民共和国水利部《2018年中国水资源公报》，最新数据尚未公布。

亿吨和 6015.50 亿吨，其中 2018 年生活用水、农业用水、工业用水和生态环境用水占用水总量的比重分别为 14.29%、61.39%、20.97%和 3.34%，近三年用水格局基本稳定。

我国城市和县城供水总量近年来保持增长态势。城市供水方面<sup>2</sup>，2016-2018 年，全国城市供水总量分别为 580.69 亿吨、593.76 亿吨和 614.62 亿吨，其中生活用水占比维持在 52%-54%；县城供水方面，2016-2018 年，全国县城供水总量分别为 106.50 亿吨、112.84 亿吨和 114.51 亿吨，其中生活用水占比在 56%-58%之间。对于发债水务企业而言，大部分供水业务收入来自城市或县城的生活用水和工业用水。近年来城市和县城供水量稳定增长，为水务企业供水业务的开展奠定了良好的基础。

图表 2. 2009-2018 年我国城市和县城供水量和供水产能情况（单位：亿吨、万吨/日）



数据来源：《2018 年城乡建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2016-2018 年，全国城市的供水固定资产投资总额分别为 545.8 亿元、580.1 亿元和 543.0 亿元；2018 年末，全国城市供水综合生产能力为 3.12 亿吨/日，同比增长 2.42%；产能利用率为 53.95%<sup>3</sup>，同比上升 0.57 个百分点；用水普及率为 98.36%，同比上升 0.06 个百分点。同期，全国县城供水固定资产投资总额分别为 160.7 亿元、226.3 亿元和 144.1 亿元；2018 年末全国县城供水综合生产能力为 0.74 亿吨/日，同比增长 15.09%；产能利用率为 42.31%，同比下降 5.67 个百分点；用水普及率为 93.80%，同比上升 0.93 个百分点。整体来看，近年来城市供水固定资产投资增幅呈周期性波动，县城用水普及率加速上升，但目前城市和县城的供水普及率均已处于较高水平，整体的投资需求相对不大，且产能利用率均维持在 50%左右，行业发展趋稳，短期内产能扩张压力不大。

## b) 污水处理

2016-2018 年<sup>4</sup>，我国城市污水排放量分别为 480.03 亿吨、492.39 亿吨和 521.12 亿吨，污水处理量分别为 448.79 亿吨、465.49 亿吨和 497.61 亿吨，污水处理率分别为 93.44%、94.54%和 95.49%；同期，我国县城污水排放量分别

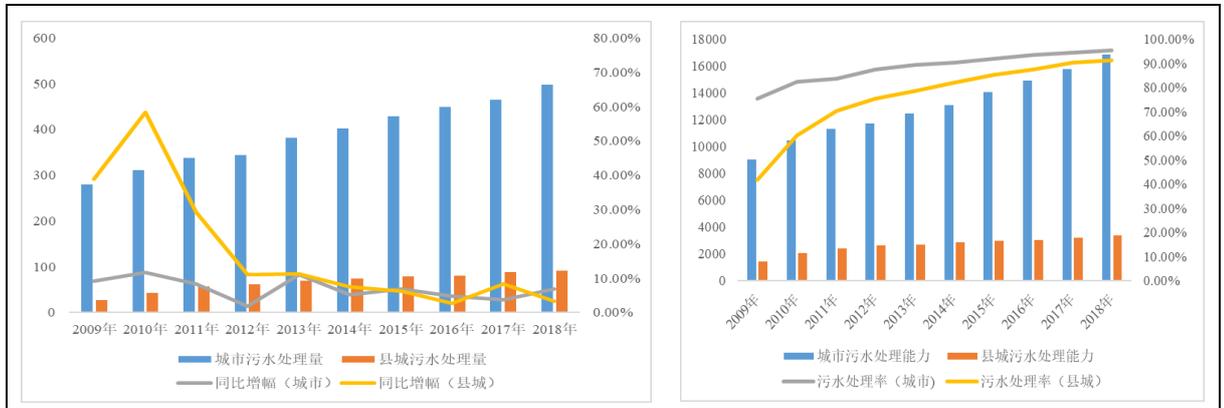
<sup>2</sup> 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 3 月公布的《2018 年城乡建设统计年鉴》。

<sup>3</sup> 根据 2018 年全国城市供水总量和综合生产能力测算。

<sup>4</sup> 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 3 月公布的《2018 年城乡建设统计年鉴》。

为 92.72 亿吨、95.07 亿吨和 99.40 亿吨，污水处理量分别为 81.02 亿吨、87.77 亿吨和 90.64，污水处理率分别为 87.38%、90.21%和 91.16%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长，但增速均呈放缓趋势。从污水处理率角度看，城市和县城污水处理率均已处于较高水平，但仍有一定上升空间。

图表 3. 2009-2018 年城市和县城污水处理量和污水处理能力（单位：亿吨、万吨/日）



数据来源：《2018 年城乡建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2016-2018 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 489.9 亿元、450.8 亿元和 802.6 亿元，县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 114.6 亿元、104.7 亿元和 168.0 亿元。截至 2018 年末，我国城市共有污水处理厂 2321 座，比上年末增加 112 座，日污水处理能力为 16881 万吨，同比增长 7.23%；县城共有污水处理厂 1598 座，比上年末增加 26 座，日污水处理能力为 3367 万吨，同比增长 4.63%。根据 2016 年 12 月发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（简称“《建设规划》”），“十三五”期间将新建污水处理设施规模 5022 万吨/日、污处理管网 12.59 万公里，提标改造污水处理设施规模 4220 万吨/日，新增污泥处理处置规模 2194 万吨/年、再生水设施规模 1505 万吨/日等。根据《建设规划》配套的设施建设规模及投资核算说明，估算上述城镇污水处理及再生利用设施建设共投资约 5644 亿元。2020 年为“十三五”的最后一年，在《建设规划》的推动下，污水处理行业仍有较大的投资需求。

从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价相对于国外水平仍然偏低，其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，但是在资源品价格改革以及节能减排的大趋势下，预计水的资源属性将逐渐体现。

作为水务行业市场化改革的核心，水价水平直接影响行业内企业运营能力，并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。我国水价主要由水资源费<sup>5</sup>、供水价格和污水处理费三部分组成。其中，供水价格由政府主导定价，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

<sup>5</sup> 根据财政部、税务总局、水利部联合发布的《扩大水资源税改革试点实施办法》，2017 年 12 月 1 日起，继河北之后（2016 年试点），北京、天津、山西、内蒙古、山东、河南、四川、陕西、宁夏等 9 个省份相继试点水资源税征收管理，原水资源费停止征收。

空间，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的供水价格分别为 2.19 元/吨、2.26 元/吨、2.29 元/吨和 2.30 元/吨<sup>6</sup>。根据《城市供水价格管理办法》，供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率 8-10%；其中主要靠政府投资的，企业净资产利润率不得高于 6%；主要靠企业投资的，还贷期间净资产利润率不得高于 12%，还贷结束后恢复到平均值水平。我国污水处理费按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，一般每三年核定一次。根据发改价格〔2015〕119 号《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，2016 年底前，设市城市污水处理收费每吨调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇每吨调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元；相关收费已达最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；至于未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为 0.97 元/吨、0.98 元/吨、0.98 元/吨和 0.98 元/吨。

**水务行业作为生产和提供生活必需品的行业，在疫情期间，供水、污水处理等业务仍照常运营，自身基础性业务的开展不受停复工政策影响，但仍然存在工业用水量和污水处理量下降、运营成本上升、在建项目延期以及提标改造投入压力增大等风险。**

2020 年初我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，为加强防控工作，各地方政府相继出台有关疫情防控的交通管制措施与隔离措施，此类措施导致在春节假期延长后，重点工业企业延迟复工，对水务企业最直接的影响便是供水量和污水处理量的减少，预计对水务企业 2020 年第一季度甚至全年的盈利和经营性现金流状况产生一定影响。

此外，生态环境部于 2020 年 2 月 1 日印发《关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗污水和城镇污水监管工作的通知》（简称“通知”）。《通知》明确要求，对城镇污水处理厂，要督促其加强消毒工作，确保出水粪大肠菌群数指标达到相关排放标准要求。在出水环节，出于确保病菌指标达标的考虑，污水处理环节均需进行一定程度的加强。消毒部分的投入，成为了疫情期间污水厂成本上升的重点，此外在消毒标准加强的同时，在全国交通不畅、物资渠道受限、生产能力不足的情况下，生产耗材的供应价格也随之上升。处理环节药剂用量价齐升，在一定程度上推高水务企业的运营成本。

工程建设方面，因疫情防控需要，目前国内交通、物流、复工限制等方面面临较多限制，导致项目建设物资调配、施工人员组织等存在困难，预计将对工程进度的顺利推进产生较大阻力，进而影响后续融资进度，该情况在 2020 年第一季度最为明显，但待疫情缓解并复工后，企业可能加快项目建设进度，预计可在一定程度上弥补第一季度的进度。而且，在疫情因素影响下，预计国

<sup>6</sup> 数据来源：国家发改委价格监测中心，下同。

内水厂提标改造将加速实施，水务企业后续投融资规模或将出现阶段性显著扩张。

本次疫情期间，北京、陕西、湖北、海南、深圳等多地政府针对小微企业发布支持政策，采用中小企业减免/返还污水处理费的方式为企业减负。我国污水处理费采用收支两条线，政府向居民和企事业单位收取的污水处理费先作为政府财政收入，此后政府再按照与污水处理企业签署的协议支付污水处理费。政府免去部分污水处理费的政策，暂不对水务企业造成影响。但在经济下行、政府支付能力下降的情况下，污水处理企业的污水处理费回收的不确定性将有所加大。

## B. 政策环境

**2019 年以来，水务行业相关政策推动力度持续，长江保护修复开启导致水环境治理领域市场进一步扩容，同时 PPP 相关政策继续出台，进一步规范行业投融资。**

2019 年 1 月，生态环境部、发改委发布《长江保护修复攻坚战行动计划》（简称“行动计划”）提出，到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于 III 类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能（劣于 V 类）的国控断面比例低于 2%。长江经济带沿线 11 个省市的地区生产总值占全国比重超过 45%，是中国重要的工业基地和经济走廊，长江生态保护工作的启动，是我国水环境治理市场的进一步扩容。

随着行业运营模式从原本的单个供水、污水处理项目的点源治理逐步向黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等面源治理过渡，单个项目的投资规模大幅提高，对项目参与方的资金实力和融资能力也提出了更高要求。因此，政府也在项目融资方面出台相应政策，以确保项目顺利开展，包括 2015 年的《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作（PPP）的实施意见》、2017 年的《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》。2019 年 3 月，财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，进一步规范 PPP 项目实施。根据上述安排，预计有丰富 PPP 经验的和较强融资能力的公司有望逐渐提升市场占有率，实现快速成长。

**图表 4. 2019 年以来国家出台的水务行业相关的主要政策及事件**

发布时间	政策/会议	主要内容
2019/1	城市排水防涝设施建设中央预算内投资专项管理暂行办法	本专项用于支持中部、西部、东北地区地市级及以下城市的排水防涝设施建设，补助比例原则上按中部、西部、东北地区分别不高于项目总投资(不包括征地拆迁费用)的 45%、60%、60% 控制。
2019/1	长江保护修复攻坚战行动计划	到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于 III 类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能(劣于 V 类)的国控断面比例低于 2%。
2019/3	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	新规以严控债务和规范发展为目的，强调资本金出资原则，拓宽进入和退出渠道；新要求付费与完全的产出绩效挂钩，对项目实施分类指导，推进项目落地；新规强调入库不为项目合规“背书”、不作为商贷条件；以 5%、7% 和 10% 划定多条红线、风险线。
2019/4	国家节水行动方案	行动方案分别提出了近期和远期目标，即到 2020 年万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量比 2015 年分别降低 23% 和 20%，节水效果初步显现；到 2022 年用

发布时间	政策/会议	主要内容
		水总量控制在 6700 亿立方米以内，节水型生产和生活方式初步建立;到 2035 年用水总量严格控制在 7000 亿立方米以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平。
2019/5	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）的通知	目标经过 3 年努力，地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，城市生活污水集中收集效能显著提高。
2019/6	水污染防治资金管理办法	加强水污染防治资金使用管理
2019/11	推进农村生活污水治理的指导意见	到 2020 年东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区，农村生活污水治理率明显提高，村庄内污水横流、乱排乱放情况基本消除，运维管护机制基本建立;中西部有较好基础、基本具备条件的地区，农村生活污水乱排乱放得到有效管控，治理初见成效;地处偏远、经济欠发达等地区，农村生活污水乱排乱放现象明显减少。
2020/4	关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见	按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，完善长江经济带污水处理成本分担机制、激励约束机制和收费标准动态调整机制，健全相关配套政策，建立健全覆盖所有城镇、适应水污染防治和绿色发展要求的污水处理收费长效机制。
2020/5	关于印发《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》的通知	通过逐步建立黄河流域生态补偿机制，实现黄河流域生态环境治理体系和治理能力进一步完善和提升，河湖、湿地生态功能逐步恢复，水源涵养、水土保持等生态功能增强，生物多样性稳步增加，水资源得到有效保护和节约集约利用，干流和主要支流水质稳中向好，全流域生态环境保护取得明显成效，建立健全生态产品价值实现机制，增强自我造血功能和自身发展能力。

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

### C. 竞争格局/态势

近年来持续的政策推动提高了水务行业内企业发展的积极性，部分实力较强的全国性水务投资集团快速扩张，2015 年以来，我国水务行业集中度不断提升。

图表 5. 行业内核心样本企业 2019 年度基本数据概览（单位：亿元，万立方米/日）

核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）				
		营业收入	综合毛利率%	年末供水能力	年末污水处理能力	总资产	资产负债率%	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
北控水务集团有限公司*	全国	281.93	36.06	1394.25	2278.65	1511.61	69.22	0.76	58.43	-42.30
北京首创股份有限公司	全国	149.07	29.62	1417.01	1387.57	798.72	64.68	0.80	10.92	33.33
上海实业环境控股有限公司	全国	59.60	32.44	212.50	961.93	323.67	63.36	0.82	6.00	1.52
天津创业环保集团股份有限公司	全国	28.51	31.97	31.50	534.91	179.91	60.30	1.21	5.29	8.85
中国光大水务有限公司*	全国	55.51	34.09	-	433.56	226.83	57.90	1.04	8.85	-10.58

资料来源：新世纪评级整理（\*单位为亿港元）。

目前，我国重资产水务投资集团第一梯队主要集中在北控水务集团有限公司、北京首创股份有限公司（简称“首创股份”）、天津创业环保集团股份有限公司、上海实业环境控股有限公司和中国光大水务有限公司等，上述企业资本实力、融资优势、运营管理能力和政府资源均处于行业领先水平，因资金实力雄厚、水务产业链较完整、运营经营丰富而具备较强的竞争优势。上述企业的业务区域已涵盖全国主要省份，其所在区域内存在一定的进入壁垒。

### D. 风险关注

2019 年以来，水务行业项目呈大型化、综合化，对行业内企业的融资能力提出了更高的要求，负债经营的模式导致水务企业易受融资环境变化影响，同

时大型项目回款周期长，加大了项目回款的不确定性。行业竞争仍然激烈，叠加物价水平涨幅扩大导致的水价调升承压，项目盈利空间提升难度较大。

**项目盈利空间提升难度较大。**近年来国内供水和污水处理价格持续缓慢提升，但我国水价相对于国外水平仍然偏低，导致大量行业内企业亏损，2019年以来我国经济增长压力加大，增速放缓，物价水平涨幅有所扩大，在此背景下，预计短期内水价调升压力加大。随着2019年《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021年）》和《推进农村生活污水治理的指导意见》等政策的出台，预计污水处理企业出水的高标准严要求仍将持续，水务企业通过增加药剂使用量或处理工序以实现出水水质达标，势必继续推高运营成本，此外对农村地区生活污水处理设施和管网的投资将有所提高，而该类投资在未来的收益情况存在较大不确定性。

**PPP项目回款周期长，不确定性大。**水务企业核心竞争优势在于稳定的项目回款周期。近年来随着水务企业“跑马圈地”，传统的供水和污水处理领域优质项目已基本布局完毕，新开发项目存在区域经济体量小、财力偏弱问题，水环境综合治理等新领域项目回款则主要为政府购买服务的方式，项目回款高度依赖于地方政府财力和支付意愿，而我国地方政府债务压力大，2020年初爆发新冠疫情后，各地政府纷纷出台税收减免政策，同时疫情防控方面财政支出增加，政府财政压力加大，水务企业未来项目回款不确定性加大。

**易受融资环境变化的影响。**近年来水务市场空间持续增长，我国水务行业基础设施投资加速，水务企业投融资压力大，非筹资性现金流持续净流出，融资能力对于企业现金流的维持有重要作用。此外，由于行业存在资本密集性特征，融资成本也在一定程度上影响水务企业的盈利能力。2019年以来，国内融资环境有所改善，水务企业债券发行数量大幅增长，发行利率整体下行，但债券市场风险事件不断，对发债企业而言，融资环境仍较复杂。

**市场竞争激烈。**近年来我国水务行业政策推动力度大，凭借相对稳定的投资回报率和相对较低的技术门槛，大量企业携资本进入，行业竞争加剧，使得部分水务企业在项目拓展时面临风控标准和盈利空间下降的风险。

### （3）区域市场因素

**成都市是我国西南地区重要的经济、金融中心和交通通信枢纽，经济基础雄厚。近年来，成都市经济保持增长，经济总量和增速均位居副省级城市前列，经济发展前景良好。**

近年来，成都市经济实力不断增强，工业不断发展，人均收入水平逐年提高，为成都市水务行业发展奠定良好的社会和经济基础；财政实力不断提升，可为公司的发展提供良好的保障。成都市是四川省省会城市，位于四川盆地西部，成都平原中部，下辖11个区、4个县，代管5个县级市<sup>7</sup>，全市总面积1.43

<sup>7</sup> 2016年新增代管县级简阳市。

万平方公里，2019 年末常住人口 1658.10 万人，常住人口城镇化率 74.41%，较上年末提高 1.29 个百分点。

成都市是西南地区重要的经济、文化、教育中心，同时还是西南地区的金融中心和交通通信枢纽，在西南地区具有重要地位。作为西南地区重要的中心城市，在西部大开发的战略背景下，成都市经济保持较快发展，经济总量和增速均位居副省级城市前列。2017-2019 年，成都市分别实现地区生产总值 13889.4 亿元、15342.8 亿元和 17012.7 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 8.1%、8.0% 和 7.8%。2019 年，全市第一产业增加值为 612.2 亿元，同比增长 2.5%；第二产业增加值为 5244.6 亿元，同比增长 7.0%；第三产业增加值为 11155.9 亿元，同比增长 8.6%。同年，全市三次产业结构由 2017 年的 3.6:43.2:53.2 调整为 3.6:30.8:65.6，产业结构优化。

成都市工业经济基础雄厚，目前已形成了电子信息产品制造、机械、汽车、石化、食品饮料及烟草、冶金、建材和轻工八大特色优势产业。2017-2018 年，成都市分别实现全部工业增加值 5217.2 亿元和 5663.8 亿元，同比分别增长 8.4% 和 7.6%。2019 年，全市规模以上工业增加值同比增长 7.8%，上述八大特色优势产业规上工业增加值同比分别增长 12.5%、8.7%、-9.0%、19.2%、8.6%、12.2%、13.8% 和 -0.2%。

**图表 6. 2017 年以来成都市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）**

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	13889.4	8.1	15342.8	8.0	17012.7	7.8
其中：第一产业增加值	500.9	3.9	522.6	3.6	612.2	2.5
第二产业增加值	5998.2	7.5	6516.2	7.0	5244.6	7.0
第三产业增加值	7390.3	8.9	8304.0	9.0	11155.9	8.6
三次产业结构	3.6:43.2:53.2		3.4:42.5:54.1		3.6:30.8:65.6	
工业增加值	5217.2	8.4	5663.8	7.6	--	--
固定资产投资	9404.2	12.3	8341.1	10.0	--	10.0
社会消费品零售总额	6403.5	11.5	6801.8	10.0	7478.4	9.9
进出口总额 <sup>8</sup>	583.0	42.3	4983.2	26.4	5822.7	16.9

资料来源：2017-2019 年成都市国民经济与社会发展统计公报及成都市统计局官网

成都市固定资产投资对经济增长贡献较为显著，2017-2018 年成都市分别完成固定资产投资 9404.2 亿元和 8341.1 亿元，同比增速分别为 12.3% 和 10.0%。2019 年，成都市固定资产投资额同比增长 10.0%，其中第一、第二、第三产业投资分别同比增长 5.5%、1.7% 和 13.4%。

2017 年 6 月，成都市政府出台《实施“成都治水十条”推进重拳治水工作方案》，提出在三年内新建污水管网 625 公里，新增再生利用能力 71 万吨/日，新建污泥无害化处理设施 610 吨/日，强力整治黑臭水体 296 段。2017 年 7 月，成都市新一轮城市总体规划启动修编，未来将进一步打破圈层结构，实施东进、

<sup>8</sup> 2016-2017 年成都市进出口总额数据单位为亿美元。

南拓、西控、北改、中优的城市空间战略，形成“中心城区+郊区新城”的空间层次，迈入“双城”时代，预期将进一步提升成都市的供水、污水处理需求。2017年，成都全面完成国家、省下发的年度考核目标，黄龙溪和岳店子断面水质提前三年达到考核目标；县城以上、乡镇集中式饮用水水源地水质达标率分别为100%、98.2%。

根据2019年成都市政府工作报告，成都市将持续实施“治水十条”和水污染防治“626”工程<sup>9</sup>，继续推进锦江、沱江、金马河流域水生生态治理，完成城市建成区外123段黑臭水体治理，新建污水管网460公里，生活污水集中处理率达到91%。根据《成都市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，成都市加快推进水资源优化配置重点工程，实施李家岩水库等重点项目，加快三坝水库、“引大济岷”工程观音岩水库规划建设。实施山丘区抗旱水源工程，推进近远郊区（市）县蓄水池、山坪塘、提灌站、石河堰新建改建整治。实施灌区续建配套节水改造提升工程，加固江河堤防，加强山洪灾害防治，完善防灾减灾应急响应体系。深入实施城乡居民饮水保障提升工程，全面实现20户以上农民集中居住区集中供水。

总体来看，跟踪期内，成都经济继续保持稳定增长，质量效益不断提升，但发展中不平衡不充分问题依然存在，企业创新积极性有待提高，新经济新动能支撑不足，结构性矛盾仍比较突出。

## 2. 业务运营

跟踪期内，公司业务仍以供水和污水处理等水务业务为核心，同时以相关环保业务为补充。公司业务发展稳健，水务业务在成都市中心城区具有区域垄断地位，供水能力及污水处理能力进一步加强，各板块业务营业收入稳定增长，盈利能力保持较高水平。

该公司业务立足于从自来水生产、供应到污水处理的水资源产业链，并向该产业链相关领域积极拓展，目前业务收入来源包括自来水供应、污水处理服务及管网工程和垃圾渗滤液处理及污泥处置等。近年来，公司业务发展稳健，2017-2019年，公司分别实现营业收入37.31亿元、41.60亿元和48.38亿元，逐年增长，其中，自来水供应业务收入占比分别为58.64%、58.20%和57.62%，为公司最主要的收入来源。

2020年第一季度，该公司营业收入仍保持了增长态势，其中，自来水供应业务收入同比减少13.78%，主要系受新冠疫情影响，部分重点企业延迟复工导致自来水制售业务和供排水管网工程业务收入下降所致；公司污水处理业务受2020年污水处理服务单价上调影响，当期同比增长18.58%；环保业务收入得益于成都隆丰环保发电厂项目的运营，当期同比增长49.58%。受上述因素影响，2020年第一季度，公司自来水供应业务收入占比大幅下降至47.15%，

<sup>9</sup> “626”工程：指实施严重污染水体挂牌整治、污水收集处理设施建设与提标、农村面源污染综合治理、工业企业治污减排、城市水生态提升工程、饮用水源地规范建设六大行动26项具体工作措施。

但仍为公司最主要的收入来源。

**图表 7. 公司主业基本情况**

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
自来水供应	成都市、海南清澜和江苏沛县	规模、政策、成本
污水处理服务	成都市及兰州、深圳、西安、银川和巴中市	规模、政策、成本
环保业务	成都市	规模、资源、技术

资料来源：兴蓉环境

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 8. 公司核心业务收入及变化情况**

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	37.31	41.60	48.38	9.84	9.59
其中：自来水供应业务收入（亿元）	21.88	24.21	27.88	4.64	5.38
在营业收入中所占比重（%）	58.64	58.20	57.62	47.15	56.09
污水处理业务收入（亿元）	10.92	11.82	13.19	3.42	2.89
在营业收入中所占比重（%）	29.26	28.43	27.26	34.82	30.12
环保业务收入（亿元）	3.90	4.35	5.48	1.67	1.12
在营业收入中所占比重（%）	10.44	10.45	11.34	17.01	11.67
毛利率（%）	41.19	40.79	38.93	44.51	44.25
其中：自来水供应业务（%）	43.78	43.89	40.40	46.68	46.17
污水处理业务（%）	39.41	38.10	38.69	42.33	41.20
环保业务（%）	29.56	32.27	33.87	42.95	45.13

资料来源：兴蓉环境，四舍五入后尾数或存在一定差异

#### A. 自来水供应

该公司自来水供应业务收入包括自来水制售业务收入和供排水管网工程业务收入。2017-2019 年，自来水供应业务收入分别为 21.88 亿元、24.21 亿元和 27.88 亿元，主要来自于自来水制售业务，近年来在年售水量持续增长带动下实现了较好的增长，同期自来水制售业务收入分别为 17.31 亿元、18.52 亿元和 19.91 亿元。2017-2019 年，公司自来水供应业务毛利率分别为 43.78%、43.89%和 40.40%，2019 年同比下降 3.49 个百分点，主要系供排水管网工程业务自 2019 年起，为配合营商环境改善，满足用户需求改造，工程劳务成本和材料成本相应增加，使得当年供排水管网工程业务毛利率同比下降 8.18 个百分点所致；但自来水供应业务毛利率总体仍保持在较高水平。

2020 年第一季度，受新冠疫情爆发影响，受部分企业延迟复工导致售水量略有下降，该公司自来水供应业务收入同比有所减少，其中自来水制售业务同比下降 2.94%；供排水管网工程业务受疫情相关管控措施影响，施工类企业停工影响工程进度，收入同比出现了明显下滑。此外，因毛利下降的供排水管网业务收入减少，2020 年第一季度自来水供应业务毛利率有所回升。

该公司从事的自来水制售业务包括了从水源取水、自来水净化到输水管网输送、自来水销售及售后服务的完整供水产业链，采取的经营模式为特许经营权下的自主投资经营，特许经营期限均为 30 年，业务范围覆盖成都市中心城区（不包括武侯区金花镇）、成都天府新区直管区（564 平方公里，不包括协议签订之日时双流岷江水厂的供水服务范围）、郫县（郫筒县、犀浦镇等九个镇）、金堂县（部分地区）、海南和江苏等地，2019 年公司自来水供应范围新增高新东区国际空港新城等 4 个乡镇。公司下属成都市自来水七厂二期项目已于 2017 年底竣工投产，设计日供水能力为 50 万吨；天府国际机场临时供水站于 2017 年 12 月 15 日投入运营，已投入部分设计日供水量为 0.50 万吨。截至 2019 年末，公司已投入运营的水厂共 14 座，日供水能力合计达 303.60 万吨。公司供水能力位居西部首位，在成都市中心城区具有垄断地位。

该公司在成都市中心城区（不包括武侯区金花镇）、郫县（郫筒镇、犀浦镇等九个镇）和成都天府新区直管区的自来水制售业务由全资子公司成都市自来水有限责任公司（简称“自来水公司”）负责运营，拥有成都市自来水二厂、五厂、六厂、BOT 厂、七厂（一期）和七厂（二期），设计日供水能力合计为 278 万吨。此外，公司在成都市金堂县部分地区（赵镇、三星、清江、官仓及栖贤）的自来水制售业务由控股子公司成都兴蓉沱源自来水有限公司（持股比例 53.71%，简称“沱源自来水”）负责运营，拥有金堂县自来水一厂和二厂，设计日供水能力合计为 10 万吨。2019 年公司新增薛城镇自来水厂，由四川阿坝州兴蓉环境有限公司负责，设计日供水能力为 0.30 万吨；新增理县县城胆杂木自来水厂和理县县城打色尔自来水厂，由阿坝州理县兴蓉环境有限责任公司负责，合计设计日供水能力为 1.00 万吨。

该公司在异地的供水业务目前主要是在海南省文昌市区和江苏省徐州市沛县。其中，公司通过在海南省文昌市设立海南兴蓉环境发展有限责任公司（原名“文昌市清澜供水开发有限公司”，持股比例 95.51%，简称“海南兴蓉”），为海南省文昌市区（原清澜镇行政区）及周边农村地区供水，设计日供水能力为 3.80 万吨。2016 年 9 月，公司与沛县城市投资开发有限公司合资成立沛县兴蓉水务发展有限公司（持股比例 90%，简称“沛县兴蓉”），为江苏省徐州市沛县供水，目前日供水能力为 10 万吨。

**图表 9. 截至 2019 年末，公司已投入运营及委托运营的自来水厂情况（单位：万吨）**

自来水厂名称	设计日供水能力
成都市自来水二厂	23.00
成都市自来水五厂	15.00
成都市自来水六厂	100.00
成都市自来水 BOT 厂 <sup>10</sup>	40.00
成都市自来水七厂（一期）	50.00
成都市自来水七厂（二期）	50.00
天府国际机场临时供水站	0.50

<sup>10</sup> 成都市自来水 BOT 厂为成都市政府以 BOT 形式委托其他公司运营，但净水由该公司对外销售给终端客户。

自来水厂名称	设计日供水能力
金堂县自来水一厂	4.00
金堂县自来水二厂	6.00
海南兴蓉环境发展有限责任公司	3.80
江苏沛县自来水厂	10.00
理县县城胆杂木自来水厂	0.50
理县县城打色尔自来水厂	0.50
薛城镇自来水厂	0.3
<b>合计</b>	<b>303.60</b>

资料来源：兴蓉环境

管网建设方面，跟踪期内，随着水厂规模的逐步扩大，该公司不断加强输水管道建设，2019 年和 2020 年第一季度，公司供水管网长度分别为 9289.43 千米和 9289.43 千米，2019 年供水管网长度同比增长 33.22%。伴随着成都市经济的发展和供水力的提升，近年来公司年售水量持续增长，同期分别为 8.89 亿吨和 1.95 亿吨，受疫情影响 2020 年第一季度售水量同比略有下降。

**图表 10. 2017 年以来公司供水业务情况**

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
供水能力（万吨/日）	251.80	302.30	303.60	303.10
供水量（亿吨）	9.17	9.82	10.58	2.33
售水量（亿吨）	7.70	8.19	8.89	1.95
供水管网（千米）	6535.78	6973.11	9289.43	9289.43

资料来源：兴蓉环境

供水价格方面，跟踪期内，成都市自来水终端价格仍主要由城市供水运营水费、水利工程水费、水资源税和污水处理费四部分构成，并无变化。供水成本方面，该公司供水成本仍主要包括原水费、BOT 供水成本、折旧、人工、动力电和制水材料等。跟踪期内，公司供水成本随着供水量的增加而逐年增长。2019 年和 2020 年第一季度，公司自来水供应业务毛利率分别为 40.40% 和 46.68%，2019 年同比下降 3.49 个百分点，业务毛利率仍处于较高水平。

## B. 污水处理业务

近年来，该公司陆续通过 BOO、BOT、TOT 和委托运营等方式获取污水处理项目经营权。跟踪期内，公司污水处理能力进一步加强，2019 年和 2020 年第一季度，公司污水处理能力分别为 302.55 万吨/日和 302.55 万吨/日；同期，公司污水处理量分别为 9.88 亿吨和 2.25 亿吨，2019 年同比增长 3.56%；污水处理收入分别为 13.19 亿元和 3.77 亿元，2019 年同比增长 11.51%。

**图表 11. 2017 年以来公司污水处理业务情况**

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
污水处理能力（万吨/日）	279.99	288.74	302.55 <sup>11</sup>	302.55
其中：成都（万吨/日）	195.00	203.75	215.55	215.55
污水处理量（亿吨）	9.08	9.54	9.88	2.25
其中：成都（亿吨）	6.32	6.65	7.09	1.68

资料来源：兴蓉环境

跟踪期内，该公司在成都市中心城区的污水处理业务仍由全资子公司排水公司负责。截至 2020 年 3 月末，公司在成都市拥有 16 座污水处理厂，合计污水日处理能力为 215.55 万吨，2019 年公司在成都市新增五座污水处理厂，新增污水厂合计日处理能力为 11.80 万吨，其中成都合作污水处理厂三期项目设计日处理能力为 10.0 万吨，于 2019 年 7 月投入运营。2019 年和 2020 年第一季度，公司成都地污水处理量分别为 7.09 亿吨和 1.68 亿吨，污水处理量逐年增长，区域规模优势明显。

**图表 12. 公司已投入运营的污水处理项目情况（单位：万吨/日，元/吨）**

污水处理项目名称	设计污水处理能力	投入运营时间	污水处理价格
成都市第三净水厂	20	2004 年 9 月	1.63
成都市第四净水厂	15	2004 年 9 月	
成都市第五净水厂	20	2007 年 12 月	
成都市第六净水厂	10	2007 年 12 月	
成都市第七净水厂	10	2007 年 12 月	
成都市第八净水厂	20	2008 年 12 月	
成都市第九净水厂	100	2014 年 6 月	
成都市第十净水厂	5	2018 年 2 月	1.62
安德园区工业污水处理厂	1.95	2018 年 4 月	3.00
三道堰镇污水处理厂	0.3	2018 年 9 月	2.37
团结镇第二污水处理厂	1.5	2018 年 8 月	1.24
团结镇污水处理厂	0.7	2019 年 2 月	1.35
唐元镇污水处理厂	0.3	2019 年 2 月	2.21
新民场镇污水处理厂	0.3	2019 年 2 月	2.21
唐昌镇污水处理厂	0.5	2019 年 2 月	1.64
成都合作污水处理厂三期 <sup>12</sup>	10	2019 年 7 月	3.41
<b>小计</b>	<b>215.55</b>	-	-

资料来源：兴蓉环境

2017 年 6 月，该公司收到了《成都市财政局关于对中心城区污水处理服务费第三期结算价格核定的批复》（成财投[2017]26 号），成都市中心城区污水处

<sup>11</sup> 该数据包含公司于 2019 年新增的五个委托运营异地污水处理厂项目，合计污水处理能力 0.76 万吨/日，新增的委托运营异地污水处理厂项目由政府承担污水处理费，并由当地政府拨付运营服务费给公司。

<sup>12</sup> 成都合作污水处理厂三期项目污水处理价格较高主要系成都合作污水处理厂三期项目与成都市中心城区污水处理厂处理的污水进场水质不同，成都合作污水处理厂三期项目主要处理工业污水，成都市中心城区污水处理厂主要处理城市居民生活污水，二者运营成本不同。

理服务第三期结算价格核定为 1.63 元/立方米，执行期为 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，该结算价格目前已到期。此外，《四川省岷江、沱江流域水污染排放标准》(DB51/2311-2016) 已于 2020 年 1 月 1 日正式实施，为达到新排放标准要求，经成都市政府同意，延迟第四期污水处理服务费价格核定时间，待提标项目投运后再行核定，同时 2020 年污水处理服务费单价暂增加 0.20 元/立方米，按 1.83 元/立方米结算，待第四期价格核定后，以新核定单价对 2020 年实际支付费用实施多退少补。

该公司于 2013 年与成都高新区管理委员会签署协议，获得了在成都高新区中和组团提供污水处理服务 30 年的特许经营权，结算价格自正式商业运行之日起每三年核定一次；首期污水处理服务费单价为 1.62 元/吨，执行期间为商业运营期开始后的前三年。该项目已于 2018 年第一季度通水运营，2018 年 5 月 31 日收到高新区管理委员会的正式确认文件（成都市高新区环境保护与城市综合管理执法局 2018 年第十次局长办公会议纪要），中和污水处理厂一期于 2018 年 2 月 8 日进入付费运行期。

2019 年 1 月 31 日，该公司召开第八届董事会第十八次会议，审议通过了《关于投资建设成都市中和污水厂二期工程项目的议案》，进一步扩大生活污水处理能力，提升公司未来营业收入及盈利能力，下属子公司排水公司将投资建设成都市中和污水厂二期工程项目。该项目预计总投资为 18.45 亿元（含土地款），日处理规模为 30 万立方米。目前该项目已取得环评、水土保持、节能评估、排污口论证报告批复，并逐步完成项目开工的前期工作。

此外，2019 年 6 月，该公司作为牵头人与中国十九冶集团有限公司（简称“十九冶”）、子公司排水公司组成的三方联合体，中标西南航空港组团工业集中发展区第六期工业污水处理厂一期工程特许经营项目（简称“西南航空港项目”）。西南航空港项目位于成都市双流区西南航空港经济开发区，为成都中心城区内重要工业区。成都市双流区水务局与中标三方签署《西南航空港组团工业集中发展区第六期工业污水处理厂一期工程特许经营社会资本方招标项目合同》，授予联合体该项目的特许经营权。公司与十九冶、排水公司签订《合资协议》，设立项目公司，注册资本为人民币 3000 万元，其中公司持股比例为 93%，十九冶持股比例为 5%，排水公司持股比例为 2%。该项目总投资 3.99 亿元，截至 2019 年末已投入资金 0.05 亿元。

跟踪期内，该公司异地污水处理项目仍稳步推进，实现跨区域经营。公司先后在兰州、深圳、西安、银川及巴中市等五个城市投建 11 座污水处理厂，截至 2020 年 3 月末合计污水日处理能力为 86.24 万吨。2019 年，公司增加理县污水处理厂及茂县污水处理厂<sup>13</sup>，新增污水日处理能力 1.25 万吨。随着异地在建污水处理项目的陆续投产，公司异地污水处理量逐年增加，2019 年和 2020 年第一季度分别为 2.79 亿吨和 0.57 亿吨。

<sup>13</sup> 该公司新增的理县污水处理厂和茂县污水处理厂产生的污水未直接向用户收取污水处理费，而是以向当地政府收取可用性缺口补助的方式来弥补污水处理厂的运营成本。

图表 13. 公司异地已投入运营及委托运营的污水处理项目情况（单位：万吨，元/吨）

污水处理项目名称	类型	设计污水处理能力	投入运营时间	污水处理价格	特许经营期限
兰州七里河污水处理厂	TOT	20	2010 年	1.01	30 年
西安二污二期污水处理厂	BOT	20	2013 年	0.96	
西安一污二期污水处理厂	BOT	10	2015 年	1.26	
银川第六污水处理厂	BOT	5	2014 年	1.08	
深圳龙华污水处理厂（二期）	委托运营	25	2012 年	0.47	8 年
巴中经开区污水处理厂（一期）	BOT	1.99	2016 年	1.50	28 年
宁东临河污水处理厂	PPP	2	2017 年	5.4/2.4	30 年
宁东化工新材料园区污水处理厂	PPP	0.5	2017 年	5.4/2.4/69.3	30 年
宁东煤化工园区污水处理厂	PPP	0.5	2017 年	5.4/2.4/1/2.7	30 年
理县污水处理厂	TOT	0.4	2019 年	未收费	30 年
茂县污水处理厂	TOT	0.6	2019 年	未收费	30 年
理县污水厂提标改造	委托运营	0.25	2019 年	未收费	
<b>合计</b>	-	<b>86.24</b>	-	-	-

资料来源：兴蓉环境（截至 2020 年 3 月末）

目前，该公司在巴中经开区的污水处理价格为每吨 1.50 元，巴中第二污水处理厂迁建项目完工后，污水处理价格为每吨 1.17 元。由于兰州、西安、银川和深圳等地污水处理结算价格低，宁东地区污水处理价格虽相对较高，但污水处理业务规模较小，使得公司异地污水处理业务的盈利水平整体低于成都地区，2019 年污水处理业务毛利率为 38.69%，同比上升 0.59 个百分点，整体维持在稳定水平。

### C. 环保业务

跟踪期内，该公司环保业务主要包括垃圾渗滤液处理、污泥处置、垃圾焚烧发电及中水回用。其中，公司的垃圾渗滤液处理业务仍主要由全资子公司成都市再生能源有限公司（简称“再生能源”）负责，目前成都垃圾渗滤液处理业务的结算价格为每吨 163.50 元，执行期为 2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，较上期结算价格提高 11.94 元，上调的主要原因为国家增值税税收政策调整及部分必要的成本费用增加，目前执行价格已到期，新的结算单价仍在核定中，暂执行原结算单价。2019 年，公司处理垃圾渗滤液 84 万吨，实现垃圾渗滤液处理收入 1.77 亿元，同比增加 51.82%。

跟踪期内，该公司的污泥处理业务仍由排水公司下属子公司成都市兴蓉污泥处置有限责任公司负责运营，公司污泥处理业务的结算价格每三年核定一次，根据成都市财政局《成都市财政局关于中心城区污泥处理服务费第三期核定结算价格的批复》（成财建发[2020]7 号），核定公司中心城区污泥处理业务结算单价由前期核定的每吨 769.30 元调整到每吨 746.47 元，执行期为 2019 年

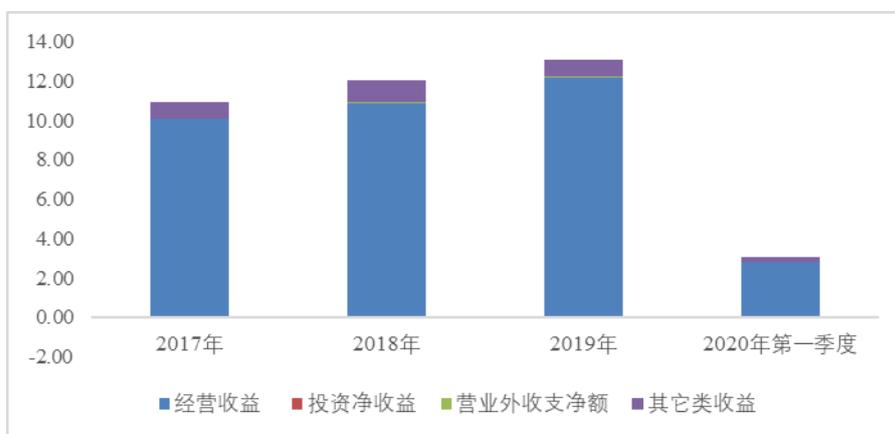
1月1日至2021年12月31日。2019年和2020年第一季度，公司污泥处理量分别为14.07万吨和3.73万吨；污泥处理收入分别为0.92亿元和0.25亿元。

跟踪期内，该公司的垃圾焚烧发电业务仍由再生能源负责运营，采取特许经营方式。成都市万兴环保发电厂已于2017年3月整体投入运营，主要负责成华区、锦江区等区域的垃圾焚烧，日处理生活垃圾2400吨，是我国西部地区规模最大的生活垃圾焚烧发电厂。此外，2015年7月，再生能源与成都环境集团共同出资成立了成都市兴蓉隆丰环保发电有限公司，负责成都隆丰环保发电厂项目的投资、建设、运营及管理，项目特许经营期25年，设计日处理城市生活垃圾1500吨，项目在特许经营期内收入包括生活垃圾处理服务费收入和发电收入，隆丰发电项目于2018年年底点火试运，设计日处理垃圾1500吨；污水污泥处理项目规模为400吨/日；垃圾渗滤液处理项目规模为2300吨/日。2019年和2020年第一季度，公司垃圾焚烧发电量分别为46732万度和13607万度，2019年同比增长48.47%，分别实现业务收入2.60亿元和0.87亿元，随着万兴环保发电厂及隆丰发电厂运营逐渐趋于稳定，垃圾焚烧发电业务可为公司提供一定的盈利。

跟踪期内，该公司的中水业务由下属中水分公司租赁排水公司原有的新建污水处理厂中水泵站资产，并全面负责提供中水服务。2014年10月，公司与成都市水务局签署了《成都市中心城区中水服务特许经营权协议》，期限自2014年11月1日至2038年12月31日。公司中水服务费根据中水处理成本为基础，再考虑一定的运营管理费用计算确定，每3年核定一次，根据《成都市财政局关于中心城区中水服务费第二期核定结算价格的批复》（成财建发[2020]6号），成都市中心城区中水服务第二期结算单价为0.27元/立方米，执行期为2017年11月2日至2020年12月31日，较首期价格下降0.01元/立方米。目前，公司中水利用项目规模为30万吨/日，2019年实现中水售水总量8438万吨。

## (2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构



资料来源：根据兴蓉环境所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，该公司盈利仍主要来自于营业毛利。2019 年和 2020 年第一季度，公司分别实现营业毛利 18.83 亿元和 4.38 亿元整体保持上升趋势；2019 年，受益于业务规模的扩张，公司营业毛利同比增长 10.99%。公司营业毛利主要来自于供水业务和污水处理及管网工程业务，随着公司业务扩张，公司盈利能力处于较高水平。2019 年和 2020 年第一季度，公司综合毛利率分别为 38.93%和 44.51%，2019 年毛利率同比下降 1.86 个百分点系自来水供应业务毛利率下降所致。

2019 年和 2020 年第一季度，该公司期间费用分别为 5.43 亿元和 1.17 亿元，2019 年同比增长 12.27%，期间费用率分别为 11.23%和 11.92%，近年来期间费用率总体保持在稳定水平。跟踪期内，公司期间费用主要由管理费用、销售费用和财务费用等构成，2019 年分别占比为 58.86%、21.92%和 18.54%。2019 年及 2020 年第一季度，公司管理费用分别为 3.20 亿元和 0.58 亿元，2019 年公司管理费用同比增长 12.07%至 3.20 亿元，增幅主要来自职工薪酬的增长；销售费用分别为 1.19 和 0.20 亿元，2019 年同比增长 8.48%主要是销售人员职工薪酬等；财务费用分别为 1.01 亿元和 0.39 亿元，2019 年同比增长 17.75%，跟踪期内，随着有息债务规模的增长利息费用增加所致。

2019 年和 2020 年第一季度，该公司资产减值损失（信用减值损失）分别为 0.71 亿元和 0.27 亿元，2019 年同比增长 13.54%主要是应收账款坏账损失增加所致。

**图表 15. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	37.31	41.60	48.38	9.84
毛利（亿元）	15.37	16.97	18.83	4.38
期间费用率（%）	11.72	11.74	11.23	11.92
其中：管理费用率（%）	7.02	6.86	6.61	5.85
财务费用率（%）	1.88	2.06	2.08	3.99
全年利息支出总额（亿元）	1.99	2.12	2.76	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.39	0.22	0.69	-

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司其他收益分别为 0.88 亿元和 0.22 亿元，主要为增值税即征即退款和政府补助款等。同期，营业外收入分别为 0.09 亿元和 0.04 亿元，主要为罚款、违约金收入。2019 年及 2020 年第一季度，公司营业外支出分别为 0.02 亿元和 0.01 亿元，主要以罚款和滞纳金为主。2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现净利润 11.01 亿元和 2.65 亿元，2019 年同比增长 9.10%，公司整体盈利能力保持在较强水平。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.05	0.00	-	-
营业外收入（亿元）	0.06	0.15	0.09	0.04
其中：政府补助（亿元）	0.00	0.09	-	-
罚款违约金收入（亿元）	0.04	0.05	0.08	-
其他收益（亿元）	0.82	1.06	0.88	0.22

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

### (3) 运营规划/经营战略

目前，该公司供水业务、污水处理业务和环保业务主要在建项目预计总投资额合计 108.39 亿元，截至 2020 年 3 月末累计已完成投资 23.87 亿元，后续尚需投入 84.52 亿元，公司后续仍面临一定的资金支出压力。

图表 17. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	预计 总投资	已支付 金额	资金安排		
			2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
<b>供水业务板块</b>					
绕城高速给水输水管线工程	21.86	5.47	2.23	-	-
岳池县嘉陵江水源供水工程	4.97	0.60	1.91	1.93	-
小计	26.83	6.07	4.14	1.93	-
<b>污水处理业务板块</b>					
成都市中和污水处理厂二期工程	18.45	7.77	3.00	-	-
成都市第六七九净水厂提标改造项目	14.58	0.86	5.80	3.00	-
小计	33.03	8.63	8.80	3.00	-
<b>环保业务板块</b>					
成都市万兴环保发电厂项目二期工程	20.93	6.58	6.05	-	-
成都天府新区直管区大林环保发电厂	27.60	2.59	0.27	6.00	8.00
小计	48.53	9.17	6.32	6.00	8.00
合计	108.39	23.87	19.26	10.93	8.00

资料来源：兴蓉环境

此外，近年来，该公司积极通过 PPP 模式开拓业务，自 2016 年以来，先后中标江苏沛县供水 PPP 项目、宁夏回族自治区宁东基地水资源综合利用政府和社会资本合作（PPP）项目以及彭州市工业污水厂一期项目等，PPP 项目的陆续中标能够拓展公司的业务范围，同时也使公司面临一定的资本性支出压力。

图表 18. 截至 2020 年 3 月末，公司主要 PPP 项目情况（单位：亿元）

PPP 项目名称	合作期限	项目总投资	公司已出资	合作方	公司持股比例 (%)
江苏沛县 PPP 供水项目 (含增加投资部分)	30 年 (含建设期 3 年)	24.60	8.91	沛县城市投资开发有限公司	90.00
宁夏宁东基地水资源 PPP 项目	30 年	12.05	8.42	宁夏宁东开发投资有限公司、重庆建工集团股份有限公司	59.00

PPP 项目名称	合作期限	项目总投资	公司已出资	合作方	公司持股比例 (%)
彭州市工业污水厂一期 PPP 项目	22 年(含建设期)	2.08	尚未出资	成都建工工业设备安装有限公司、彭州市国有投资有限公司	85.00
合计	-	38.73	17.33	-	-

资料来源：兴蓉环境

此外，跟踪期内，该公司进一步推进各项投资项目。总的来看，公司对外投资项目较多，金额较大，加之 PPP 项目的陆续中标，使公司面临一定的资本性支出压力，但公司经营稳健，现金流持续稳定。

## 管理

跟踪期内，该公司在部门设置上并无重大变化，在管理制度方面有所更新。成都环境集团仍为公司控股股东，成都市国资委仍为公司实际控制人。

跟踪期内，该公司控股股东仍为成都环境投资集团有限公司（简称“成都环境集团”）。截至 2020 年 3 月末，成都环境集团持有公司 42.18%<sup>14</sup>的股份，较 2018 年末无变化，公司实际控制人仍为成都市国资委。

成都环境集团是成都市国有大型水务、环保投资集团，主要负责中心城区自来水供应、污水处理和环保产业的投融资及建设管理，截至 2019 年末，成都环境集团经审计的合并口径总资产为 490.25 亿元，总负债为 318.28 亿元，所有者权益为 171.98 亿元；2019 年实现营业收入 72.64 亿元，净利润 9.49 亿元，经营活动现金净流入 15.04 亿元。公司为成都环境集团的核心上市子公司，具有较为重要的地位。

此外，2018 年 8 月 3 日，该公司 2018 年第二次临时股东大会审议通过《关于公司控股子公司购买成都市自来水六厂 B 厂资产暨关联交易的议案》，自来水公司拟向成都环境集团购买成都市自来水六厂 B 厂资产，包括水六厂 B 厂原 BOT 项目资产（一座供水能力 40 万立方米/日的净水厂，包括存货、房屋建筑物、管道沟槽、机器设备等）及所在宗地的土地使用权，资产转让价格为评估价 3.47 亿元。由于该厂相关房屋建筑物尚未办理产权证，成都环境集团需在完善相关权属证书后，将成都市自来水六厂 B 厂资产过户给自来水公司。截至 2020 年 3 月末，成都市自来水六厂 B 厂已由自来水公司稳定运营，待相关权属证书办理完成后成都环境集团将资产过户给自来水公司。

跟踪期内，该公司作为上市企业，与控股股东成都环境集团在业务、人员、资产、机构和财务等各方面进行了较好隔离，具有独立完整的业务及自主经营能力，与日常经营相关的净水剂购买、设备检修和房屋租赁等类型的关联交易规模均不大。

<sup>14</sup> 截至 2020 年 3 月末，成都环境集团持有的该公司股份未被质押或冻结。

该公司于 2019 年 1 月 14 日召开的第八届董事会第十七次会议审议通过《关于回购公司部分已发行社会公众股份的议案》，2019 年 2 月 15 日，公司披露《回购股份报告书》，回购股份价格不超过人民币 4.5 元/股，回购股份数量不低于 5000 万股（占总股本的 1.67%）且不超过 1 亿股（占总股本的 3.35%），回购股份金额额度不低于 1.725 亿元且不超过 4.5 亿元。因公司实施完成了 2018 年度利润分配方案，自 2019 年 5 月 17 日利润分配除权除息之日起，公司回购股份的价格上限由不超过 4.5 元/股调整为不超过 4.43 元/股。截至 2020 年 1 月 14 日，本次回购股份期限届满，公司累计回购股份数量 17642281 股，占公司总股本的 0.59%，最高成交价为 4.49 元/股，最低成交价为 4.38 元/股，支付的总金额为 7814.42 亿元（不含交易费用）。本次回购股份总数未达到回购方案计划回购数量的下限，主要原因在于回购敏感期、公司股票二级市场长期高于回购价格上限等综合因素影响，致使公司未能完成本次回购计划。本次回购的股份拟用于实施股权激励或员工持股计划。

跟踪期内，该公司根据现阶段的经营特点和管理需要设置职能部门，并通过制度建设和落实明确各部门的权责分工。公司经 2019 年 12 月 5 日第八届董事会第三十二次会议审议通过《子公司管理制度》；经 2019 年 12 月 17 日第八届董事会第三十三次会议审议通过《固定资产投资管理制度》；经 2020 年 1 月 17 日 2020 年第一次临时股东大会审议通过了《对外担保管理制度》、《风险防控管理制度》和《关联交易制度》。

除上述事项之外，跟踪期内，该公司在人事和部门设置上无重大变化。公司组织架构图详见附录二。

根据该公司提供的《企业信用报告》披露信息，截至 2020 年 4 月 16 日，公司无债务违约记录，信用状况良好。

**图表 19. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	自来水公司	排水公司	再生能源
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020-04-16	无	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020-04-16	无	无	无	无	无

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

## 财务

跟踪期内，随着该公司业务拓展，融资需求增加，公司负债规模逐年有所上升，但资产负债率仍维持在合理水平，短期刚性债务偿付压力较小；公司主营业务资金回笼能力较强，且经营性现金流持续较大规模净流入，能对债务偿付形成较强保障；再加上公司货币资金储备充裕，外部融资渠道畅通，整体债务偿付能力极强。

## 1. 数据与调整

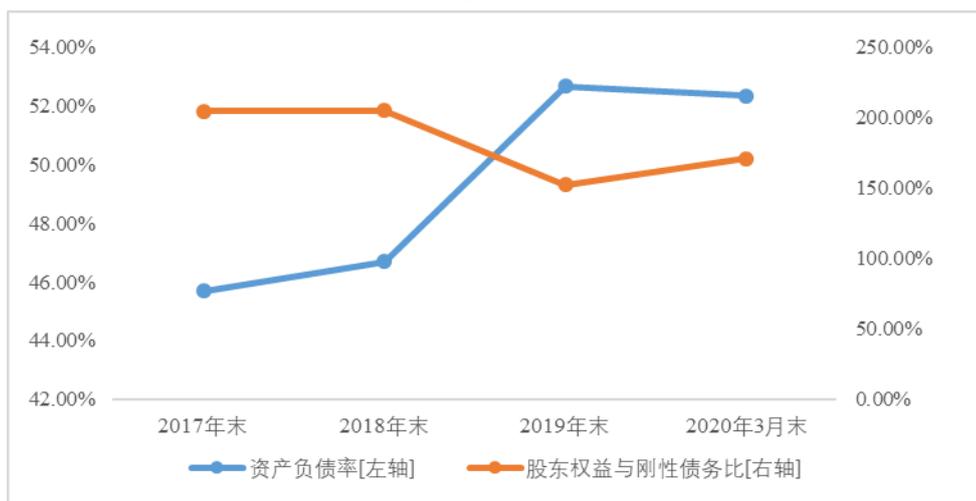
信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则》及其相关规定。

2019 年末，该公司合并报表范围共有 28 家子公司，较上年末增加 5 家，分别为岳池兴蓉自来水有限责任公司、成都空港新城水务投资有限公司、简阳市成环水务有限责任公司、阿坝州理县兴蓉环境有限责任公司和阿坝州茂县兴蓉环境有限责任公司，减少一家成都兴蓉拉豪环保技术有限公司。2020 年 3 月末，公司合并报表范围共有 31 家子公司，较上年末增加三家，分别为成都市双流区航空港成环水务有限责任公司、新津县成环水务有限责任公司和彭州市成环水务有限责任公司。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据兴蓉环境所提供数据绘制。

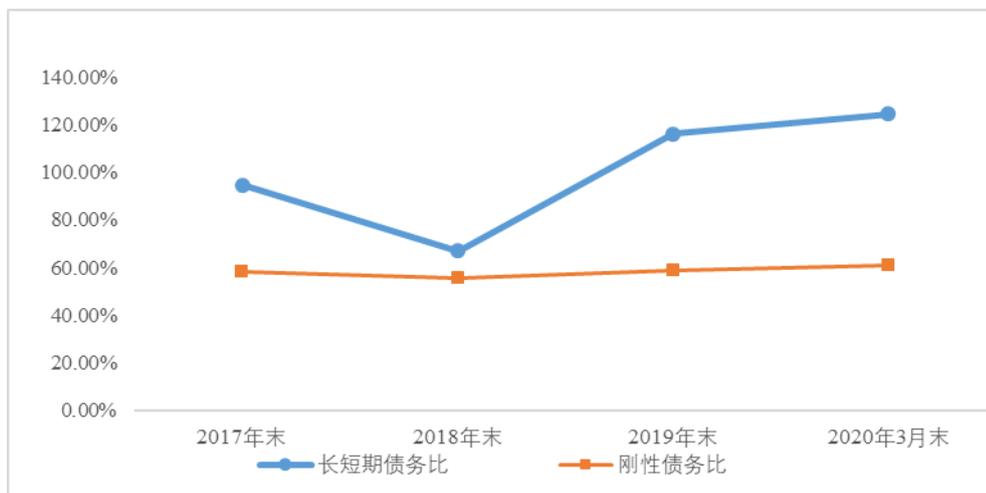
跟踪期内，该公司不断增加主业投入，对运营水厂和污水处理厂提标扩能，并在异地开发污水处理项目，资金需求持续上升，外部融资不断增加，负债规模呈上升趋势，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 133.43 亿元和 135.86 亿元，2019 年末同比增长 36.59%，同期末资产负债率分别为 52.66% 和 52.56%，2019 年资产负债率同比上升 5.97 个百分点，负债经营程度呈上升趋势。

得益于留存收益的不断积累和少数股东权益的增加，跟踪期内，该公司所有者权益持续增加，2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 119.95 和 122.64 亿元，其中，未分配利润分别为 61.39 亿元和 64.00 亿元，占所有者权益的比重分别为 51.18 和 52.19%，公司权益资本稳定性有待改善。2019 年，公司现

金分红（含税）金额为 3.45 亿元，同比增长 74.24%，现金分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 31.38%，同比上升 11.43 个百分点。

## （2）债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	49.83	54.44	78.66	82.55
应付账款 (亿元)	20.62	25.41	35.07	33.55
预收款项 (合同负债) (亿元)	4.02	6.25	6.67	6.97
其他应付款 (亿元)	5.15	4.90	5.00	5.23
刚性债务占比 (%)	58.14	55.73	58.96	60.76
应付账款占比 (%)	24.06	26.01	26.28	24.69
预收账款 (合同负债) 占比 (%)	4.69	6.40	5.00	5.13
其他应付款占比 (%)	6.01	5.01	3.75	3.85

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据绘制。

从债务期限来看，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 116.24%和 124.56%，2019 年末随长期借款增加及绿色债券发行，长短期债务比较上年末上升 49.24 个百分点。

从债务构成来看，该公司债务主要由刚性债务、应付款账、预收账款和其他应付款构成，2019 年末分别占负债总额的比例为 58.96%、26.28%、5.00%和 3.75%，以刚性债务为主。2019 年末及 2020 年 3 月末，刚性债务分别为 78.66 亿元和 82.55 亿元，占负债总额的比重分别为 58.96%和 60.76%，为债务的主要构成。同期末，应付账款分别为 35.07 亿元和 33.55 亿元，以一年内的应付工程款为主，其中 2019 年末应付账款较上年末增长 38.02%，主要系在建项目增加导致应付工程款增加所致。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司预收款项（合同负债）分别为 6.67 亿元和 6.97 亿元，2019 年同比增长 6.66%主要系已结算未完工的项目款。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司其他应付

款分别为 5.00 亿元和 5.23 亿元，主要为应付保证金、代政府收支的款项等。

### (3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>11.77</b>	<b>19.00</b>	<b>11.75</b>	<b>12.06</b>
其中：短期借款	10.38	6.00	7.01	7.51
一年内到期的长期借款	0.49	0.79	1.89	1.99
应付票据	0.48	0.45	1.55	0.90
其他短期刚性债务	0.42	11.75	1.30	1.67
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>38.06</b>	<b>35.45</b>	<b>66.91</b>	<b>70.48</b>
其中：长期借款	9.62	11.73	23.70	22.50
应付债券	24.93	18.94	36.72	36.73
其他中长期刚性债务	3.51	4.78	6.49	11.26

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

跟踪期内，该公司刚性债务以中长期为主。2019 年末及 2020 年 3 月末短期刚性债务分别为 11.75 亿元和 12.06 亿元，占刚性债务的比重分别为 14.94% 和 14.61%，总体来看短期刚性债务规模控制在较低水平，即期偿付压力可控。

从刚性债务构成来看，该公司刚性债务主要由长短期借款（含一年内到期的长期借款）、应付债券和其他中长期刚性债务构成。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长短期银行借款（含一年内到期的长期借款）分别为 32.61 亿元和 32.00 亿元，其中短期借款（含一年内到期的长期借款）分别为 8.90 亿元和 9.50 亿元；2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长期借款分别为 23.70 亿元和 22.50 亿元，2019 年末同比增长 102.07% 主要系用于偿还“14 兴蓉 01”。长期借款由保证借款、信用借款和抵质押借款构成，2019 年末占比分别为 29.63%、28.00% 和 42.37%。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司应付债券分别为 36.72 亿元和 36.73 亿元，2019 年末同比增长 93.88% 系增加“19 兴蓉绿色债 01”与“19 兴蓉绿色债 02”两期公司债所致。公司其他中长期刚性债务主要为长期应付款，2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 6.49 亿元和 11.26 亿元，主要为自 2015 年以来引入的国开发展基金有限公司投入自来水公司的专项建设资金和成都市政府拨付的用于污水处理项目和垃圾处置项目的专项债券资金。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	112.62	132.51	153.36	-
营业收入现金率（%）	103.88	109.64	96.39	75.96
业务现金收支净额（亿元）	16.48	20.02	18.57	0.09
其他因素现金收支净额（亿元）	0.10	-0.91	0.25	-0.24
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	16.57	19.11	18.81	-0.15
EBITDA（亿元）	18.42	20.64	22.42	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.41	0.40	0.34	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.25	9.75	8.11	-

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

随着业务规模的扩大，该公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，2019 年及 2020 年第一季度分别为 46.63 亿元和 7.47 亿元，2019 年同比增长 2.26%；同期营业收入现金率分别为 96.39% 和 75.96%，2019 年营业收入现金率同比下降 13.25 个百分点主要系受市场流动性降低影响，公司供排水管网业务回款速度放缓以及垃圾焚烧发电产能增加导致应收账款同比增加所致。此外，受新冠疫情影响工程业务类回款速度放缓 2020 年第一季度现金回笼情况有所弱化。2019 年及 2020 年第一季度，公司产生的经营活动现金净流量分别为 18.81 亿元和 -0.15 亿元，2019 年经营活动现金流持续较大净流入。

跟踪期内，该公司 EBITDA 仍主要来自于利润总额，列入财务费用的利息支出和固定资产折旧可以为其提供一定补充。2019 年，公司 EBITDA 分别为 22.42 亿元，同比增长 8.63%；同期 EBITDA 对全部利息支出覆盖倍数为 8.11 倍，对利息支出覆盖能力较强。

## (2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.77	0.32	-0.79	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-11.44	-22.41	-29.89	-6.69
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.81	0.57	0.58	0.07
投资环节产生的现金流量净额	-10.39	-21.51	-30.11	-6.62

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

跟踪期内，该公司投资活动现金流仍呈持续净流出状态，2019 年及 2020 年第一季度净流出额分别为 30.11 亿元和 6.62 亿元，2019 年同比增加 8.60 亿元。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产流出现金分别为 29.92 亿元和 6.73 亿元，随着在建项目的推进而不断增长。跟踪期内，公司对外投资计划较多，预计未来公司投资活动现金流将仍持续净流出状态。

## (3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	-1.51	-1.10	-1.94	0.06
债务类净融资额	2.31	2.23	20.15	3.79
其中：现金利息支出	1.88	2.02	2.37	0.36
其他筹资活动收支净额	-0.02	0.26	-0.35	-
筹资环节产生的现金流量净额	0.78	1.38	17.86	3.85

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款和发行债券满足资金需求。2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资活动现金流入分别为 41.02 亿元和 5.52 亿元，2019 年同比增长 134.75%，主要系当年公司偿还“14 兴蓉 01”及投资支出相对较多，资金需求有所上升，于当年发行两期公司债所致。2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资活动现金净流量分别为 17.86 亿元和 3.85 亿元。

## 4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年	2019 年	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	37.66	38.87	52.27	53.61
	20.08%	18.58%	20.63%	20.74%
其中：现金类资产（亿元）	24.03	22.89	29.49	26.57
应收账款（亿元）	7.38	8.14	10.95	15.01

主要数据及指标	2017 年末	2018 年	2019 年	2020 年 3 月末
存货 (亿元)	3.61	5.08	8.09	3.34
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	149.89	170.34	201.11	204.89
	79.92%	81.42%	79.37%	79.26%
其中: 固定资产 (亿元)	73.40	80.16	87.62	86.27
在建工程 (亿元)	24.35	34.08	32.67	37.58
长期应收款 (亿元)	11.49	11.16	15.78	15.73
无形资产 (亿元)	39.31	41.56	61.57	60.94
<b>期末受限货币资金金额 (亿元)</b>	<b>0.58</b>	<b>0.48</b>	<b>0.51</b>	-
<b>受限货币资金/总资产 (%)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.23</b>	<b>0.20</b>	-

资料来源: 根据兴蓉环境所提供数据整理。

跟踪期内, 随着业务规模的持续扩大, 该公司资产总额持续增长, 2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 253.37 亿元和 258.50 亿元, 其中非流动资产占比分别为 79.37% 和 79.26%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期应收款构成。2019 年末及 2020 年 3 月末, 固定资产分别为 87.62 亿元和 86.27 亿元, 主要包括房屋建筑物、管网资产、机器设备、运输设备、办公及其他设备等, 2019 年末较上年末增长 9.31%, 主要系由在建工程完工转入的绕城高速给水输水管线工程、渗滤液三期工程、天府国际机场净水厂及原水输水管道工程等项目; 在建工程分别为 32.67 亿元和 37.58 亿元, 2019 年末在建工程较上年末下降 4.14%, 主要系公司部分项目完工转固所致; 无形资产分别为 61.57 亿元和 60.94 亿元, 主要为特许经营权和土地使用权, 2019 年末较上年末增长 48.13%, 主要系隆丰环保发电项目、沛县地表水厂二期扩建及深度处理工程项目、郫县居民饮水保障工程和成都合作污水处理厂三期工程完工转入所致; 长期应收款分别为 15.78 亿元和 15.73 亿元, 2019 年末较上年末增长 41.44%, 主要系新增应收宁东和沛县等 PPP 项目款。

2019 年末及 2020 年 3 月末, 该公司流动资产分别为 52.27 亿元和 53.61 亿元, 主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2019 年末及 2020 年 3 月末, 公司货币资金分别为 29.49 亿元和 26.57 亿元, 其中受限货币资金分别为 0.51 亿元和 0.44 亿元, 主要为代管建设资金和履约保函保证金, 公司货币资金较为充裕, 能够为即期债务的偿付提供一定保障; 应收账款净额分别为 10.95 亿元和 15.01 亿元, 主要为政府的采购款, 随公司业务扩张 2019 年同比增长 34.51%; 存货分别为 8.09 亿元和 3.34 亿元, 2019 年末较上年末增长 59.39% 系建造合同形成的已完工未结算资产和工程施工增长所致。同期末, 其他流动资产分别为 1.66 亿元和 1.95 亿元, 2019 年末较上年末增长 133.63% 主要系公司下属公司待抵扣增值税增长所致。除此之外, 2020 年 3 月末, 公司新增合同资产 4.24 亿元。

2019 年末, 该公司受限资产合计为 11.08 亿元, 主要系受限货币资金 0.51 亿元以及 10.57 亿元因抵押贷款受限的无形资产, 受限资产合计占期末总资产

产的 4.37%，公司受限资产规模相对较小。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 27. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	85.58	66.46	84.71	88.61
速动比率 (%)	76.93	57.11	71.20	82.52
现金比率 (%)	54.70	39.19	47.81	43.99

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 84.71% 和 88.61%，速动比率分别为 71.20% 和 82.52%，2019 年末，公司流动比率和速动比率分别较上年末上升 18.25 个百分点和 14.09 个百分点，系公司发行两期公司债导致货币资金增长及应收款项增长所致，整体资产流动性较上年末有所增强。

## 6. 表外事项

或有负债方面，截至 2019 年末，该公司子公司自来水公司为成都城市燃气有限责任公司（简称“燃气公司”）的担保余额为 175.43 万欧元（折合人民币 0.14 亿元）。上述担保为自来水公司于 1993 年为燃气公司合计 1193.76 万欧元的法国政府贷款进行的担保余额，燃气公司一直接贷款协议履行还本付息义务。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要通过下属核心子公司开展各类业务，2019 年及 2020 年第一季度，母公司分别实现营业收入 0.26 亿元和 0.11 亿元，营业收入相对较小。2019 年末及 2020 年 3 月末，母公司资产总额分别为 120.38 亿元和 119.64 亿元，2019 年同比增长 10.40%；同期末，母公司资产负债率分别为 36.39% 和 36.08%，母公司负债经营程度较低。母公司资产主要集中于对下属子公司的长期股权投资，同期末母公司长期股权投资分别为 81.29 亿元和 82.70 亿元。母公司各下属子公司运作情况较好，公司能获得稳定的投资收益，2019 年及 2020 年第一季度母公司分别获得投资收益 7.25 亿元和 0.10 亿元。同期末，母公司负债总额分别为 43.81 亿元和 43.16 亿元，2019 年同比增长 22.09%，以非流动负债为主，主要是应付债券。2019 年母公司经营活动、投资活动及筹资活动现金流分别为 -0.42 亿元、-1.53 亿元和 3.36 亿元。总体来看，母公司债务以中长期刚性债务为主，财务杠杆尚处于较低水平，即期偿债压力不大。

## 外部支持因素

### 国有大型金融机构支持

截至 2020 年 3 月末，该公司从各大金融机构获得的授信总金额为 192.55 亿元，已使用 26.32 亿元，尚可使用的授信金额为 166.23 亿元；且公司为上市公司，直接融资渠道畅通，融资方式多样化。

**图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	授信额度	已使用额度
全部（亿元）	192.55	26.32
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	120.00	18.50
其中：大型国有金融机构占比（%）	62.32	70.29

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 19 兴蓉 G1 和 19 兴蓉 G2

上述企业债发行期限均为 5（3+2）年，附第 3 年末该公司调整利率选择权和投资者回售选择权。公司有权决定在上述企业债存续期的第 3 年末调整上述企业债后 2 年的票面利率，调整后的票面利率为上述企业债存续期前 3 年票面年利率加或减发行人提升或降低的基点。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司业务仍以供水和污水处理等水务业务为核心，同时以相关环保业务为补充。公司业务发展稳健，水务业务在成都市中心城区具有区域垄断地位，供水能力及污水处理能力进一步加强，各板块业务营业收入稳定增长，盈利能力保持较高水平。

跟踪期内，该公司在部门设置上并无重大变化，在管理制度方面有所更新。成都环境集团仍为公司控股股东，成都市国资委仍为公司实际控制人。

跟踪期内，随着该公司业务拓展，融资需求增加，公司负债规模逐年有所上升，但资产负债率仍维持在合理水平，短期刚性债务偿付压力较小；公司主营业务资金回笼能力较强，且经营性现金流持续较大规模净流入，能对债务偿付形成较强保障；再加上公司货币资金储备充裕，外部融资渠道畅通，整体债务偿付能力极强。

附录一：

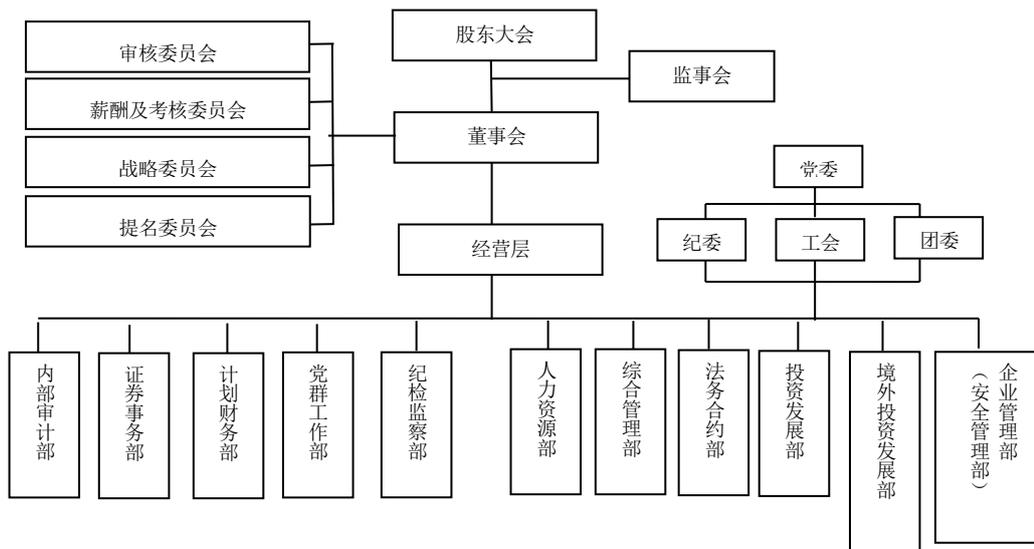
公司与实际控制人关系图



注：根据兴蓉环境提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据兴蓉环境提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					注册资本	总资产	总负债	营业收入	净利润	
成都环境投资集团有限公司	成都环境集团	公司之控股股东	—	自来水销售、污水处理和安装工程等	50.00	490.25	318.28	72.64	9.49	
<b>成都市兴蓉环境股份有限公司</b>	<b>兴蓉环境</b>	<b>本级</b>	<b>母公司</b>	<b>本部</b>	<b>29.86</b>	<b>120.38</b>	<b>43.81</b>	<b>0.26</b>	<b>6.16</b>	
成都市自来水有限责任公司	自来水公司	核心子公司	100.00	自来水生产与销售	27.80	87.06	34.26	20.56	6.26	
成都市兴蓉再生能源有限公司	再生能源	核心子公司	100.00	垃圾渗滤液处理	6.27	42.27	29.59	4.52	0.65	
成都环境水务建设有限公司	水务建设	核心子公司	100.00	供排水管网工程	2.00	18.07	14.26	8.60	0.93	

注：根据兴蓉环境 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	187.55	209.22	253.37	258.50
货币资金 [亿元]	24.03	22.89	29.49	26.57
刚性债务[亿元]	49.83	54.44	78.66	82.55
所有者权益 [亿元]	101.84	111.53	119.95	122.64
营业收入[亿元]	37.31	41.60	48.38	9.84
净利润 [亿元]	9.16	10.09	11.01	2.65
EBITDA[亿元]	18.42	20.64	22.42	-
经营性现金净流入量[亿元]	16.57	19.11	18.81	-0.15
投资性现金净流入量[亿元]	-10.39	-21.51	-30.11	-6.62
资产负债率[%]	45.70	46.69	52.66	52.56
权益资本与刚性债务比率[%]	204.38	204.85	152.49	148.57
流动比率[%]	85.58	66.46	84.71	88.61
现金比率[%]	54.70	39.19	47.80	43.99
利息保障倍数[倍]	6.27	6.57	5.49	-
担保比率[%]	0.18	0.15	0.11	-
营业周期[天]	112.62	132.51	153.36	-
毛利率[%]	41.19	40.79	38.93	44.51
营业利润率[%]	29.30	28.64	26.94	31.15
总资产报酬率[%]	7.00	7.01	6.56	-
净资产收益率[%]	9.48	9.46	9.51	-
净资产收益率*[%]	9.61	9.82	9.97	-
营业收入现金率[%]	103.88	109.64	96.39	75.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	39.98	37.29	31.31	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.56	-2.62	-9.78	-
EBITDA/利息支出[倍]	9.25	9.75	8.11	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.40	0.40	0.34	-

注：表中数据依据兴蓉环境经审计的2017-2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2)+365/(报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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

**附录五：**

**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（含）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（含）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。

## 评级声明

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。