

成都市兴蓉环境股份有限公司及其发行的公开发行债券

# 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(2021)100109】

**评级对象:** 成都市兴蓉环境股份有限公司及其发行的公开发行债券

	18 兴蓉环境 MTN001	19 兴蓉 G1	19 兴蓉 G2	20 兴蓉 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	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/2021年6月10日	AAA/稳定/AAA/2021年6月10日	AAA/稳定/AAA/2021年6月10日	AAA/稳定/AAA/2021年6月10日
<b>前次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2020年6月15日	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/2018年10月19日	AAA/稳定/AAA/2019年3月29日	AAA/稳定/AAA/2019年11月4日	AAA/稳定/AAA/2020年7月28日

### 主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021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	3.28	4.69	2.62	2.35
刚性债务	34.02	42.64	53.14	53.70
所有者权益	73.16	76.57	79.96	79.83
经营性现金净流入量	-0.72	-0.42	-0.02	-0.25
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	209.22	253.37	308.80	308.05
总负债	97.69	133.43	177.37	173.59
刚性债务	54.44	78.66	100.88	102.89
所有者权益	111.53	119.95	131.44	134.46
营业收入	41.60	48.38	53.71	11.88
净利润	10.09	11.01	13.23	2.98
经营性现金净流入量	19.11	18.81	27.51	0.33
EBITDA	20.64	22.42	26.26	—
资产负债率[%]	46.69	52.66	57.44	56.35
权益资本与刚性债务比率[%]	204.85	152.49	130.29	130.69
流动比率[%]	66.46	84.71	70.48	69.29
现金比率[%]	39.19	47.81	39.96	32.08
利息保障倍数[倍]	6.57	5.49	5.14	—
净资产收益率[%]	9.46	9.51	10.53	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	37.29	31.31	37.49	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.62	-9.78	-8.00	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.75	8.11	7.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.34	0.29	—

注:根据兴蓉环境经审计的2018-2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

林贤婧 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18兴蓉环境MTN001、19兴蓉G1、19兴蓉G2与20兴蓉01的跟踪评级反映了2020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。
- **未来面临一定的项目资金投入压力。**兴蓉环境所处的水务和环保行业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压力。
- **异地业务项目扩张风险。**水务行业具有行政垄断特征，兴蓉环境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。

## 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，运营难度或将加大

## ➤ 未来展望

通过对兴蓉环境及其发行的上述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；认为上述债券还本付息安全性极高，并给与上述债券 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公开发行债券

# 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 2018 年度第一期中期票据、2019 年第一期绿色债券、2019 年第二期绿色债券和 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期) (分别简称 18 兴蓉环境 MTN001、19 兴蓉 G1、19 兴蓉 G2 与 20 兴蓉 01) 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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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 2017 年 9 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 30 亿元中期票据发行额度, 有效期至 2019 年 9 月。“18 兴蓉环境 MTN001”于 2018 年 11 月 29 日发行, 发行金额为 5 亿元, 发行期限为 5 (3+2) 年。

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, 期限均为 5 (3+2) 年。

该公司于 2020 年发行“20 兴蓉 01”, 发行规模为 14 亿元, 发行期限为 5 (3+2) 年。

截至 2021 年 5 月末, 该公司已发行尚未到期的债券余额为 47.77 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 2021 年 5 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
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	正常
19 兴蓉 G2	10.00	10.00	5(3+2)	3.58	2019-11-28	2024-11-28	正常
20 兴蓉 01	14.00	14.00	5(3+2)	3.64	2020-08-06	2025-08-06	尚未开始还本付息
<b>合计</b>	<b>48.00</b>	<b>47.77</b>	-	-	-	-	-

资料来源: 兴蓉环境

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## **(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，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，预计在新增管网、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，政策持续推动下黑臭水体治理和长江大保护新兴领域需求快速增长，市场发展潜力较大。

### **A. 行业概况**

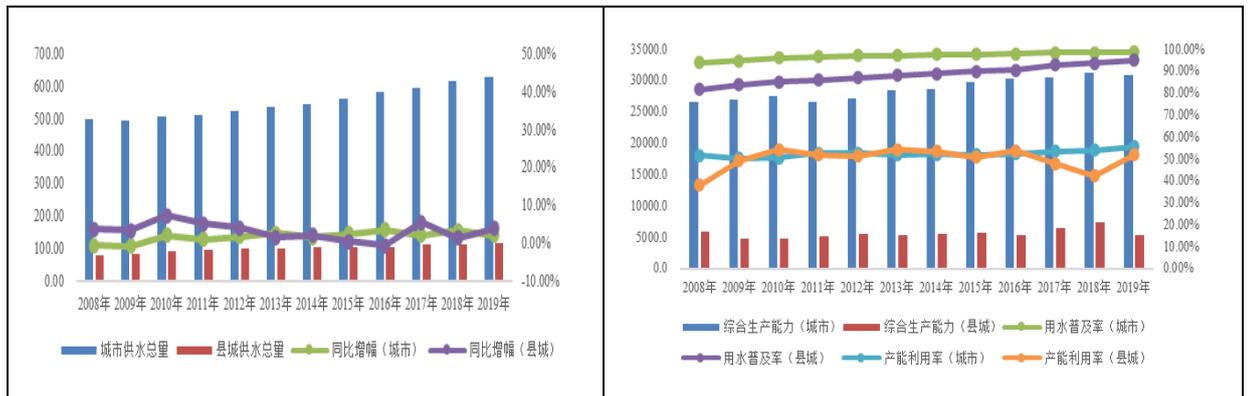
#### **a) 供水行业**

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。2019 年，

我国水资源总量为 29041.0 亿立方米<sup>1</sup>，同比增长 5.75%，人均水资源量 2077.70 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，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。2017-2019 年，全国用水总量分别为 6043.4 亿吨、6015.50 亿吨和 6021.20 亿吨，其中 2019 年生活用水、农业用水、工业用水和人工生态环境用水占用水总量的比重分别为 14.50%、61.20%、20.20% 和 4.10%，近三年用水格局基本稳定。

城市供水方面<sup>2</sup>，2017-2019 年，全国城市供水总量分别为 593.76 亿吨、614.64 亿吨和 628.30 亿吨，保持稳定增长态势，其中生活用水占比维持在 53%-55%，生产用水占比维持在 25%-28%。县城供水方面，2017-2019 年，全国县城供水总量分别为 112.84 亿吨、114.51 亿吨和 119.09 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运营奠定了良好的基础。

图表 2. 2008-2019 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：《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2017-2019 年，全国城市的供水固定资产投资总额分别为 580.1 亿元、543.0 亿元和 560.1 亿元；2019 年末，全国城市供水综合生产能力为 3.09 亿吨/日，同比小幅下降 1.00%；产能利用率为 55.71%<sup>3</sup>，同比上升 1.76 个百分点；用水普及率为 98.78%，同比上升 0.42 个百分点。2017-2019 年，全国县城供水固定资产投资总额分别为 226.3 亿元、144.1 亿元和 168.11 亿元；2019 年末全国县城供水综合生产能力为 0.63 亿吨/日，同比减少 14.98%；产能利用率为 51.76%，同比上升 9.45 个百分点；用水普及率为 95.06%，同比上升 1.26 个百分点。

整体来看，近年来城市和县城供水固定资产投资增幅呈周期性波动，但目前城市和县城的供水普及率均已处于较高水平，自 2018 年起整体投资规模相对下降，且产能利用率均维持在 50% 左右，行业发展趋稳，短期内新增供水能

<sup>1</sup> 数据来源：中华人民共和国水利部《2019 年中国水资源公报》。

<sup>2</sup> 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 12 月公布的《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》。

<sup>3</sup> 根据 2019 年全国城市供水总量和综合生产能力测算。

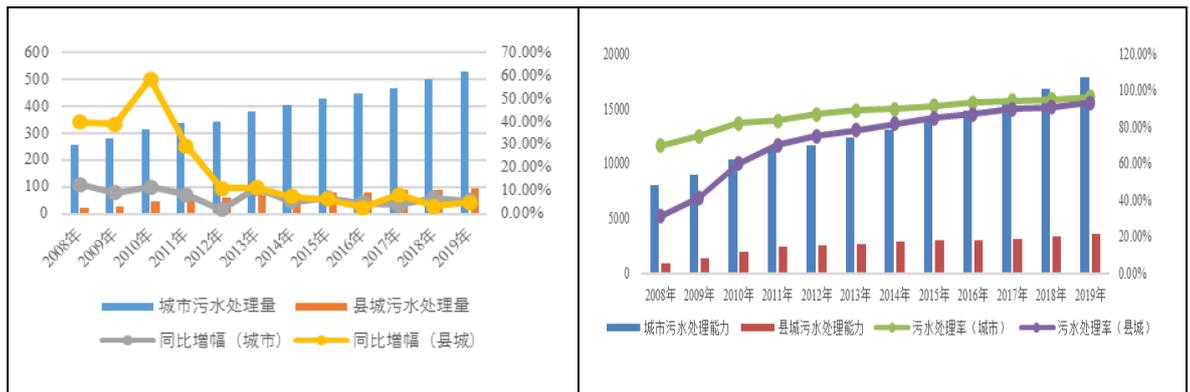
力压力不大。

### b) 污水处理

2017-2019 年<sup>4</sup>，我国城市污水排放量分别为 492.39 亿吨、521.12 亿吨和 554.65 亿吨，污水处理量分别为 465.49 亿吨、497.61 亿吨和 525.85 亿吨，污水处理率分别为 94.54%、95.49%和 96.81%。2017-2019 年，我国县城污水排放量分别为 95.07 亿吨、99.40 亿吨和 102.30 亿吨，污水处理量分别为 87.77 亿吨、90.64 亿吨和 95.01 亿吨，污水处理率分别为 90.21%、91.16%和 93.55%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长。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。

固定资产投资方面，2017-2019 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 450.8 亿元、802.6 亿元、803.7 亿元；2017-2019 年县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 104.7 亿元、168.0 亿元和 176.0 亿元。截至 2019 年末，我国城市共有污水处理厂 2471 座，比上年末增加 150 座，日污水处理能力为 17863 万吨，同比增长 5.82%；2019 年末县城共有污水处理厂 1669 座，比上年末增加 71 座，日污水处理能力为 3587 万吨，同比增长 6.53%。

图表 3. 2008-2019 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：《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》

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治理成本，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>4</sup> 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 12 月公布的《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》。

<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11月末，全国36个大中城市居民生活用水价格（不含污水处理费、水价附加等）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11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，污水处理收费标准基本达到要求。

## B. 政策环境

**2020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，同时长江经济带生态环境保护相关政策继续出台，进一步推进行业投融资。**

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》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，但同时，区域范围内规模以上工业企业数量在全国占比49%。长期以来，中上游地区经济发展过度依赖资源消耗、规模扩张的粗放发展模式，化工园区存在缺乏科学管理、产业结构不合理、发展机制落后等问题，对当地环境造成巨大压力。长江生态保护工作的启动，是继集中式饮用水水源地治理、城市黑臭水体治理之后，水环境治理市场的进一步扩容。

2020年6月，国家发改委、财政部、生态环境部等有关部门共同研究编制了《全国重要生态系统保护和修复重大工程总体规划（2021-2035年）》，指出2021-2025年，要着重抓好国家重点生态功能区、生态保护红线、重点国家级自然保护地等区域的生态保护和修复，解决一批重点区域的核心生态问题，将全国重要生态系统保护和修复重大工程规划布局在黄河重点生态区（含黄土高原生态屏障）、长江重点生态区（含川滇生态屏障）等重点区域。随着水务行业相关政策推动力度持续，长江保护修复和黄河流域治理开启导致水环境治理

<sup>6</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。

领域市场进一步扩容。

**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	《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》	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;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;强调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。
2019/4	《长江经济带绿色发展专项中央预算内投资管理暂行办法》	根据专项中央预算内投资补助标准,生态环境突出问题整改项目、长江生态环境污染治理“4+1”工程项目、绿色发展示范工程、长江干支流生态环境监测项目,对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的 45%、60%予以补助;沿江黑臭水体整治项目对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的 45%、60%予以补助,单个项目不超过 1 亿元。
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	《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》	2020-2022 年开展试点,探索建立流域生态补偿标准核算体系,完善目标考核体系、改进补偿资金分配办法,规范补偿资金使用。
2020/5	《关于营造更好发展环境 支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》	围绕营造公平开放的市场环境、完善稳定普惠的产业支持政策、推动提升企业经营水平、畅通信息沟通反馈机制等方面,提出了十二条支持民营节能环保企业健康发展的政策措施。
2020/6	《全国重要生态系统保护和修复重大工程总体规划(2021-2035 年)》	明确了到 2035 年全国生态保护和修复工作的总体要求和主要目标,提出了各项重大工程的重点任务和政策措施,包括黄河重点生态区和长江重点生态区生态保护和修复重大工程,形成了推进全国重要生态系统保护和修复重大工程的基本框架。

资料来源:公开信息,新世纪评级整理

### C. 竞争格局/态势

水务行业资金密集度高,项目大型化、综合化特征明显,国有及国有控股企业凭借融资优势加大了行业资源整合力度。2020 年以来,债券市场风险事件不断,民企在融资方面的弱势已开始凸显。而水务行业对资金依赖度较强,尤其是以投资驱动的水务投资类公司和工程类公司,自 2018 年以来去杠杆、PPP 项目规范化发展,行业面临项目融资困难、项目推进放缓等问题,导致部分民营水务企业债券出现违约。

另一方面,水务行业作为近年来政策大力推动的产业之一,发展得到国家政策支持,行业外资本进入仍然具有较强的驱动力。大型国有及国有控股企业

凭借其融资便利及融资成本优势，大力度介入水务业务领域，尤其是污水处理业务领域。

我国环保行业经过多年发展，环境服务正逐渐从过去的点状、末端治理向生态文明建设转变，政府、工业园区等客户需要有一个综合的环境服务平台来给他们提供一揽子环境咨询策划和解决方案，而非原本以点源处理出发的水处理、土壤治理等专业化企业，因此这就需要环保企业（或联合体）同时具有设计、工程和大规模投资能力，环保企业的综合性、平台化已是大势所趋。

**图表 5. 行业内核心样本企业 2020 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（产品或服务类别）				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%	净利润	经营性净现金流
北控水务集团有限公司*	全国	253.61	38.37	1418.70	2454.22	1744.01	67.25	52.41	-36.62
北京首创股份有限公司	全国	192.25	29.94	586.00	779.00	1005.68	64.81	16.02	44.54
成都环境投资集团有限公司	全国	84.13	28.07	301.80	311.54	596.11	68.53	10.34	33.35
中国水务投资有限公司	全国	52.48	31.20	-	-	241.05	69.73	3.75	20.16
天津创业环保集团股份有限公司	全国	33.64	35.04	31.50	537.60	188.03	59.68	6.06	5.32
中国光大水务有限公司*	全国	56.63	38.86	-	475.50	269.08	57.61	10.86	-13.22

资料来源：新世纪评级整理（\*单位为亿港元）。

#### D. 风险关注

**2020 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，叠加疫情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，2020 年以来受新冠疫情影响我国经济增长压力加大，增速放缓，在此背景下，预计短期内水价调升压力加大。

随着《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》等政策出台，预计污水处理企业出水的高标准仍将持续，水务企业通过增加药剂使用量或处理工序以提高出水水质，势必继续推高运营成本，此外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，区域财力偏弱的问题，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，水务企业未来项目回款不确定性仍然较大。

**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至关重要。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其盈利能力。2020 年以来，受新冠疫情影响，水务企业补流需求提升，债券发行规模、发行利率有所提升，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。截至 2020 年末，成都市下辖锦江、青羊、金牛、武侯、成华、龙泉驿、青白江、新都、温江、双流、郫都、新津 12 个区，简阳、都江堰、彭州、邛崃、崇州 5 个县级市，金堂、大邑、蒲江 3 个县。2019 年末成都市常住人口 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。2018-2020 年，成都市分别实现地区生产总值 15342.8 亿元、17012.7 亿元和 17716.7 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 8.0%、7.8%和 4.0%。2020 年，全市第一产业增加值为 655.2 亿元，同比增长 3.3%；第二产业增加值为 5418.5 亿元，同比增长 4.8%；第三产业增加值为 11643.0 亿元，同比增长 3.6%。同年，全市三次产业结构由 2019 年的 3.6:30.8:65.6 调整为 3.7:30.6:65.7，产业结构继续优化。

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。2020 年，全市规模以上工业增加值比上年增长 5.0%，八大特色优势产业合计同比增长 6.5%，上述八大特色优势产业规上工业增加值同比分别增长 14.4%、-1.7%、1.9%、6.2%、7.3%、3.9%、-3.9%、-5.5%。

图6. 2018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	2018年		2019年		2020年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	15342.8	8.0	17012.7	7.8	17716.7	4.0
其中：第一产业增加值	522.6	3.6	612.2	2.5	655.2	3.3
第二产业增加值	6516.2	7.0	5244.6	7.0	5418.5	4.8
第三产业增加值	8304.0	9.0	11155.9	8.6	11643.0	3.6
三次产业结构	3.4:42.5:54.1		3.6:30.8:65.6		3.7:30.6:65.7	
工业增加值	5663.8	7.6	--	--	--	--
固定资产投资	8341.1	10.0	--	10.0	--	9.9
社会消费品零售总额	6801.8	10.0	7478.4	9.9	8118.5	-2.3
进出口总额	4983.2	26.4	5822.7	16.9	7154.2	22.4

资料来源：2018-2020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，2018-2020年成都市固定资产投资同比增速分别为10.0%、10.0%和9.9%。2020年，成都市第一、第二、第三产业投资分别同比增长3.4%、2.7%和12.6%。

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、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、省下达的年度考核目标，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2020年成都市政府工作报告，成都市将继续坚持重拳治水，大力推进锦江生态治理，加快建设沱江团结水利枢纽。市政府已将完成中心城区市政排水管网重大病害治理500公里、20户以上农民集中居住区生活污水处理设施覆盖率达90%等列入成都市2021年民生实事工作目标。此外，根据《成都市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，成都市将加强水务基础设施建设，突出战略布局、安全集约，加快推进供排净一体化改革，加强水务基础设施建设，提高水务保障能力。实施重大水利工程，加强引水工程和大中型水库工程建设，集中建成一批骨干枢纽和重点水源工程。立足全域城乡统筹，优化城乡供水管网设施布局，实施供水管网跨区域连通互济工程，推动供水设施提标改造，继续实施农村供水安全保障工程。

总体来看，近年来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，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持续加强，环保业务产能亦得到了较好释放，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、垃圾发电及污泥处置等。近年来，公司业务发展稳健，2018-2020年及2021年第一季度，公司分别实现营业收入41.60亿元、48.38亿元、53.71亿元和11.88亿元，呈持续增长态势；其中，自来水供应业务为公司最主要的收入来源，同期该项业务收入占比分别为58.20%、57.62%、53.36%和49.36%，随着在建项目的陆续投产及异地扩张持续推进，公司污水处理和环保业务收入增速较快，自来水供应业务收入占比持续下滑。

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、薛城、汶川县、理县、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、西安、银川、深圳、宁东、巴中、石家庄和阿坝藏族羌族自治州	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（亿元，%）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	41.60	48.38	53.71	11.88	9.84
其中：自来水供应业务收入（亿元）	24.21	27.88	28.66	5.86	4.64
在营业收入中所占比重（%）	58.20	57.62	53.36	49.36	47.15
污水处理业务收入（亿元）	11.82	13.19	15.83	4.00	3.42
在营业收入中所占比重（%）	28.43	27.26	29.48	33.65	34.82
环保业务收入（亿元）	4.35	5.48	7.07	1.86	1.67
在营业收入中所占比重（%）	10.45	11.34	13.16	15.69	17.01
毛利率（%）	40.79	38.93	40.02	42.46	44.51
其中：自来水供应业务（%）	43.89	40.40	39.70	43.76	46.68
污水处理业务（%）	38.10	38.69	40.20	39.08	42.33
环保业务（%）	32.27	33.87	36.97	41.44	42.95

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。2018-2020年，自来水供应业务收入分别为24.21亿元、27.88亿元和28.66亿元，主要来自于自来水制售业务，近年来在年售水量持续增长的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18.52亿元、19.91亿元和20.00亿元。2018-2020年，公司自来水供应业务毛利率分别为43.89%、40.40%和39.70%，2019年同比下降3.49个百分点，主要系供排水管网业务自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；2020年同比下降0.70个百分点，主要系年初受新冠疫情相关管控措施影响，建材采购成本有所上升，当年供排水管网工程业务毛利率同比小幅下降0.57个百分点所致。但总体来看，自来水供应业务毛利率仍保持在较高水平。

2021年第一季度，该公司自来水供应业务收入同比增长26.43%至5.86亿元，主要系上年同期受新冠疫情影响，施工类企业停工影响供排水管网工程进度，收入同比明显下滑所致。2021年第一季度，由于毛利率相对偏低的供排水管网工程业务收入同比呈现恢复性增长，其收入占比提升导致自来水供应业务毛利率同比下降2.92个百分点至43.76%。

#### 规模

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，特许经营期限多数为30年，业务范围覆盖成都市中心城区（不包括成都铁路局自来水厂供水范围及武侯区金花镇）、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）、阿坝州薛城、汶川县、海南和江苏等地，2020年公司自来水供应范围新增理县米亚罗镇、桃坪镇和汶川县。

截至2021年3月末，该公司已投入运营及委托运营的水厂共15座，日供水能力合计达327.10万吨。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。

**图表 9. 截至 2021 年 3 月末，公司已投入运营及委托运营的自来水厂情况（单位：万吨）**

供水水厂	供水区域	供水规模	经营模式
成都市第二自来水厂	成都市中心城区、高新区、天府新区直管区、郫都区郫筒镇、犀浦镇等九个镇；冠县龙泉、新都、双流三个区县供水。	23	特许经营
成都市第五自来水厂		15	特许经营
成都市第六自来水厂		140	特许经营
成都市第七自来水厂一期		50	特许经营
成都市第七自来水厂二期		50	特许经营
天府国际机场专供水厂	成都市东部新区天府国际机场	2.5	自建自营
金堂沱源自来水厂	赵镇、三星、清江、官仓及栖	10	特许经营

供水水厂	供水区域	供水规模	经营模式
	贤		
汶川县自来水厂	汶川县	1	特许经营
阿坝州薛城自来水厂	薛城镇	0.3	委托运营
理县胆杂木自来水厂	理县	0.5	特许经营
理县打色尔自来水厂	理县	0.5	特许经营
米亚罗镇自来水厂	米亚罗镇	0.2	特许经营
桃坪镇自来水厂	桃坪镇	0.3	特许经营
海南文昌市清澜自来水厂	文昌新市区及周边农村地区	3.8	特许经营
江苏沛县自来水厂	沛县	30	PPP
<b>合计</b>	-	<b>327.10</b>	-

资料来源：兴蓉环境

管网建设方面，城市管网由政府出资建设，输水管网则由该公司自行投资建设，近年来，随着水厂规模的逐步扩大，公司亦不断加强输水管道建设。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司供水管网长度分别为 6973.11 千米、9289.43 千米、11765.74 千米和 11866.92 千米。伴随着成都市经济的发展和供水能力的提升，近年来公司年售水量持续增长，2018-2020 年及 2021 年第一季度分别为 8.19 亿吨、8.89 亿吨、8.97 亿吨和 2.21 亿吨。

**图表 10. 2018 年以来公司供水业务情况**

指标名称	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 3 月（末）
供水能力（万吨/日）	302.30	303.60	327.10	327.10
供水量（亿吨）	9.82	10.58	10.56	2.66
售水量（亿吨）	8.19	8.89	8.97	2.21
供水管网（千米）	6973.11	9289.43	11765.74	11866.92

资料来源：兴蓉环境

## 政策

供水价格方面，成都市自来水终端价格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。2013 年和 2014 年，根据成发改价格[2013]1071 号文、成发改价格[2013]1183 号文及成发改价格[2014]1090 号文，成都市对上游水资源税和原水费进行了上调，同时，自来水终端价格按规定实施同步同幅度联动调整。2015 年，根据成发改价格[2015]1067 号文，成都市实施中心城区居民用水阶梯价格，原居民水价调整为第一阶梯水价，但由于公司户表客户比例很低，绝大部分为合表用户，阶梯水价实施后，对公司水费收入影响有限。总体来看，成都市终端供水价格与上游水价的联动调整机制一定程度上保障了公司供水业务的盈利水平。

图表 11. 截至 2021 年 3 月末成都市主城区、郫都区水价构成（单位：元/吨）

用水类别	包含类型	城市供水运营水费	水利工程水费	水资源税	污水处理费 <sup>7</sup>	终端价格	
居民生活用水	一户一表执行阶梯水价（吨/户表·年）	第一阶梯：0-216 吨	1.74	0.24	0.10	0.95	3.03
		第二阶梯：217-300 吨	2.61	0.24	0.10	0.95	3.90
		第三阶梯：301 吨以上	5.22	0.24	0.10	0.95	6.51
	合表（含居民住宅用水；学校教学、学生生活用水；部队、武警的干部家属生活用水）	1.74	0.24	0.10	0.95	3.03	
非居民生活用水	除居民生活用水、特种行业用水外的其他	2.69	0.24	0.10	1.40	4.43	
特种行业用水	含桑拿、洗浴、浴足等洗浴行业用水	10.29	0.24	0.10	4.50	15.13	
	洗车用水	6.39	0.24	0.10	3.40	10.13	
	其他	5.39	0.24	0.10	1.80	7.53	

资料来源：兴蓉环境

收费结算方式上，该公司采取向客户直接收取水费或通过第三方代收协议由第三方代收水费。公司销售自来水根据营销部门统计的实际销售水量并与计费系统收费单核对后确认当月销售数量，以此销售数量乘以物价部门核定的执行单价（不含增值税、污水处理费等相关税费）确认当月销售额。结算时客户可根据实际情况选择现金缴费或转账缴费，同时，除可在公司自建收费点缴费外，还可通过与公司合作的第三方代收机构缴纳水费。目前，公司自建收费网点 11 个；与公司合作的代收机构已达 8 家，同时开通了支付宝、微信、和包支付等网上缴费方式，方便客户缴纳水费。

### 成本

该公司在成都市范围内的所有水厂的原水均取自岷江内江水系中的徐堰河、柏条河和沙河，并通过自有自来水厂对原水进行沉砂、过滤及消毒等处理，最终将达标的成品水输配给终端用户。岷江全长 1279 公里，流域面积 13.35 万平方公里，年均径流量 900 多亿吨，水量丰富。在供水成本方面，公司供水成本主要包括原水费、折旧、人工、动力电和制水材料等。近年来，公司供水成本随着供水量的增加而逐年增长。

图表 12. 2018 年以来公司供水成本情况（单位：亿元）

指标	2018 年	2019 年	2020 年
原材料	3.34	3.58	3.55
人工	2.23	2.50	2.35
能源和动力	0.37	0.41	0.42
折旧	2.55	2.76	3.03
其他	0.87	0.80	0.75

<sup>7</sup> 根据成都市发展和改革委员会《关于调整中心城区污水处理收费标准的通知》（成发改价格[2016]661 号），2017 年 1 月 1 日起居民污水处理费收费标准由每吨 0.90 元调整为每吨 0.95 元，非居民和特种行业污水处理收费标准暂不调整，有效期 5 年。

指标	2018年	2019年	2020年
合计	9.36	10.05	10.10

资料来源：兴蓉环境

## B. 污水处理业务

### 规模

该公司污水处理业务主要覆盖成都市中心城区，近年来不断向兰州、深圳、西安、银川、石家庄和巴中等地拓展，但成都市范围内的污水处理量占比仍保持在 70% 左右。近年来，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，再加上公司改扩建工程的逐步完工，近三年污水处理能力逐年提升。2018-2020 年及 2021 年第一季度分别为 288.74 万吨/日、302.30 万吨/日、320.42 万吨/日和 320.12 万吨/日。随着污水处理能力的提升，公司的污水处理量和污水处理收入也逐年增加，同期公司污水处理量分别为 9.54 亿吨、9.88 亿吨、10.29 亿吨和 2.52 亿吨，污水处理收入分别为 11.82 亿元、13.19 亿元、15.83 亿元和 4.00 亿元。

图表 13. 2018 年以来公司污水处理业务情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
污水处理能力（万吨/日）	288.74	302.30	320.42	320.12
其中：成都（万吨/日）	203.75	215.55	215.55	215.25
污水处理量（亿吨）	9.54	9.88	10.29	2.52
其中：成都（亿吨）	6.65	7.09	7.21	1.71

资料来源：兴蓉环境

### 资源

#### ● 成都市

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 2021 年 3 月末，公司在成都市拥有 13 座污水处理厂，合计污水日处理能力为 215.25 万吨。2020 年公司在成都市新增自建的三道堰第二污水处理厂，设计日处理能力为 2.50 万吨，已于 2020 年 8 月投产试运行。截至 2021 年 3 月末，三道堰第二污水处理厂项目累计投资 2.57 亿元，其中自有资金 1.03 亿元。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司成都市污水处理量分别为 6.65 亿吨、7.09 亿吨、7.21 亿吨和 1.71 亿吨，污水处理量逐年增长，区域规模优势明显。

图表 14. 截至 2021 年 3 月末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	1.83
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	

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3月	3.00
唐元镇污水处理厂	0.3	2019年2月	2.21
唐昌镇污水处理厂	0.5	2019年3月	1.64
成都合作污水处理厂三期 <sup>8</sup>	10	2019年7月	3.41
三道堰第二污水处理厂	2.5	2020年8月	尚未核价
<b>小计</b>	<b>215.25</b>	-	-

资料来源：兴蓉环境

成都市政府对该公司的采购结算价格每三年核定一次。2017年6月，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，目前首期污水处理服务费单价执行期已满，公司正在向成都市高新区管委会申请核价。

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。截至2021年3月末，该项目已累计投资11.74亿元，目前已进入试运行阶段，预计于2021年7月开始商业运行。

<sup>8</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。

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2021年3月末已投资2.27亿元。

### ● 异地

跟踪期内，该公司异地污水处理项目仍稳步推进，公司在保持成都市中心城区垄断优势地位的同时还进行了对外扩张，实现了跨区域经营。公司先后在兰州、西安、银川、深圳、宁东、巴中、石家庄和阿坝藏族羌族自治州等城市投建22座污水处理厂，截至2021年3月末合计污水日处理能力为104.87万吨。2020年，公司增加石家庄经济技术开发区污水处理厂、汶川县城污水处理厂等多座污水处理厂，新增污水日处理能力18.57万吨。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得以提升，2018-2020年及2020年第一季度分别为2.89亿吨、2.79亿吨、3.08亿吨和0.81亿吨。

**图表 15. 截至 2021 年 3 月末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	1.11	
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
巴中市污水处理厂迁建工程	BOT	7.5	2020年	1.17	28年
宁东临河污水处理厂	PPP	2	2017年	5.4/2.4/11	30年
宁东化工新材料园区污水处理厂	PPP	0.5	2017年	5.4/2.4/11	30年
宁东煤化工园区污水处理厂	PPP	0.5	2017年	5.4/2.4/11	30年
石家庄经济技术开发区污水处理厂	BOT/TOT/ROT	10	2020年	4.79/2.68/2.10	30年
理县县城污水处理厂	TOT	0.4	2019年	不适用(注1)	30年
茂县县城污水处理厂	TOT	0.6	2019年	不适用(注1)	30年
汶川县城污水处理厂	TOT	0.45	2020年	不适用(注1)	30年
三江污水处理厂	TOT	0.1	2020年	不适用(注1)	30年
水磨污水处理厂	TOT	0.3	2020年	不适用(注1)	30年

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
漩口新建污水处理厂	TOT	0.15	2020年	不适用(注1)	30年
黑水县城市生活污水处理厂	委托运营	0.2	2019年	不适用(注2)	半年一签
理县薛城镇污水处理厂	委托运营	0.04	2018年	不适用(注2)	一年一签
理县古尔沟污水处理厂	委托运营	0.04	2018年	不适用(注2)	一年一签
理县米亚罗镇污水处理厂	委托运营	0.03	2018年	不适用(注2)	一年一签
朴头镇朴头村污水处理厂	委托运营	0.04	2020年	不适用(注2)	一年一签
朴头镇关口村污水处理厂	委托运营	0.03	2020年	不适用(注2)	一年一签
<b>合计</b>	-	<b>104.87</b>	-	-	-

注1：阿坝兴蓉及子公司所负责运营的上述污水处理厂的回报方式为可行性缺口补助，污水处理相关成本由政府补偿。

注2：阿坝兴蓉及子公司委托运营成本据实结算，并向政府收取固定的委托运营服务费。

资料来源：兴蓉环境

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。2018-2020年及2021年第一季度，公司污水处理业务毛利率分别为38.10%、38.69%、40.20%和39.08%，整体维持在稳定水平。

此外，近年来，该公司还积极通过PPP模式开拓水务相关业务，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、彭州市工业污水厂一期PPP项目和新津红岩污水处理厂改扩建PPP项目。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 16. 截至 2021 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	30 年 (含建设期 3 年)	24.76	6.64	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	4.29	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
彭州市工业污水厂一期 PPP 项目	22 年(含建设期)	2.08	0.53	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
新津红岩污水处理厂改扩建 PPP 项目	29.5 年(含建设期 1.5 年)	7.79	0.59	成都市新津水城水务投资有限责任公司、成都建工集团有限公司	75.00
<b>合计</b>	-	<b>46.68</b>	<b>12.05</b>	-	-

资料来源：兴蓉环境

### C. 环保业务

跟踪期内，该公司环保业务仍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。2018-2020年和2021年第一季度，环保业务分别实现营业收入4.35亿元、5.48亿元、7.07亿元和1.86亿元，收入规模逐年扩大。同期，环保业务毛利率分别为32.27%、33.87%、36.97%和41.44%，随着该部分业务的快速发展，毛利率水平有所提高。

#### 垃圾渗滤液处理

跟踪期内，该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。公司获取的垃圾渗滤液处理项目特许经营权范围为成都市固体废弃物卫生处置场，期限为20年（自2011年1月1日起至2030年12月31日止）。目前公司垃圾渗滤液处理的特许经营服务规模为4300吨/日。公司垃圾渗滤液处理业务的结算价格每三年核定一次，其中第三期结算价格为每吨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。由于垃圾渗滤液处理厂三期2019年10月投产，运营时间很短，难以准确预测运营成本，成都市城市管理局同意第四期渗滤液处理结算价格核定工作推迟至2021年，2020年渗滤液处理结算价暂按第三期结算价163.50元/立方米进行结算。2018-2020年及2021年第一季度，公司垃圾渗滤液处理量分别为68万吨、84万吨、127万吨及33.51万吨，分别实现垃圾渗滤液处理业务收入1.16亿元、1.77亿元、2.61亿元和0.69亿元，毛利率分别为38.00%、43.33%、37.91%及40.78%，其中2020年垃圾渗滤液处理量大幅上升主要系成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容工程（三期）于2019年10月投运所致。

#### 污泥处置

跟踪期内，该公司的污泥处理业务仍主要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，根据成特许委[2012]10号文，公司污泥处理的特许经营权期限为30年（自2013年1月1日起至2042年12月31日止），服务范围为成都市中心城区。公司拥有的成都市第一城市污水污泥处理厂（二期）项目于2020年7月开始商业运行，设计日处理能力为200吨；成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目于2020年12月31日开始商业运行，设计日处理能力为400吨。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。2018-2020年及2021年第一季度，公司污泥处理量分别为14.88万吨、14.07万吨、20.00万吨和6.35万吨，污泥处理收入分别为0.93亿元、0.92亿元、1.31亿元及0.42亿元，其中2020年污泥处置量明显增加主要系成都市第一城市污水污泥处理厂（二期）项目于当年投运所致。

## 垃圾焚烧发电

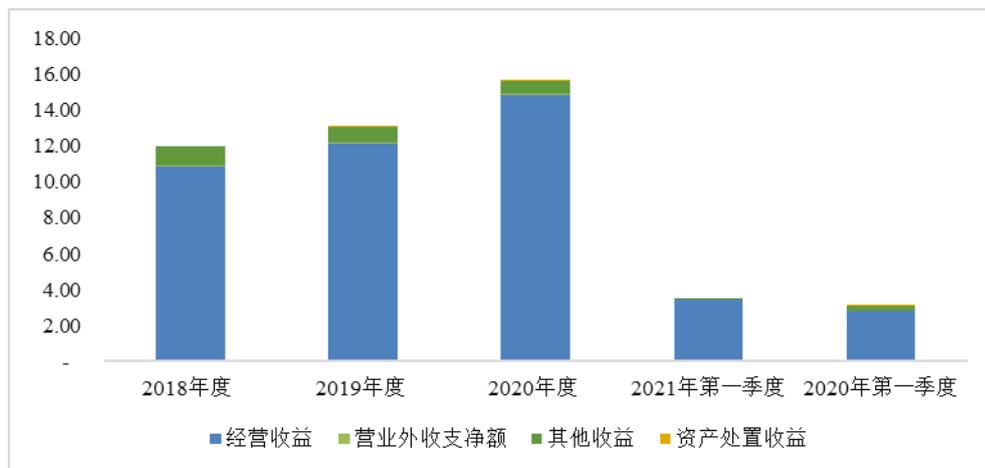
跟踪期内，该公司的垃圾焚烧发电业务仍由再生能源负责运营，采取特许经营方式。成都市万兴环保发电厂已于 2017 年 3 月整体投入运营，主要负责成华区、锦江区等区域的垃圾焚烧，日处理生活垃圾 2400 吨，是我国西部地区规模最大的生活垃圾焚烧发电厂。2015 年 7 月，再生能源与成都环境集团共同出资成立了成都市兴蓉隆丰环保发电有限公司，负责成都隆丰环保发电厂项目的投资、建设、运营及管理，项目特许经营期 25 年，设计日处理城市生活垃圾 1500 吨，项目在特许经营期内收入包括生活垃圾处理服务费收入和发电收入，隆丰发电项目于 2018 年年底点火试运，设计日处理垃圾 1500 吨。此外，万兴环保发电厂（二期）项目于 2020 年 12 月 30 日成功实现点火试运行，圆满完成“72+24”小时满负荷试运行。该项目日处理生活垃圾 3000 吨，为成都市日处理规模最大的垃圾焚烧发电项目。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司垃圾焚烧发电量分别为 31475 万度、46732 万度、52926 万度和 12613 万度，分别实现业务收入 2.14 亿元、2.60 亿元、2.79 亿元及 0.68 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。

## 中水服务

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》，特许经营期限自 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。根据 2020 年 12 月 18 日成都市水务局与公司签订的《成都市中心城区中水服务特许经营权协议之成都市第八再生水厂再生水利用工程（一期）服务协议》，合同从 2018 年 10 月 30 日至 2038 年 12 月 31 日，中水服务单价由成都市财务局每 3 年核定一次，中水单价暂按 0.39 元/吨结算，待核价后对结算金额多退少补。目前，公司运营及在建的中水利用项目规模为 95 万吨/日，2020 年实现中水售水总量 10852 万吨。

## (2) 盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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。2018-2020年及2021年第一季度，公司分别实现营业毛利16.97亿元、18.83亿元、21.49亿元和5.04亿元，受益于业务规模的扩张逐年增加。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，2018-2020年及2021年第一季度，公司综合毛利率分别为40.79%、38.93%、40.02%和42.46%，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。

2018-2020年及2021年第一季度，该公司期间费用分别为4.88亿元、5.43亿元、5.83亿元和1.22亿元，期间费用率分别为11.74%、11.23%、10.86%和10.28%，近年来期间费用率持续下降。公司期间费用主要由管理费用、财务费用和销售费用等构成，2020年分别占比为60.48%、19.62%和19.43%。2018-2020年及2021年第一季度，管理费用分别为2.85亿元、3.20亿元、3.53亿元和0.74亿元，2020年同比增长10.27%，增幅主要来自职工薪酬的增长。2018-2020年及2021年第一季度，销售费用分别为1.10亿元、1.19亿元、1.13亿元和0.18亿元，主要是销售人员职工薪酬等；同期财务费用分别为0.86亿元、1.01亿元、1.14亿元和0.29亿元，2020年同比增长13.56%，主要系有息债务规模扩张所致。

2018-2020年和2021年第一季度，该公司资产减值损失（信用减值损失）分别为0.63亿元、0.71亿元、0.24亿元和0.29亿元，主要是应收账款坏账损失。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
营业收入合计（亿元）	41.60	48.38	53.71	11.88	9.84

公司营业利润结构	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
毛利(亿元)	16.97	18.83	21.49	5.04	4.38
期间费用率(%)	11.74	11.23	10.86	10.28	11.92
其中:管理费用率(%)	6.86	6.61	6.57	6.27	5.85
财务费用率(%)	2.06	2.08	2.13	2.46	3.99
<b>全年利息支出总额(亿元)</b>	<b>2.12</b>	<b>2.76</b>	<b>3.53</b>	-	-
<b>其中:资本化利息数额(亿元)</b>	<b>0.22</b>	<b>0.69</b>	<b>1.04</b>	-	-

资料来源:根据兴蓉环境所提供数据整理。

2018-2020年及2021年第一季度,该公司其他收益分别为1.06亿元、0.88亿元、0.71亿元和0.10亿元,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0.15亿元、0.09亿元、0.08亿元和0.01亿元,主要为罚款、违约金收入;营业外支出分别为0.05亿元、0.02亿元、0.03亿元和0.004亿元,主要以罚款和滞纳金为主。2018-2020年及2021年第一季度,公司分别实现净利润10.09亿元、11.01亿元、13.23亿元和2.98亿元,逐年上升,公司整体盈利能力保持在较强水平。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度	2020年 第一季度
投资净收益(亿元)	0.00	-	-	-	-
营业外收入(亿元)	0.15	0.09	0.08	0.01	0.04
其中:政府补助(亿元)	0.09	-	-	-	-
罚款违约金收入(亿元)	0.05	0.08	0.05	/	-
其他收益(亿元)	1.06	0.88	0.71	0.10	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78.90亿元,截至2021年3月末累计已完成投资50.57亿元,后续尚需投入28.33亿元,公司后续仍面临一定的资金支出压力。

图表 20. 截至 2021 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	已投资	资金安排		
			2021年 4-12月	2022年	2023年 及以后
<b>供水业务板块</b>					
绕城高速给水输水管线工程	12.29	5.29	0.92	1.1	4.98
岳池县嘉陵江水源供水工程	4.97	3.34	0.8	0.83	-
<b>小计</b>	<b>17.26</b>	<b>8.63</b>	<b>1.72</b>	<b>1.93</b>	<b>4.98</b>
<b>污水处理业务板块</b>					
成都市中和污水处理厂二期工程	17.02	11.74	1.32	0.9	4.49
成都市第六七九净水厂提标改造项目	14.57	6.14	1.59	1.3	5.93
宁东兴蓉鸳鸯湖项目	4.80	3.85	0.04	0.64	0.27
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项目	3.99	2.35	0.97	0.67	0-

项目名称	预计总投资	已投资	资金安排		
			2021年4-12月	2022年	2023年及以后
小计	40.38	24.08	3.92	3.51	10.69
<b>环保业务板块</b>					
成都市万兴环保发电厂项目二期工程	21.26	17.86	1.22	2.18	-
小计	21.26	17.86	1.22	2.18	-
合计	78.90	50.57	6.86	7.62	15.67

资料来源：兴蓉环境

总的来看，跟踪期内该公司持续推进各项投资项目。公司对外投资项目较多，金额较大，加之 PPP 项目陆续中标，使公司面临一定的资本性支出压力，但公司业务发展稳健，现金流持续稳定，能够保证其正常经营运作。

## 管理

**跟踪期内，该公司持续完善管理制度，规范公司运作。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 2021 年 3 月末，成都环境集团持有公司 42.18%<sup>9</sup>的股份，较上年末无变化，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 2020 年末，成都环境集团经审计的合并口径总资产为 596.11 亿元，总负债为 408.49 亿元，所有者权益为 187.62 亿元；2020 年实现营业收入 84.13 亿元，净利润 10.34 亿元，经营活动现金净流入 33.35 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 2021 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，资产过户登记手续已办理完毕。

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>9</sup> 截至 2021 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。

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 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》；经 2020 年 9 月 29 日第九届董事会第五次会议审议通过《合同管理制度》等，持续完善管理制度。

跟踪期内，该公司第八届董事会任期届满，需换届选举公司新一届董事会。原董事会董事李玉春，原董事会独立董事易永发不再担任相应职务。经公司股东大会选举许瑜晗女士、张甄海先生、赵璐女士和刘杰先生等为公司第九届董事会董事，选举潘席龙先生等为公司第九届董事会独立董事。

根据该公司提供的《企业信用报告》披露信息，截至 2021 年 5 月 24 日，公司无债务违约记录，信用状况良好。

**图表 21. 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	2021-05-24	未获取	无	未获取	未获取	未获取
各类债券还本付息	公开信息披露	2021-05-23	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，公司负债规模有所扩大，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呈较大规模净流入，能对债务偿付形成较强保障；加之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

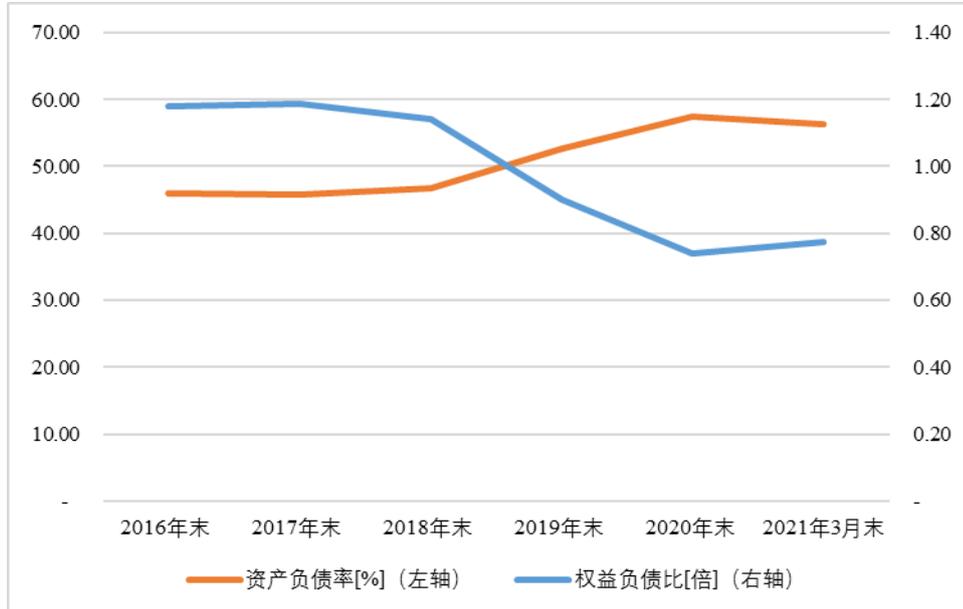
信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则》及其相关规定。

2020 年末，该公司合并报表范围共有 33 家子公司，较上年末增加 5 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、彭州市成环水务有限责任公司、石家庄兴蓉环境发展有限责任公司和阿坝州汶川县成环水务有限责任公司，均为投资设立。2021 年 3 月末，公司合并报表范围较上年末未发生变化。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



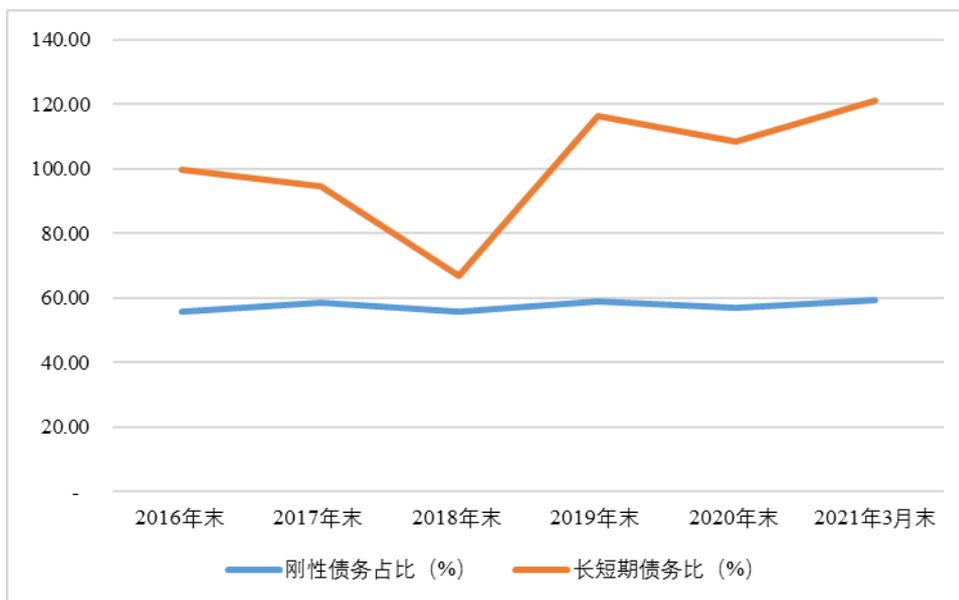
资料来源：根据兴蓉环境所提供数据绘制。

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，负债规模有所扩张，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司负债总额分别为 97.69 亿元、133.43 亿元、177.37 亿元和 173.59 亿元，同期末资产负债率分别为 46.69%、52.66%、57.44% 和 56.35%，2020 年末较上年末上升 4.78 个百分点，负债经营程度呈波动上升趋势。

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，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末分别为 115.53 亿元、119.95 亿元、131.44 亿元和 134.46 亿元，其中，未分配利润分别为 53.16 亿元、61.39 亿元、71.10 亿元和 74.07 亿元，占所有者权益的比重分别为 47.67%、51.18% 54.09% 和 55.08%，未分配利润规模较大且受益于持续盈利而不断增长。

## (2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>刚性债务 (亿元)</b>	<b>54.44</b>	<b>78.66</b>	<b>100.88</b>	<b>102.89</b>
应付账款 (亿元)	25.41	35.07	48.16	43.52
预收款项 (合同负债) (亿元)	6.25	6.67	7.43	6.93
其他应付款 (亿元)	4.90	5.00	5.97	6.15
<b>刚性债务占比 (%)</b>	<b>55.73</b>	<b>58.96</b>	<b>56.88</b>	<b>59.27</b>
应付账款占比 (%)	26.01	26.28	27.16	25.07
预收账款 (合同负债) 占比 (%)	6.40	5.00	4.19	3.99
其他应付款占比 (%)	5.01	3.75	3.37	3.55

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据绘制

从债务期限来看，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 67.00%、116.24%、108.51%和 121.05%，2019 年末随着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；受“16 兴蓉 01”即将到期以及当期在建项目增加导致应计提的应付工程款增加影响，2020 年末长短期债务比较上年末下降 7.73 个百分点。2021 年以来，随着部分计提的应付账款及职工薪酬支付完毕，2021 年 3 月末长短期债务比较上年末回升 12.54 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（合同负债）和其他应付款构成，2020 年末分别占负债总额的比例分别为 56.88%、27.16%、4.19%和 3.37%。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，刚性债务分别为 54.44 亿元、78.66 亿元、100.88 亿元和 102.89 亿元，占负债总额的比重分别为 55.73%、58.96%、56.88%和 59.27%，为债务的主要构成。同期末，应付账款分别为 25.41 亿元、35.07 亿元、48.16 亿元和 43.52 亿元，以一年内的应付工程款为主，2019-2020 年末应付账款均较上年末明显增加，主要系在

建项目增加导致应付工程款增加。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司预收款项（合同负债）分别为 6.25 亿元、6.67 亿元、7.43 亿元和 6.93 亿元，主要系预收供排水管网工程等工程款。同期末，公司其他应付款分别为 4.90 亿元、5.00 亿元、5.97 亿元和 6.15 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 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>19.00</b>	<b>11.75</b>	<b>19.18</b>	<b>19.08</b>
其中：短期借款	6.00	7.01	3.00	2.30
一年内到期的长期借款	0.79	1.89	1.85	1.84
应付票据	0.45	1.55	1.77	1.55
其他短期刚性债务	11.75	1.30	12.56	13.38
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>35.45</b>	<b>66.91</b>	<b>81.70</b>	<b>83.81</b>
其中：长期借款	11.73	23.70	20.05	22.18
应付债券	18.94	36.72	36.98	36.99
其他中长期刚性债务	4.78	6.49	24.67	24.64

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

跟踪期内，该公司刚性债务仍以中长期为主。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末短期刚性债务分别为 19.00 亿元、11.75 亿元、19.18 亿元和 19.08 亿元，占刚性债务的比重分别为 34.89%、14.94%、19.01%和 18.54%，2020 年末以来短期刚性债务增幅部分主要系即将到期的“16 兴蓉 01”。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。2018-2020 年末及 2021 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 18.52 亿元、32.61 亿元、24.90 亿元和 26.33 亿元，其中短期借款（含一年内到期的长期借款）分别为 6.79 亿元、8.90 亿元、4.85 亿元和 4.15 亿元；2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司长期借款分别为 11.73 亿元、23.70 亿元、20.05 亿元和 22.18 亿元，2019 年末较上年末增长 102.07%，主要系用于偿还“14 兴蓉 01”。公司长期借款由保证借款、信用借款和抵质押借款构成，2020 年末占比分别为 65.59%、27.08%和 7.34%。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司应付债券分别为 18.94 亿元、36.72 亿元、36.98 亿元和 36.99 亿元，2019 年末较上年末增长 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。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，其他中长期刚性债务分别为 4.78 亿元、6.49 亿元、24.67 亿元和 24.64 亿元，包括自 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、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、少数股东借款

及租赁负债，2020 年末以来增幅部分主要系收到的政府专项债券资金。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期（天）	132.51	153.36	148.13	-
营业收入现金率（%）	109.64	96.39	103.44	80.55
业务现金收支净额（亿元）	20.02	18.57	26.89	0.23
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.91	0.25	0.63	0.10
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	19.11	18.81	27.51	0.33
EBITDA（亿元）	20.64	22.42	26.26	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.40	0.34	0.29	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.75	8.11	7.44	-

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。

随着业务规模的不断扩大，该公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，2018-2020 年及 2021 年第一季度分别为 45.60 亿元、46.63 亿元、55.55 亿元和 9.57 亿元。公司水费和污水处理费收现能力较强，主业现金回笼情况良好，同期营业收入现金率分别为 109.64%、96.39%、103.44% 和 80.55%，2019 年同比下降 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；2021 年第一季度，营业收入现金率偏低主要系受工程业务类回款周期性影响，叠加疫情影响下财政资金趋紧所致。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司产生的经营活动现金净流量分别为 19.11 亿元、18.81 亿元、27.51 亿元和 0.33 亿元，近三年经营活动现金流持续较大净流入。

该公司 EBITDA 主要来自于利润总额和固定资产折旧。2018-2020 年，公司 EBITDA 分别为 20.64 亿元、22.42 亿元和 26.26 亿元，呈逐年增长趋势；同期 EBITDA 对全部利息支出覆盖倍数分别为 9.75 倍、8.11 倍和 7.44 倍，EBITDA 对利息支出覆盖能力较强。

#### (2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.32	-0.79	-1.22	-

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
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	-22.41	-29.89	-39.72	-10.32
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.57	0.58	1.00	0.07
投资环节产生的现金流量净额	-21.51	-30.11	-39.94	-10.25

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

跟踪期内，随着自来水厂扩能和污水处理厂提标改造等工程项目建设的不投入，该公司投资活动现金流持续呈净流出状态。2018-2020年及2021年第一季度净流出额分别为21.51亿元、30.11亿元、39.94亿元和10.25亿元，其中购建与处置固定资产、无形资产和其他长期资产的净流出额分别为22.41亿元、29.89亿元、39.72亿元和10.32亿元，随着在建项目的推进而不断增加。2018-2020年及2021年第一季度，公司投资活动现金流入分别为1.58亿元、1.96亿元、2.14亿元和0.11亿元，主要由收到的履约保证金与投标保证金和PPP项目利息等构成。目前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 27. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
权益类净融资额	-1.10	-1.94	-1.59	0.06
债务类净融资额	2.32	20.15	18.34	1.10
其中：现金利息支出	2.02	2.37	2.98	0.33
其他筹资活动收支净额	0.26	-0.35	0.19	-0.02
筹资环节产生的现金流量净额	1.38	17.86	16.94	1.14

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

跟踪期内，该公司仍主要通过银行借款和发行债券来弥补经营活动与投资活动的资金缺口。2018-2020年及2021年第一季度，公司筹资活动现金流入分别为17.47亿元、41.02亿元、40.47亿元和2.71亿元，2019-2020年由于公司到期债务增加及投资支出相对较多，资金需求有所上升，公司先后发行19兴蓉G1、19兴蓉G2和20兴蓉01，筹资活动现金流入规模明显扩大。2018-2020年及2021年第一季度，公司筹资活动现金净流量分别为1.38亿元、17.86亿元、16.94亿元和1.14亿元。

## 4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年末	2021年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	38.87	52.27	59.95	54.41
	18.58%	20.63%	19.42%	17.66%

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年末	2021年3月末
其中：货币资金（亿元）	22.89	29.49	33.98	25.17
应收账款（亿元）	8.14	10.95	12.50	14.99
存货（亿元）	5.08	8.09	3.99	4.20
其他流动资产（亿元）	0.71	1.66	4.00	4.23
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	170.34	201.11	248.85	253.64
	81.42%	79.37%	80.58%	82.34%
其中：固定资产（亿元）	80.16	87.62	86.67	85.30
在建工程（亿元）	34.08	32.67	57.14	61.17
长期应收款（亿元）	11.16	15.78	23.16	23.08
无形资产（亿元）	41.56	61.57	74.03	73.75
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>0.48</b>	<b>0.51</b>	<b>0.47</b>	<b>0.44</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>0.23</b>	<b>0.20</b>	<b>0.15</b>	<b>0.14</b>

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

随着业务规模的持续扩大，近三年该公司资产总额持续增长，2018-2020年末分别为 209.22 亿元、253.37 亿元和 308.80 亿元，其中非流动资产占比分别为 81.42%、79.37% 和 80.58%。2021 年 3 月末，公司资产总额较上年末小幅下降 0.24% 至 308.05 亿元，主要系货币资金较上年末下降 25.91% 至 25.17 亿元所致；同期末非流动资产占比为 82.34%。

该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。2018-2020 年末，固定资产分别为 80.16 亿元、87.62 亿元和 86.67 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；2020 年末中心城区输配水管网建设工程、成都市污泥处置工程等由在建工程完工转入固定资产，但受计提折旧、部分项目固定资产原值调整和排水公司部分再生水厂提标改造转入在建工程等因素影响，当年末固定资产较上年末下降 1.08%。2018-2020 年末，在建工程分别为 34.08 亿元、32.67 亿元和 57.14 亿元，2019 年末较上年末下降 4.14%，主要系公司部分项目完工转固所致；2020 年末较上年末大幅增长 74.90%，主要系对成都市第六、七、九净水厂提标改造项目等持续投入所致。2018-2020 年末，无形资产分别为 41.56 亿元、61.57 亿元和 74.03 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；2020 年末较上年末增长 20.25%，主要系沛县第二地表水厂、成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目等特许经营权资产完工转入，加之当年购置石家庄经济技术开发区污水处理厂特许经营权所致。2018-2020 年末，长期应收款分别为 11.16 亿元、15.78 亿元和 23.16 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；2020 年末较上年末增长 46.80%，主要系应收沛县 PPP 项

目款余额增加及新增汶川 PPP 项目款所致。2021 年 3 月末，公司非流动资产构成较上年末未发生较大变化。

2018-2020 年末，该公司流动资产分别为 38.87 亿元、52.27 亿元和 59.95 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2018-2020 年末，公司货币资金分别为 22.89 亿元、29.49 亿元和 33.98 亿元，其中受限货币资金分别为 0.47 亿元、0.51 亿元和 0.47 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。同期末应收账款净额分别为 8.14 亿元、10.95 亿元和 12.50 亿元，主要为政府的采购款，随公司业务扩张逐年增长。同期末存货分别为 5.08 亿元、8.09 亿元和 3.99 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；2020 年末较上年末下降 50.73%，主要系公司自 2020 年起执行新收入准则，将已完工未结算的工程施工资产调整至合同资产列报所致。2018-2020 年末，其他流动资产分别为 0.71 亿元、1.66 亿元和 4.00 亿元，2019 年末以来持续增长，主要系在建工程项目增加，待抵扣增值税余额增加所致。2021 年 3 月末，公司流动资产构成较上年末未发生重大变化。

2021 年 3 月末，该公司受限资产合计为 0.44 亿元，为专项资金、保函保证金及冻结账户资金，受限资产合计占期末总资产的 0.14%，公司受限资产规模较小。

## 5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	66.46	84.71	70.48	69.29
速动比率 (%)	57.11	71.20	65.55	63.49
现金比率 (%)	39.19	47.80	39.96	32.08

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 66.46%、84.71%、70.48% 和 69.29%，速动比率分别为 57.11%、71.20%、65.55% 和 63.49%，2020 年以来，受“16 兴蓉 01”即将到期及应付工程款增加影响，流动负债明显增加，流动性指标有所弱化。

## 6. 表外事项

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，该公司子公司自来水公司为成都市燃气有限责任公司（简称“燃气公司”）的担保余额为 1018.36 万元人民币。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，燃气公司一直按贷款协议履行还本付息义务。

## 7. 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，2018-2020 年及 2021 年第一季度，集团本部分别实现营业收入 0.15 亿元、0.26 亿元、0.49 亿元和 0.09 亿元，营收规模相对较小。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，本部资产总额分别为 109.04 亿元、120.38 亿元、134.47 亿元和 134.75 亿元，资产规模逐年扩张。同期末，本部负债总额分别为 35.88 亿元、43.81 亿元、54.51 亿元和 54.92 亿元，以非流动负债为主，主要是应付债券。同期末，本部资产负债率分别为 32.91%、36.39%、40.53% 和 40.76%，集团本部负债经营程度较低。本部资产集中于对下属子公司的长期股权投资，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，本部长股权投资分别为 73.31 亿元、81.29 亿元、87.51 亿元和 87.63 亿元。本部各下属子公司运作情况较好，能贡献稳定的投资收益，2018-2020 年及 2021 年第一季度本部分别获得投资收益 7.15 亿元、7.25 亿元、7.09 亿元和 0.16 亿元。2020 年本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流分别为 -0.02 亿元、-8.05 亿元和 6.00 亿元。总体来看，本部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 2021 年 3 月末，该公司从各大金融机构获得的授信总额为 211.58 亿元，已使用 28.02 亿元，尚可使用的授信额度为 183.56 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 30. 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）	211.58	28.02
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	125.18	20.61
其中：大型国有金融机构占比（%）	59.16	73.55

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 18 兴蓉环境 MTN001、19 兴蓉 G1、19 兴蓉 G2 与 20 兴蓉 01

上述债券发行期限均为 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债券存续期的第 3 年末调整上述债券后 2 年的票面利率，调整后的票面利率为上述债券存续期前 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

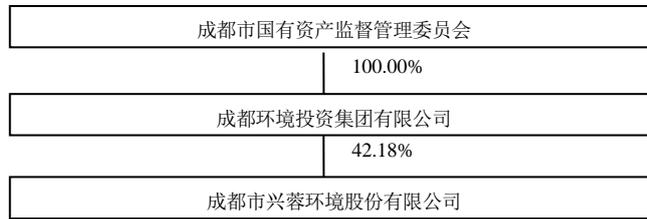
跟踪期内，该公司业务仍以供水和污水处理等水务业务为核心，同时以相关环保业务为补充。公司业务发展稳健，水务业务在成都市中心城区具有区域垄断地位，供水能力及污水处理能力持续加强，环保业务产能亦得到了较好释放，各板块业务营业收入稳定增长，盈利能力保持较高水平。

跟踪期内，该公司持续完善管理制度，规范公司运作。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，公司负债规模有所扩大，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呈较大规模净流入，能对债务偿付形成较强保障；加之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：

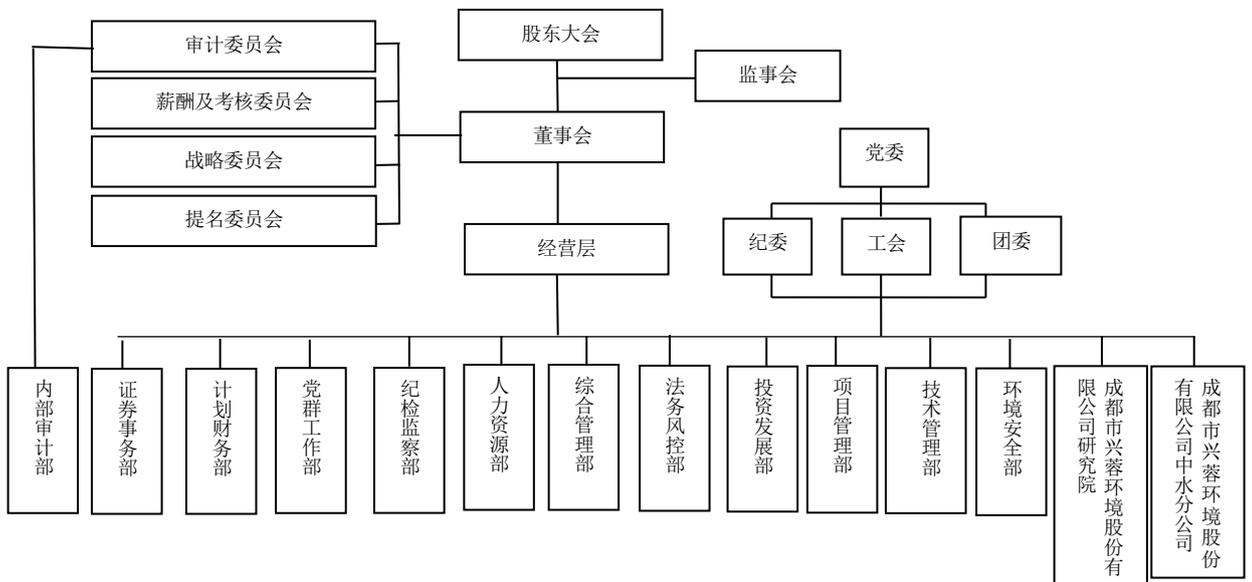
公司与实际控制人关系图



注：根据兴蓉环境提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020 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	596.11	408.49	84.13	10.34	
<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>134.47</b>	<b>54.51</b>	<b>0.11</b>	<b>-0.09</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	92.15	36.32	20.91	6.76	
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	14.79	48.60	34.20	5.56	1.03	
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	19.71	15.44	10.22	1.08	

注：根据兴蓉环境 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	209.22	253.37	308.80	308.05
货币资金 [亿元]	22.89	29.49	33.98	25.17
刚性债务[亿元]	54.44	78.66	100.88	102.89
所有者权益 [亿元]	111.53	119.95	131.44	134.46
营业收入[亿元]	41.60	48.38	53.71	11.88
净利润 [亿元]	10.09	11.01	13.23	2.98
EBITDA[亿元]	20.64	22.42	26.26	—
经营性现金净流入量[亿元]	19.11	18.81	27.51	0.33
投资性现金净流入量[亿元]	-21.51	-30.11	-39.94	-10.25
资产负债率[%]	46.69	52.66	57.44	56.35
权益资本与刚性债务比率[%]	204.85	152.49	130.29	130.69
流动比率[%]	66.46	84.71	70.48	69.29
现金比率[%]	39.19	47.81	39.96	32.08
利息保障倍数[倍]	6.57	5.49	5.14	—
担保比率[%]	0.15	0.11	0.09	0.08
营业周期[天]	132.51	153.36	148.13	—
毛利率[%]	40.79	38.93	40.02	42.46
营业利润率[%]	28.64	26.94	29.08	29.59
总资产报酬率[%]	7.01	6.56	6.46	—
净资产收益率[%]	9.46	9.51	10.53	—
净资产收益率*[%]	9.82	9.97	11.04	—
营业收入现金率[%]	109.64	96.39	103.44	80.55
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	37.29	31.31	37.49	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.62	-9.78	-8.00	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.75	8.11	7.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.34	0.29	—

注：表中数据依据兴蓉环境经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	1
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	1
		流动性	4
	个体风险状况		1
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		1	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AAA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2017年7月17日	AAA/稳定	林贻婧、李超男	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年7月28日	AAA/稳定	林贻婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法(2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月10日	AAA/稳定	林贻婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法(2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)</a>	-
债项评级 (18兴蓉环境MTN001)	历史首次评级	2018年10月19日	AAA	林贻婧、李超男	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月15日	AAA	林贻婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法(2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月10日	AAA	林贻婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法(2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)</a>	-
债项评级 (19兴蓉G1)	历史首次评级	2019年3月29日	AAA	林贻婧、李超男	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月15日	AAA	林贻婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法(2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月10日	AAA	林贻婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法(2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)</a>	-

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
债项评级 (19 兴蓉 G2)	历史首次 评级	2019 年 11 月 4 日	AAA	林贇婧、李超男	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论 (2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型 (通用) MX-GS001 (2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 15 日	AAA	林贇婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论 (2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法 (2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型 (水务) MX-GS024 (2020.4)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 10 日	AAA	林贇婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论 (2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法 (2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型 (水务) MX-GS024 (2020.4)</a>	-
债项评级 (20 兴蓉 01)	历史首次 评级	2020 年 7 月 28 日	AAA	林贇婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论 (2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法 (2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型 (水务) MX-GS024 (2020.4)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 10 日	AAA	林贇婧、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论 (2014)</a> <a href="#">水务行业信用评级方法 (2020)</a> <a href="#">工商企业评级模型 (水务) MX-GS024 (2020.4)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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、出售或以其他方式外传。