

北控水务集团有限公司
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)100538】

评级对象: 北控水务集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪 主体/展望/债项/评级时间	前次跟踪 主体/展望/债项/评级时间	首次评级 主体/展望/债项/评级时间
16 水务 02	AAA/稳定/AAA/2021年6月24日	AAA/稳定/AAA/2020年6月24日	AAA/稳定/AAA/2016年5月3日
G16 北控 1	AAA/稳定/AAA/2021年6月24日	AAA/稳定/AAA/2020年6月24日	AAA/稳定/AAA/2016年5月3日
18 北控水务 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月24日	AAA/稳定/AAA/2020年6月24日	AAA/稳定/AAA/2017年12月12日
18 北控水务 MTN002	AAA/稳定/AAA/2021年6月24日	AAA/稳定/AAA/2020年6月24日	AAA/稳定/AAA/2018年7月16日
19 北控水务 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月24日	AAA/稳定/AAA/2020年6月24日	AAA/稳定/AAA/2018年11月16日
20 北控水集 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月24日	AAA/稳定/AAA/2020年6月24日	AAA/稳定/AAA/2019年12月25日
21 北控水集 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021年6月24日	-	AAA/稳定/AAA/2021年1月11日

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
金额单位: 亿港元			
母公司口径数据:			
货币资金	22.08	4.62	4.09
刚性债务	284.05	282.76	209.95
所有者权益	64.93	83.89	103.35
经营性现金净流入量	-1.70	-1.85	-1.68
合并口径数据及指标:			
总资产	1263.81	1511.61	1744.01
总负债	885.69	1046.30	1172.77
刚性债务	560.28	614.09	724.31
所有者权益	378.12	465.31	571.24
营业收入	245.97	281.92	253.61
净利润	52.30	58.43	52.41
经营性现金净流入量	-55.73	-42.31	-36.62
EBITDA	93.77	105.64	97.03
资产负债率[%]	70.08	69.22	67.25
资产负债率*[%]	75.11	73.35	71.72
权益资本与刚性债务比率[%]	87.57	71.97	79.83
流动比率[%]	37.23	25.26	29.45
现金比率[%]	3.95	3.75	3.22
利息保障倍数[倍]	14.76	13.85	10.11
净资产收益率[%]	-7.15	-4.38	-3.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.36	-9.90	-7.26
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.00	-6.31	-5.09
EBITDA/利息支出[倍]	4.18	3.98	3.47
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.18	0.14

注: 1. 根据北控水务集团经审计的 2018-2020 年的财务数据整理、计算。

2. 资产负债率*为将原计入权益的永续资本工具调整入负债后重新计算的资产负债率。

分析师

林巧云 lqy@shxsj.com

楼雯仪 lwy@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)对北控水务集团有限公司(简称北控水务集团、发行人、该公司或公司)及其发行的公开发行债券的跟踪评级反映了 2020 年以来北控水务集团在行业前景、业务规模、盈利、融资等方面保持优势,同时也反映了公司在资本性支出压力、资金回笼速度、盈利增速、债务偿付及管理等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业前景向好。**近年来,随着我国经济的持续发展和环保意识的提升,国内传统污水处理领域存在提标改造需求,且海绵城市建设、水环境治理等新领域的需求也显著提升,北控水务集团主业前景向好。
- **规模优势。**截至 2020 年末,北控水务集团核心主业为水处理服务和水环境治理建造服务,业务遍及 20 个省、5 个自治区、3 个直辖市,业务规模处于行业内领先水平,规模优势明显。
- **盈利能力强。**北控水务集团通过有效的成本控制,将业务上的规模优势转化为盈利能力的提高,公司业务发展具有一定的规模效益,其盈利水平处于行业前列。
- **融资优势。**北控水务集团为香港上市公司,具备在香港资本市场融资的能力,且公司仍有大额授信额度未使用,畅通的融资渠道为公司快速扩张和业务的正常开展提供了资金保障。跟踪期内公司完成增发,资本实力进一步增强。

主要风险：

- **资本性支出压力较大。**北控水务集团在建水环境综合治理建造服务投资规模较大，且新开发项目多以 PPP 模式开展，资本性支出压力较大。
- **投资回收期较长，资金回笼速度较慢。**北控水务集团主业在建设期需投入大量资金，并在项目运营期回笼资金，投资回收期较长。其中 PPP 项目的回款质量依赖于项目实际运营情况、使用者付费或政府付费情况，未来收款情况仍然存在不确定性。
- **项目盈利空间收窄，盈利增速放缓。**近年来我国水务行业进入者众多，行业竞争加剧，北控水务集团项目盈利空间收窄；此外受行业增速放缓等因素影响，公司盈利增速放缓，2020 年受疫情影响，盈利暂时性下滑。
- **偿债压力较大。**北控水务集团资产负债率已处于较高水平，未来面临较大的偿债压力。
- **管理风险加大。**近年来北控水务集团扩张较快，下属子公司规模较大，对公司在内控管理、人员协调、制度决策、风险识别等管理方面提出了更高要求。
- **20 北控水集递延付息风险。**20 北控水集 MTN001 设置递延付息条款，存在递延付息风险。
- **20 北控水集偿付顺序劣后。**北控水务集团若发生破产清算，20 北控水集本息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司发行的普通债券和其他债务，需关注相关风险。

➤ 未来展望

通过对北控水务集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持北控水务集团 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强，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



北控水务集团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

按照北控水务集团有限公司 2016 年公开发行公司债券(第一期)(品种二)、2016 年公开发行绿色公司债券、2018 年度第一期中期票据、2018 年度第二期中期票据、2019 年度第一期中期票据、2020 年度第一期中期票据和 2021 年度第一期中期票据(分别简称 16 水务 02、G16 北控 1、18 北控水务 MTN001、18 北控水务 MTN002、19 北控水务 MTN001、20 北控水集 MTN001 和 21 北控水集 MTN001)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据北控水务集团提供的经审计的 2020 年财务报表及相关经营数据,对北控水务集团的财务状况、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。

截至 2021 年 6 月 20 日,该公司及子公司存续期人民币债务融资工具余额为 200.83 亿元,另有存续期美元债 5 亿美元和马币债券 2.8 亿马币,公司及下属子公司注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2021 年 6 月 20 日公司存续期债务融资工具概况(单位:亿元,年,%)

发行主体	债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	到期日	发行利率	本息兑付情况
北控水务集团有限公司	21 北控水集 MTN001	15.00	2021-04-23	5+3	15.00	2029-04-23	3.98	尚未开始还本付息
	20 北控水集 MTN001	10.00	2020-05-13	5+N	10.00	2025-05-13	4.00	正常
	19 北控水务 MTN001B	10.00	2019-01-11	10	10.00	2029-01-11	4.49	正常
	19 北控水务 MTN001A	10.00	2019-01-11	5+2	10.00	2026-01-11	3.95	正常
	18 北控水务 MTN002B	20.00	2018-07-20	5+2	20.00	2025-07-20	4.72	正常
	18 北控水务 MTN002A	10.00	2018-07-20	3+2	10.00	2023-07-20	4.45	正常
	18 北控水务 MTN001B	10.00	2018-05-25	5+2	10.00	2025-05-25	5.10	正常
	18 北控水务 MTN001A	20.00	2018-05-25	3+2	1.30	2023-05-25	4.92 ¹	正常
	G16 北控 1	7.00	2016-08-03	5+3	7.00	2024-08-03	3.25	正常
	16 水务 02	22.00	2016-07-28	5+2	22.00	2021-07-28	3.33	正常
北控水务(中国)投资有限公司	20 北控水务 MTN001B	10.00	2020-03-05	10	10.00	2030-03-05	3.98	正常
	20 北控水务 MTN001A	10.00	2020-03-05	5+3	10.00	2028-03-05	3.43	正常
	17 北控水务 ABN001 次	1.00	2017-04-25	7	0.43	2024-04-25	-	正常
	17 北控水务 ABN001 优先 6	6.00	2017-04-25	7	6.00	2024-04-25	5.49	正常
	17 北控水务 ABN001 优先 5	3.10	2017-04-25	5	3.10	2022-04-25	5.49	正常
	16 北控水务 GN001	28.00	2016-11-02	5+N	28.00	2021-11-02	3.70	正常

¹ 18 北控水务 MTN001A 附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回收选择权。在该债券存续期第 3 年末(即 2021 年 5 月),该公司下调该债券后 2 年票面利率 262BP,至 2.30%;投资人回售 18.70 亿元,截至 2021 年 6 月 20 日,债券余额为 1.30 亿元。

发行主体	债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	到期日	发行利率	本息兑付情况
	G16 北 Y1	28.00	2016-09-13	5+N	28.00	2021-09-13	3.68	正常
BEWG (M) Sdn. Bhd.	SUKUK WAKALAH	0.9 亿马币	2017-07-01	4	0.9 亿马币	2021-07-19	5.20	正常
	SUKUK WAKALAH	0.8 亿马币		5	0.8 亿马币	2022-07-19	5.30	正常
	SUKUK WAKALAH	0.8 亿马币		6	0.8 亿马币	2023-07-19	5.40	正常
	SUKUK WAKALAH	0.3 亿马币		7	0.3 亿马币	2024-07-19	5.50	正常
Beijing Enterprises Water Capital Management Holdings Limited	BEWCAPH B2305	5 亿美元	2018-05-02	5	5 亿美元	2023-05-02	4.95	正常

资料来源：北控水务集团

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。

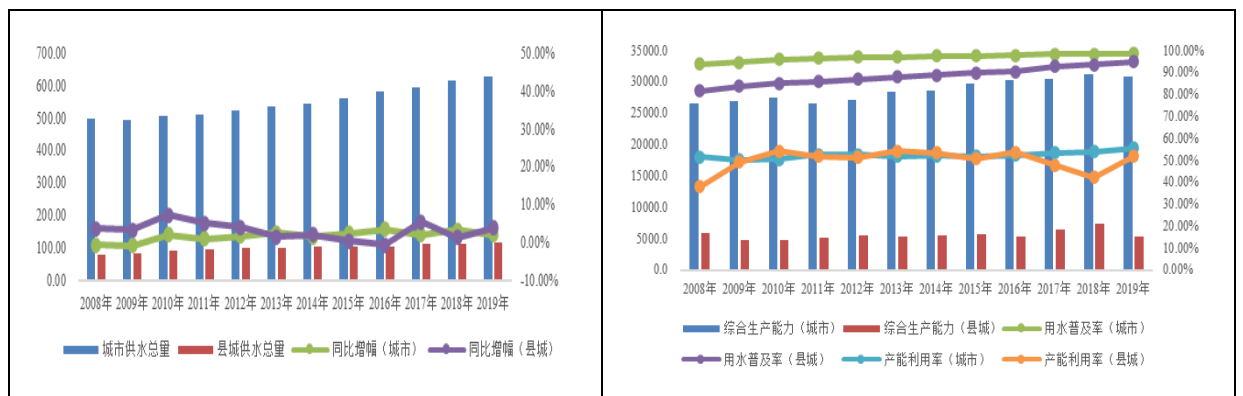
A. 行业概况

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²，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³，2017-2019 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）



² 数据来源：中华人民共和国水利部《2019 年中国水资源公报》。

³ 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》。

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%⁴，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，短期内新增供水能力压力不大。

b) 污水处理

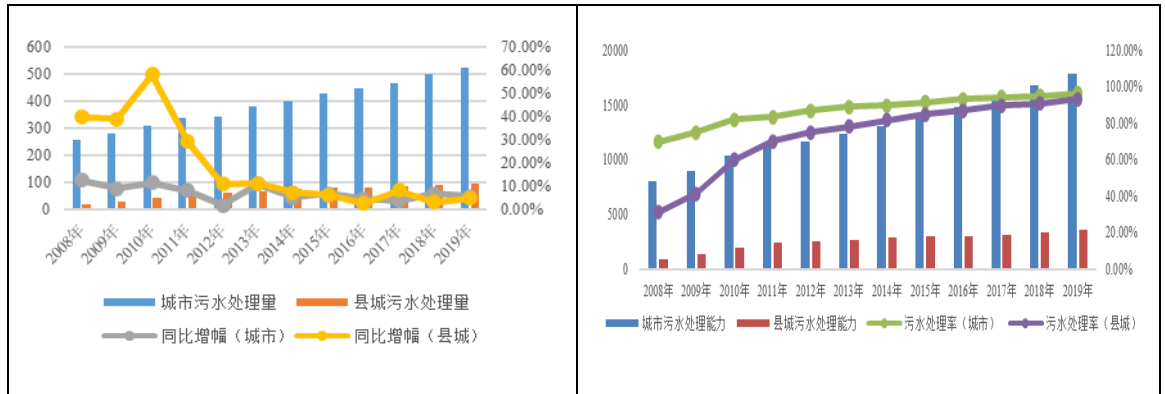
2017-2019 年⁵，我国城市污水排放量分别为 492.39 亿吨、521.12 亿吨和 554.65 亿吨，污水处理量分别为 465.49 亿吨、497.61 亿吨和 525.85 亿吨，污水处理率分别为 94.54%、95.49% 和 96.81%。2017-2019 年，我国县城污水排放量分别为 95.07 亿吨、99.40 亿吨和 102.30 亿吨，污水处理量分别为 87.77 亿吨、90.64 亿吨和 95.01 亿吨，污水处理率分别为 90.21%、91.16% 和 93.55%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长。从污水处理率角度看，城市和县城污水处理率均已处于较高水平，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%。

⁴ 根据 2019 年全国城市供水总量和综合生产能力测算。

⁵ 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》。

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》

c) 水环境综合治理

随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理需求升级，在持续的政策的支持下，黑臭水体治理和长江大保护等新兴领域的需求正快速增长，2020 年黄河流域治理也被提上日程，上述市场发展潜力较大，但此类项目一般投资规模大，通过 PPP 模式开展，存在前期投资压力大，资金回笼时间长等特点，对参与企业的投融资能力提出了更高的要求。

2015 年 4 月，国务院出台《水污染防治行动计划》（简称“《水十条》”），黑臭水体第一次被纳入总量控制目标。截至 2020 年 11 月 30 日，根据全国城市黑臭水体整治监管平台，黑臭水体整治项目总认定数为 2869 个，其中已完成治理的项目共 2313 个，治理中项目 556 个。根据《水十条》的要求，地级及以上城市建成区需于 2017 年底前实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口，于 2020 年底前完成黑臭水体治理目标；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。根据《三年行动方案》，目标经过 2019-2021 年 3 年努力，基本消除黑臭水体。生态环境部公布 2019 年统筹强化监督（第一阶段）黑臭水体专项排查情况，全国 259 个地级城市黑臭水体数量 1807 个，消除比例 72.1%。其中，长江经济带 98 个地级城市黑臭水体数量 1048 个，消除比例 74.4%，整体完成情况尚可，但全国仍有 77 个城市黑臭水体消除比例低于 80%，19 个城市消除比例为 0。

自 2016 年起，在国家高度重视长江经济带生态环境保护的背景下，中央各部委推出一系列长江大保护相关政策。2016 年 5 月，中共中央政治局发布《长江经济带发展规划纲要》提出长江经济带发展的战略定位必须坚持生态优先、绿色发展，共抓大保护，建立生态环境硬约束机制。2017 年 10 月，生态环境部、发改委和水利部发布《重点流域水污染防治规划》（2016-2020 年）。2018 年 3 月财政部印发《关于建立健全长江经济带生态补偿与保护长效机制的指导意见》，旨在通过统筹一般性转移支付和相关专项转移支付资金，建立激励引导机制，明显加大对长江经济带生态补偿和保护的资金投入力度。在持续的政策支持下，长江流域的环境治理仍有较大空间，预计未来投入资金规模较大。

黄河流域治理在我国生态安全方面战略地位较高。根据《2020 年政府工作报告》中提出要推进长江经济带共抓大保护，编制黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要。受此影响，各省市分别启动编制本省区的规划方案，共同推进黄河流域生态保护和高质量发展。在长江大保护的基础上，黄河流域生态保护和高质量发展也在逐步推进，水环境流域修复市场空间较大。

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⁶、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空间，2018-2020 年末及 2021 年 5 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 2.26 元/吨、2.29 元/吨、2.31 元/吨和 2.33 元/吨⁷。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。2018-2020 年末及 2021 年 5 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 0.98 元/吨、0.98 元/吨、0.99 元/吨和 1.01 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。

⁶ 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。

⁷ 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。

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区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、长江干支流水生态环境监测项目，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。

发布时间	政策/会议	主要内容
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。
2021/6	《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》	明确到2025年，基本消除城市建成区生活污水直排口和收集处理设施空白区，全国城市生活污水集中收集率力争达到70%以上；城市和县城污水处理能力基本满足经济社会发展需要，县城污水处理率达到95%以上；水环境敏感地区污水处理基本达到一级A排放标准；全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到25%以上，京津冀地区达到35%以上，黄河流域中下游地级及以上缺水城市力争达到30%；城市污泥无害化处置率达到90%以上。

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。

2. 业务运营

该公司现已形成以水处理服务、水环境治理建造服务为主业，水环境治理技术服务协同发展的经营格局，水务产业链趋于完善。公司水务项目遍布全国各主要省份，已基本完成全国性布局，水处理能力位于全国前列。公司经营基础良好，2020 年受疫情影响，水环境治理建造服务收入有所下滑，导致当年盈利能力下降，但已投运项目运营基本稳定，整体经营基础仍然稳固。

该公司是国内水务行业龙头企业，现已形成了以水处理服务、水环境治理建造服务为核心主业，水环境治理技术服务协同发展的经营格局，并在水处理服务、水环境治理建造服务领域有较强的规模化经营优势和综合竞争实力，水厂已覆盖中国大陆 20 个省、5 个自治区及 3 个直辖市。

跟踪期内，受益于国内环保建设的持续推进，该公司继续做大做强核心主业。截至 2020 年末，公司已签订服务特许权安排及委托协议的水厂共 1334 座（包括污水处理厂 1115 座、自来水厂 174 座、再生水处理厂 43 座及海水淡化厂 2 座），较上年末增加 82 座；年内在建综合治理项目 27 项，较上年增加 2 项。

2020 年，该公司实现营业收入 253.61 亿港元，其中水处理服务和水环境治理建造服务两大核心主业分别实现收入 89.61 亿港元和 131.44 亿港元，占营业收入的比重分别为 35.33% 和 51.83%。2020 年公司营业收入同比下降 10.04%，其中水处理服务、水环境治理建造服务业务收入分别同比增长 15.77% 和下降 10.04%，2020 年受新冠疫情影响，公司多个水环境治理建造服务项目工程施工进度放缓，此外，为配合公司轻资产策略，综合治理项目投资方针转趋保守，造成水环境治理建造服务收入同比大幅下降，并带动营业收入规模下降。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
水处理服务	全国及少量境外项目	横向规模化	资本/规模/资产/政策/成本等
水环境综合治理	全国及少量境外项目	横向规模化	资本/规模/资产/政策/成本等

资料来源：北控水务集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入合计（亿港元）	245.97	281.92	253.61
其中：核心业务营业收入（亿港元）	222.92	256.19	221.05
在营业收入中所占比重（%）	90.63	90.87	87.19
其中：（1）水处理服务（亿港元）	69.86	77.41	89.61
在核心业务收入中所占比重（%）	31.34	30.22	40.54
其中：污水及再生水处理服务（亿港元）	46.44	51.42	62.58
供水服务（亿港元）	23.42	25.99	27.03
（2）水环境治理建造服务（亿港元）	153.05	178.78	131.44
在核心业务收入中所占比重（%）	68.66	69.78	59.46
其中：综合治理项目建造服务（亿港元）	66.07	74.00	43.12
建设 BOT 水务项目（亿港元）	86.99	104.78	88.33
毛利率（%）	35.68	36.06	38.37

主导产品或服务	2018 年	2019 年	2020 年
其中：水处理服务—污水及再生水处理服务—中国（%）	55	55	60
—污水及再生水处理服务—海外（%）	24	25	24
水处理服务—供水服务—中国（%）	50	51	48
—供水服务—海外（%）	33	36	36
水环境综合治理建造服务—综合治理项目建造服务（%）	24	30	26
—建设 BOT 水务项目（%）	25	25	23

资料来源：北控水务集团

A. 水处理服务

该公司水处理服务业务主要包括污水及再生水处理、供水及海水淡化等业务，主要由下属的项目公司负责具体运营。跟踪期内，公司继续通过 BOT、TOT、PPP、委托运营及并购等多种方式获取项目，2020 年新项目的设计能力共 380.15 万吨/日（包括 BOT 项目产能 41.30 万吨/日、TOT 项目产能 6 万吨/日、PPP 项目产能 241.41 万吨/日和委托运营项目 88.93 万吨/日），同时因项目到期等原因，年内退出项目的设计能力为 106.56 万吨/日，公司设计能力净增加 273.59 万吨/日，期末每日总设计能力为 4212.47 万吨。

截至 2020 年末，该公司已运营水厂（不含委托运营项目）898 座，较上年末增加 204 座，已运营项目的总设计能力较上年末增加约 267.46 万吨/日至 2652.32 万吨/日，其中境内外污水及再生水处理服务总设计能力达 1667.97 万吨/日。2020 年，因公司前期在建项目逐步完成建设转入运营阶段等原因，公司运营水厂数量同比大幅增加。此外，公司尚未开始运作及未移交的水厂尚有 436 座，总设计能力为 1560.15 万吨/日，全部位于中国境内，项目储备充足。

图表 8. 截至 2020 年末公司持有水厂数量（单位：座）

地区	项目名称	运作中	尚未开始运作/未移交	总计
中国	污水处理厂	679	389	1068
	供水厂	111	27	138
	再生水厂	19	19	38
	海水淡化厂	-	1	1
	小计	809	436	1245
海外	污水处理厂	47	-	47
	供水厂	36	-	36
	再生水厂	5	-	5
	海水淡化厂	1	-	1
	小计	89	-	89
总计		898	436	1334

资料来源：北控水务集团 2020 年年报

图表 9. 截至 2020 年末公司持有水厂产能（单位：万吨/日）

地区	项目名称	运作中	尚未开始运作/未移交	总计
中国	污水处理厂	1419.72	1011.56	2431.28
	供水厂	927.62	383.69	1311.31
	再生水厂	117.92	159.90	277.82
	海水淡化厂	-	5.00	5.00
	小计	2465.26	1560.15	4025.41
海外	污水处理厂	22.94	-	22.94
	供水厂	107.39	-	107.39
	再生水厂	26.74	-	26.74
	海水淡化厂	30.00	-	30.00
	小计	187.06	-	187.06
总计		2652.32	-	4212.47

资料来源：北控水务集团 2020 年年报

污水及再生水处理服务

截至 2020 年末，该公司在国内共拥有 679 座在运营污水处理厂（同比增加 180 座）和 19 座再生水厂（同比增加 4 座），形成了东部（88 座）、南部（313 座）、西部（173 座）、北部（85 座）、山东（39 座）的区域市场⁸，在各区域的县级、地市级和直辖市及省会城市均有分布，总设计能力为 1537.64 万吨/日，同比增长 7.91%。

2020 年，该公司国内市场的污水及再生水实际处理量为 44.36 亿吨（不包括委托运营项目），同比增长 2.07%；同时，公司与业主方（主要为地方政府）在多数项目中约定了保底水量，进一步为污水及再生水处理服务的持续稳定发展提供了良好保障，当年公司国内市场实现污水及再生水处理服务业务收入 59.19 亿港元，同比增长 23.71%。从收入规模的区域结构来看，2020 年东部地区实现收入 15.95 亿港元，仍为第一大收入区域，同比增长 24.15%；南部地区实现收入 13.18 亿港元，同比增长 19.17%；北部地区实现收入 11.79 亿港元，同比增长 29.35%；西部地区和山东地区分别实现收入 11.10 亿港元和 7.18 亿港元，同比分别增长 34.50%和 9.11%，各区域均实现增长。

图表 10. 近三年公司国内污水及再生水处理概况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
实际处理量*（亿吨）	38.00	42.37	44.36
其中：附属公司	34.93	37.73	39.82
合资和联营公司	3.07	4.64	4.53
平均日处理量（万吨）	1070.44	1196.03	1242.58
平均每日处理比率*（%）	87	87	85

⁸ 根据该公司对区域市场的划分规则，东部地区项目主要位于浙江省、江苏省和安徽省；南部地区项目主要位于广东省、湖南省、福建省和陕西省；西部地区项目主要位于云南省、广西省、四川省和贵州省；北部地区项目主要位于辽宁省和北京市。

项目	2018年	2019年	2020年
水处理合同均价（元/吨）	1.10	1.17	1.28

资料来源：北控水务集团 2018-2020 年年报

*：不包括委托运营合同，下同。

图表 11. 2019-2020 年公司污水及再生水处理服务运营情况

项目名称	2019年			2020年		
	设计能力（万吨/日）	实际处理量（亿吨）	营业收入（亿港元）	设计能力（万吨/日）	实际处理量（亿吨）	营业收入（亿港元）
中国南部	363.71	11.99	11.06	370.05	11.38	13.18
中国西部	194.50	5.45	8.25	219.02	5.91	11.10
中国东部	413.55	12.29	12.85	450.42	12.71	15.95
中国北部	274.25	7.84	9.11	310.25	9.02	11.79
山东地区	178.90	4.81	6.58	187.90	5.34	7.18
小计	1424.92	42.37	47.85	1537.64	44.36	59.19
海外	34.67	1.09	3.57	49.67	1.04	3.39
合计	1459.59	43.46	51.42	1587.31	45.40	62.58

资料来源：北控水务集团 2019-2020 年年报（因四舍五入存在一定尾差）

在国内市场基本完成全国化布局后，该公司积极在葡萄牙、新加坡及澳洲等地布局水务项目。截至 2020 年末，公司在上述地区拥有 47 座污水处理厂和 5 座再生水厂，设计日污水处理能力合计为 49.67 万吨。2020 年，公司污水及再生水处理服务海外市场年内实际处理量为 1.04 亿吨，实现收入 3.39 亿港元，同比分别下降 4.95% 和 5.18%，主要由于葡萄牙 Mafra 项目退出，而新增的水厂因刚开始运营，处理量及营业收入未能抵消葡萄牙 Mafra 项目退出的影响所致。

在项目拓展方面，该公司在对污水及再生水处理服务的项目进行选择时，对所选区域的经济情况、居民交付水费意愿和项目投资回报率等进行综合考量，并经公司技术委员会和投资审核委员会审核，以确保项目收益和风险在其可接受范围内。因污水处理项目前期投入大、对资金要求高，公司作为香港上市公司具有融资方式多样化的优势，公司可选择融资成本较低的融资方式，从而降低整体融资成本，因此项目选择范围更广，在市场拓展方面具有较大优势。2020 年，公司新签约项目 43 个，在建未完工项目 73 个，已完工项目 42 个。

图表 12. 公司近三年污水处理业务开展情况

项目	2018年	2019年	2020年
新签合同数	43	36	34
在建未完工合同数	75	81	73
已完工合同数	40	30	42

资料来源：北控水务集团

截至 2020 年末，该公司主要在建（总投资额 1 亿元以上）的污水处理项目计划总投资额合计约 79.67 亿元，截至 2020 年末已投资 57.96 亿元，尚需投资 21.70 亿元；主要拟建污水处理项目总投资额为 70.92 亿元，其中 2021 年计

划投资额为 41.02 亿元。

该公司处理的污水基本为市政污水，污水处理价格按运营成本、投资回报水平进行确定，其中运营成本按实际确认的工程投资额等生产成本及管理成本而定，投资回报率一般不低于 6%。通常情况下，公司污水处理价格每 2-3 年调整一次，若污水处理成本升高超过一定幅度，污水处理价格可作相应调整。2020 年，随着国内对污水及再生水出水标准的要求提高，新签项目水价较高，同时现有项目也因技改/扩建/提标改造调价，污水及再生水平均处理合同价格同比小幅上升至 0.11 元至 1.17 元/吨。

成本构成方面，该公司污水处理业务的成本与污水处理量、处理标准有关，主要包括电费、人工、折旧、修理费等。公司的国内污水及再生水服务业务毛利率处于行业内较高水平，2020 年毛利率为 60%，同比上升 5 个百分点，主要由于部分项目公司适用增值税率下降及确认部分项目公司的一次性水处理服务收入（部分项目与政府谈判的以前年度水费调整，一次性在 2020 年反映）所致。相对于国内，公司海外污水及再生水服务业务毛利率处于偏低水平，2020 年为 24%，与上年基本持平。

供水服务

该公司供水服务主要采用 BOT、TOT、收购或参股地方供水企业股权等方式进行项目运作，随着近年来各地水价陆续上调，公司加大了国内供水服务的投资布局。截至 2020 年末，公司已在贵州省、福建省、广东省、湖南省、河北省、山东省、河南省、广西及内蒙古自治区等境内地区运营 111 座水厂，较上年末新增 5 座，总设计能力较上年末增加 141.10 万吨/日至 927.62 万吨/日。2020 年，公司国内市场实际供水总量同比增长 12.74%至 18.50 亿吨，业务收入同比增长 8.82%至 21.88 亿港元；毛利率同比下降 3 个百分点至 48%，整体较稳定，2020 年下降主要系部分转商运水厂水价较低，未来随着项目运营将逐渐升高。

图表 13. 近三年公司国内供水情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
日供水能力（万吨）	671.56	786.52	927.62
水厂数（座）	77	106	111
供水总量（亿吨）	14.42	16.41	18.50
其中：附属公司	7.94	9.40	10.15
合资公司	6.47	7.01	8.34
平均售价（元/吨）	2.07	2.09	2.04

资料来源：北控水务集团 2018-2020 年年报

海外市场方面，截至 2020 年末，该公司在葡萄牙和澳洲拥有 36 座供水厂和 1 座海水淡化厂，较上年末增加 2 座，总设计能力为 137.39 万吨/日，同比小幅下降 1.36 万吨/日。2020 年，公司海外市场实现供水服务收入 5.16 亿港元，同比下降 12.37%，占公司营业收入的比重为 2.09%，毛利率为 36%，均较上

年持平。2020 年收入下降主要系新增水厂的涉及水量不足以抵消退出的葡萄牙 Mafra 项目影响所致。

2020 年，该公司供水业务新签项目 6 个，在建未完工项目 15 个，已完工项目 9 个，供水业务拓展速度相对较慢。

图表 14. 公司近三年污水处理业务开展情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新签合同数	2	4	6
在建未完工合同数	22	18	15
已完工合同数	0	8	9

资料来源：北控水务集团

截至 2020 年末，该公司主要在建（总投资额 1 亿元以上）的供水项目计划总投资额合计约 2.67 亿元，截至 2020 年末已投资 2.01 亿元；主要拟建污水处理项目总投资额为 9.11 亿元，其中 2021 年计划投资额为 3 亿元，供水项目未来投资压力相对较小。

B. 水环境治理建造服务

水环境治理建造服务是该公司在传统水务业务上的延伸，实现由单一传统水务模式向综合性水务环境综合服务商的转变，目前已是公司业务收入的最主要来源。该业务类型包括综合治理项目建造服务和建设 BOT 水务项目，其中综合治理项目建造服务按完工百分比确认业务收入，在工程竣工验收后、项目进入运营期时产生现金流入；BOT 水务项目参照建造期内所提供建造服务的公允价值确认收入，其公允价值参考协议日期在类似地点提供类似建造服务适用的现行市场毛利率，以成本加成法估计，按完工百分比法（参考截至当日已产生的成本占有关合约的估计成本比例计算）确认建造收入，但在建造期不直接产生现金流入，其现金流入在项目运营后的水处理服务板块中体现。

2020 年，该公司确认的水环境治理建造服务收入为 131.44 亿港元，同比大幅下滑 26.48%，其中综合治理项目建造服务收入和建设 BOT 水务项目收入分别为 43.12 亿元和 88.33 亿元，同比分别下降 41.73% 和 15.70%。因疫情原因，公司国内多个工地的建设工程在 2020 年第一季度只能维持有限度运作甚至被迫暂时停工；此外，为配合公司轻资产策略，综合治理项目的投资方针转趋保守，导致当年综合治理项目收入减少。毛利率方面，水环境治理建造服务业务毛利率水平随主要项目的毛利率变化而呈一定波动，2020 年综合治理项目建造服务业务毛利率同比下降 4 个百分点至 26%，主要系当年主要项目平均毛利率相对较低所致。

该公司水环境治理建造服务以河湖流域水系治理为主线，包括河湖流域水环境综合治理、养护，供水、雨水污水管线等市政项目，部分涉及区域内的土地整理以及沿河湖风光带的建设等。在项目拓展上，公司现编制了城市投资地图，明确业务类型及筛选原则，综合考虑所在地政府的支付能力、地方政府债务情况、历史征信优良、经济综合实力等，在战略上以划分地区的方式指引水

环境综合治理业务向经济实力强、风险低的城市投资倾斜，以应对竞争日益激烈的市场环境。2020 年末，公司有 27 个综合治理项目正在建设，较上年末增加 2 个，主要位于浙江杭州、成都简阳、内蒙古、四川攀枝花和河北衡水。上述项目模式主要为 PPP、BOT、EPCO 等模式，公司通常作为联合体的牵头方。

截至 2020 年末，该公司主要已完工水环境治理建造项目包括大兴区新风河流域综合治理工程 PPP 项目、洛阳市洛河水系综合整治示范段工程、赤峰市中心城区防洪及环城水系治理工程和泸州长江支流渔子溪河道防洪整治及配套工程 PPP 项目-渔子溪河道等，主要已完工项目投资额合计 115.26 亿元，已回款金额合计 15.69 亿元，PPP 项目回款周期相对较长。

截至 2020 年末，该公司主要在建综合治理项目建造服务项目计划投资额合计 58.37 亿元，截至 2020 年末已投资 32.68 亿元，2021 年计划产值为 10.58 亿元。

图表 15. 截至 2020 年末公司主要在建综合治理项目建造服务项目（单位：亿元，%）

项目名称	投资模式	开工时间	预计完工时间	总投资	截至 2020 年末已完成投资	PPP 股权比例	项目回报机制	运营期	2021 年计划产值
衡水市主城区水系生态修复 PPP 项目	BOT	2019/06/16	2020/06/30	18.03	11.88	78.78	可行性缺口补助	14 年	0.99
福州市仓山区三江口片区水系综合治理 PPP 项目	BOT	2018/12/12	2021/12/30	11.00	9.50	88.50	可行性缺口补助	12 年	1.50
宁德市中心城区水系综合治理工程	EPCO	2020/4/1	2021/9/1	10.09	6.00	100.00	运营服务费	3 年	4.00
江门市蓬江区水环境综合治理项目（二期）工程	EPCO	2020/6/30	2023/6/30	19.25	5.30	100.00	运营服务费	3 年	4.09
合计	-	-	-	58.37	32.68	-	-	-	10.58

资料来源：北控水务集团

图表 16. 截至 2020 年末公司主要拟建综合治理项目建造服务项目（单位：亿元）

项目名称	预计开工时间	总投资额	投资模式
陕西省神木市窟野河综合整治工程	2021/11/1	3.00	EPCO
闽宁美丽乡村综合整治项目二期	2021/9/1	2.80	PMO
合计	-	5.80	-

资料来源：北控水务集团

整体来看，该公司存在一定资金压力，但 2020 年为“水十条”提出的多项目目标的实现截点，大量相关项目已于 2018 年之前启动，此后新增项目逐步减少，2020 年，公司水环境治理建造业务新签合同数 7 个，在建未完工合同数 33 个，已完工合同数 12 个，在手及新增项目量整体呈下降趋势。此外公司也积极拓展 EPCO 等轻资产运营模式加快资金回笼，降低自身资金压力，新建项目投资压力未来或将有所下降。

图表 17. 公司近三年末水环境治理建造业务开展情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新签合同数	12	5	7
在建未完工合同数	39	38	33
已完工合同数	2	6	12

资料来源：北控水务集团

PPP 模式下，从财务可行性角度来看，该公司拥有项目主要分为两类，包括准经营性项目及公益性项目。其中，准经营项目可获运营收益，且可由政府提供适当的财政补贴，但该类项目的特许经营期通常为 13-30 年，运营和回款期限较长，将使公司承担较大的资金压力，且回款依赖于项目的实际运营情况；公益性项目自身不产生经济效益，主要以政府购买服务方式产生收益，一般通过可用性服务费（以竣工考核为主要依据）和运营绩效服务费（以运营期表现为考核依据），项目回款直接依赖于使用者付费或政府付费情况。近年来在国家政策的推动下，以 PPP 模式开展的项目快速铺开，涉及能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业和重大市政工程等多个领域，预计未来将对地方政府造成较大的资金压力，叠加 2020 年初的新冠疫情导致的经济增速放缓、政府收入下降、支出增加等因素更进一步加大了地方政府的支付压力，公司 PPP 项目的未来收款情况仍然存在不确定性。

该公司的项目工程建设基本采用施工总承包方式，公司会根据适用法律的规定选择具有相应资质的施工单位，中标单位一般为规模较大、经营较丰富的央企和国企，上述企业资金实力相对较强，可以确保对其合同项下的其他承包人、供应商及时足额支付款项。公司的工程预付款一般在 10-30% 之间；工程款支付按月报进度上报，经审核后按 75-80% 比例支付，一般会在支付的全部款项累计达合同总价款的 80-85% 时暂停支付，待工程竣工验收后付至 85-90%，待政府决算审计完成后付至政府决算审计价格的 95-97%；质保金按工程款结算总额的剩余部分预留。

C. 其他业务

该公司其他业务主要为水环境治理技术服务及设备销售，其中技术服务主要为向其他营运商及建造商推广其处理技术及建造服务经验，包括工程总包（EPC）、咨询、设计等多种服务，涉及业务包括河道治理、污水处理工程设计等多种，目前公司拥有多项工程咨询、工程设计、环保设施运营等甲级资质。2020 年，公司水环境治理技术服务及设备销售实现收入 32.55 亿港元，同比增长 26.45%；毛利率方面，2020 年水环境治理技术服务业务毛利率为 52%。依托其在污水处理方面积累的竞争优势和知名度，公司近年来水环境治理技术及销售设备服务业务经营状况稳定发展。

D. 对外投资

近年来由于 PPP 项目增加较多，而此类项目通常投资规模大，为解决项目融资问题，该公司前期引入了银行、保险等社会资本合作成立基金管理公司，以产业基金方式投资 PPP 项目，截至 2020 年末公司参与 2 家主要投资基金，确定由基金参与的 PPP 项目总投资额共约 46.7 亿元。2017 年 8 月，公司作为中间级有限合伙人与优先级有限合伙人中国人寿保险股份有限公司、劣后级有限合伙人北控衡石（天津）投资管理有限公司（简称“北控衡石（天津）”）⁹及普通合伙人共同设立了北京北控国寿投资基金管理中心，该基金通过下设子基

⁹ 是北控中科成环保集团有限公司下属三级全资子公司，北控中科成环保集团有限公司间接持有其 42% 股份。

金来投资水务及水环境项目以及与此相关的基础设施项目，基金规模为 240 亿元，其中公司和优先级合伙人将分别认缴 90 亿元和 120 亿元；截至 2020 年末优先级合伙人已出资 27.11 亿元，中间级与劣后级合伙人并未出资（无实际出资要求，除非普通合伙人根据合伙协议向其发出书面通知要求出资），基金投资项目范围较广，为中国境内水务水环境项目。2017 年 10 月，公司作为劣后级有限合伙人与优先级有限合伙人工银瑞信投资管理有限公司、另一劣后级有限合伙人北控衡石（天津）及普通合伙人共同设立了北控南南君悦（天津）投资合伙企业（有限合伙），重点投资大兴区新风河项目，基金规模为 31 亿元，其中公司和优先级将分别认缴 2.02 亿元和 28 亿元，截至 2020 年末分别出资 1.28 亿元和 5.00 亿元。

图表 18. 截至 2020 年末公司投资基金情况（单位：亿元，%）

合资企业名称	基金规模	基金成立日期	基金期限	公司已出资金额	其他合伙人	其他合伙人已出资金额	投资重点项目
北控南南君悦（天津）投资合伙企业（有限合伙）	31	2017/10/24	2017-10-24 至 2047-10-23	1.28	工银瑞信投资管理有限公司	5.00	大兴新风河项目
北京北控国寿投资基金管理中心	240	2017/8/18	2017-08-18 至 2047-08-17	-	中国人寿保险股份有限公司	27.11	中国境内水务水环境项目
					国科嘉和（北京）投资管理有限公司	-	

资料来源：根据北控水务集团所提供数据绘制

除上述基金外，该公司在水务主业以及新能源发电、环卫和危废处置等环保产业链进行了部分投资，主要投资项目包括贵阳北控水务有限责任公司（简称“贵阳北控”）、北控清洁能源集团有限公司（简称“北控清洁能源”，1250.HK）、北控城市资源集团有限公司（简称“北控城市资源”，3718.HK）和金科环境股份有限公司（简称“金科环境”，688466.SH）。2020 年以来主要投资企业盈利较为平稳，公司对合资企业和联营企业的投资合计实现投资收益 10.60 亿港元，同比增长 13.25%。

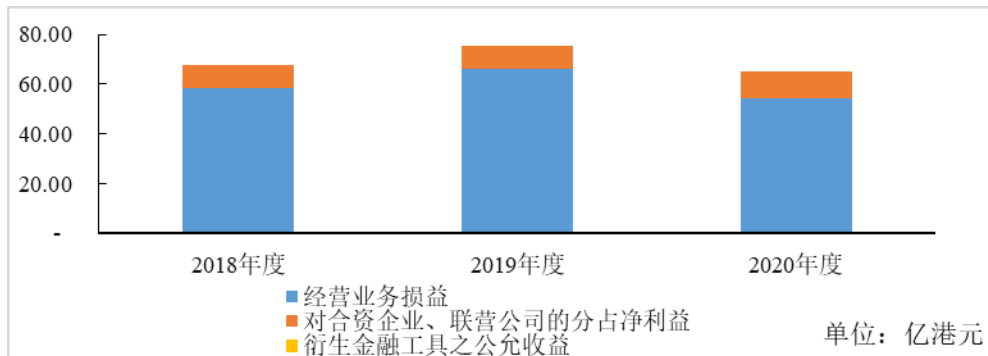
图表 19. 截至 2020 年末公司主要联营及合营企业（单位：亿元，%）

合资或联营企业名称	缴足资本	主要业务	2019 年净利润/年内溢利	2020 年净利润/年内溢利	公司持股比例
贵阳北控	14.56	供水	/	1.25	45.00
北控清洁能源	0.64 亿港元	管理光伏发电业务、风电业务及清洁供热业务	8.42 亿港元	8.86 亿港元	31.88
北控城市资源	36.00 亿港元	提供环境卫生服务、有害废弃物处理服务及其他	3.52 亿港元	5.40 亿港元	28.04
金科环境	1.03	提供环保服务、污水处理服务及其他	0.77	0.74	17.15

资料来源：根据北控水务集团所提供数据绘制

(2) 盈利能力

图表 20. 公司盈利来源结构



资料来源：根据北控水务集团历年年报信息整理

注：经营业务损益取自该公司报表科目

2020年，该公司实现营业收入253.61亿港元，受疫情影响同比下滑10.04%；同期，水处理服务业务收入相对稳定，同比增长15.77%至89.61亿港元，水环境治理建造服务业务受疫情影响较大，同比下降26.48%至131.44亿港元。2020年，公司综合毛利率水平较上年度上升2.31个百分点至38.37%，主要系当年营业收入构成发生变化所致，其中水处理服务收入占营业收入的比重由2019年的27.46%上升至35.33%，水环境治理建造服务收入占比由63.41%降至51.83%，而水处理服务毛利率相对较高。

2020年，该公司期间费用为63.11亿港元，期间费用率为24.88%，较上年度上升5.19个百分点，主要由其他经营费用净额大幅上升所致。2020年，公司确认的管理费用和财务费用分别为25.26亿港元和25.49亿港元，随着业务规模和负债规模的增长，分别同比增长1.06%和4.78%。同期公司其他经营费用净额为12.36亿港元，同比增长99.54%，主要是确认减值亏损增加所致，2020年新冠疫情突发，宏观不确定因素激增，管理层对部分风险资产进行评估并计提减值，影响约5亿港元。此外，公司每年还可以获得一定规模的利息收入，2020年为6.97亿港元，主要为银行利息收入和具有延长信贷期间之应收账款及其他应收款项之利息收入等，较上年基本持平。

图表 21. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018年度	2019年度	2020年度
营业收入合计（亿港元）	245.97	281.92	253.61
毛利（亿港元）	87.76	101.67	97.30
期间费用率（%）	18.65	19.69	24.88
其中：财务费用率（%）	8.56	8.63	10.05
全年利息支出总额（亿港元）	22.43	26.56	27.98
其中：资本化利息数额（亿港元）	1.56	2.44	2.73

资料来源：根据北控水务集团历年年报信息整理

从盈利结构来看，该公司主营业务突出，近三年盈利主要来自营业毛利，

同时投资的合资及联营企业能贡献一定的投资收益。2020 年公司对合资企业的投资收益为 7.30 亿港元，同比增长 32.33%，主要来自投资的从事水处理服务和水环境治理建造服务的合资企业；对联营企业的投资收益同比减少 16.25% 至 3.85 亿港元，主要由于对部分联营公司的股权占比下降所致。

该公司每年还可以获小规模政府补助，2020 年为 1.33 亿港元¹⁰；此外，因污水处理劳务、再生水劳务自 2015 年 7 月 1 日起征收增值税并分别返还 70% 和 50%，2020 年公司获增值税退税 2.87 亿港元¹¹，政府补助和税费返还可在一定程度上为其利润提供补充。

图表 22. 影响公司盈利的其他主要因素分析（单位：亿港元）

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度
对合资企业、联营企业分占溢利及亏损	9.14	9.36	10.60
政府补助	0.65	0.67	1.33
退回污水及再生水处理服务及供水服务之增值税	4.06	4.15	2.87

资料来源：根据北控水务集团历年年报信息整理

2020 年，该公司实现净利润¹²52.41 亿港元（其中本公司股东应占 41.83 亿港元，非控股权益应占 8.25 亿港元，永续资本工具持有人应占 2.32 亿港元），同比下降 10.30%（其中本公司股东应占同比下降 15.07%）。2020 年，公司净资产收益率 10.11%，总资产报酬率 5.54%，同比分别下降 3.74 个和 1.64 个百分点，受疫情影响盈利状况有所下滑，但水务行业稳定性相对较强，公司仍保持盈利。

（3）运营规划/经营战略

二十一世纪被称为水的世纪，水资源短缺和水环境污染正在制约着社会经济持续健康发展，水资源保护利用和水环境综合治理已成为当前世界各国最紧迫的一项任务，水务环保行业已成为未来最具前景的产业之一。在国家政策支持和污染治理要求的不断提高下，传统水务产业政策加速完善，利好不断涌现；水环境治理需求急剧加速；海水淡化呈现出千亿规模的广阔市场；污泥固废处理市场爆发；工业废水细分市场机会凸显；水处理标准提高带来膜材料市场机遇。而渗滤液、排水管网运营、水体修复、餐厨垃圾等环境衍生市场正在逐渐走热。

面对纷繁复杂的经济形势和发生深刻变革的水务环保市场，该公司在风险得到有效控制的前提下，以“领先的水务环境综合服务商”为战略定位，以“371”发展策略为指导（3 种竞争能力：业务系统、资本运营、资源聚合；7 项业务：城镇水务、水环境综合治理、污泥固废、海淡业务、海外业务、技术业务和环境业务；1 个关键：团队建设和组织保障），以“快速发展、管理提升和改革

¹⁰ 计入该公司原始报表“其他收入及收益净额”。

¹¹ 政府补助和补贴、退回增值税均计入该公司综合损益表“其他收入及收益净额”科目，2020 年增值税退税规模同比大幅下降，主要系税务局 2020 年收取增值税税率下调所致。

¹² 对应该公司综合损益表年内溢利科目。

创新”为主线，积极调整投资策略，进一步提升业务、资源以及人才的整合能力，抢抓机遇，深入挖潜，精耕市场，稳步开展项目投资工作，加快培育核心竞争力，加快并购整合步伐，促进主业持续健康发展，将自身打造成为集产业投资、经营、管理、资本运营为一体的综合性、全产业链的大型综合跨国水务集团公司。

在未来的发展中，该公司将主要在以下 2 个方面采取措施：

1、内部建设战略

为加强战略管理能力，该公司在总裁办公会下，设置 6 个专业委员会，形成“1 会+6 委”决策机制，确保决策科学合理。深入推进区域事业部改革，成立山东、广西、华中、华东四个区域事业部，以及中原、四川两个综合事业区，通过充分放权释放组织活力和潜能。顺应国家京津冀一体化战略，成立京津冀区域事业部，促进京津冀地区业务发展。进一步规范增量投资管理体系，开展全面风险管理体系建设。

2、外部发展战略

该公司坚持城镇水务与水环境开发两个主业互相配合，继续加大增量业务，加强对 PPP 项目的资源投入，推动各业务单位向综合性投资业务工作主体转变。存量项目精耕细作，提高效益。继续培育新业务能力，努力实现海外业务，工业废水、清洁能源等板块的突破性增长，推动环卫业务全国布局，推进海水淡化进京项目的前期工作，提高设计业务综合实力。提升技术竞争力及其驱动作用，做好文化、人才、品牌等软实力建设。

管理

该公司为国有控股的香港上市公司，间接控股股东为北京控股有限公司，实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会，股权结构清晰。

根据该公司于 2020 年 5 月 11 日发布的公告，截至 2020 年 5 月 4 日，中国长江三峡集团有限公司（简称“三峡集团”）通过其附属公司三峡资本、中国长江电力股份有限公司和长江生态合计持有公司 10.08 亿股股份，持股比例为 10.06%，三峡集团成为公司主要股东之一。

截至 2020 年末，该公司股本为 10.02 亿港元，较上年末持平。北控环境直接持有公司 41.13% 股权，仍为公司的控股股东。控股股东北控环境隶属于北京控股有限公司（00392.HK），公司实际控制人仍为北京市国有资产监督管理委员会（简称“北京市国资委”）。

三峡集团入股该公司后持续增持公司股票，截至 2020 年末通过附属公司间接持有公司 14.58% 股权，较 2019 年末的 8.03% 提高 6.55 个百分点。2021 年 6 月 15 日，北京控股有限公司发布公告称，董事会获得其控股股东——北

京控股集团有限公司（简称“北控集团”）通知，为更好落实长江经济带国家发展战略和首都绿色高质量发展，北京市国资委作为北控集团全资控股股东，与三峡集团达成初步共识，通过引入三峡集团作为北控集团的战略投资者，进一步深化股权合作。该公司是北控集团旗下专注于水资源循环利用和水生态环境保护事业的主要企业，三峡集团是“长江大保护”的平台公司，根据国务院国资委、国家发改委对其战略定位，要求其在促进长江经济带发展中发挥基础保障作用，在共抓长江大保护中发挥骨干主力作用。三峡集团自入股该公司以来，已与公司开展多项合作，包括成立合营公司、共同收购等，2021年拟成为北控集团战略投资者后，预计未来双方合作将进一步深化。

根据该公司 2020 年年报披露信息，2020 年公司无重大债务违约记录，信用状况良好。

图表 23. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2021-06-18	未提供	未提供	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2021-06-18	无	无	无
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2021-06-18	无	无	有 ¹³

资料来源：新世纪评级根据公开信息查询整理

财务

跟踪期内，随着业务规模的扩张，该公司债务规模逐步增长，目前已开工在建项目规模大，未来投融资压力仍然较大。公司债务期限结构与业务发展资金需求较匹配，且作为国有控股的香港上市公司，融资渠道畅通，现金储备仍较充裕，对即期债务偿付形成了有效缓冲，整体偿债能力极强。

1. 数据与调整

安永会计师事务所对该公司的 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。公司执行香港财务报告准则及其相关规定。

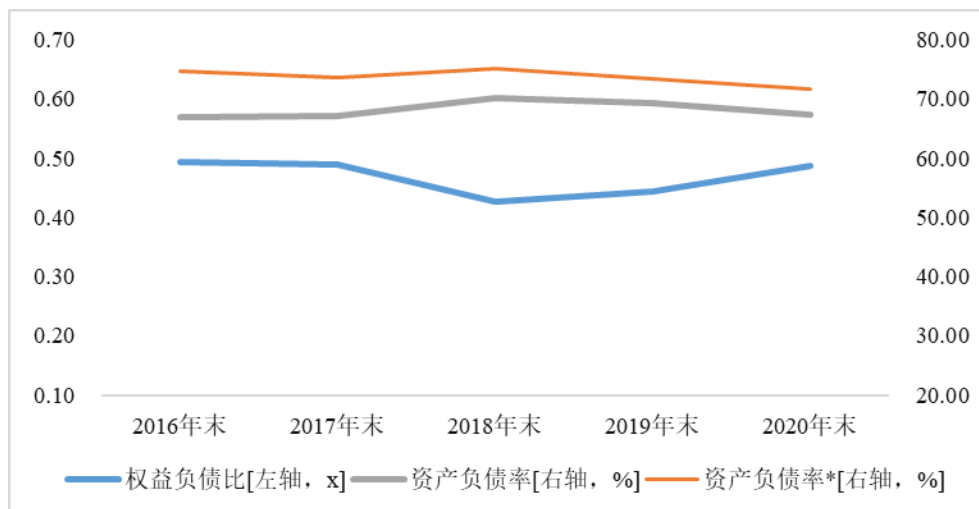
截至 2020 年末，该公司纳入合并范围的子公司共计 653 家。

¹³ 详见本评级报告“表外事项”部分。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 24. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据北控水务集团所提供数据绘制

注：资产负债率*为将永续资本工具调整为负债后重新计算的资产负债率

2020 年末，该公司所有者权益较上年末增长 22.77% 至 571.24 亿港元，增长主要来自盈利积累、发行永续债券以及少数股东对子公司增资。2020 年公司实现年内溢利 52.41 亿港元，受益于此，储备同比大幅增长 18.98%；当年公司发行 10 亿元（折合约 11.24 亿港元）永续中票，永续资本工具增至 78.10 亿港元；当年一家子公司获杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司注资，非控股权益同比增长 35.20% 至 131.57 亿港元。

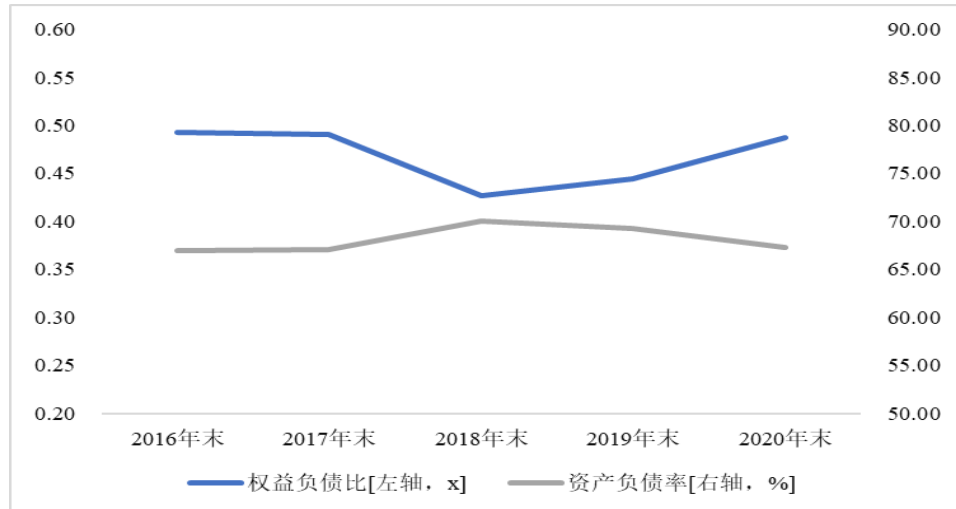
2020 年末，该公司负债总额较上年末增长 12.09% 至 1172.77 亿港元，受益于盈利积累、发行永续债券以及少数股东对子公司增资导致的所有者权益增长，期末资产负债率较上年末小幅下降，为 67.25%，近两年保持小幅下降趋势；如将发行的永续资本工具计入负债，则 2020 年末公司资产负债率为 71.72%，同比下降 1.63 个百分点，但仍处于行业内较高水平。

该公司水环境综合治理建造服务项目规模大，并存在投资额大、项目现金流入与建设期不匹配等特点，公司投融资压力较大，预计随着业务的发展，公司负债总额还将进一步上升，但近年来行业增速放缓，公司新承接项目规模随之下降，一定程度上有利于缓解其不断增长的债务压力。

总体来说，该公司作为上市公司，直接融资渠道通畅，可在一定程度上对负债经营程度有所控制，但前几年的高速发展导致公司积累了较大规模债务，高负债经营的模式仍然持续。

(2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
刚性债务 (亿港元)	361.71	439.52	560.28	614.09	724.31
应付账款 (亿港元)	98.43	116.88	178.73	268.93	264.22
其他应付款项及应计负债—流动 (亿港元)	52.34	67.70	88.85	89.73	96.40
刚性债务占比 (%)	66.64	65.19	63.26	58.69	61.76
应付账款 (%)	18.13	17.34	20.18	25.70	22.53
其他应付款项及应计负债—流动 (%)	9.64	10.04	10.03	8.58	8.22

资料来源：根据北控水务集团所提供数据绘制

该公司债务结构以非流动负债为主，2020 年末长短期债务比为 125.87%，债务构成上主要由刚性债务、应付账款、其他应付款及应计负债（流动部分）等构成。2020 年末，公司刚性债务余额 724.31 亿港元，占负债总额的比重为 61.76%，较上年末增长 17.95%。同期末，公司应付账款 264.22 亿港元，较上年末小幅下降 1.75%，主要为应付分包商的工程款、设备采购款等，除综合治理项目建造服务涉及的若干应付账款由相关合约客户在清偿进度款时到期偿还之外，其余部分一般按 60 日期限支付，2020 年末公司应付账款约 57.81% 账龄在 1 年以内，其中三个月内的占比为 46.69%。同期末，其他应付款项及应计负债（流动部分）为 96.40 亿港元，主要为应付水环境治理分包商的费用、与合资企业之间的往来款以及工程保证金等，虽项目增加而有所增长。

(3) 刚性债务

图表 26. 公司刚性债务构成（单位：亿港元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期刚性债务合计	48.64	85.43	87.23	118.18	144.24
其中：银行及其他借贷-流动	48.12	46.89	42.92	90.23	68.25
公司债券-流动	-	37.50	43.41	19.66	74.91
应付票据-流动	-	-	-	7.00	0.00
租赁负债-流动	0.52	1.03	0.90	1.29	1.09
中长期刚性债务合计	313.06	354.09	473.05	495.91	580.06
其中：银行及其他借贷-非流动	166.63	214.44	277.82	303.53	428.09
公司债券-非流动	116.63	104.95	162.33	165.99	125.17
应付票据	29.40	30.75	29.79	22.45	23.80
租赁负债-非流动	0.41	3.95	3.11	3.94	3.00
综合融资成本（年化，%）	4.46	3.91	4.49	4.52	4.18

资料来源：根据北控水务集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算¹⁴（因四舍五入存在一定尾差）

2020 年末，该公司刚性债务总额为 724.31 亿港元，其中短期刚性债务 144.24 亿港元，占刚性债务总额的 19.91%，短期刚性债务现金覆盖率为 105.99%；中长期刚性债务 580.06 亿港元。若将公司发行的永续资本工具计入刚性债务，则 2018-2020 年末刚性债务总额将分别上升至 623.79 亿港元、676.60 亿港元和 802.41 亿港元，刚性债务增长迅速，主要系公司新增较多银行借款用于收购及建造国内多个水务项目以及人民币升值所致。

从融资渠道来看，该公司以银行借款为主，另有公司债券和应付票据等直接融资方式，融资渠道通畅。2020 年末，公司银行借款余额 496.34 亿港元。从借款类型来看，公司在中国境内获得的污水处理项目特许经营权具有相对较高的质押价值，银行借款方式主要为以若干污水及供水的特许权（包括物业、厂房及设备、特许经营权及服务特许权安排应收款项）做抵押，水务项目现金获取能力相对较强且稳定，可为公司融资提供一定便利。

除银行借款外，发行债券自 2015 年以来逐步成为该公司另一重要的融资方式，债券发行主体主要为公司本部和子公司北控水务（中国）投资有限公司（简称“北控水务中国投资”），截至 2021 年 6 月 20 日，公司和北控水务中国投资在境内发行人民币债券和其他债务融资工具存续期余额为 200.83 亿元。

2020 年，该公司综合融资成本估算为 4.18%，较 2019 年下降 3.4 个百分点。若将公司发行的永续资本工具计入刚性债务，则 2018-2020 年综合融资成本将分别降至 3.97%、4.08% 和 3.78%，融资成本整体控制在较低水平，2020 年疫情发生以来，国内融资环境相对宽松，利率中枢下行，公司当年新增借

¹⁴ 公式：综合融资成本=（资本化利息支出+费用化利息支出）/[(期初刚性债务+期末刚性债务)/2]。

款较多，整体融资成本相应下降。

图表 27. 公司 2020 年末银行借款及其他贷款的融资成本¹⁵

借款类别	实际利率 (%)	余额 (亿港元)
银行贷款		
有抵押	1.06-5.39	195.34
无抵押	1.70-5.94	279.75
其他贷款		
有抵押	2.43-5.40	7.31
无抵押	1.20-5.68	13.94
合计	-	496.34

资料来源：北控水务集团 2020 年报

从偿债压力来看，该公司刚性债务主要为银行及其他借贷以及公司债券，其中将于一年内或按要求偿还的金额为 143.16 亿港元，将于第二年内偿还的金额为 108.83 亿港元，将于第三至第五年偿还的金额为 279.16 亿港元，将于五年后偿还的金额为 165.27 亿港元，整体来看偿债压力在各年度间较为平均。

图表 28. 2020 年末公司主要刚性债务未来偿付计划 (单位：亿港元)

债务类型	一年内或按要求	第二年	第三年至第五年	五年后	合计
银行及其他借贷	68.25	107.29	191.02	129.78	496.34
公司债券	74.91	1.54	88.14	35.49	200.08
合计	143.16	108.83	279.16	165.27	696.42

资料来源：北控水务集团 2020 年报 (因四舍五入存在一定尾差)

整体来看，该公司债务规模仍呈增长趋势，但公司综合融资成本降低，融资渠道多样化，可为其业务开展提供有力支撑；未来各年度间刚性债务偿付规模相对平均，短期集中性偿付压力尚可。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业周期 (天)	71.72	59.26	63.93	79.38	119.32
经营环节产生的现金流量净额 (亿港元)	-25.00	-67.14	-55.73	-42.31	-36.62
其中：服务特许权安排应收款项增加 (亿港元)	-53.13	-102.96	-48.92	-32.01	-95.83
EBITDA (亿港元)	63.35	71.64	93.77	105.64	97.03
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.19	0.18	0.19	0.18	0.14
EBITDA/全部利息支出 (倍)	4.22	4.57	4.18	3.98	3.47

资料来源：根据北控水务集团所提供数据整理

¹⁵ 该公司存续期债券发行利率见图表 1。

该公司水环境综合治理建造服务在建设期需投入大量资金，而特许经营权项目产生的经营性现金流入则在项目特许经营期限内逐年收回，故公司确认的建造服务收入与实际回笼资金之间存在一定的时间差。2020年，公司经营活动现金净流出 36.62 亿港元，其中因服务特许权安排应收款项增加而流出的现金流为 95.83 亿港元，若剔除该因素影响¹⁶，公司经营活动现金流净额为 59.21 亿港元。

2020年，该公司 EBITDA 为 97.03 亿港元，主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，跟踪期内刚性债务持续扩张，利息支出保持增长，但营业收入下滑，利润总额相应减少，综合上述因素影响，当期 EBITDA 同比下降 8.15%。2020年公司 EBITDA 对利息的保障倍数为 3.47，同比下降 0.52；对刚性债务的保障倍数为 0.19 倍，同比下降 0.04，EBITDA 可为利息提供较好保障，但对本金的保障程度相对较弱。

(2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况（亿港元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
购入指定按公允价值入账并于其他全面收入中处理之股本投资/可供出售之投资	-5.45	-6.40	-0.88	-0.30	-1.42
终止确认金融资产之所得款	0.00	22.99	0.00	0.00	0.00
于购入时到期日超过 3 个月之定期存款减少	-0.01	-7.30	4.10	2.62	0.22
购建与处置物业、厂房及其设备项目，新增其他无形资产、特许经营权形成的净流入额	-10.54	-12.02	-9.96	-15.24	-16.66
收购附属公司	-6.84	-2.99	-10.73	-9.31	0.69
收购合资企业/于合资企业之投资增加	-2.10	-15.05	-10.95	-10.24	-5.29
其他因素对投资环节现金流量影响净额	4.65	19.62	-1.67	-13.85	2.59
投资环节产生的现金流量净额	-20.29	-1.15	-30.09	-18.62	-19.87

资料来源：根据北控水务集团所提供数据整理

2020年，该公司投资活动现金净流出 19.87 亿港元，净流出额同比小幅增长 2.99%。公司历年投资性现金流受物业、厂房、无形资产和特许经营权的购置与处置关联度较高，2021年公司购置与处置物业、厂房及其设备项目，新增其他无形资产、特许经营权形成的净流出-16.66 亿港元，构成了投资性现金流净流出的主要部分。

(3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（亿港元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
权益类净融资净额	58.29	-7.62	19.00	32.13	12.93
其中：永续债及优先股	65.45	-2.24	-2.46	-2.35	9.26
债务类净融资净额	36.40	47.31	111.41	23.86	63.11

¹⁶ 国内企业一般将其纳入投资活动产生的现金流量部分。

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
其中：现金利息支出	14.83	15.40	-21.62	-26.01	-26.98
筹资环节产生的现金流量净额	94.69	39.68	130.40	55.98	76.04

资料来源：根据北控水务集团所提供数据整理

2020年，该公司筹资性现金净流量为76.04亿港元。2020年以来公司在建和拟建污水处理项目较多，未来资金需求较大，此外2020年融资成本较低，公司增加一定的资金储备，故当年筹资环节现金净流入同比大幅增长35.83%至76.04亿港元。从筹资方式来看，2020年公司权益性融资净额和债务性融资净额分别为12.93亿港元和63.11亿港元，当年权益性融资净额主要来自发行永续债券，权益投入较少，整体来看筹资方式以债务类融资为主。

整体来看，该公司污水处理及供水项目的创现能力强且稳定，为在建和拟建项目的推进奠定了良好融资条件，公司以多渠道融资方式来弥补资金缺口，可在一定程度上弥补非筹资性现金缺口。

4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末
流动资产（亿港元，在总资产中占比%）	219.75	235.39	319.76	352.51	414.47
	27.11	23.43	25.30	23.32	23.77
其中：现金及现金等价物（亿港元）	110.56	99.85	129.38	121.60	146.97
预付款项、按金及其他应收款项（亿港元）	44.15	67.45	73.82	91.79	97.50
应收款项（亿港元）	30.24	28.53	41.97	63.25	89.55
服务特许权安排应收款项（亿港元）	19.33	26.15	32.52	38.15	41.31
应收合约客户款项（亿港元）	11.01	8.76	30.09	29.88	30.92
非流动资产（亿港元，在总资产中占比%）	590.72	769.22	944.04	1159.09	1329.54
	72.89	76.57	74.70	76.68	76.23
其中：服务特许权安排应收款（亿港元）	226.38	333.23	276.13	320.33	416.98
应收合约客户款项（亿港元）	162.04	150.60	347.23	466.47	423.14
应收账款（亿港元）	13.47	17.31	29.04	46.38	122.77
于合资企业之投资（亿港元）	32.95	64.69	72.83	79.76	99.69
于联营公司之投资（亿港元）	23.90	41.85	44.09	52.62	63.61
特许经营权（亿港元）	33.90	41.91	39.14	48.62	55.56
物业、厂房及设备（亿港元）	28.31	38.42	42.23	41.66	47.00
商誉（亿港元）	33.12	33.04	38.03	40.33	41.83
期末全部受限资产账面金额（亿港元）	112.72	108.79	134.97	186.12	210.02
受限资产账面余额/总资产（%）	13.91	10.83	10.68	12.31	12.04

资料来源：根据北控水务集团所提供数据整理

2020年末，该公司资产总额为1744.01亿港元，较上年末增长15.37%。

公司资产主要分布于非流动资产，2020 年末非流动资产 1329.54 亿港元，占资产总额 76.23%。

该公司非流动资产主要由服务特许权安排应收款、应收合约客户款项、应收账款、于合资企业之投资、于联营公司之投资、特许经营权、物业、厂房及设备 and 商誉等构成，2020 年末占非流动资产的比重分别为 31.36%、31.83%、9.23%、7.50%、4.78%、4.18%、3.54% 和 3.15%。2020 年末，公司服务特许权安排应收款较上年末增长 30.17% 至 416.98 亿港元，为特许经营项目下确认的金融资产（保底水费价值），大幅增长主要是部分 BOT 项目开始运营后由应收合约客户款项重新分类所致；应收合约客户款项为期末来自 BOT 项目和综合治理项目建造期间产生的累计建造成本加已确认累计毛利合计超出进度款部分的金额，较上年末减少 9.29% 至 423.14 亿港元，主要由于部分水环境治理项目完工导致重新分类为应收账款及服务特许权安排应收款项所致；应收账款较上年末大幅增长 164.70% 至 122.77 亿港元，主要因上述重分类因素所致；公司于合资企业之投资较上年末增长 24.99% 至 99.69 亿港元主要系年内向合资企业注资、将子公司转换为合资企业及分占合资企业溢利所致；于联营公司之投资较上年末增长 20.89% 至 63.61 亿港元，增幅主要来自联营公司盈利等因素所致；公司特许经营权较上年末增长 14.27% 至 55.56 亿港元，增长主要为年内部分 BOT 项目投运后由应收合约客户款项重新分类所致；物业、厂房及设备较上年末增长 12.82% 至 47.00 亿港元；商誉较上年末小幅增长 3.72% 至 41.83 亿港元。

该公司流动资产主要由现金及现金等价物、预付款项、按金及其他应收款项、应收款项、服务特许权安排应收款项和应收合约客户款项等构成，2020 年末占流动资产的比重分别为 35.46%、23.52%、21.61%、9.97% 和 7.46%。2020 年，公司融资规模较大，期末现金及现金等价物为 146.97 亿港元，较上年末增长 20.86%，另有受限制现金及已抵押存款 5.92 亿港元，整体货币资金相对充裕；同期末，预付款项、按金及其他应收款项较上年末小幅增长 6.22% 至 97.95 亿港元，主要由于应收增值税增加所致；应收款项较上年末大幅增长 41.58% 至 89.55 亿港元，主要系部分综合治理项目完成而将应收合约客户款项重新分类至应收账款所致；服务特许权安排应收款项较上年末增长 8.28% 至 41.31 亿港元，应收合约客户款项较上年末小幅增长 3.48% 至 30.92 亿港元，变动主要来自项目建设推进及完工后的重分类。

2020 年末，该公司全部受限资产账面价值为 210.02 亿港元，主要是特许经营权、物业、厂房及设备、服务特许权安排应收款项 173.01 亿港元、子公司股权 13.96 亿港元、土地使用权及建筑物 17.14 亿港元和货币资金 5.91 亿港元等，占同期末资产总额的 12.04%，受限资产规模整体维持在可控范围内。

5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率 (%)	106.60	85.00	87.57	71.97	79.83
速动比率 (%)	105.47	83.32	86.08	70.08	79.38
现金比率 (%)	54.67	36.06	37.23	25.26	29.45

资料来源：根据北控水务集团所提供数据整理

2017 年起，该公司流动比率降至 100% 以下，2020 年末为 79.83%，同比上升 7.86 个百分点，主要系当期外部融资较多推动现金储备增长，以及前期项目逐步推进和完工，应收账款迅速增长，导致流动资产增长相对较快。2020 年末公司现金比率为 29.45%，同比上升 4.19 个百分点，现金储备仍然相对充足。

6. 表外事项

对外担保

截至 2020 年末，该公司对外担保（或然负债）如下：

(1) 该公司就项目投标及项目表现向项目业主提供 11.46 亿港元的银行担保，以代替按金。

(2) 该公司为联营公司、合资企业及独立第三方的信贷以及合资企业发行债券向银行及/或机构投资者提供担保 39.93 亿港元。

未决诉讼或仲裁

截至本评级报告出具日，该公司及下属子公司涉案金额超过公司最近一期经审计净资产绝对值 1% 以上的重大未决诉讼或仲裁事项如图表 34 所示，其中子公司作为被告的案件为 1 件，整体看未决诉讼或仲裁对公司偿债能力无重大影响。

图表 34. 公司重大未决诉讼或仲裁事项

涉诉子公司	原告	被告	涉诉金额	最新进展
岳阳北控制水有限公司	岳阳北控制水有限公司	临湘市人民政府	自来水供水费用 0.43 亿元及逾期支付的利息；提前终止合同补偿金 2.32 亿元	重审中
岳阳北控水质净化有限公司	岳阳北控水质净化有限公司	临湘市人民政府	污水处理费 0.72 亿元及逾期支付的利息；提前终止合同补偿金 1.94 亿元	重审中
北控水务（中国）投资有限公司	北控水务（中国）投资有限公司	大连市普兰店土地储备整理分中心、大连市自然资源局事务服务中心、大连市普兰店区人民政府、大连市普兰店区财政局	收储补偿费 3.51 亿元；延迟支付期间的相应利息损失 0.90 亿元（暂计至 2020 年 7 月 8 日）	一审审理中

涉诉子公司	原告	被告	涉诉金额	最新进展
北控水务（中国）投资有限公司	北控水务（中国）投资有限公司	大连皮杨陆岛建设发展有限公司	借款本金 4 亿元、逾期利息 2.6 亿元（暂计算至 2020 年 7 月 11 日，应支付至实际支付日）； 违约金 2.6 亿元（暂计算至 2020 年 7 月 11 日，应支付至实际支付日）； 补偿聘用律师之费用 30 万元	-
昆明捷运路桥发展有限公司	泛华建设集团有限公司	昆明捷运路桥发展有限公司、昆明市城建投资开发有限责任公司	工程款 1.02 亿元、违约金、本案的诉讼费、保全费等费用。	一审审理中

资料来源：根据北控水务集团所提供数据整理

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要以全资或控股方式对子公司进行管理，集团本部起到战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能。2020 年末，公司本部资产总额为 480.49 亿港元，其中约 37% 为对附属公司以及合资企业、联营公司的投资，约 60% 为预付款项、按金及其他应收款。2020 年末，公司本部刚性债务为 209.95 亿港元，资产负债率为 78.49%。

外部支持因素

该公司目前已与多家商业银行保持良好的合作关系，能获得资金支持以保障公司的正常周转。截至 2020 年末，公司获得的银行授信总额为 465 亿港元，已使用授信 217 亿港元，尚未使用授信为 248 亿港元。

图表 35. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	剩余额度
全部（亿港元）	465	248
其中：国家政策性金融机构（亿港元）	7	-
工农中建交五大商业银行（亿港元）	142	50

资料来源：根据北控水务集团所提供数据整理（截至 2020 年末）。

除与金融机构保持良好关系外，该公司股东可在项目合作以及融资等方面为公司提供支持。其中，重要股东三峡集团自入股公司以来，已与公司开展多项合作，包括成立合营公司、共同收购等。北京控股集团财务有限公司可在融资方面为公司提供支持，2020 年其为公司的子公司山东中材默锐水务有限公司提供融资租赁服务。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 16 水务 02：调整票面利率，回售

16 水务 02 于 2016 年 7 月 28 日完成发行，债券期限为 7 年，附第 5 年末该公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至本报告出具日，16 水务 02 未到公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权行权期。

2. G16 北控 1：调整票面利率，回售

G16 北控 1 于 2016 年 8 月 3 日完成发行，债券期限为 8 年，附第 5 年末该公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至本报告出具日，G16 北控 1 未到公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权行权期。

3. 18 北控水务 MTN001：调整票面利率，回售，交叉违约控制权变更

18 北控水务 MTN001 于 2018 年 5 月 28 日完成发行，分 18 北控水务 MTN001A 和 18 北控水务 MTN001B 两个品种。

18 北控水务 MTN001A 期限为 5 年，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。18 北控水务 MTN001B 期限为 7 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

此外，18 北控水务 MTN001 约定了交叉违约的触发情形，即该公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付(或宽限期到期后应付(如有))的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或未能清偿到期应付的任何银行贷款，且单独或累计的总金额达到或超过(1)人民币 25000 万元，或(2)公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的 1%，以较低者为准。若上述触发情形发生，公司应在 2 个工作日内予以公告，且应立即启动保护机制。

同时，北控水务 MTN001 还约定了控制权变更的触发情形，即按照《公司法》等相关法律法规规定，结合该公司实际情况，在本期债务融资工具存续期内，出现下列情形之一：1.控制权变更，北京控股直接或间接拥有或控制公司已发行股本低于 35% 投票权(不论是以股本拥有权、管有投票权、合约或其他方式取得)；北京控股不能监督公司；北京控股不是直接或间接为公司之单一最大股东；北京控股所提名之人士未能组成董事会大多数成员；2.因控制权变更导致信用评级发生变化，控制权变更导致信用评级下调，控制权变更导致信用评级展望由稳定调为负面。若上述触发情形发生，将立即启动保护机制。

4. 18 北控水务 MTN002：调整票面利率，回售，交叉违约控制权变更

18 北控水务 MTN002 于 2018 年 7 月 18 日完成发行，分 18 北控水务

MTN002A 和 18 北控水务 MTN002B 两个品种。

18 北控水务 MTN002A 期限为 5 年，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。18 北控水务 MTN002B 期限为 7 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。在该债券存续期第 3 年末（即 2021 年 5 月），该公司下调该债券后 2 年票面利率 262BP，至 2.30%；投资人回售 18.70 亿元，截至 2021 年 6 月 20 日，债券余额为 1.30 亿元。

此外，18 北控水务 MTN002 设有交叉违约和控制权变更条款，条款内容同 18 北控水务 MTN001。

5. 19 北控水务 MTN001：调整票面利率，回售，交叉违约,控制权变更

19 北控水务 MTN001 于 2019 年 1 月 9 日完成发行，分 19 北控水务 MTN001A 和 19 北控水务 MTN001B 两个品种。

19 北控水务 MTN001A 期限为 7 年，附第 5 年末该公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。18 北控水务 MTN001B 期限为 10 年。

此外，19 北控水务 MTN001 设有交叉违约和控制权变更条款，条款内容同 18 北控水务 MTN001。

6. 20 北控水集 MTN001：可续期条款，清偿顺序劣后，利息递延支付权、赎回选择权，交叉违约,控制权变更

20 北控水集 MTN001 于 2020 年 5 月 11 日完成发行。

20 北控水集 MTN001 期限为 5+N 年，于该公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

20 北控水集 MTN001 的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于该公司发行的普通债券和其他债务。

20 北控水集 MTN001 含利息递延支付权。除非发生强制付息事件，每个付息日，该公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何利息递延支付次数的限制。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

20 北控水集 MTN001 含赎回选择权。该公司在满足以下两种情况之一时，有权赎回 20 北控水集 MTN001：（1）公司按照赎回条款进行赎回：公司有权选择在本期中期票据首个票面利率重置日和其后每个付息日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息（如有））赎回本期中期票据。（2）公司因会计政策变更进行赎回：若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期中期票据计入权益时，公司有权对本期中期票据进行赎回。

此外，20 北控水集 MTN001 设有交叉违约和控制权变更条款，条款内容

同 18 北控水务 MTN001。

7. 21 北控水集 MTN001：调整票面利率，回售，交叉违约控制权变更

21 北控水集 MTN001 期限为 8 年，附第 5 年末该公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。此外，21 北控水集 MTN001 设有交叉违约和控制权变更条款，条款内容同 18 北控水务 MTN001。

跟踪评级结论

该公司为国有控股的香港上市公司，间接控股股东为北京控股有限公司，实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会，股权结构清晰。

该公司现已形成以水处理服务、水环境治理建造服务为主业，水环境治理技术服务协同发展的经营格局，水务产业链趋于完善。公司水务项目遍布全国各主要省份，已基本完成全国性布局，水处理能力位于全国前列。公司经营基础良好，2020 年受疫情影响，水环境治理建造服务收入有所下滑，导致当年盈利能力下降，但已投运项目运营基本稳定，整体经营基础仍然稳固。

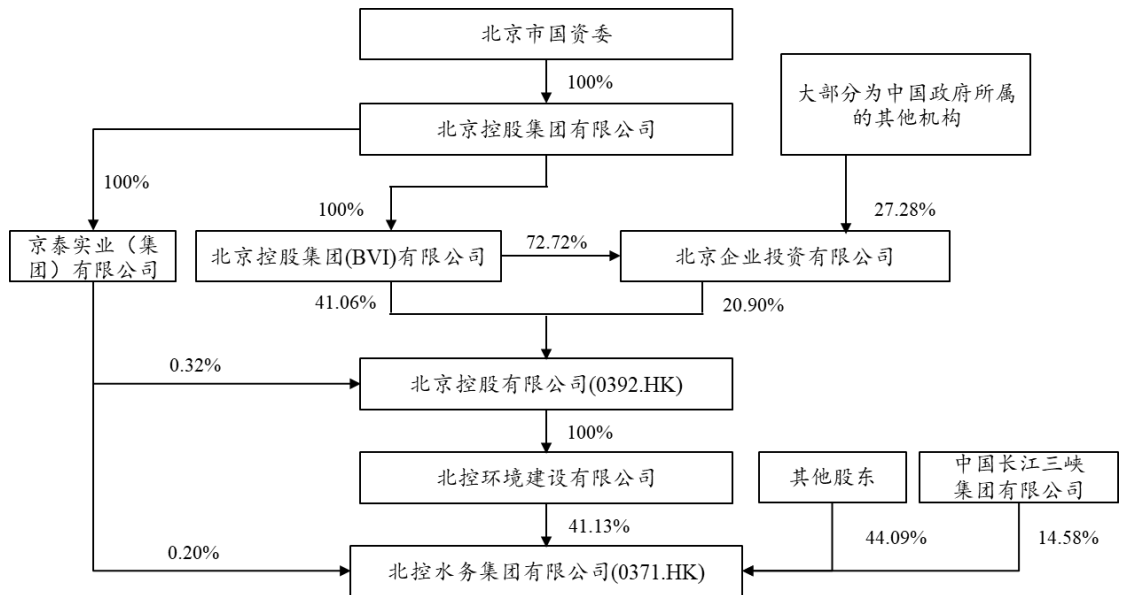
跟踪期内，随着业务规模的扩张，该公司债务规模逐步增长，目前已开工在建项目规模大，未来投融资压力仍然较大。公司债务期限结构与业务发展资金需求较匹配，且作为国有控股的香港上市公司，融资渠道畅通，跟踪期内完成增发，现金储备仍较充裕，对即期债务偿付形成了有效缓冲，整体偿债能力极强。

跟踪期内，随着业务规模的扩张，该公司债务规模逐步增长，目前已开工在建项目规模大，未来投融资压力仍然较大。公司债务期限结构与业务发展资金需求较匹配，且作为国有控股的香港上市公司，融资渠道畅通，现金储备仍较充裕，对即期债务偿付形成了有效缓冲，整体偿债能力极强。

本评级机构仍将继续关注：（1）该公司资本性支出压力；（2）公司盈利能力变化；（3）公司债务扩张压力；（4）公司项目款回收情况。

附录一：

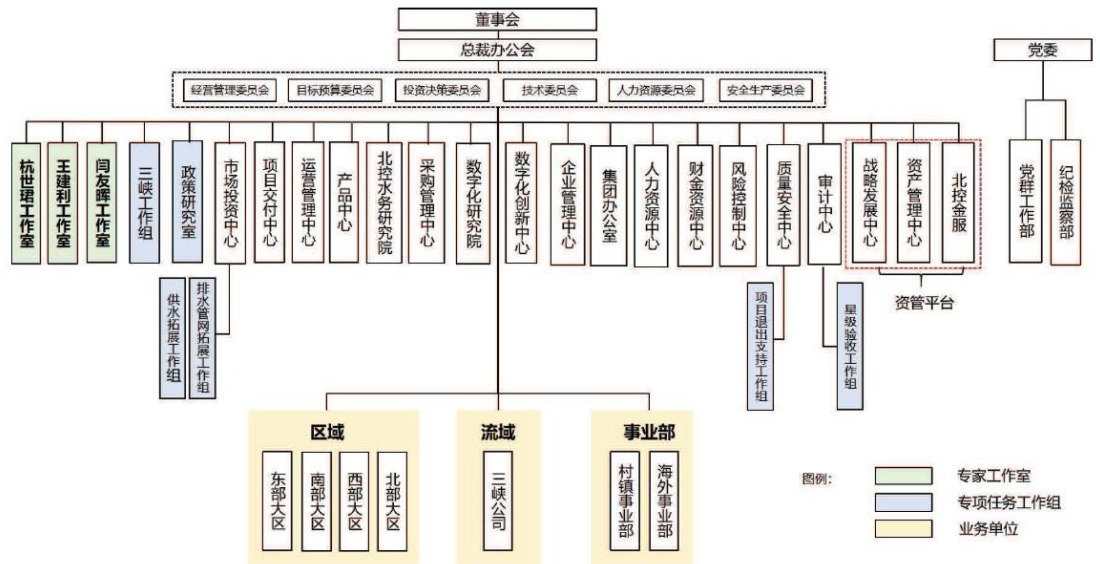
公司与实际控制人关系图



注：根据北控水务今天提供的资料绘制（截至 2020 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据北控水务集团提供的资料绘制（截至 2020 年末）。

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)					
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA
北京控股有限公司*	北京控股	间接控股股东	-	燃气、啤酒、水务等	693.67	125.29	677.83	56.47	77.38	82.84
北控水务集团有限公司(本部)*	北控水务集团	本级	-	污水处理项目建造及运营、供水、技术及咨询服务	724.31	571.24	未披露	未披露	未披露	未披露
北控水务(中国)投资有限公司	北控水务投资	核心子公司	100.00	污水处理项目建造及运营、供水、技术及咨询服务	347.89	280.84	96.19	20.37	27.20	46.70
贵阳北控水务有限责任公司	贵阳北控	重要合资企业	45.00	供水、建筑安装工程等	1.72	16.76	8.32	1.25	1.17	2.60
北控清洁能源集团有限公司*	北控清洁能源	重要联营公司	31.88	清洁能源发电、供暖等	307.07	131.25	55.52	8.86	16.16	35.23
北控城市资源集团有限公司*	北控城市资源	重要联营公司	28.04	环境卫生、危废处理等	17.59	36.67	35.20	5.40	6.73	10.52
金科环境股份有限公司	金科环境	重要联营公司	17.15	水深度处理及固废资源化	0.54	9.75	5.57	0.74	-1.05	0.97

注：根据北控水务集团 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

*：单位为亿港元。

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
资产总额 [亿港元]	1,263.81	1,511.61	1,744.01
货币资金 [亿港元]	135.94	123.73	152.89
刚性债务[亿港元]	560.28	614.09	724.31
所有者权益 [亿港元]	378.12	465.31	571.24
营业收入[亿港元]	245.97	281.92	253.61
净利润 [亿港元]	52.30	58.43	52.41
EBITDA[亿港元]	93.77	105.64	97.03
经营性现金净流入量[亿港元]	-55.73	-42.31	-36.62
投资性现金净流入量[亿港元]	-30.10	-18.62	-19.87
资产负债率[%]	70.08	69.22	67.25
权益资本与刚性债务比率[%]	67.49	75.77	78.87
流动比率[%]	87.57	71.97	79.83
现金比率[%]	37.23	25.26	29.45
利息保障倍数[倍]	3.95	3.75	3.22
担保比率[%]	2.09	8.07	9.00
营业周期[天]	63.93	79.38	119.32
毛利率[%]	35.68	36.06	38.37
营业利润率[%]	27.56	26.80	25.59
总资产报酬率[%]	7.82	7.18	5.54
净资产收益率[%]	14.76	13.85	10.11
净资产收益率*[%]	15.09	14.35	10.36
营业收入现金率[%]	—	—	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.36	-9.90	-7.26
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.00	-6.31	-5.09
EBITDA/利息支出[倍]	4.18	3.98	3.47
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.18	0.14

注：表中数据依据北控水务集团经审计的2018~2020年度财务数据整理、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	4
		会计政策与质量	1
		现金流状况	10
		负债结构与资产质量	2
		流动性	2
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向		上调
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	2016年5月3日	AAA/稳定	陈溢文、单玉柱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年1月11日	AAA/稳定	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论(2012) 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2020年6月24日	AAA/稳定	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论(2012) 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
16水务02	历史首次评级	2016年5月3日	AAA	陈溢文、单玉柱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AAA	李育、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论(2012) 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
G16北控1	历史首次评级	2016年5月3日	AAA	陈溢文、单玉柱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AAA	李育、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论(2012) 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
18北控水务MTN001	历史首次评级	2017年12月12日	AAA	陈溢文、楼雯仪	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AAA	李育、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论(2012) 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-

18 北控 水务 MTN002	历史首次 评级	2018年7月16日	AAA	陈湓文、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AAA	李育、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	-
19 北控 水务 MTN001	历史首次 评级	2018年11月16日	AAA	陈湓文、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AAA	李育、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	-
20 北控 水集 MTN001	历史首次 评级	2019年12月25日	AAA	陈湓文、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AAA	李育、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	-
21 北控 水集 MTN001	历史首次 评级	2021年1月11日	AAA	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	-

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、出售或以任何方式外传。