

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(2022)100406】

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

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
18 兴蓉环境 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022年6月20日	AAA/稳定/AAA/2021年6月10日	AAA/稳定/AAA/2018年10月19日
19 兴蓉绿色债 01	AAA/稳定/AAA/2022年6月20日	AAA/稳定/AAA/2021年6月10日	AAA/稳定/AAA/2019年3月29日
19 兴蓉绿色债 02	AAA/稳定/AAA/2022年6月20日	AAA/稳定/AAA/2021年6月10日	AAA/稳定/AAA/2019年11月4日
20 兴蓉 01	AAA/稳定/AAA/2022年6月20日	AAA/稳定/AAA/2021年6月10日	AAA/稳定/AAA/2020年7月28日
21 兴蓉环境 MTN001	AAA/稳定/AAA/2022年6月20日	-	AAA/稳定/AAA/2021年6月1日
21 兴蓉环境 MTN002	AAA/稳定/AAA/2022年6月20日	-	AAA/稳定/AAA/2021年10月28日

主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	4.69	2.62	3.15	3.64
刚性债务	42.64	53.14	55.78	56.21
所有者权益	76.57	79.96	83.18	83.13
经营性现金净流入量	-0.42	-0.17	-0.22	-0.30
合并口径数据及指标：				
总资产	253.37	308.80	345.12	347.07
总负债	133.43	177.37	201.68	200.06
刚性债务	78.66	100.88	117.53	120.10
所有者权益	119.95	131.44	143.44	147.01
营业收入	48.38	53.71	67.32	14.42
净利润	11.01	13.23	15.12	3.58
经营性现金净流入量	18.81	27.51	27.27	-0.80
EBITDA	22.42	26.26	31.69	-
资产负债率[%]	52.66	57.44	58.44	57.64
权益资本与刚性债务比率[%]	152.49	130.29	122.04	122.41
流动比率[%]	84.71	70.48	74.58	75.80
现金比率[%]	47.81	39.96	38.73	33.51
利息保障倍数[倍]	5.49	5.14	4.91	-
净资产收益率[%]	9.51	10.53	11.00	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	31.31	37.49	14.39	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.78	-8.00	-5.08	-
EBITDA/利息支出[倍]	8.11	7.44	7.42	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.29	0.29	-

注：根据兴蓉环境经审计的2019-2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

林巧云 lqy@shxsj.com
张佳 zhangjia@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 兴蓉绿色债 01、19 兴蓉绿色债 02、20 兴蓉 01、21 兴蓉环境 MTN001 和 21 兴蓉环境 MTN002 跟踪评级反映了 2021 年以来兴蓉环境在盈利能力及现金流表现等方面保持优势，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地方政府主导，受政策影响较大。此外，污水处理、再生水等免增值税政策的取消，对行业内企业的盈利水平造成一定的不利影响。
- **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。

➤ 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，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极高，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



成都市兴蓉环境股份有限公司及其发行的公开发行债券

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、2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)、2021 年度第一期中期票据及 2021 年度第二期中期票据（分别简称“18 兴蓉环境 MTN001”、“19 兴蓉绿色债 01”、“19 兴蓉绿色债 02”、“20 兴蓉 01”、“21 兴蓉环境 MTN001”和“21 兴蓉环境 MTN002”）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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。

2017 年 9 月，该公司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。2018 年 11 月，公司发行了“18 兴蓉环境 MTN001”，发行规模为 5.00 亿元，募集资金用于补充营运资金及归还存量融资本金。2021 年 11 月 28 日，公司行使调整票面利率选择权，将票面利率调整至 1.60%，同时回售“18 兴蓉环境 MTN001”本金 4.80 亿元。

2019 年 4 月，该公司发行了“19 兴蓉绿色债 01”，发行规模为 8.00 亿元，募集资金中 4.00 亿元用于成都市中和污水厂二期工程，剩余部分用于补充营运资金；同年 11 月，公司发行了“19 兴蓉绿色债 02”，发行规模为 10.00 亿元，募集资金中 5.00 亿元用于成都市中和污水厂二期工程，剩余部分用于补充营运资金。目前，上述两期企业债券的募集资金均已使用完毕。

2020 年 8 月，该公司发行了“20 兴蓉 01”，发行规模为 14 亿元，募集资金主要用于偿还公司债务和补充流动资金，截至 2021 年末，已累计使用募集资金 139911.75 万元，尚未使用募集资金 88.25 万元。

2021 年 5 月，该公司在中国银行间市场交易商协会成功注册了 20.00 亿元中期票据发行额度，有效期至 2023 年 5 月 17 日。当年 6 月，公司发行了“21 兴蓉环境 MTN001”，发行规模为 9.00 亿元，募集资金全部用于偿还有息债务；当年 10 月，公司发行了“21 兴蓉环境 MTN002”，发行规模为 7.00 亿元，募集资金用于偿还有息债务及补充营运资金。目前，上述两期中票的募集资金均已使用完毕。

截至 2022 年 3 月末，该公司已发行尚未到期的债券余额为 48.20 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 2022 年 3 月末公司存续债券情况

债项简称	起息日期	债券期限 (年)	发行规模 (亿元)	票面利率 (当期, %)	债券余额 (亿元)	本息兑付情况
21 兴蓉环境 MTN002	2021-11-04	3+2	7.00	3.20	7.00	尚未开始还本付息
21 兴蓉环境 MTN001	2021-06-09	3+2	9.00	3.39	9.00	尚未开始还本付息
20 兴蓉 01	2020-08-06	3+2	14.00	3.64	14.00	正常
19 兴蓉绿色债 02	2019-11-28	3+2	10.00	3.58	10.00	正常
19 兴蓉绿色债 01	2019-04-29	3+2	8.00	4.26	8.00	正常
18 兴蓉环境 MTN001	2018-11-28	3+2	5.00	1.60	0.20	正常
合计	-	-	53.00	--	48.20	-

资料来源：兴蓉环境

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源

原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(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，行业发展与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，供水设施投资随我国城镇化的推进而逐步增长；污水处理设施将在相关政策推动下，继续在新增管网、处理设施以及提标改造等方面保持较大投资需求。

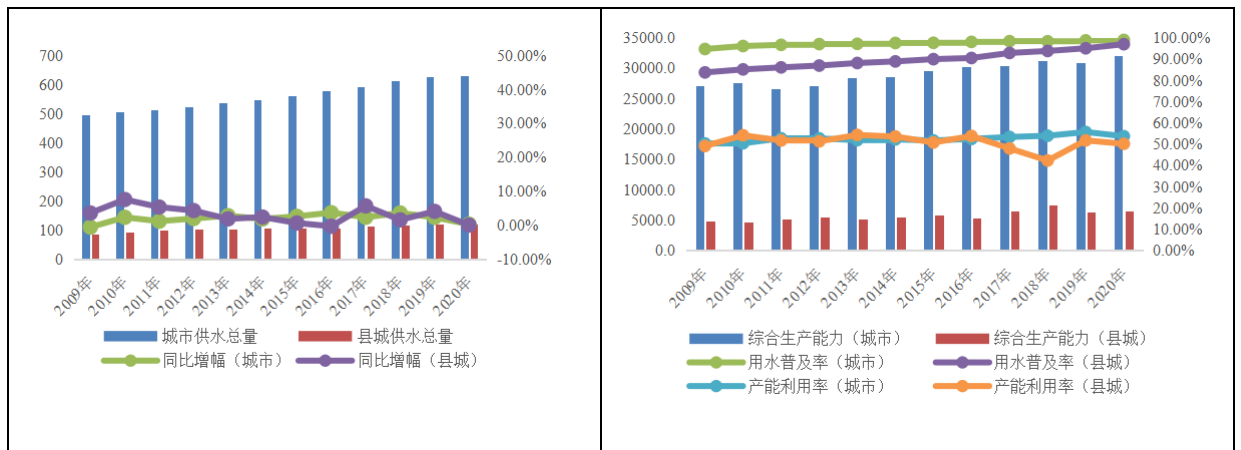
A. 行业概况

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。2020 年，我国水资源总量为 31605.2 亿立方米¹，同比增长 8.80%，人均水资源量较少，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。2018-2020 年，全国用水总量分别为 6015.50 亿吨、6021.20 亿吨和 5812.9 亿吨，其中 2020 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 14.85%、62.14%、17.73%和 5.28%，2020 年受新冠疫情影响工业用水占比有所下降。

城市供水方面²，2018-2020 年，全国城市供水总量分别为 614.64 亿吨、628.30 亿吨和 629.54 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 24%-28%。县城供水方面，2018-2020 年，全国县城供水总量分别为 114.51 亿吨、119.09 亿吨和 119.02 亿吨，其中生活用水占比在 56%-58%之间，2020 年受新冠疫情影响用水量略有下降。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较为稳定，为水务企业供水业务运营奠定了良好的基础。

图表 2. 2009-2020 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：《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2018-2020 年，全国城市的供水固定资产投资总额分别为 543.0 亿元、560.1 亿元和 749.4 亿元，2020 年较上年增长 33.80%，主要系对水务建设、生态保护等水务项目资金支持力度增大所致；2020 年末，全国城市供水综合生产能力为 3.21 亿吨/日，同比增长 3.80%；产能利用率为 53.73%³，同比下降 1.98 个百分点；用水普及率为 98.99%，同比上升 0.21 个

¹ 数据来源：中华人民共和国水利部《2020 年中国水资源公报》。

² 以下二段数据取自国家住建部于 2021 年 10 月公布《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》。

³ 根据 2020 年全国城市供水总量和综合生产能力测算。

百分点。2018-2020 年，全国县城供水固定资产投资总额分别为 144.1 亿元、168.11 亿元和 232.2 亿元，2020 年较上年增长 38.13%；2020 年末全国县城供水综合生产能力为 0.65 亿吨/日，同比增长 2.33%；产能利用率为 50.17%，同比上下下降 1.59 个百分点；用水普及率为 96.66%，同比上升 1.60 个百分点。

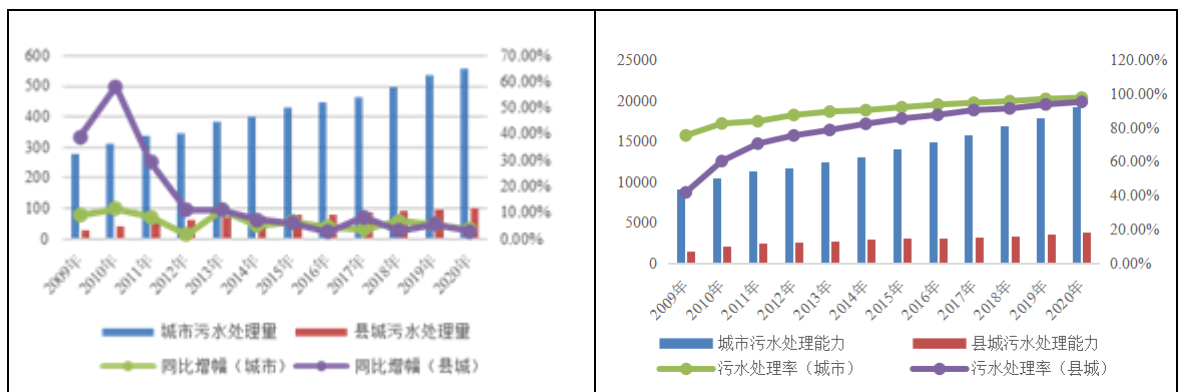
整体来看，近年来城市和县城供水固定资产投资增幅呈周期性波动，随着我国城镇化进程及城乡供水一体化的持续推进，供水需求仍将增长，伴随着供水固定资产的持续投入，供水能力将进一步提高。

b) 污水处理

2018-2020 年⁴，我国城市污水排放量分别为 521.12 亿吨、554.65 亿吨和 571.36 亿吨，污水处理量分别为 497.61 亿吨、536.93 亿吨和 557.28 亿吨，污水处理率分别为 95.49%、96.81%和 97.53%。2018-2020 年，我国县城污水排放量分别为 99.40 亿吨、102.30 亿吨和 103.76 亿吨，污水处理量分别为 90.64 亿吨、95.71 亿吨和 98.62 亿吨，污水处理率分别为 91.16%、93.55%和 95.05%。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，其中提标改造投资需求较大。

固定资产投资方面，2018-2020 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 802.6 亿元、803.7 亿元和 1043.4 亿元；2018-2020 年县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 168.0 亿元、176.0 亿元和 306.2 亿元。截至 2020 年末，我国城市共有污水处理厂 2618 座，比上年末增加 147 座，日污水处理能力为 19267 万吨，同比增长 7.86%；2020 年末县城共有污水处理厂 1708 座，比上年末增加 39 座，日污水处理能力为 3770 万吨，同比增长 5.10%。

图表 3. 2009-2020 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：《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 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、海绵城市建设和长江大保护等领域的需求快速增长，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

⁴ 以下二段数据取自国家住建部于 2021 年 10 月公布《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》。

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年末，全国地级及以上城市建成区黑臭水体消除比例达98.2%⁵。2021年11月，生态环境部发布《国务院关于深入打好污染防治攻坚战的意见》（简称“意见”）明确加强农业农村和工业企业污染防治，充分发挥河长制、湖长制作用，巩固城市黑臭水体治理成效，建立防止返黑返臭的长效机制。根据《农村人居环境整治提升五年行动方案（2021-2025年）》，加强农村黑臭水体治理，采取控源截污、清淤疏浚、生态修复、水体净化等措施中合治理，基本消除较大面积黑臭水体，预计未来黑臭水体治理仍将加速推进。

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。长江经济带覆盖上海、江苏、浙江和安徽等11个省市，面积约205.23万平方公里，占全国的21.4%，是中央重点实施的“三大战略”之一。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。2020年12月《中华人民共和国长江保护法》的通过，进一步加强了长江流域生态环境保护和修复的重要性。且2021年9月财政部印发《关于全面推动长江经济带发展财税支持政策的方案》提出，国家绿色发展基金等重点投向长江经济带，国家绿色发展基金首期规模885亿元，中央财政出资100亿元，沿江省市政府和社会资本参与出资，第一期存续期间主要投向长江经济带沿江省市。此外，加大重点生态功能区转移支付力度，加大地方政府债券支持力度。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。根据国务院2021年10月印发的《黄河流域生态保护和高质量发展纲要》中提出推动黄河流域生态保护和高质量发展，具有深远历史意义和重大战略意义，明确到2030年，黄河流域人水关系进一步改善，流域治理水平明显提高，到2035年，黄河流域生态保护和高质量发展取得重大战略成果，黄河流域生态环境全面改善。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

⁵ 数据来源为《2020年中国生态环境状况公报》。

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。2019-2021年末及2022年1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2.29元/吨、2.31元/吨、2.34元/吨和2.33元/吨。2021年10月，国家发改委公布《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》，其中《城镇供水价格管理办法》明确了城镇供水价格的定价原则、定价方法、定调价程序以及水价分类等。《城镇供水定价成本监审办法》明确了定价成本构成和核定方法，并对供水企业职工人数定员上限标准、管网漏损率控制等建立激励约束机制。此外，首次明确城镇供水价格监管周期原则上为3年，经测算需要调整供水价格的，应及时调整到位，并考虑当地经济社会发展水平和用户承受能力，价格调整不到位导致供水企业难以达到准许收入的，当地人民政府应予以相应补偿。新供水价格管理办法的实施，有利于促进水务企业健康持续发展。

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。2019-2021年末及2022年3月末，全国36个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为0.98元/吨、0.99元/吨、1.02元/吨和1.02元/吨，污水处理收费标准逐年增长。

B. 政策环境

2021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。

目前我国生态环境保护重点区域、重点行业污染问题仍较为突出，为实现碳达峰、碳中和任务，2021年11月，根据国务院发布的《意见》，要进一步加强生态环境保护，对于城市黑臭水体治理、长江保护修复、黄河生态保护治理均提出指导意见，同时提出要加强农村水源地保护，推进农村生活污水治理，消除较大面积的农村黑臭水体，到2025年农村生活污水治理率达40.0%。随着我国国民环保意识的提升，其对生活品质和环境要求有所提高，黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等行业市场进一步扩容，考虑到行业的弱周期属性，预计中短期内水务行业发展态势仍稳定向好。

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。

图表 4. 2020 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
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	绕营造公开开放的市场环境、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四个方面，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。
2020/12	中华人民共和国长江保护法	中国第一部流域法律，以推进共抓大保护，提高长江流域生态环境保护的整体性和系统性为立法思路，为长江流域综合治理提供新遵循。
2021/1	关于推进污水资源化利用的指导意见	加快推动城镇生活污水资源化利用，以现有污水处理厂为基础，合理布局再生水利用基础设施。积极推动工业废水资源化利用，实施污水收集及资源化利用设施建设工程。推进城镇污水管网全覆盖，加大城镇污水收集管网建设力度，消除收集管网空白区，持续提高污水收集效能。
2021/6	十四五城镇污水处理及资源化利用发展规划	关注污水收集处理和资源化利用整体效能并重，首次提出全国城市生活污水集中收集率力争达到 70% 以上，对于现状污水集中收集率较低的地区，应在“十四五”期间力争提高 5 个百分点以上，现状收集率情况良好地区，应达到更高的收集水平，进而力争全国平均达到 70% 以上，水环境敏感地区污水处理基本实现一级 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，京津冀区域达到 35% 以上，黄河流域中下游地级及以上缺水城市力争达到 30%。
2021/8	城镇供水价格管理办法、城镇供水定价成本监审办法	明确了城镇供水价格的定价原则、定价方法、调价程序，以及水价分类、计价方式、规范供水企业服务收费行为等。按照“准许成本加合理收益”的方法核定城镇供水价格。明确了定价成本构成和核定方法，对供水企业职工人数定员、管网漏损率控制等建立激励约束机制。
2021/9	关于全面推动长江经济带发展财税支持政策的方案	国家绿色发展基金等重点投向长江经济带，国家绿色发展基金首期规模 885 亿元，中央财政出资 100 亿元，沿江省市和社会资本参与出资，第一期存续期间主要投向长江经济带沿江省市。此外，加大重点生态功能区转移支付力度，加大地方政府债券支持力度。
2021/10	黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要	到 2030 年，黄河流域人水关系进一步改善，流域治理水平明显提高，生态共治、环境共保、城乡区域协调联动发展的格局逐步形成，现代化防洪减灾体系基本建成，水资源保障能力进一步提升，生态环境质量明显改善。到 2035 年，黄河流域生态保护和高质量发展取得重大战略成果，黄河流域生态环境全面改善，生态系统健康稳定。
2021/10	十四五时期深化价格机制改革行动方案的通知	明确了“十四五”时期深化价格机制改革的总体目标，即到 2025 年，竞争性领域和环节价格主要由市场决定，网络型自然垄断环节科学定价机制全面确立，能源资源价格形成机制进一步完善，重要民生商品价格调控机制更加健全，公共服务价格政策基本完善，适应高质量发展要求的价格政策体系基本建立。全面推进水资源价格改革，理顺从原水到终端供水的全链条价格机制，完善污水处理收费政策，助力水资源保护、水污染防治和水生态修复。
2021/11	关于深入打好污染防治攻坚战的意见	为进一步加强生态环境保护，实现碳达峰、碳中和的任务提出的意见和建议。包括到 2025 年，生态环境持续改善，城市黑臭水体基本消除等。对于黑臭水体治理、长江保护修复、黄河生态保护治理等均提出意见。
2021/12	农村人居环境整治提升五年行动方案（2021-2025 年）	巩固拓展农村人居环境整治三年行动成果，全面提升农村人居环境质量。加快推进农村生活污水治理，择符合农村实际的生活污水治理技术，优先推广运行费用低、管护简便的治理技术，加强农村黑臭水体治理。

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，随着碳中和、碳达峰目标任务的落实，越来越多水务行业企业以股权收购形式优化产业链布局，拓展业务领域，打造一体化的水务环保综合服务供应商。目前，水务企业并购相关产业链企业股权事件较多，在环保产业投资高速增长的带动下，预计 2022 年股权并购趋势仍将继续。

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。

我国水务行业经过多年发展，业务逐渐从过去传统的供水、污水处理和水环境治理等转向一体化的水务环保综合服务，业务拓展至污泥处理、垃圾渗滤液处理及中水回用等环保领域。因此国有水务公司与央企和地方国企的合作不断深入，行业内优质企业通过国有股权并购进一步提高市场竞争力。

图表 5. 行业内核心样本企业 2021 年数据概览（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	278.80	37.48	1497.77	2580.18	1836.23	65.39	54.68	-18.84
北京首创生态环保集团股份有限公司	全国	222.33	30.82	1013.23	1338.63	1072.31	64.35	26.02	31.45
中国水务投资有限公司	全国	58.23	32.56	-	-	255.47	70.23	2.53	12.47
重庆水务集团股份有限公司	全国	72.52	41.37	302.55	424.86	292.45	43.57	20.76	27.35
中国光大水务有限公司*	全国	69.24	40.53	15.00	535.50	329.69	60.07	12.00	-6.69

资料来源：新世纪评级整理（*单位为亿港元）。

D. 风险关注

2021 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。随着新供水价格管理办法的实施，水价逐步实现市场化，项目盈利空间或将有所提升。

调价周期较长。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，从定价模式来看，目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定，调价周期较长。但随着 2021 年《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》等政策的出台，预计水价将逐步实现市场化，项目盈利空间或将有所提升。

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有重要作用。此外，由于行业存在资本密集性特征，融资成本也在一定程度上影响水务企业的盈利能力。

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。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。2019-2021年，成都市分别实现地区生产总值17012.7亿元、17716.7亿元和19916.98亿元，按可比价格计算，同比增速分别为8.0%、7.8%和8.6%。2021年，全市第一产业增加值582.79亿元，比上年增长4.8%；第二产业增加值6114.34亿元，比上年增长8.2%；第三产业增加值13219.85亿元，比上年增长9.0%。全市三次产业结构为2.9:30.7:66.4。2022年第一季度，成都市实现地区生产总值4894.99亿元，按可比价格计算，同比增长5.0%。分产业看，第一产业增加值90.64亿元，增长3.6%；第二产业增加值1502.60亿元，增长7.0%；第三产业增加值3301.75亿元，增长4.2%。

成都市固定资产投资对经济增长贡献较为显著，2019-2021年，全市固定资产投资同比增速分别为10.0%、9.9%和10.0%。分产业看，2021年第一产业投资同比增长10.3%；第二产业投资同比增长9.8%，其中工业投资同比增长9.7%；第三产业投资同比增长10.0%。分经济类型看，国有经济投资同比增长1.7%；非国有经济投资同比增长14.6%，其中民间投资同比增长11.4%。房地产开发投资同比增长10.4%。2022年第一季度，成都市固定资产投资同比增长8.0%。分产业看，第一产业投资同比增长22.6%；第二产业投资同比增长10.6%，其中工业投资同比增长11.5%；第三产业投资同比增长6.8%。分经济类型看，国有经济投资同比增长15.3%；非国有经济投资同比增长4.2%，其中民间投资同比增长7.9%。房地产开发投资同比增长14.2%。

根据 2021 年成都市政府工作报告，成都将坚持重拳治水，大力推进锦江水生态治理，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。

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。

该公司是我国大型水务环保综合服务商，近年来，公司以成都为核心，不断壮大川内业务，并积极拓展省外业务，目前已在四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、广东、江苏、河北 8 个省份拥有水务环保业务。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，2019~2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现营业收入 48.38 亿元、53.71 亿元、67.32 亿元和 14.42 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 57.62%、53.36%、47.76% 和 39.57%，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 6. 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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	48.38	53.71	67.32	14.42	12.10
其中：自来水供应业务收入（亿元）	27.88	28.66	32.15	5.70	5.87
在营业收入中所占比重（%）	57.62	53.36	47.76	39.57	48.46
污水处理业务收入（亿元）	13.19	15.83	21.89	5.43	4.03
在营业收入中所占比重（%）	27.26	29.48	32.52	37.68	33.30
环保业务收入（亿元）	5.48	7.07	11.21	3.06	2.04
在营业收入中所占比重（%）	11.34	13.16	16.66	21.20	16.82
毛利率（%）	38.93	40.02	39.84	42.75	41.56
其中：自来水供应业务（%）	40.40	39.70	40.70	46.45	43.66
污水处理业务（%）	38.69	40.20	39.37	38.45	38.48
环保业务（%）	33.87	36.97	37.96	41.54	37.55

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

2019~2021 年及 2022 年第一季度，该公司自来水供应业务收入分别为 27.88 亿元、28.66 亿元、32.15 亿元和 5.70 亿元，主要来自于自来水制售业务和供排水管网工程业务，其中，自来水制售业务为最主要的收入来源，同期分别实现收入 19.91 亿元、20.00 亿元、22.54 亿元和 5.07 亿元，在年售水量持续扩大的带动下呈逐年稳健增长态势；供排水管网安装工程业务收入分别为 7.97 亿元、8.66 亿元、9.61 亿元和 0.63 亿元，年度间亦实现了较好的增长。

2019~2021 年及 2022 年第一季度，该公司自来水供应业务毛利率分别为 40.40%、39.70%、40.70%和 46.45%，盈利能力保持在较高水平。其中，自来水制售业务盈利能力较强且较为稳定，同期毛利率分别为 49.52%、49.49%、48.23%和 49.46%；同期供排水管网工程业务毛利率分别为 17.63%、17.06%、23.04%和 22.39%，受建材采购成本的变化呈现一定的波动。

图表 8. 自来水供应业务收入及毛利率变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
自来水供应业务收入	27.88	28.66	32.15	5.70	5.87
其中：自来水制售业务	19.91	20.00	22.54	5.07	4.85
供排水管网安装工程业务	7.97	8.66	9.61	0.63	1.02
自来水供应业务毛利率	40.40	39.70	40.70	46.45	43.66
其中：自来水制售业务	49.52	49.49	48.23	49.46	49.30
供排水管网安装工程业务	17.63	17.06	23.04	22.39	17.44

资料来源：兴蓉环境，四舍五入后尾数或存在一定差异

规模

该公司从事的自来水制售业务包括从水源取水、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、理县、汶川县、米亚罗镇、桃坪镇、海南和江苏等地。截至 2022 年 3 月末，公司已投入运营及委托运营的水厂共 16 座，日供水能力合计达 335.10 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. 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。	23.00	特许经营
成都市第五自来水厂		15.00	特许经营
成都市第六自来水厂		140.00	特许经营
成都市第七自来水厂一期		50.00	特许经营
成都市第七自来水厂二期		50.00	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	2.50	自建自营
金堂沱源自来水厂	赵镇、三星、清江、官仓及栖贤	10.00	特许经营
汶川县自来水厂	汶川县	1.00	特许经营
阿坝州薛城自来水厂	薛城镇	0.30	委托运营
理县胆杂木自来水厂	理县	0.50	特许经营
理县打色尔自来水厂	理县	0.50	特许经营
米亚罗镇自来水厂	米亚罗镇	0.20	特许经营
桃坪镇自来水厂	桃坪镇	0.30	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	3.80	特许经营
江苏沛县自来水厂	沛县	30.00	PPP
岳池自来水厂一期	岳池	8.00	特许经营
合计		335.10	-

资料来源：兴蓉环境（截至 2022 年 3 月末）

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，截至 2021 年末，公司供水管网长度为 11048.75 千米。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，同期分别为 8.89 亿吨、8.97 亿吨、10.03 亿吨和 2.27 亿吨。

图表 10. 公司供水业务情况

指标名称	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年 3 月（末）
供水能力（万吨/日）	303.60	327.10	335.10	335.10
供水量（亿吨）	10.58	10.56	11.71	2.75
售水量（亿吨）	8.89	8.97	10.03	2.27

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. 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	终端价格
居民生活用水	第一阶梯：0-216 吨	2.08	0.24	0.10	0.95	3.03
	第二阶梯：217-300 吨	2.95	0.24	0.10	0.95	3.90
	第三阶梯：301 吨以上	5.56	0.24	0.10	0.95	6.51
	一户一表执行阶梯水价（吨/户表年）					
非居民生活用水	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）	2.08	0.24	0.10	0.95	3.03
特种行业用水	除居民生活用水、特种行业用水外的其他	3.03	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	10.63	0.24	0.10	4.50	15.13
	洗车用水	6.73	0.24	0.10	3.40	10.13
	其他	5.73	0.24	0.10	1.80	7.53

资料来源：兴蓉环境（截至 2022 年 3 月末）

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，公司供水成本控制情况较好，随着供水量的增加呈微幅增长态势。

图表 12. 公司供水成本情况（单位：亿元）

指标	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
原材料	3.58	3.55	3.98	0.90
人工	2.50	2.35	3.04	0.53
能源和动力	0.41	0.42	0.56	0.17
折旧	2.76	3.03	3.17	0.80
其他	0.80	0.75	0.92	0.17
合计	10.05	10.10	11.67	2.56

资料来源：兴蓉环境

B. 污水处理业务

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，2019~2021 年及 2022 年第一季度分别为 302.00 万吨/日、320.12 万吨/日、366.40 万吨/日和 366.40 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 9.88 亿吨、10.29 亿吨、11.31 亿吨和 2.72 亿吨，污水处理收入分别为 13.19 亿元、15.83 亿元、21.89 亿元和 5.43 亿元，同期污水处理业务毛利率分别为 38.69%、40.20%、39.37% 和 38.45%，盈利能力较强。

图表 13. 公司污水处理业务情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年度	2022 年 第一季度
污水处理能力（万吨/日）	302.00	322.74	366.40	366.40
其中：成都（万吨/日）	215.25	215.25	230.00	230.00
污水处理量（亿吨）	9.88	10.29	11.31	2.72
其中：成都（亿吨）	7.09	7.21	7.93	1.93

资料来源：兴蓉环境

● 成都市

该公司在成都市中心城区的污水处理业务由全资子公司排水公司负责，公司获得了成都市政府授予的在成都市中心城区（不含成都高新西区污水处理厂的特许经营区域范围）的污水处理特许经营权，特许经营期限为 2009 年 1 月 1 日至 2038 年 12 月 31 日，在特许经营期间，成都市政府作为唯一买方对公司提供的污水处理服务实行政府采购，公司的污水处理业务在成都市中心城区占据垄断地位。截至 2022 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 248.35 万吨。

图表 14. 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	2.15
成都市第四净水厂	15	2004年9月	
成都市第五净水厂	20	2007年12月	
成都市第六净水厂	10	2007年12月	
成都市第七净水厂	10	2007年12月	
成都市第八净水厂	20	2008年12月	
成都市第九净水厂	100	2014年6月	
成都市第十净水厂（二期）	30	2021年8月	
成都市第十净水厂（一期）	5	2018年2月	1.62
成都合作污水处理厂三期	10	2019年7月	3.41
安德园区工业污水处理厂	1.95	2018年3月	3.00
唐昌镇污水处理厂	0.50	2019年3月	1.64
团结镇污水处理厂（一污二污合并）	3.40	2021年12月	尚未核价
三道堰第二污水处理厂	2.50	2020年8月	尚未核价
小计	248.35	-	-

资料来源：兴蓉环境（截至2022年3月末）

成都市政府对该公司的采购结算价格每三年核定一次。公司第三期结算价格执行截止日为2019年12月31日，由于公司投资建设的成都市第六、七、九净水厂提标改造项目和中和污水处理厂二期项目正在建设过程中，以及自2020年1月1日起执行四川省新发布的《四川省岷江、沱江流域水污染物排放标准》（DB51/2311-2016）将导致污水处理运行成本增加，但实际新增投资额及运行成本暂无法确定。2020年，成都市中心城区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。2021年1月1日起，根据《成都市财政局关于污水处理服务第四期结算暂定价格的批复》，同意成都市中心城区污水处理服务第四期结算价格暂定为2.15元/吨。总体来看，公司成都市污水处理服务费自2012年以来，整体呈上调趋势。

图表 15. 政府对公司成都市污水处理服务费的采购结算价格（元/吨）

项目	执行期	结算价格
第一期结算价格	2009年1月1日至2011年12月31日	1.62
第二期结算价格	2012年1月1日至2014年12月31日	1.53
暂行期	2015年1月1日至扩能提标改造工程完成前	1.53
第三期结算价格	2017年1月1日至2019年12月31日	1.63
暂行期	2020年	1.83
第四期结算暂定价格	2021年1月1日至六七九厂、中和污水处理长二期项目竣工决算后	2.15

资料来源：兴蓉环境

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 2022 年 3 月末已投资 3.29 亿元。

● 异地

近年来,该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,在异地投资了多个污水处理项目,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 30 多座污水处理厂,截至 2022 年 3 月末,公司异地污水处理厂合计污水日处理能力约 118 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,2019~2021 年及 2022 年第一季度分别为 2.79 亿吨、3.08 亿吨、3.38 亿吨和 0.79 亿吨。

图表 16. 公司异地运营的主要污水处理项目情况(单位:万吨,元/吨)

污水处理项目名称	类型	设计日污水处理能力	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
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

污水处理项目名称	类型	设计日污水处理能力	投入运营时间	污水处理价格	特许经营期限
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
克枯污水处理站	TOT	0.02	2021年	不适用(注1)	30年
龙溪污水处理站	TOT	0.005	2021年	不适用(注1)	30年
绵虬三官庙污水处理站	TOT	0.01	2021年	不适用(注1)	30年
绵虬绵丰污水处理站	TOT	0.02	2021年	不适用(注1)	30年
沛县的污水处理厂(多个合并)	ROT	3.15	2020-2021年	1.88	30年
城南工业园区污水处理厂	委托运营	2	2019年	2.45	30年
贾家中小企业园区污水处理厂	委托运营	0.5	2019年	2.45	30年
青白江区第三污水处理厂	BOT	5	2020年	1.09	27年
宁东及地窝堡湖污水处理厂	BOT	1.5	2021年	1.5	27年
崇州市道明、公议等8个乡镇污水处理厂	TOT	2.48	2022年	暂无	30年

资料来源：兴蓉环境（截至2022年3月末）

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。

2016年以来，该公司先后中标多个水务业务相关PPP项目，全部系以公司控股的方式建设，截至2022年3月末，主要PPP在建项目总投资额为46.68亿元，其中公司已投入28.48亿元，后续仍面临一定的资本性支出压力。

图表 17. 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	公司已投入	投运时间	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	15.47	2016年起陆续投运	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	6.45	2017年	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	1.60	在建	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	4.96	在建	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
合计	-	46.68	28.48	-	-	-

资料来源：兴蓉环境（截至2022年3月末）

2016年8月，该公司中标江苏沛县供水PPP项目，项目业主为沛县水利

局，项目合作期 30 年（含建设期 3 年），公司与沛县城市投资开发有限公司（简称“沛县城投”）合资成立了项目公司沛县兴蓉，初始注册资本为 4.51 亿元，2019 年双方按持股比例对项目公司增资 2.87 亿元至 7.38 亿元。本项目总投资 24.76 亿元，由 20 万吨/天的地表水厂、合计 8.3 万吨/天的 13 个建制镇污水处理厂、市政管网以及农村饮用水安全工程四部分组成，截至 2022 年 3 月末，公司已投入 15.47 亿元。

2016 年 10 月，该公司与重庆建工集团股份有限公司（简称“重庆建工”）组成的联合体中标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，公司支付 4.01 亿元受让宁夏宁东水处理有限责任公司（简称“宁东水处理”）59% 股权，重庆建工受让宁东水处理 1% 股权，完成股权变更的宁东水处理作为项目公司，在特许经营期内对该项目进行投资、融资、建设和运营管理，特许经营期限为 30 年。本项目总投资约 12.05 亿元，截至 2022 年 3 月末，公司已投入 6.45 亿元。

2019 年 5 月，该公司与成都建工工业设备安装有限公司（简称“成都建工安装”）、排水公司组成的联合体中标彭州市工业污水厂一期 PPP 项目（公司作为牵头人），联合体与政府出资人代表彭州市国有投资有限公司（简称“彭州国投”）合资成立了项目公司彭州市成环水务有限责任公司，其中公司持股比例 83%。本项目总投资 2.08 亿元，包括工业污水处理厂、厂外管线工程和市政道路三个子项目，截至 2022 年 3 月末，公司已投入 1.60 亿元。

2019 年 11 月，该公司作为牵头人与成都建工集团有限公司（简称“建工集团”）、排水公司组成的三方联合体中标新津红岩污水处理厂改扩建 PPP 项目。三方联合体与政府出资代表成都市新津水城水务投资有限责任公司（简称“水投公司”）共同设立项目公司，注册资本 1.56 亿元，其中公司持股比例为 73%，本项目估算总投资 7.79 亿元，包括一座设计处理规模为 8 万吨/天的地理式污水处理厂及配套地面景观绿化工程等，截至 2022 年 3 月末，公司已投入 4.96 亿元。

C. 环保业务

该公司环保业务主要包括垃圾渗滤液处理、污泥处置、垃圾焚烧发电及中水回用等，运营模式包括 BOT、BOO 等。2019~2021 年及 2022 年第一季度，环保业务板块收入分别为 5.48 亿元、7.07 亿元、11.21 亿元和 3.06 亿元，逐年增长；同期，环保业务毛利率分别为 33.87%、36.97%、37.96% 和 41.54%，随着该部分业务产能的较好释放以及结算价格的上调，毛利率水平持续提高。

图表 18. 环保业务收入及毛利率变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
环保业务收入	5.48	7.07	11.21	3.06	2.04
其中：垃圾渗滤液处理	1.77	2.61	4.49	1.18	0.69
污泥处置	0.92	1.31	2.31	0.71	0.42
垃圾焚烧发电	2.60	2.79	4.08	1.04	0.68

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
环保业务毛利率	33.87	36.97	37.96	41.54	37.55
其中：垃圾渗滤液处理	43.33	37.91	51.43	44.95	40.78
污泥处置	20.29	30.26	21.16	43.79	42.76
垃圾焚烧发电	32.02	35.84	31.62	34.63	39.03

资料来源：兴蓉环境，四舍五入后尾数或存在一定差异

垃圾渗滤液处理

该公司的垃圾渗滤液处理业务主要由全资子公司成都市兴蓉再生能源有限公司（简称“再生能源”）负责，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）。截至 2022 年 3 月末，公司垃圾渗滤液处理业务的设计日处理能力合计为 5630 吨。2019~2021 年及 2022 年第一季度，公司垃圾渗滤液处理量分别为 84 万吨、127 万吨、138 万吨和 32.60 万吨，随着产能的逐步释放呈现较好的增长态势，带动垃圾渗滤液处理业务收入逐年增长，同期分别为 1.77 亿元、2.61 亿元、4.49 亿元和 1.18 亿元。

图表 19. 截至 2022 年 3 月末公司运营的垃圾渗滤液处理项目概况

项目名称	投入运营时间	设计处理能力（吨/日）
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容项目（一期）	2011 年	1300
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容项目（二期）	2014 年	1000
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容项目（三期）	2019 年	2000
成都市万兴环保发电厂（一期）	2017 年	850
成都隆丰环保发电厂项目	2019 年	480
合计		5630

资料来源：兴蓉环境

该公司垃圾渗滤液处理业务的结算价格每三年核定一次，整体来看呈逐期上调的趋势，有助于该块业务盈利能力的提升。2019~2021 年及 2022 年第一季度，垃圾渗滤液处理业务毛利率分别为 43.33%、37.91%、51.43% 和 44.95%，其中，2020 年毛利率较低，主要系垃圾渗滤液处理厂三期投运后产能利用率尚未完全释放所致，2021 年以来，随着产能的逐步释放及结算价格的上调，毛利率出现明显增长。总体来看，公司垃圾渗滤液处理业务盈利能力处于较强水平。

图表 20. 公司垃圾渗滤液处理业务的结算价格概况（元/吨）

项目	执行期	结算价格
第一期结算价格	2011 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日	122.48
第二期结算价格	2014 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日	151.56
第三期结算价格	2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日	163.50
暂行期	2020 年	163.50

项目	执行期	结算价格
第四期结算价格	2021年1月1日至2023年12月31日	231.80

资料来源：兴蓉环境

污泥处置

该公司的污泥处理业务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（简称“兴蓉污泥处置公司”）及成都市兴蓉万兴环保发电有限公司（简称“万兴环保”）负责运营。根据成特许委[2012]10号文，兴蓉污泥处置公司的污泥处理业务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。截至2022年3月末，公司污泥处理业务的设计日处理能力合计为1516吨/日。

图表 21. 公司运营的主要污泥处理项目概况

项目名称	投入运营时间	设计处理能力（吨/日）
成都市第一城市污水污泥处理厂（一期）	2013年10月	400
成都市第七污水处理厂通沟污泥改造试点工程	2019年12月	96
成都市第一城市污水污泥处理厂（二期）	2020年7月	200
成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目（一期）	2020年12月	400
成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目（二期）	2021年4月	420
合计	-	1516

资料来源：兴蓉环境（截至2022年3月末）

该公司的污泥处理业务结算价格每三年核定一次。其中，兴蓉污泥处置公司的第三期结算价格为每吨746.47元，较上期每吨调降22.83元，执行期为2019年1月1日至2021年12月31日。成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目污水污泥处理服务的的结算价格，其中，一期项目的第一期结算价格为每吨438.12元，执行期为2021年1月1日至2023年12月31日；二期项目的第一期结算价格为每吨492.69元，执行期为2021年2月9日至2023年12月31日。

2019~2021年及2022年第一季度，该公司污泥处置收入分别为0.92亿元、1.31亿元、2.32亿元和0.71亿元，毛利率分别为20.29%、30.26%、21.16%和43.79%。2020年以来，得益于新建污泥项目陆续投运，该块业务收入呈现较好增长，盈利能力亦逐年提升至较好水平；2021年同比下降主要系成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目（二期）于当年4月投运，产能尚未完全释放所致。

垃圾焚烧发电

该公司的垃圾焚烧发电业务由再生能源负责运营，主要从事城市垃圾焚烧业务，并辅以余热发电，截至2022年3月末，公司城市生活垃圾设计日处理能力合计为6900吨/日。公司运营的垃圾焚烧发电项目概况如下表所示：

图表 22. 公司运营的垃圾焚烧发电项目概况

项目名称	投运时间	特许经营范围	特许经营期限	设计处理能力 (吨/日)
成都市万兴环保发电厂	2017 年 3 月	成华区、锦江区等	25 年	2400
成都隆丰环保发电厂	2019 年 3 月	彭州市、郫都区、都江堰市	25 年	1500
成都市万兴环保发电厂 (二期)	2021 年 4 月	成华区、锦江区等	25 年	3000
合计	-	-	-	6900

资料来源：兴蓉环境（截至 2022 年 3 月末）

随着万兴环保发电厂和隆丰发电厂运营逐渐趋于稳定，该公司垃圾焚烧发电业务收入逐年增长，盈利能力亦较强，2019~2021 年及 2022 年第一季度分别为 2.60 亿元、2.79 亿元、4.08 亿元和 1.04 亿元，毛利率分别为 32.02%、35.84%、31.62% 和 34.63%，2021 年同比下降的主要原因系成都市万兴环保发电厂项目二期工程于当年投运，产能尚未完全释放所致。

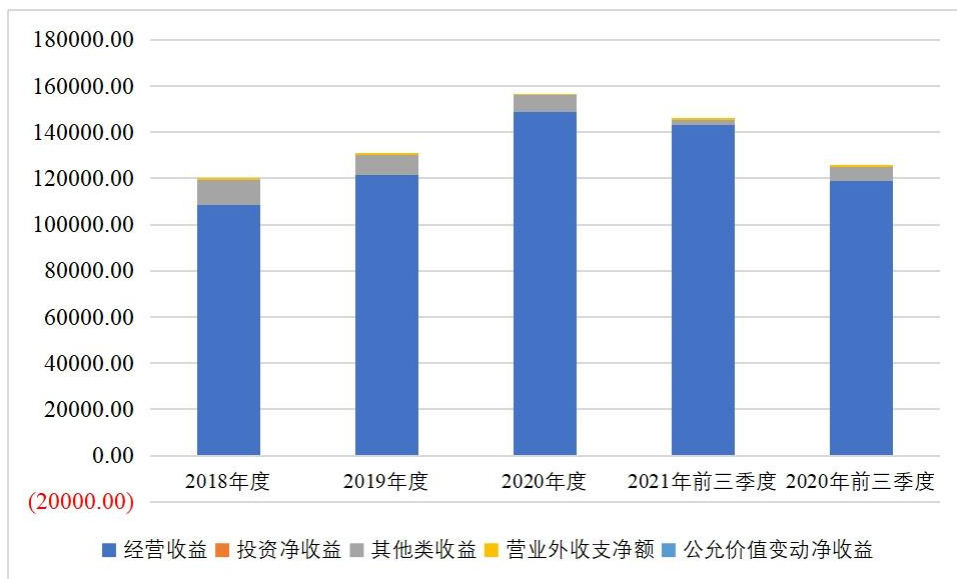
中水回用

2014 年，该公司与成都市水务局签订了《成都市中心城区中水服务特许经营权协议》，成都市水务局授予公司在成都市中心城区提供中水服务的特许经营权⁷，以及未来投资新建或运营的污水处理厂区域范围内的特许经营权，特许经营权期限至 2038 年 12 月 31 日。在特许经营权期限内，公司提供相关中水服务，成都市水务局购买相关中水服务，中水服务价格由成都市财政局每 3 年核定一次，并约定各个供水项目单独签订供水协议。截至 2022 年 3 月末，公司中水利用项目运营产能合计为 80 万吨/日，在建产能合计为 19 万吨/日，2019~2021 年及 2022 年第一季度，公司中水销售量分别为 8438 万吨、10852 万吨、11930 万吨和 4616.76 万吨，逐年增长。

⁷ 主要包括成都市第五（运营产能 20 万吨/日）、第六（在建产能 10 万吨/日）、第七（运营产能 10 万吨/日；在建产能 5 万吨/日）、第八（运营产能 20 万吨/日）及第九净水厂（原新建污水处理厂，运营产能 30 万吨/日）。

(2) 盈利能力

图表 23. 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 1: 经营收益=营业利润-其他经营收益

注 2: 其他类收益=其他收益+资产处置净收益

近年来, 该公司盈利主要来自于经营收益, 2019~2021 年及 2022 年第一季度, 经营收益分别为 12.16 亿元、14.88 亿元、17.44 亿元和 4.03 亿元, 得益于营业毛利的增长和期间费用的较好控制, 经营收益规模逐年扩大。公司盈利能力亦保持在较高水平, 同期, 综合毛利率分别为 38.93%、40.02%、41.63% 和 42.75%, 2020 年以来得益于环保业务盈利能力的持续释放以及部分业务结算价格的上调, 综合毛利率有所上升。

2019~2021 年及 2022 年第一季度, 该公司期间费用分别为 5.43 亿元、5.83 亿元、7.64 亿元和 1.43 亿元, 随着业务规模的扩大逐年增长, 但期间费用率控制在合理水平, 同期分别为 11.23%、10.86%、11.35% 和 9.92%。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, 2021 年占比分别为 57.99%、25.24% 和 16.41%。2019~2021 年及 2022 年第一季度, 管理费用分别为 3.20 亿元、3.53 亿元、4.43 亿元和 0.65 亿元, 近年来逐年增长, 主要系随着业务规模的扩大, 职工薪酬不断增加所致; 财务费用分别为 1.01 亿元、1.14 亿元、1.93 亿元和 0.57 亿元, 随着有息债务规模扩张持续增加。

图表 24. 公司营业利润结构分析 (单位: 亿元、%)

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业利润	13.03	15.62	17.71	4.07	3.52
营业毛利	18.83	21.49	26.82	6.16	5.04
期间费用率	11.23	10.86	11.35	9.92	10.28
其中: 管理费用率	6.61	6.57	6.58	4.51	6.27

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
财务费用率	2.08	2.13	2.86	3.97	2.46
全年利息支出总额	2.76	3.53	4.27	-	-
其中：资本化利息数额	0.69	1.04	1.04	-	-

资料来源：兴蓉环境

近年来，该公司净利润规模保持增长，2019~2021 年及 2022 年第一季度分别为 11.01 亿元、13.23 亿元、15.12 亿元和 3.58 亿元；同时，资产及净资产规模逐年扩大，资产收益率指标保持在相对稳定水平，2019~2021 年，总资产报酬率分别为 6.56%、6.46%和 5.43%；净资产收益率分别为 9.51%、10.53%和 11.00%。

(3) 运营规划/经营战略

在区域拓展方面，该公司立足并深耕于做大成都市场，扎根四川、辐射全国、放眼全球；在产业发展方面，坚持一体化战略加适度多元化，聚焦水务环保主业，沿业务链条纵向延伸、横向拓展，持续扩大经营规模，巩固地区市场地位和影响力，逐步发展成为资产优良、技术先进、有较高品牌知名度和影响力的水务环保综合服务商。

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 126.07 亿元，截至 2022 年 3 月末累计已完成投资 66.99 亿元，公司后续仍面临一定的资金支出压力。

图表 25. 公司主要在建项目概况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	资金安排		
			2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年及 以后
供水业务板块					
绕城高速给水输水管线工程	12.29	3.86	1.10	-	-
岳池县嘉陵江水源供水工程	4.97	3.24	0.30	-	-
自来水七厂（三期）工程	13.42	3.90	4.42	-	-
小计	30.68	11.00	5.82	-	-
污水处理业务板块					
成都市中和污水处理厂二期工程	17.02	13.92	0.24	1.00	1.86
成都市第六七九净水厂提标改造项目	14.73	6.59	0.81	0.90	0.30
宁东兴蓉鸳鸯湖项目	4.80	4.03	0.15	0.62	-
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	2.61	0.85	0.53	-
新津红岩污水处理厂改扩建工程	7.79	5.99	1.80	-	-
小计	48.33	33.14	3.85	3.05	2.16
环保业务板块					
成都市万兴环保发电厂项目二期工程	21.26	18.91	1.62	0.24	0.21
成都市万兴环保发电厂项目三期工程	25.80	3.94	1.80	11.77	-
小计	47.06	22.85	3.42	12.01	0.21
合计	126.07	66.99	13.09	15.06	2.37

资料来源：兴蓉环境（截至 2022 年 3 月末）

管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生重大变化；公司根据经营需要持续完善内部管理制度，规范公司运作。

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 2022 年 3 月末，成都环境集团持有公司 42.18%⁸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。公司股权结构图参见附录一。

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 2021 年末，成都环境集团经审计的合并口径总资产为 669.96 亿元，总负债为 466.55 亿元，所有者权益为 203.41 亿元；2021 年实现营业收入 96.69 亿元，净利润 12.47 亿元，经营活动现金净流-2.86 亿元。公司为成都环境集团的核心上市子公司，在控股股东体系内地位重要。

跟踪期内，该公司管治架构和组织架构未发生变化。公司组织结构图参见附录二。

跟踪期内，该公司不断加强内部控制制度完善，修订了《公司章程》，并更新了《独立董事制度》、《非金融企业债务融资工具披露信息事务管理制度》和《融资管理制度》，规范公司运作。

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，与其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。

跟踪期内，该公司的主要关联交易包括与日常经营相关的关联交易、共同对外投资的关联交易、关联债权债务往来等。2021 年，公司与日常经营相关的关联交易金额合计为 0.79 亿元，规模不大。共同对外投资的关联交易主要系与成都环境集团共同投资、由公司控股的成都市兴蓉隆丰环保发电有限公司，以及与成都环境工程建设有限公司（简称“环境建设公司”）共同投资的石家庄兴蓉环境发展有限责任公司。关联债权债务往来系应付环境建设公司的借款，期末余额为 58.43 万元，借款利率为 4.65%。总体来看，公司各类关联交易规模均不大，关联交易风险小。

2022 年 3 月 30 日，该公司董事会收到董事长李本文先生递交的书面辞职报告。李本文先生因工作变动，申请辞去公司第九届董事会董事、董事长及董事会战略委员会主任委员、提名委员会委员和薪酬与考核委员会委员职务。公司将尽快完成新任董事长的选举工作。在新任董事长选举产生之前，公司董事会决议，推举董事兼总经理杨磊先生代行公司董事长职责。

⁸ 截至 2022 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。

根据该公司提供的《企业信用报告》披露信息，截至 2022 年 5 月 30 日，公司无债务违约记录，信用状况良好。

图表 26. 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
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2022-5-30	未获取	无 ⁹
各类债券还本付息	公开信息披露	2022-5-30	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 2021 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。

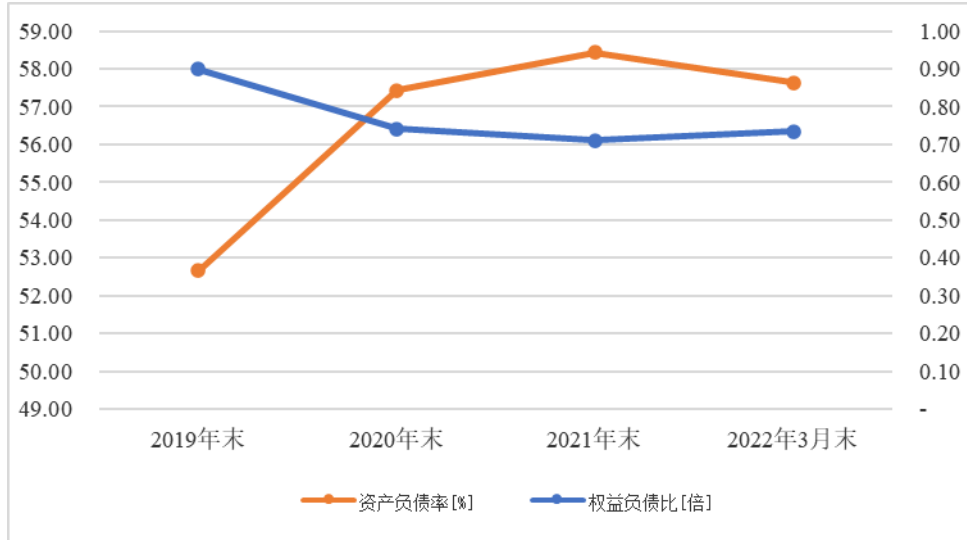
2021 年末，该公司合并范围内共有 33 家子公司，较上年末增加 3 家，分别为全资子公司成都青白江区成环水务有限公司（简称“青白江成环水务”），以及控股子公司成都天府成环水务有限公司和崇州市成环水务有限责任公司。2022 年 3 月末，公司合并报表范围较上年末未发生变化。

⁹ 已结清信贷信息中存在 2 笔关注类短期借款，形成于 2004 年，系蓝星清洗的历史遗留问题。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 27. 公司财务杠杆水平变动趋势



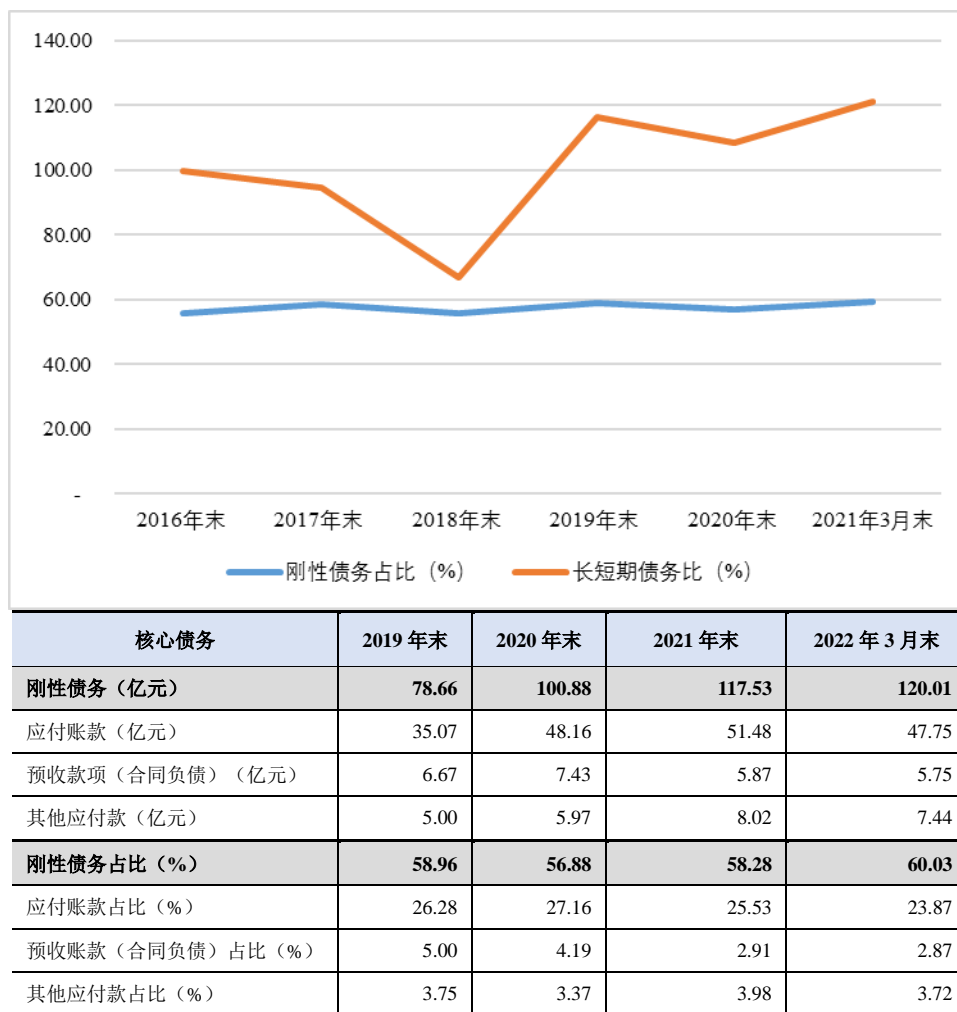
资料来源：根据兴蓉环境所提供数据绘制。

近年来，该公司持续进行主业投入，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，资金需求不断上升，外部融资规模持续扩大，负债总额逐年增长，2019~2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 133.43 亿元、177.37 亿元、201.68 亿元和 200.06 亿元；同期末，资产负债率分别为 52.66%、57.44%、58.44%和 57.64%，财务杠杆呈逐年上升趋势。权益对负债的保障能力有所下降，同期末分别为 0.90 倍、0.74 倍、0.71 倍和 0.73 倍。

得益于留存收益的不断积累和少数股东权益的增加，近年来该公司所有者权益规模持续扩大，2019~2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 119.95 亿元、131.44 亿元、143.44 亿元和 147.01 亿元，其中，未分配利润占比偏高，同期末占所有者权益的比重分别为 51.18%、54.09%、57.44%和 58.44%，公司作为国有控股上市公司，分红政策相对稳健，2019~2021 年末现金分红金总额（含其他方式）分别为 3.45 亿元、2.97 亿元和 3.03 亿元，未分配利润对净资产结构的稳定性影响可控。

(2) 债务结构

图表 28. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据兴蓉环境所提供数据绘制

注：其他应付款不包括应付利息和应付股利

从债务期限来看，2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 116.24%、108.51%、143.74% 和 154.87%，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，加之新增债券、银行借款等长期债务，长短期债务比有所回升。

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，2021 年末分别占负债总额的比例分别为 58.28%、25.53%、2.91% 和 3.98%。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，刚性债务分别为 78.66 亿元、100.88 亿元、117.53 亿元和 120.01 亿元，随着业务规模的扩大逐年增长。同期末，应付账款分别为 35.07 亿元、48.16 亿元、51.48 亿元和 47.75 亿元，以一年内的应付工程款为主，逐年增长，主要系在建项目增加导致应付工程款增加。同期末，预收款项（合同负债）分别为 6.67 亿元、

7.43 亿元、5.87 亿元和 5.75 亿元，主要系预收供排水管网工程等工程款；其他应付款分别为 5.00 亿元、5.97 亿元、8.02 亿元和 7.44 亿元，主要为应付保证金、代政府收支的款项等，2021 年末较上年末增长 34.23%，主要系当期末新增尚未支付的青白江成环水务股权收购款（0.73 亿元），以及应支付的代政府收款和保证金较期初增加所致。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	11.75	19.18	11.47	11.57
其中：短期借款	7.01	3.00	4.36	4.62
应付票据	1.55	1.77	1.42	0.84
一年内到期的长期借款	1.89	1.85	3.69	4.21
其他短期刚性债务	1.30	12.56	2.00	1.90
中长期刚性债务合计	66.91	81.70	106.07	108.52
其中：长期借款	23.70	20.05	30.49	35.55
应付债券	36.72	36.98	48.19	45.69
其他中长期刚性债务	6.49	24.67	27.39	27.28

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

该公司刚性债务以中长期为主，2019~2021 年末及 2022 年 3 月末短期刚性债务分别为 11.75 亿元、19.18 亿元、11.47 亿元和 11.57 亿元，占刚性债务的比重分别为 14.94%、19.01%、9.76% 和 9.64%。总体来看短期刚性债务规模控制在较低水平，即期偿付压力不大。

从刚性债务构成来看，该公司刚性债务主要由长短期借款（含一年内到期的长期借款）、应付债券和其他中长期刚性债务构成。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司长短期银行借款（含一年内到期的长期借款）分别为 32.61 亿元、24.90 亿元、38.54 亿元和 44.38 亿元，其中长期借款分别为 23.70 亿元、20.05 亿元、30.49 亿元和 35.55 亿元，主要由保证借款和信用借款构成，2021 年末占长期借款比分别为 50.74% 和 35.47%。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司应付债券分别为 36.72 亿元、36.98 亿元、48.19 亿元和 45.69 亿元，2021 年末较上年末增长 30.30%，主要系当年新发行“21 兴蓉环境 MTN001”和“21 兴蓉环境 MTN002”所致。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，其他中长期刚性债务分别为 6.49 亿元、24.67 亿元、27.39 亿元和 27.28 亿元，主要包括自 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，2020~2021 年末及 2022 年 3 月末，政府专项债券资金分别为 21.63 亿元、24.37 亿元和 24.37 亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 30. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业周期 (天)	153.36	148.13	109.31	-	-
营业收入现金率 (%)	96.39	103.44	91.29	81.25	80.55
业务现金收支净额 (亿元)	18.57	26.89	26.11	-0.54	0.23
其他因素现金收支净额 (亿元)	0.25	0.63	1.16	-0.26	0.10
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	18.81	27.51	27.27	-0.80	0.33
EBITDA (亿元)	22.42	26.26	31.69	-	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.34	0.29	0.29	-	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	8.11	7.44	7.42	-	-

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，该公司主业创现能力较好，2019~2021 年业务现金收支净额分别为 18.57 亿元、26.89 亿元和 26.11 亿元；公司供水和污水处理业务收现能力较强，但工程类业务回款存在周期性，营业收入现金率呈波动性，同期分别为 96.39%、103.44%和 91.29%。同期，公司经营活动现金净流量分别为 18.81 亿元、27.51 亿元和 27.27 亿元，近年来整体呈增长态势，且保持在相对充沛的水平。2022 年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额为-0.80 亿元，呈小幅净流出，主要系因公司业务扩展及业绩提升，当期支付的上年末已计提的职工薪酬同比增加，以及下属子公司因业绩增长支付的企业所得税同比增加综合所致。

该公司 EBITDA 主要来自于利润总额和固定资产折旧。2019-2021 年，公司 EBITDA 分别为 22.42 亿元、26.26 亿元和 31.69 亿元，逐年增长；同期 EBITDA 对全部利息支出覆盖倍数分别为 8.11 倍、7.44 倍和 7.42 倍，EBITDA 对利息支出覆盖能力较强。

(2) 投资环节

图表 31. 公司投资环节现金流量状况 (单位：亿元)

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.79	-1.22	0.17	0.14	-
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	-29.89	-39.72	-37.45	-9.56	-10.32
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.58	1.00	0.38	0.23	0.07

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
投资环节产生的现金流量净额	-30.11	-39.94	-36.90	-9.18	-10.25

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

近年来，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
断投入，该公司投资活动现金流持续呈净流出状态，2019~2021年及2022年
第一季度净流出额分别为30.11亿元、39.94亿元、36.90亿元和9.18亿元，
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29.89
亿元、39.72亿元、37.45亿元和9.56亿元，随着在建项目的推进而不断增加。
公司投资活动现金流入规模较小，同期分别为1.96亿元、2.14亿元、1.19亿元
和0.45亿元，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。
总体来看，中短期内，公司仍存在一定的项目建设需求，预计投资活动现金
流将呈持续净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 32. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
权益类净融资额	-1.94	-1.59	-3.45	-0.51	0.06
债务类净融资额	20.15	18.34	11.50	5.53	1.10
其中：现金利息支出	2.37	2.98	3.23	0.23	0.33
其他筹资活动收支净额	-0.35	0.19	-0.29	-0.83	-0.02
筹资环节产生的现金流量净额	17.86	16.94	7.75	4.19	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。2019~2021年及2022年第一季度，公司筹资活动现金流
入分别为41.02亿元、40.47亿元、37.78亿元和6.22亿元，近年来由于公司
到期债务增加及投资支出相对较多，资金需求有所上升，公司筹资活动现金
流入规模较大。同期，公司筹资活动现金净流量分别为17.86亿元、16.94亿
元、7.75亿元和4.19亿元，2021年净流入额明显减少，主要系当期取得借款
收到的现金同比减少，偿还债务本息及分配股利支付的现金同比增加所致。

4. 资产质量

图表 33. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	52.27	59.95	61.77	59.50
	20.63	19.42	17.90	17.14
其中：现金类资产（亿元）	29.50	34.01	32.08	26.30
应收账款（亿元）	10.95	12.50	17.82	20.69
存货（亿元）	8.09	3.99	2.03	2.48

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
其他流动资产（亿元）	1.66	4.00	3.64	3.38
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	201.11	248.85	283.35	287.57
	79.37	80.58	82.10	82.86
其中：长期应收款（亿元）	15.78	23.16	18.80	18.71
固定资产（亿元）	87.62	86.67	94.75	93.57
在建工程（亿元）	32.67	57.14	48.46	52.49
无形资产（亿元）	61.57	74.03	107.39	109.14
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.51	0.47	0.25	0.25
受限资产账面余额/总资产（%）	0.20	0.15	0.07	0.07

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，近年来该公司资产总额持续增长，2019~2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 253.37 亿元、308.80 亿元、345.12 亿元和 347.07 亿元。其中，非流动资产占比分别为 79.37%、80.58%、82.10% 和 82.86%，主要由长期应收款、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。同期末，长期应收款分别为 15.78 亿元、23.16 亿元、18.80 亿元和 18.71 亿元，主要为应收 PPP 项目款；2021 年末较上年末减少 18.83%，主要系当年 1 月 1 日起，公司按照《企业会计准则解释第 14 号》要求，变更相应会计政策，相关 PPP 项目资产调整至无形资产科目列报所致。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，固定资产分别为 87.62 亿元、86.67 亿元、94.75 亿元和 93.57 亿元，主要包括管网资产、房屋建筑物和机器设备等，随着在建工程的陆续完工结转整体呈增长态势。同期末，在建工程分别为 32.67 亿元、57.14 亿元、48.46 亿元和 52.49 亿元；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；2021 年末较上年末减少 15.19%，主要系成都市万兴环保发电厂项目二期工程、成都市中和污水处理厂二期工程、西安市第一、第二污水处理厂二期再生水化提标改造项目等在建工程项目完工结转所致。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，无形资产分别为 61.57 亿元、74.03 亿元、107.39 亿元和 109.14 亿元，主要为特许经营权和土地使用权等；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；2021 年末较上年末增长 45.06%，主要系成都市万兴环保电厂项目二期工程、西安市第一、第二污水处理厂二期再生水化提标改造项目等完工结转转入无形资产，以及相关 PPP 项目资产由长期应收款及一年内到期的非流动资产调整至无形资产列报所致。此外，2021 年起，公司执行《企业会计准则第 21 号—租赁》，确认相关使用权资产，新增使用权资产科目，2021 年末和 2022 年 3 月末余额分别为 0.66 亿元和 0.60 亿元。

2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动资产分别为 52.27 亿元、59.95 亿元、61.77 亿元和 59.50 亿元，主要由现金类资产、应收账款、存货

和其他流动资产构成。同期末，现金类资产分别为 29.50 亿元、34.01 亿元、32.08 亿元和 26.30 亿元，主要由货币资金构成，且受限规模很小，公司现金类资产较为充裕，能够为即期债务的偿付提供一定保障。同期末应收账款分别为 10.95 亿元、12.50 亿元、17.82 亿元和 20.69 亿元，主要为政府的采购款，呈逐年增长态势，主要系应收自来水水费、污水处理费等随着业务规模扩大持续增加所致。同期末存货分别为 8.09 亿元、3.99 亿元、2.03 亿元和 2.48 亿元，2020 年末较上年末减少 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；2020~2021 年末及 2022 年 3 月末合同资产分别为 2.39 亿元、3.48 亿元和 3.49 亿元。2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，其他流动资产分别为 1.66 亿元、4.00 亿元、3.64 亿元和 3.38 亿元，其中，2020 年末较上年末增长 140.24%，主要系在建工程项目增加，待抵扣增值税余额增加所致。

2022 年 3 月末，该公司受限资产合计为 0.25 亿元，全部为受限货币资金，主要为专项资金、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 0.07%。总体来看，公司受限资产规模很小，对公司流动性不存在重大影响。

5. 流动性/短期因素

图表 34. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	84.71	70.48	74.58	75.80
速动比率 (%)	71.20	65.55	71.83	72.19
现金比率 (%)	47.80	39.96	38.73	33.50
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	251.01	177.31	279.76	227.27

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 84.71%、70.48%、74.58% 和 75.80%，速动比率分别为 71.20%、65.55%、71.83% 和 72.19%，由于公司资产以长期资产为主，流动性相对偏弱。公司短期刚性债务负担轻，现金类资产对即期债务的保障能力保持在较好水平，2019~2021 年末及 2022 年 3 月末，短期刚性债务现金覆盖率分别为 251.01%、177.31%、279.76% 和 227.27%。

6. 表外事项

或有负债方面，截至 2021 年末，该公司子公司自来水公司为成都城市燃气有限责任公司（简称“成都燃气公司”）的担保余额为 798.45 万元人民币。上述担保为自来水公司于 1993 年为成都燃气公司合计 1193.76 万欧元的法国政府贷款进行的担保余额，成都燃气公司一直按贷款协议履行还本付息义务。此外，为化解自来水公司对成都燃气公司担保潜在的债务风险，成都环境集团承诺因该项担保产生的任何经济损失，由成都环境集团全额承担。

7. 集团本部财务质量

该公司本部主要负责筹融资工作，主要通过各核心子公司开展各类业务，因此本部收入规模较小，得益于旗下子公司的较好运作，投资收益贡献度稳定，净利润实现情况良好，2019~2021年及2022年第一季度，本部营业收入分别为0.26亿元、0.49亿元、0.53亿元和0.16亿元；同期净利润分别为6.16亿元、6.07亿元、6.29亿元和-0.05亿元，其中投资净收益分别为7.25亿元、7.09亿元、7.84亿元和0.18亿元。

近年来，随着各下属子公司业务规模的持续扩大，资金需求亦不断上升，该公司本部作为投融资任务的主要承担者，负债总额有所增长，2019~2021年末及2022年3月末分别为43.81亿元、54.51亿元、55.19亿元和54.75亿元，主要由应付债券构成，同期末余额分别为36.72亿元、36.98亿元、48.19亿元和45.69亿元。得益于各子公司的良好运作，盈利积累不断充实本部的净资产规模，本部资产负债率控制在较低水平，同期末分别为36.39%、40.53%、39.89%和39.71%。

从现金流情况来看，该公司本部经营活动现金流规模很小；与此同时，由于本部每年能从子公司获得稳定的投资收益，并与下属公司存在较为频繁的资金往来，再加上本部承担了主要的筹融资工作，因此近年来本部的投资活动现金流和筹资现金流均呈较大波动。2021年度，本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流分别为-0.22亿元、5.86亿元和-5.11亿元。

总体来看，该公司本部财务杠杆控制在较低水平，债务以中长期刚性债务为主，即期偿债压力不大；同时，下属子公司运营良好，投资收益贡献度较为稳定，能为本部的债务按期偿付提供较好保障。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

2022年3月末，该公司从各大金融机构获得的授信总额度为261.36亿元，已使用75.53亿元，尚可使用的授信额度为185.83亿元；且公司为上市公司，直接融资渠道畅通，融资方式多样化。

附带特定条款的债项跟踪分析

18 兴蓉环境 MTN001、19 兴蓉绿色债 01、19 兴蓉绿色债 02、20 兴蓉 01、21 兴蓉环境 MTN001、21 兴蓉环境 MTN002

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。

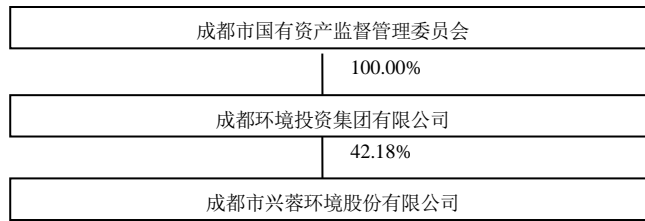
跟踪期内，该公司股权结构未发生重大变化；公司根据经营需要持续完善内部管理制度，规范公司运作。

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。

本评级机构仍将持续关注：（1）国内外宏观经济形势变化及新冠肺炎疫情对该公司经营情况的影响；（2）公司异地业务的运营及拓展情况；（3）公司环保业务的运营及拓展情况。

附录一：

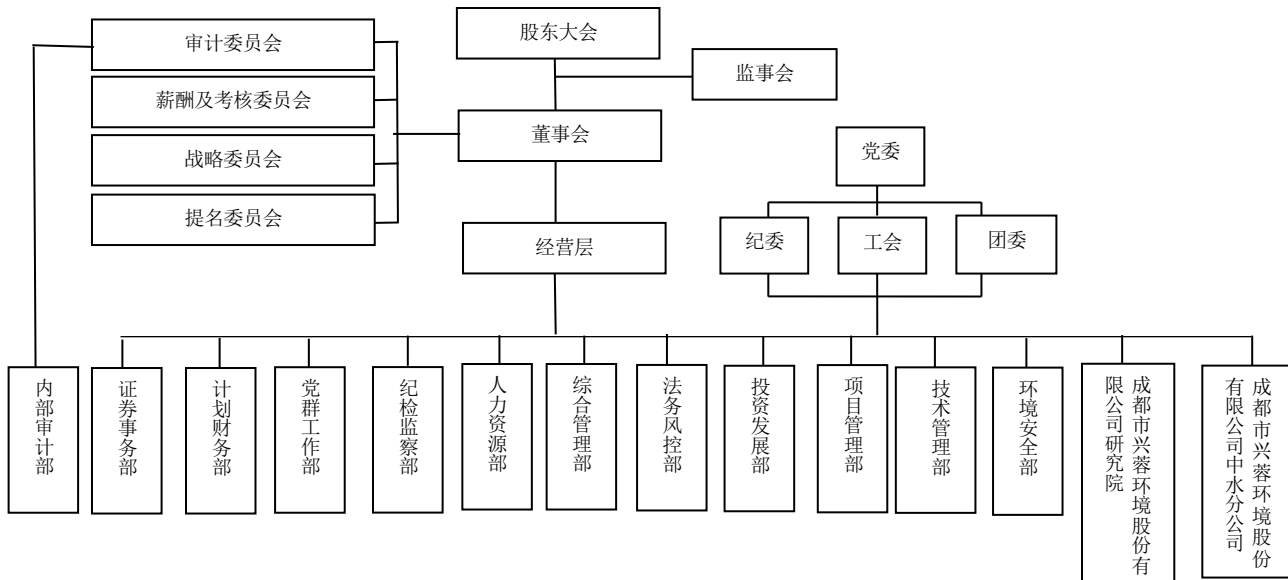
公司与实际控制人关系图



注：根据兴蓉环境提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					总资产	总负债	营业收入	净利润	经营性现金净流量	
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	210.60	146.91	0.75	-1.61	-2.86	
成都市兴蓉环境股份有限公司	兴蓉环境	本级	母公司	本部	138.37	55.19	0.53	6.29	-0.22	

注：根据兴蓉环境 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	253.37	308.80	345.12	347.07
货币资金 [亿元]	29.49	33.98	32.08	26.30
刚性债务[亿元]	78.66	100.88	117.53	120.01
所有者权益 [亿元]	119.95	131.44	143.44	147.01
营业收入[亿元]	48.38	53.71	67.32	14.42
净利润 [亿元]	11.01	13.23	15.12	3.58
EBITDA[亿元]	22.42	26.26	31.69	—
经营性现金净流入量[亿元]	18.81	27.51	27.27	-0.80
投资性现金净流入量[亿元]	-30.11	-39.94	-36.90	-9.18
资产负债率[%]	52.66	57.44	58.44	57.64
权益资本与刚性债务比率[%]	152.49	130.29	122.04	122.41
流动比率[%]	84.71	70.48	74.58	75.80
现金比率[%]	47.81	39.96	38.73	33.51
利息保障倍数[倍]	5.49	5.14	4.91	—
担保比率[%]	0.11	0.09	0.06	0.05
营业周期[天]	153.36	148.13	109.31	—
毛利率[%]	38.93	40.02	39.84	42.75
营业利润率[%]	26.94	29.08	26.30	28.24
总资产报酬率[%]	6.56	6.46	6.41	—
净资产收益率[%]	9.51	10.53	11.00	—
净资产收益率*[%]	9.97	11.04	11.61	—
营业收入现金率[%]	96.39	103.44	91.29	81.25
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	31.31	37.49	32.49	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.78	-8.00	-5.08	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.11	7.44	7.42	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.29	0.29	—

注：表中数据依据兴蓉环境经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 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级、CCC级（含）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（含）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	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10月28日	AAA/稳定	林贻婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2022年6月20日	AAA/稳定	林巧云、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
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	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6月10日	AAA	林贻婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2022年6月20日	AAA	林巧云、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
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	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6月10日	AAA	林贻婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2022年6月20日	AAA	林巧云、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
债项评级 (19兴蓉G2)	历史首次评级	2019年11月4日	AAA	林贻婧、李超男	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

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
	前次评级	2021年6月10日	AAA	林贇婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2022年6月20日	AAA	林巧云、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
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	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	前次评级	2021年6月10日	AAA	林贇婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2022年6月20日	AAA	林巧云、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
债项评级 (21 兴蓉 环境 MTN001)	历史首次 评级	2021年6月1日	AAA	林贇婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2022年6月20日	AAA	林巧云、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	-
债项评级 (21 兴蓉 环境 MTN002)	历史首次 评级	2021年10月28日	AAA	林贇婧、林巧云	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 工商企业评级模型(水务)MX-GS024(2020.4)	报告链接
	本次评级	2022年6月20日	AAA	林巧云、张佳	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 水务行业信用评级方法(2020) 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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。