



内部编号: 2023060304

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

分析师: 林贇婧 张佳 lyj@shxsj.com
zhangjia@shxsj.com
评级总监: 张明海
联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100267】

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
19 兴蓉绿色债 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 21 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 20 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 3 月 29 日
20 兴蓉 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 21 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 20 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 7 月 28 日
21 兴蓉环境 MTN001	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 21 日	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/2023 年 6 月 21 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 20 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 10 月 28 日

跟踪评级观点

主要优势：

- 兴蓉环境业务以成都市为核心拓展，跟踪期内，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，业务规模稳步扩大；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。
- 兴蓉环境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。
- 跟踪期内，兴蓉环境水务环保业务获现能力仍较强，货币资金仍较为充裕，财务结构稳健，可为债务的偿付提供较好保障。
- 跟踪期内，兴蓉环境营业收入稳步增长，且毛利率水平高，且随着在建项目陆续投入运营，业务规模将保持增长态势，公司整体盈利能力很强。
- 跟踪期内，兴蓉环境自身资产质量良好，盈利和现金流状况稳定，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：

- 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。
- 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。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	2.62	3.15	13.50	12.44
刚性债务（亿元）	53.14	52.98	49.65	49.98
所有者权益（亿元）	79.96	83.18	83.26	83.16
经营性现金净流入量（亿元）	-0.02	-0.22	-0.26	-0.52
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	308.80	345.12	383.39	389.10
总负债（亿元）	177.37	201.68	226.03	227.44
刚性债务（亿元）	100.88	117.53	135.22	139.19

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
所有者权益（亿元）	131.44	143.44	157.35	161.65
营业收入（亿元）	53.71	67.32	76.30	15.82
净利润（亿元）	13.23	15.12	16.93	3.89
经营性现金净流入量（亿元）	27.51	27.27	33.15	-0.71
EBITDA（亿元）	26.26	31.69	36.01	—
资产负债率[%]	57.44	58.44	58.96	58.45
权益资本与刚性债务比率[%]	130.29	122.04	116.37	116.14
流动比率[%]	70.48	74.58	91.02	85.12
现金比率[%]	39.98	38.73	46.37	37.93
利息保障倍数[倍]	5.14	4.91	4.88	—
净资产收益率[%]	10.53	11.00	11.25	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	37.49	32.49	40.35	-0.88
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.00	-5.08	-3.74	-5.01
EBITDA/利息支出[倍]	7.44	7.42	7.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.29	0.28	—

注：根据兴蓉环境经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS02（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		1
	财务风险		2
	初始信用级别		aaa
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
	调整理由： 无。		
个体信用级别		aaa	
外部支持	支持因素		0
	支持理由： 无。		
主体信用级别			AAA

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据					
	全口径总设计产能 （万吨/日）	年实际处理量 （亿吨）	营业收入 （亿元）	资产负债率 （%）	EBITDA/利息 支出（倍）	权益资本/刚性债务 （%）
宜兴公用	67.30	1.42	10.31	64.60	1.01	85.55
武汉控股	330.76	9.50	28.94	73.95	2.71	44.39
兴蓉环境（发行人）	720.32	24.10	76.30	58.96	7.47	116.37

注：宜兴公用全称为宜兴市公用环保集团有限公司，武汉控股全称为武汉三镇实业控股股份有限公司。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照成都市兴蓉环境股份有限公司 2019 年第一期绿色债券、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“19 兴蓉绿色债 01”、“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,本评级机构根据提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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。

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;目前成都市中和污水厂二期已投入商业运行。2020 年 8 月,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。2021 年 5 月,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 11 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,上述债券的募集资金均已使用完毕。

截至 2023 年 5 月末,该公司已发行尚未到期的债券余额为 44.50 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 2023 年 5 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
23 兴蓉环境 MTN001	2023-04-04	3+2	5.00	3.13	5.00	尚未开始付息
22 兴蓉环境 MTN001	2022-04-21	3+2	4.00	3.08	4.00	正常付息
21 兴蓉环境 MTN002	2021-11-04	3+2	7.00	3.20	7.00	正常付息
21 兴蓉环境 MTN001	2021-06-09	3+2	9.00	3.39	9.00	正常付息
20 兴蓉 01	2020-08-06	3+2	14.00	3.64	14.00	正常付息
19 兴蓉绿色债 01	2019-04-29	3+2	8.00	3.20	5.50 ¹	正常付息

资料来源:兴蓉环境

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度,我国经济呈温和复苏态势;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,我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度,全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升,主要经济体的通胀压力依然很大,

¹ “19 兴蓉 G1/19 兴蓉绿色债 01”债券期限为 5 年,发行总额为 8 亿元,债券存续期前三年票面利率为 4.26%,附第三个计息年度末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权;2022 年 4 月 29 日公司行使调整票面利率选择权,将债券存续期的第 4 年至第 5 年的票面利率调整为 3.20%,同时回售“19 兴蓉 G1/19 兴蓉绿色债 01”本金 2.5 亿元,债券余额为 5.5 亿元。

美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产和盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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规模。

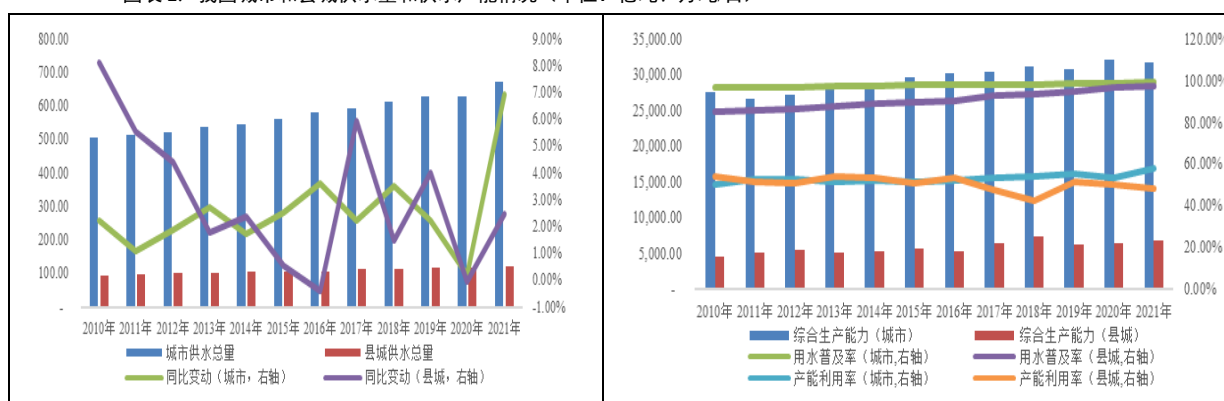
A. 行业概况

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。2022 年，我国水资源总量为 26634 亿立方米，人均水资源量 1886.60 立方米/人，为轻度缺水。在此背景下，近年来国家实行了一系列措施强化水资源管理，提高用水质量，包括实行最严格水资源管理制度、颁布《水污染防治行动计划》（简称“水十条”）、《“十四五”节水型社会建设规划》等。我国用水总量在 2013 年达到前期峰值，之后在各项政策出台和实施后，开始出现用水总量增速趋缓甚至下降。2020-2022 年，全国用水总量分别为 5812.9 亿吨、5921.0 亿吨和 5997.0 亿吨。从用水结构来看，2022 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 14.86%、65.26%、10.03%和 13.65%。

城市供水方面，2019-2021 年²，全国城市供水总量分别为 628.30 亿吨、629.54 亿吨和 673.34 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，2019-2021 年，全国县城供水总量分别为 119.09 亿吨、119.02 亿吨和 121.99 亿吨，其中生活用水占比在 58%-61%之间。发债水务企业的供水业务收入大部分来自于城市或县城的生活用水和工业用水，近年来城市和县城较为稳定的供水量，为水务企业供水业务运营奠定了良好的基础。

图表 2. 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：《2021 年城乡建设统计年鉴》和《2021 年城市建设统计年鉴》

固定资产投资方面，近年来城市和县城供水固定资产投资增幅呈周期性波动。2019-2021 年全国城市供水固定资产投资总额分别为 560.1 亿元、749.4 亿元和 770.6 亿元，同比分别增长 3.14%、33.80% 和 2.82%；全国县城供水固定资产投资总额分别为 168.11 亿元、232.2 亿元和 255.2 亿元，同比分别增长 16.66%、38.12% 和 9.91%。2020 年政府加大宏观政策调节力度，当年供水建设、生态保护等项目建设力度加大，城市和县城供水固定资产投资大幅增加，2021 年增速出现回落。2021 年末，全国城市供水综合生产能力为 3.17 亿吨/日，同比减少 1.04%；产能利用率为 58.13%，同比上升 4.35 个百分点；用水普及率为 99.38%，同比上升 0.39 个百分点。同期末，全国县城供水综合生产能力为 0.69 亿吨/日，同比增长 7.66%；产能利用率为 48.12%，同比下降 2.42 个百分点；用水普及率为 97.42%，同比上升 0.76 个百分点。整体来看，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。

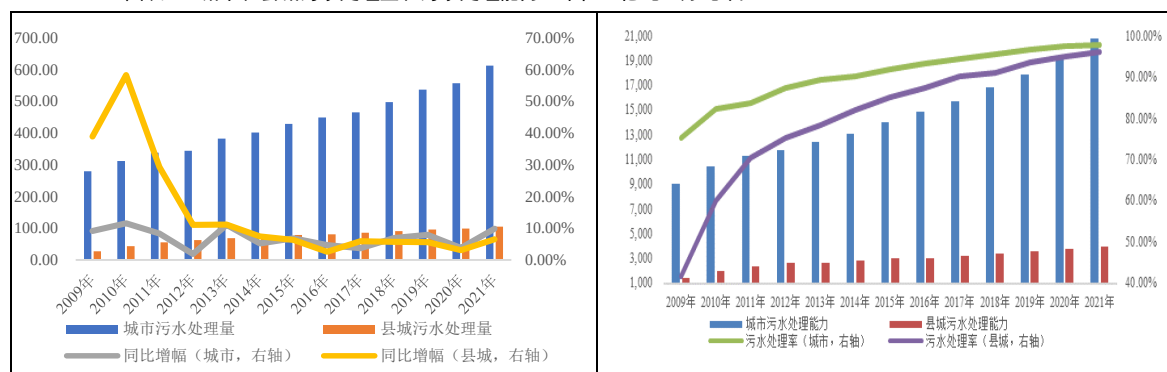
b) 污水处理

2019-2021 年，我国城市污水排放量分别为 554.65 亿吨、571.36 亿吨和 625.08 亿吨，污水处理量分别为 536.93 亿吨、557.28 亿吨和 611.90 亿吨，污水处理率分别为 96.81%、97.53% 和 97.89%。2019-2021 年，我国县城污水排放量分别为 102.30 亿吨、103.76 亿吨和 109.31 亿吨，污水处理量分别为 95.71 亿吨、98.62 亿吨和 105.06 亿吨，污水处理率分别为 93.55%、95.05% 和 96.11%。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，但提标改造投资需求较大。

固定资产投资方面，2019-2021 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 803.7 亿元、1043.4 亿元和 893.8 亿元；2019-2021 年县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 176.0 亿元、306.2 亿元和 325.9 亿元。截至 2021 年末，我国城市共有污水处理厂 2827 座，比上年末增加 209 座，日污水处理能力为 20767 万吨，同比增长 7.79%；2021 年末县城共有污水处理厂 1765 座，比上年末增加 57 座，日污水处理能力为 3979 万吨，同比增长 5.53%。

² 2022 年数据尚未披露，下同。

图表 3. 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：《2021 年城乡建设统计年鉴》和《2021 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趋严和生态治理需求升级，在持续的政策支持下，黑臭水体治理、海绵城市建设和长江大保护、黄河生态保护等领域的需求快速增长，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%³。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 and 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。2022 年 10 月，《中华人民共和国黄河保护法》颁布，进一步明确了黄河流域生态环境保护的重要战略地位。

B. 政策环境

从水价来看，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⁴、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。2021 年 10 月，国家发改委公

³ 数据来源为《2020 年中国生态环境状况公报》。

⁴ 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。

布《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，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。2019-2021年末，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/吨和2.34元/吨，居民用水价格呈增长态势。

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。2020-2022年末，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0.99元/吨、1.02元/吨、1.02元/吨。

2022年以来，水务行业相关政策推动力度持续，黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等领域进一步扩容，同时黄河流域生态保护政策及法律相继出台，成为未来行业另一大发展重点，进一步推动行业投融资。

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年以来水务行业政策频出。2021年11月，国务院印发《意见》，强调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了指导意见，同时指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%。在相关政策指导、以及国民环保意识提升等因素影响下，黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等领域进一步扩容。2021年10月以来，多条关于黄河流域生态保护治理的政策相继出台以及《中华人民共和国黄河保护法》正式颁布，黄河流域生态保护成为未来行业发展的另一大重点。同时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中向好。

图表4. 2022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
2022/1	关于加强公共供水管网漏损控制的通知	要求城市和县城供水管网设施进一步完善，供水管网漏损控制水平进一步提升，到2025年全国城市公共供水管网漏损率力争控制在9%以内。
2022/4	深入打好城市黑臭水体治理攻坚战实施方案	到2025年，县级城市建成区黑臭水体消除比例达到90%，京津冀、长三角和珠三角等力争提前1年完成。
2022/6	工业水效提升行动计划	以实现工业水资源节约集约循环利用为目标，稳步推进工业废水循环利用，力争全国规模以上工业用水重复利用率达到94%左右，明确工业废水资源化导向，到2025年全国万元工业增加值用水量较2020年下降16%。
2022/6	黄河流域生态环境保护规划	到2030年，生态环境质量明显改善。黄河流域生态安全格局初步构建，产业结构和空间布局得到优化，环境和气候治理能力系统提升，生态环境监管体系全面建设，生态环境保护体制机制进一步完善，生态环境突出问题从根本上得到有效解决。到2035年，生态环境全面改善。黄河流域生态安全格局基本构建，绿色生产生活方式广泛形成，环境和气候治理能力明显提升，生态环境监管体系和生态环境保护体制机制全面形成。
2022/9	关于加强城市供水安全保障工作的通知	自2023年4月1日起，城市供水全面执行《生活饮用水卫生标准》（GB5749-2022）；到2025年，城市供水老旧管网和设施等基本完成改造，水质监测能力稳步提升，城市供水服务便捷高效，建立较为完善的城市供水全流程保障体系和基本健全的城市供水应急体系。
2022/10	黄河生态保护治理攻坚战行动方案	到2025年，黄河流域森林覆盖率达到21.58%，水土保持率达到67.74%，退化天然林修复1050万亩，沙化土地综合治理136万顷，地表水达到或优于Ⅲ类水体比例达到81.9%，地表水劣Ⅴ类水体基本消除，黄河干流上中游（花园口以上）水质达到Ⅱ类，县级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例不低于90%，县级城市建成区黑臭水体消除比例达到90%以上。
2022/10	中华人民共和国黄河保护法	针对黄河流域的基础性、综合性和统领性的专门法律；确立了针对黄河流域水安全的统筹协调治理的保障理念；规定了针对黄河流域的水生态损害、水资源短缺、水灾害防治和水环境污染等安全问题的保障路径。

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

近年来黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等部分细分行业受国家政策大力推动，市场扩容潜力较大，行业内优质企业通过国有股权并购的形式扩展业务领域，进一步提高市场竞争力。

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，行业正在向综合化、大型化趋势演变。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，黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等部分细分行业的市场扩容潜力较大，水务企业涉足此类细分领域的驱动力较强。除了直接进行固定资产投资外，近年来行业内优质企业还通过国有股权并购的形式扩展业务领域、优化产业链布局、打造一体化的水务环保综合服务供应商。

图表 5. 行业内核心样本企业 2022 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	249.82	39.38	1077.56	2120.89	1839.46	67.67	27.16	26.48
北京首创生态环保集团股份有限公司	全国	221.57	32.79	1112.12	1453.85	1048.83	63.29	43.75	30.24
中国水务投资有限公司	全国	65.12	30.41	/	/	269.66	71.43	3.46	17.22
重庆水务集团股份有限公司	全国	77.79	35.72	322.15	460.60	319.58	46.27	19.19	26.95
中国光大水务有限公司*	全国	67.28	38.11	15	557.15	334.46	61.13	10.67	-6.40

资料来源：公开资料，由新世纪评级整理（*单位为亿港元，/表示暂未披露）。

注：北控水务集团有限公司供水及污水处理能力不包括委托运营项目。

D. 风险关注

近年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方法的实施，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审办法》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 2022 年以来我国地方政府债务压力加大，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。跟踪期内，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，经济发展前景较好。

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。2020~2022 年，成都市分别实现地区生产总值 17716.7 亿元、19916.98 亿元和 20817.5 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 7.8%、8.6%和 2.8%。2023 年以来，我国生产生活秩序加快恢复，消费需求持续好转，一季度成都市经济企稳回升、开局良好，全市实现地区生产总值 5266.82 亿元，同比增长 5.3%。分产业看，第一产业增加值 91.98 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 1507.66 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 3667.18 亿元，增长 7.3%。

2020~2022 年，成都市一般公共预算收入分别为 1520.4 亿元、1697.9 亿元和 1722.4 亿元，其中，税收收入分别为 1130.4 亿元、1272.9 亿元和 1267.8 亿元。2022 年成都市一般公共预算总收入按可比口径（扣除留抵退税因素），比上年增长 5.8%。2022 年，成都市债务余额预计执行数为 4640.5 亿元，其中：一般债务为 1257.3 亿元，专项债务为 3383.2 亿元。市本级债务余额预计执行数为 1694.8 亿元，其中：一般债务为 481.2 亿元，专项债务为 1213.6 亿元。

图表 6. 近年来成都市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

指 标	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年第一季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	17716.7	4.0	19917.0	8.6	20817.5	2.8	5266.82	5.3
其中：第一产业增加值（亿元）	655.2	3.3	582.8	4.8	588.4	3.8	91.98	2.7
第二产业增加值（亿元）	5418.5	4.8	6114.3	8.2	6404.1	5.5	1507.66	1.0
第三产业增加值（亿元）	11643.0	3.6	13219.9	9.0	13825.0	1.5	3667.18	7.3
三次产业增加值比重（%）	3.7：30.6：65.7				2.8：30.8：66.4		-	
固定资产投资（亿元）	-	9.9	-	10.0	-	5.0	-	-2.1
社会消费品零售总额（亿元）	8118.5	-2.3	9251.8	14.0	9096.5	-1.7	2355.2	3.3
城镇居民人均可支配收入（元）	48593	5.9	52633	8.3	54897	4.3	-	-
农村居民人均可支配收入（元）	26432	8.5	29126	10.2	30931	6.2	-	-
一般公共预算收入（亿元）	1520.4	2.5	1697.9	11.7	1722.4	5.8	-	-
全年供水总量（亿立方米）	17.1	-	18.6	-	16.7	-	-	-
其中：居民生活用量	8.5	-	8.9	-	7.8	-	-	-
完成生活垃圾无害化处理（万吨）	661.3	-	691.3	-	674.0	-	-	-

资料来源：根据成都市国民经济和社会发展统计公报整理

根据 2022 年成都市政府工作报告，成都市将持续加强生态环境保护，坚决落实长江经济带生态环境突出问题整改和污染治理“4+1”工程，打好碧水保卫战，严格落实河湖长制，深化供排净治一体化改革，加大黑臭水体和入河入江排污口排查整治力度，大力实施雨污分流“里子工程”，持续强化锦江水生态治理。市政府已将完成成都市完成水美乡村创建 30 个、病险水库除险加固 21 座、市政排水管网重大病害治理 300 公里列入成都市 2022 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，水务业务收入增长稳健，环保业务产能亦得到了较好释放，整体盈利能力亦保持较高水平。

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，跟踪期内，公司积极落实“走出去”战略，在全国范围大力拓展水务环保市场，成功摘牌山东东营污水处理项目，打开山东市场；落地成都及周边天府新区、彭州、邛崃等地的多个水务环保项目；新增多个餐厨垃圾处置项目，向环保细分领域进一步延伸。截至 2022 年末，公司已在四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、广东、江苏、河北、山东 9 个省份获得 40 余个水务环保特许经营项目。跟踪期内，公司业务发展稳健，营业收入呈较好的增长态势，2022 年及 2023 年第一季度分别为 76.30 亿元和 15.82 亿元，同比分别增长 13.33%和 9.72%。

该公司业务立足于从自来水生产、供应到污水处理的水资源产业链，并向该产业链相关领域积极拓展，目前业务收入包括自来水供应、污水处理服务、供排水管网工程、垃圾渗滤液处理、垃圾发电及污泥处置等。跟踪期内，公司对业务板块进行了微调，将原计入自来水供应业务收入的供排水管网工程调至其他业务板块，从而导致 2022 年自来水供应业务收入同比微幅下降 2.20%。从营收构成来看，公司营收仍主要由自来水供应、污水处理和环保三大业务构成，2022 年及 2023 年第一季度占营收的比重合计分别为 93.54%和 96.26%。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
自来水供应	成都市及薛城、汶川县、理县、海南清澜和江苏沛县等	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等	规模、政策、成本
环保业务	成都市	规模、资源、技术

资料来源：兴蓉环境

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计	53.71	67.32	76.30	15.82	14.42
其中：（1）自来水供应业务收入	28.66	32.15	31.45	5.86	5.70
在营业收入中占比（%）	53.36	47.76	41.21	37.03	39.57
（2）污水处理业务收入	15.83	21.89	26.58	6.20	5.43
在营业收入中占比（%）	29.48	32.52	34.84	39.17	37.68
（3）环保业务收入	7.07	11.21	13.34	3.17	3.06
在营业收入中占比（%）	13.16	16.66	17.49	20.06	21.20
毛利率（%）	40.02	39.84	38.47	42.18	42.75
其中：自来水供应业务（%）	39.70	40.70	39.92	42.23	46.45
污水处理业务（%）	40.20	39.37	38.47	36.85	38.45
环保业务（%）	36.97	37.96	37.11	46.47	41.54

资料来源：兴蓉环境

A. 自来水供应

2022 年及 2023 年第一季度，该公司自来水供应业务收入分别为 31.45 亿元和 5.86 亿元，2022 年同比微幅下降 2.20%，主要系自当年起，公司该业务板块收入仅包括自来水制售业务收入，不再将附属的供排水管网工程业务收入计入所致；2022 年及 2023 年第一季度，自来水制售业务分别实现收入 23.14 亿元和 5.49 亿元，在年售水量持续扩大的带动下呈逐年稳健增长态势，同比分别增长 2.63%和 8.32%；同期自来水制售业务毛利率分别为 44.28%和 46.68%，同比分别下降 3.95 个百分点和 2.78 个百分点，主要系售水结构中非居民用水占比下降，售水均价略有下降。

规模因素（产能及产销规模）：

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、江苏和山东等地。跟踪期内，公司无新增水厂，截至 2023 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 334.3 万吨，较 2021 年微幅下降，主要系由于阿坝理县薛城镇自来水厂、理县桃坪镇水厂、米亚罗自来水厂运营结束导致。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
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
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		334.3	-

资料来源：兴蓉环境（截至 2023 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 2022 年末，公司供水管网长度为 13327.77 千米。跟踪期内，公司自来水供应业务经营稳健，年度间售水量保持增长，2022 年及 2023 年第一季度售水量分别为 10.21 亿吨和 2.46 亿吨。

图表 10. 公司供水业务情况（单位：亿吨）

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年 3 月（末）	2022 年 3 月（末）
供水能力（万吨/日）	327.10	335.10	334.3	334.3	335.10
自来水供应生产量	10.56	11.71	12.14	2.98	2.75
自来水供应销售量	8.97	10.03	10.21	2.26	2.27

资料来源：兴蓉环境

政策因素：

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	一户一表执行阶梯水价（吨/户表 年）	第一阶梯：0-216 吨	2.08	0.24	0.1	0.95	3.03
		第二阶梯：217-300 吨	2.95	0.24	0.1	0.95	3.9
		第三阶梯：301 吨以上	5.56	0.24	0.1	0.95	6.51
	合表（含居民住宅用水；学校教学、学生生活用水；部队、武警的干部家属生活用水）		2.08	0.24	0.1	0.95	3.03
非居民生活用水	除居民生活用水、特种行业用水外的其他		3.03	0.24	0.1	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	0.1	4.50	15.13
	洗车用水		6.73	0.24	0.1	3.40	10.13
	其他		5.73	0.24	0.1	1.80	7.53

资料来源：兴蓉环境（截至 2023 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 12 个；与公司合作的代收机构已达 8 家，同时开通了支付宝、微信等网上缴费方式，方便客户缴纳水费。

成本因素：

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。跟踪期内，公司供水成本随着供水量的增加呈增长态势。

图表 12. 公司供水成本情况（单位：亿元）

指标	2020 年度	2021 年度	2022 年度
原材料	3.55	3.98	4.52
人工	2.35	3.04	3.20
能源和动力	0.42	0.56	未拆分
折旧	3.03	3.17	3.19
其他	0.75	0.92	1.98
合计	10.10	11.67	12.89

资料来源：兴蓉环境

B. 污水处理业务

该公司从事城市生活污水、农村生活污水和工业废水等污水处理业务，污水处理项目分布在四川、甘肃、宁夏、陕西、江苏、广东、河北和山东，其中，公司在成都市范围内的污水处理量占比仍保持在 70% 左右；公司污水处理业务的运营模式主要包括 BOT、BOO、TOT 及委托运营等。公司享有在特许经营权范围内提供污水处理服务并向相关政府收取费用的权利，污水处理服务费结算价格由相关政府部门根据有关协议约定核定。跟踪期内，公司污水处理能力进一步提升，2022 年及 2023 年第一季度，分别为 386.02 万吨/日和 386.02 万吨/日，污水处理量和污水处理收入从而保持较好的增长态势，同期公司污水处理量分别为 11.96 亿吨和 2.71 亿吨，污水处理收入分别为 26.58 亿元和 6.20 亿元，污水处

理收入同比分别增长 21.43%和 14.07%。

图表 13. 公司污水处理业务情况

项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一季度	2022 年第一季度
污水处理能力（万吨/日）	322.74	366.40	386.02	386.02	366.40
其中：成都中心城区（万吨/日）	215.25	230.00	230.00	230.00	230.00
污水处理量（亿吨）	10.29	11.31	11.96	2.71	2.72
其中：成都（亿吨）	7.21	7.93	7.34	1.71	1.93

资料来源：兴蓉环境

成都市

成都市是该公司污水处理业务的核心发展区域，且在成都市中心城区具有垄断地位。公司在成都市中心城区的污水处理业务主要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。

图表 14. 公司已投入运营的成都市污水处理项目情况（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	1.62
成都市第十净水厂（一期）	5	2018 年 2 月	
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
城南工业园区污水处理厂	2	2019 年	2.45
贾家中小企业园区污水处理厂	0.5	2019 年	2.45
青白江区第三污水处理厂	5	2020 年	1.09
崇州市道明、公议等 8 个乡镇污水处理厂	2.48	2022 年	暂无
西南航空港六期工业污水处理厂一期	5	2022 年 8 月	2.4/5.4/11
小计	263.33	-	-

资料来源：兴蓉环境（截至 2023 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。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》，2021 年 1 月 1 日起，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，公司成都市中心城区污水处理服务费自 2012 年以来，整体呈上调趋势。

图表 15. 政府对公司成都市中心城区污水处理服务费的采购结算价格（单位：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
暂定期	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
暂定期	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； 目前九厂已竣工未结算	2.15

资料来源：兴蓉环境

异地

近年来，该公司还持续进行对外业务扩张，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 2023 年 3 月末，公司异地污水处理厂合计设计污水日处理能力约 122.43 万吨。

图表 16. 公司异地已投入运营和委托运营的污水处理项目概况（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	1.69	
西安一污二期污水处理厂	BOT	10	2015 年	1.98	
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	0.53	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	1	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
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
绵虎三官庙污水处理站	TOT	0.01	2021 年	不适用（注 1）	30 年
绵虎绵丰污水处理站	TOT	0.02	2021 年	不适用（注 1）	30 年
银杏污水处理站	TOT	0.03	2023 年	不适用（注 1）	27 年
沛县的污水处理厂（多个合并）	ROT	3.15	2020-2021 年	1.88	30 年

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
宁东基地鸳鸯湖污水处理厂	BOT	1.5	2021 年	1.5	27 年
东营市东城南污水处理厂	BOT	12	2016 年	1.17	30 年
东营市五六干合排污水处理厂	BOT	2.5	2017 年	1.57	30 年
小计		122.43			

资料来源：兴蓉环境（截至 2023 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。

成本因素：

该公司污水处理业务成本与污水处理量、处理标准有关，主要包括人工、能源和动力、折旧和原材料等，且折旧占比最高，近年来占比保持在 32%左右。跟踪期内，公司污水处理业务成本增幅略高于收入增幅，毛利率水平小幅下降，但仍维持在较高水平，2022 年及 2023 年第一季度，污水处理业务毛利率分别为 38.47%和 36.85%，同比分别下降 0.90 个百分点和 1.60 个百分点。

图表 17. 公司污水处理业务成本构成（单位：亿元）

指标	2020 年度	2021 年度	2022 年度
人工	1.66	2.27	2.84
能源和动力	1.72	2.25	2.90
折旧	3.10	4.16	5.36
原材料	1.25	2.17	2.58
其他	1.74	2.41	2.68
合计	9.47	13.26	16.36

资料来源：兴蓉环境

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。2022 年及 2023 年第一季度，环保业务板块收入分别为 13.34 亿元和 3.17 亿元，逐年增长，同比分别增长 18.96%和 3.78%；同期，环保业务毛利率分别为 37.11%和 46.47%，盈利能力保持在较高水平。

图表 18. 环保业务收入及毛利率变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一季度	2022 年第一季度
环保业务收入	7.07	11.21	13.34	3.17	3.06
其中：垃圾渗滤液处理	2.61	4.49	4.80	1.18	1.18
垃圾焚烧发电	2.79	4.08	3.13	1.22	1.04
污泥处置	1.31	2.31	4.98	0.77	0.71
环保业务毛利率	36.97	37.96	37.11	46.47	41.54
其中：垃圾渗滤液处理	37.91	51.43	44.81	52.52	44.95
垃圾焚烧发电	35.84	31.62	23.34	39.12	34.63
污泥处置	30.26	21.16	38.71	45.27	43.79

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 2023 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 5360 吨。2022 年及 2023 年第一季度，公司垃圾渗滤液处理量分别为 136.22 万吨和 32.89 万吨，垃圾渗滤液处理业务收入分别为 4.80 亿元和 1.18 亿元。

图表 19. 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。2022 年及 2023 年第一季度，垃圾渗滤液处理业务毛利率分别为 44.81%和 52.52%，盈利能力仍保持在较强水平。

图表 20. 公司垃圾渗滤液处理业务的结算价格概况（单位：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
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

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 2023 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 21. 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 2023 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，2022 年及 2023 年第一季度垃圾焚烧发电销售量分别为 9.27 亿度和 2.38 亿度，垃圾焚烧发电收入分别为 4.98 亿元和 1.22 亿元，毛利率分别为 38.71%和 45.27%，盈利能力亦处于较好水平。

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 2023 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 22. 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 2023 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四期结算价格正在核定中，在核定工作完成前，原则上按第三期核定价格执行，为每吨 746.47 元。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 4 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。

2022 年及 2023 年第一季度，该公司污泥处置量分别为 61 万吨和 12 万吨，同比分别增长 45.24% 和 55.04%；同期污泥处置业务收入分别为 3.13 亿元和 0.77 亿元，同比分别增长 35.69% 和 8.92%，2022 年增幅较大主要系按照特许经营权协议，下属污泥公司确认社会协同污泥处置量，以及成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目、成都市万兴环保发电厂（二期）污泥干化及协同焚烧处置项目当年产能同比增加所致。2022 年及 2023 年第一季度，污泥处置业务毛利率分别为 23.34% 和 39.12%，同比分别上升 2.17 个百分点和下降 4.67 个百分点。

中水及其他

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⁵，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 年末，公司运营及在建的中水利用项目规模为 102 万吨/日。2022 年及 2023 年第一季度，公司中水销售量分别为 15845.5 万吨和 5488.26 万吨，同比分别增长 32.82% 和 18.88%，保持较好的增长态势，2022 年增幅较大，主要系公司第五净水厂新建再生水利用工程（一期）于 2021 年 7 月完工投运、第七净水厂新建再生水利用工程（一阶段）于 2022 年 4 月完工投运所致。

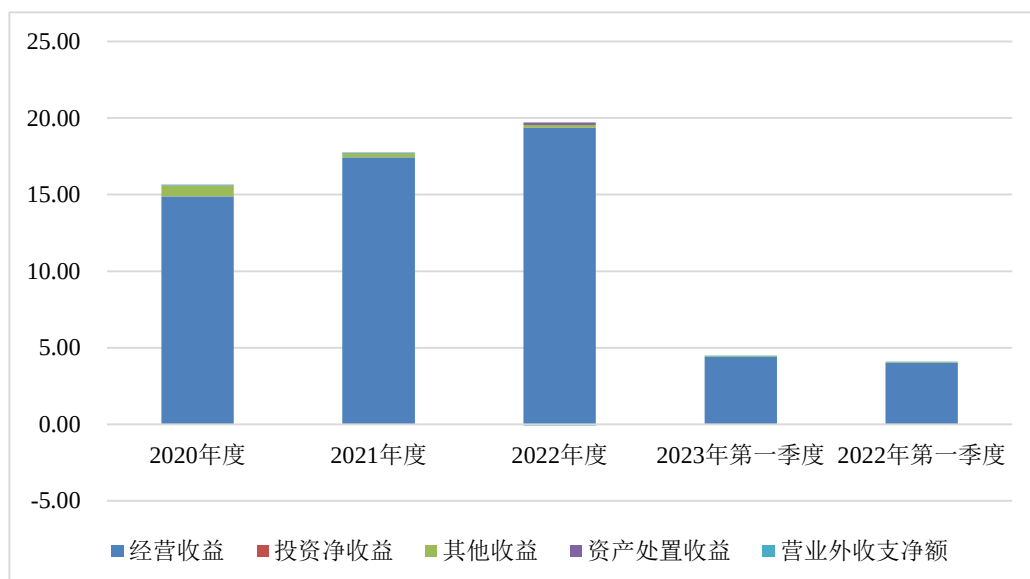
此外，2022 年以来，该公司新增餐厨垃圾处置项目，向环保细分领域进一步延伸。2022 年 12 月，公司下属子公司再生能源公司收到关于邛崃市餐厨废弃物处置特许经营权项目（简称“项目”或“本项目”）的《中标通知书》，再生能源公司被确定为该项目中标人。项目总投资 18350.40 万元，项目模式为投资、建设、运营和移交（BOT）等，项目新建餐厨废弃物处置厂 1 座，设计处置能力为 200 吨/日，配套建设餐厨垃圾收运系统，土建工程一次性建成，设备分期安装（一期 100 吨/日，二期 100 吨/日），项目二期建设需另行协商并经邛崃市人民政府研究同意后实施，本项目特许经营期限为 30 年，其中建

⁵ 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）。

设期 1 年，中标金额为 557 元/吨。

(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：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，该公司盈利仍主要来自于经营收益，2022 年及 2023 年第一季度，经营收益分别为 19.36 亿元和 4.43 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，同期同比分别增长 10.96%和 9.95%。其中，营业毛利分别为 29.35 亿元和 6.67 亿元，同比分别增长 9.45%和 8.24%，主要系污水及污泥处置、垃圾焚烧发电等板块释放增量效益，营业毛利同比均有所增长所致。

跟踪期内，该公司期间费用随着业务规模的扩大保持增长态势，2022 年及 2023 年第一季度分别为 8.61 亿元和 1.76 亿元，同比分别增长 12.65%和 23.40%；但期间费用率控制在合理水平，同期分别为 11.28%和 11.15%，同比分别下降 0.07 个百分点和增长 1.24 个百分点。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，2022 年占比分别为 53.94 %、29.16%和 16.36%。2022 年及 2023 年第一季度，管理费用分别为 4.64 亿元和 0.90 亿元，同比分别增长 4.77%和 38.62%，主要系随着业务规模扩大，职工薪酬不断增加所致；财务费用分别为 2.51 亿元和 0.61 亿元，同比分别增长 30.18%和 6.95%，主要系有息债务规模持续扩大导致利息费用不断增加。

图表 24. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	53.71	67.32	76.30	15.82	14.42
营业毛利（亿元）	21.49	26.82	29.35	6.67	6.16
期间费用率（%）	10.86	11.35	11.28	11.15	9.92
其中：财务费用率（%）	2.13	2.86	3.29	3.87	3.97
全年利息支出总额（亿元）	3.53	4.27	4.82	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	1.04	1.04	0.92	-	-

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

综上，跟踪期内，该公司净利润保持较好的增长态势，2022 年及 2023 年第一季度分别为 16.93 亿元和 3.89 亿元，同比分别增长 11.98%和 8.63%。2022 年，公司资产回报能力相关指标微幅提升，总资产报酬率为 6.46%，同比上升 0.05 个百分点；净资产收益率为 11.25%，同比上升 0.25 个百分点。

(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。

2022 年，该公司全力推进项目建设，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进入商业运行，彭州市工业污水厂一期 PPP 项目、新津红岩污水处理厂改扩建项目进入试运行，成都市第七再生水厂二期工程、高新区骑龙净水厂项目、高新区西区第二污水处理厂项目实现通水调试，成都市自来水七厂（三期）工程形成 40 万吨/日的生产能力，预计将于近期释放产能并贡献效益。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目预计总投资额合计 217.24 亿元，累计已完成投资 92.20 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		
			2023 年 4~12 月	2024 年	2025 年及以后
供水业务板块					
成都市自来水七厂（三期）工程	13.42	10.56	2.99	0.41	0.17
成都市绕城高速给水输水管线工程	12.29	9.66	1.62	1.80	0.80
小计	25.71	20.22	4.61	2.21	0.97
污水处理业务板块					
成都市中和污水处理厂二期工程	17.02	14.19	0.46	0.50	1.87
成都市第九净水厂提标改造项目	11.55	5.66	0.40	0.20	5.29
成都市高新西区第二污水处理厂工程	8.68	4.69	1.00	0.50	2.49
骑龙净水厂工程	13.46	6.30	1.52	0.70	4.94
成都市洗瓦堰再生水厂及调蓄工程	31.84	5.66	5.21	3.00	17.97
成都市凤凰河二沟再生水厂工程	15.55	4.35	1.86	1.00	8.34
成都市第七再生水厂二期工程	12.87	5.49	3.40	0.60	3.38
第三再生水厂调蓄池工程	1.68	0.13	0.41	0.20	0.94
小计	112.65	46.47	14.26	6.70	45.22
环保业务板块					
成都市兴环发电厂项目二期工程	21.26	18.1	1.5	0.95	0.71
成都市兴环发电厂项目三期工程	57.62	7.41	7.33	23.40	19.48
小计	78.88	25.51	8.83	24.35	20.19
合计	217.24	92.20	27.70	33.26	66.38

资料来源：兴蓉环境（截至 2023 年 3 月末）

此外，该公司还先后中标数个水务业务相关 PPP 项目，全部系以公司控股的方式建设，截至 2023 年 3 月末，主要 PPP 在建项目总投资额为 46.68 亿元，其中已投入 27.80 亿元，后续亦存在一定的资本性支出压力。

图表 26. 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	14.03	2016 年起陆续投运	沛县城市投资开发有限公司	90.00%

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
宁夏宁东基地水资源 PPP 项目	30 年	12.05	6.20	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	1.36	试运营	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	6.21	试运营	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	27.80	-	-	-

资料来源：兴蓉环境（截至 2023 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 2023 年 3 月末，公司已投入 14.03 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 2023 年 3 月末，公司已投入 6.20 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 2023 年 3 月末，公司已投入 1.36 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/天的地埋式污水处理厂及配套地面景观绿化工程等，截至 2023 年 3 月末，公司已投入 6.21 亿元。

管理

该公司根据自身经营管理和发展需要设置了较为合理的内部组织结构，并建立了相应的管理制度，基本能满足目前生产经营需要。跟踪期内，公司董事长发生变更，股权结构和治理架构未发生重大变化。

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 2023 年 3 月末，成都环境集团持有公司 42.19%的股份；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。

2022 年 11 月，该公司召开 2022 年第二次临时股东大会，审议通过了《关于注销公司回购账户剩余股份、减少注册资本并相应修订〈公司章程〉的议案》，同意注销公司回购账户剩余股份 652281 股、减少注册资本 652281 元并相应修订《公司章程》；注销完成后公司总股本由 2986218602 股变更为 2985566321 股，注册资本相应变更。2023 年 1 月，公司在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司

办理完成注销手续，公司已完成上述减少注册资本的工商变更手续。

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 2022 年末，成都环境集团经审计的合并口径总资产为 759.81 亿元，总负债为 529.24 亿元，所有者权益为 230.58 亿元；2022 年实现营业收入 109.64 亿元，净利润 14.70 亿元，经营活动现金净流入 40.05 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。

2023 年 1 月 13 日，公司召开第九届董事会第三十次会议，审议通过了公司收购东营津膜环保科技有限公司（以下简称：东营津膜）60%股权和东营膜天膜环保科技有限公司（以下简称：东营膜天膜）100%股权的事项，并按照经审计账面价值同步承接天津膜天膜科技股份有限公司（以下简称：津膜科技）对东营津膜享有的 2.51 亿元债权、津膜科技对东营膜天膜享有的 0.06 亿元债权。本次股权及债权收购的交易价款合计 4.31 亿元。目前，东营津膜和东营膜天膜已办理完毕工商变更登记手续。

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。2022 年，公司与日常经营相关的关联交易金额合计为 0.60 亿元，规模不大。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 32.18 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 12 月 20 日，该公司召开董事会审议通过了《关于选举公司第九届董事会董事长的议案》，同意选举刘娜女士为董事长。刘娜女士曾任成都轨道交通集团有限公司副总经理、党委委员，成都城乡商贸物流发展投资（集团）有限公司党委副书记、纪委书记，四川省内部审计师协会理事、成都环晨环境实业有限公司执行董事、党支部书记。现任成都环境投资集团有限公司党委委员、副总经理，成都市兴蓉环境股份有限公司党委书记、董事长。

根据该公司提供的《企业信用报告》披露信息，截至 2023 年 6 月 2 日，公司无债务违约记录，信用状况良好。

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很小。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

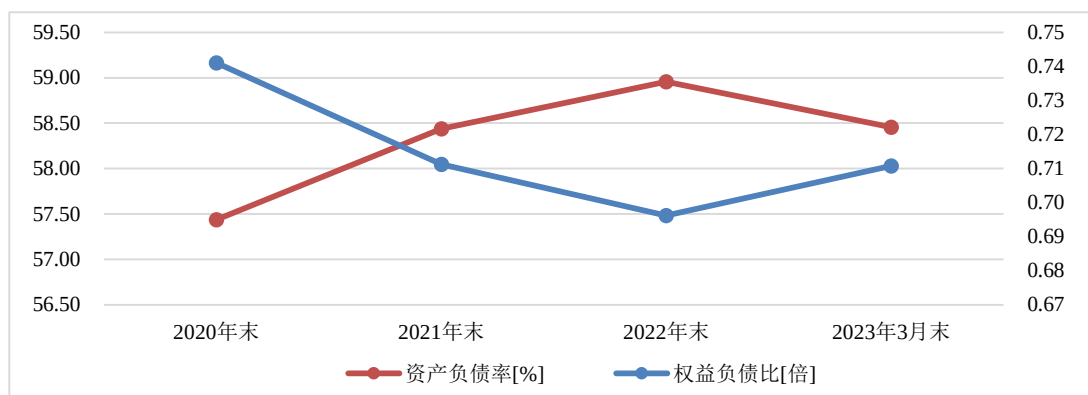
信永中和会计师事务所对该公司 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定，并基于审计报告附注“四、重要会计政策及会计估计”所述会计政策和会计估计编制。

2022 年末，该公司合并报表范围共有 37 家子公司，较上年末增加 1 家，为成都市兴蓉隆丰生态环保科技有限公司；较上年末无减少。2023 年 3 月末，公司合并报表范围共有 40 家子公司，较上年末增加 3 家，分别为东营津膜环保科技有限公司、东营膜天膜环保科技有限公司和成都市兴蓉宝林生态环保科技有限公司；较上年末无减少。

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



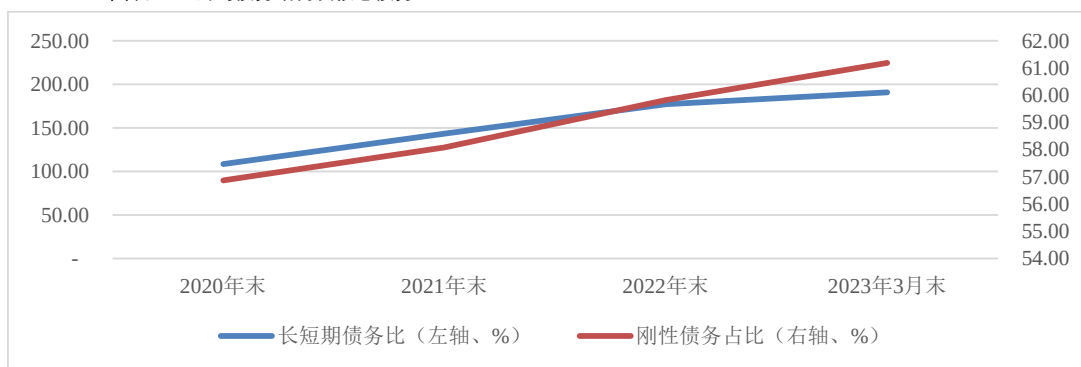
资料来源：根据兴蓉环境所提供数据绘制。

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，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 226.03 亿元和 227.44 亿元，分别较上年末增长 12.08%和 0.62%。但得益于经营积累，公司财务杠杆控制在较为稳定的水平，同期末分别为 58.96%和 58.45%，2022 年末较上年末微幅上升 0.52 个百分点。权益对负债的保障能力亦较为稳定，2022 年末及 2023 年 3 月末权益负债比分别为 0.70 倍和 0.71 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，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 157.35 亿元和 161.65 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 60.51%和 61.25%，公司作为国有控股上市公司，分红政策相对稳健，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



核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年第一季度末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	100.88	56.88	117.14	58.08	135.22	59.82	139.19	61.20
应付账款	48.16	27.16	51.48	25.53	52.93	23.42	52.00	22.86
其他应付款	5.97	3.37	8.02	3.98	8.80	3.89	9.96	4.38

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，2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 177.38 %和 190.86%，债务期限结构较好。从债务构成来看，该公司债务主要由刚性债务、应付款账和其他应付款构成，2022 年末占负债总额的比例分别为 59.82%、23.42%和 3.89%。2022 年末及 2023 年 3 月末，刚性债务分别为 135.22 亿元和 139.19 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 52.93 亿元和 52.00 亿元，2022 年末较上年末增长 2.82%，主要系在建项目增加导致应付工程款增加。2022 年末及 2023 年 3 月末，其他应付款分别为 8.80 亿元和 9.96 亿元，较上年末分别增长 9.82%和 13.17%，主要系应支付的代政府收款和保证金增加。

图表 29. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一季度末
短期刚性债务合计	19.18	11.07	7.70	7.41
其中：短期借款	3.00	4.36	-	-
应付票据	1.77	1.42	1.40	1.02
一年内到期的长期借款	1.85	3.69	4.46	4.23
其他短期刚性债务	12.56	1.60	1.84	2.16
中长期刚性债务合计	81.70	106.07	127.52	131.78
其中：长期借款	20.05	30.49	57.38	61.66
应付债券	36.98	48.19	39.50	39.50
其他中长期刚性债务	24.67	27.39	30.65	30.62
综合融资成本（年化，%）	3.93	3.92	3.82	-

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理

注：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]。

该公司刚性债务以中长期为主，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 127.52 亿元和 131.78 亿元，占刚性债务的比重分别为 94.30%和 94.68%，公司短期刚性债务规模下降至很低水平，即期偿付压力不大。从刚性债务构成来看，公司刚性债务主要由银行借款和应付债券（不含一年内到期）构成，同期末，银行借款分别为 61.83 亿元和 65.89 亿元，2022 年末较上年末增幅较大，主要系公司根据项目建设资金需求提用长期借款，导致长期借款余额较上年末增长 88.19%所致，公司长期借款主要由信用借款构成，2022 年末占长期借款的比重为 57.36%。2022 年末及 2023 年 3 月末，应付债券（不含一年内到期）均为 39.50 亿元，2022 年末较上年末减少 18.04%，主要系根据“19 兴蓉绿色债 02”债券行权结果偿还债券本金所致。此外，2022 年末及 2023 年 3 月末，公司其他中长期刚性债务分别为 30.65 亿元和 30.62 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，其中，同期末政府专项债券资金均为 27.78 亿元。

3. 现金流量

图表 30. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业周期（天）	148.13	109.31	110.44	-	-
营业收入现金率（%）	103.44	91.29	95.33	88.67	81.25
业务现金收支净额（亿元）	26.89	26.11	32.85	-0.48	-0.54
其他因素现金收支净额（亿元）	0.63	1.16	0.30	-0.23	-0.26
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	27.51	27.27	33.15	-0.71	-0.80
EBITDA（亿元）	26.26	31.69	36.01	-	-

主要数据及指标	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.29	0.29	0.29	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.44	7.42	7.47	-	-

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，2022 年业务现金收支净额同比大幅增长 25.78%至 32.85 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，同期为 95.33%，同比略微回升。综上，2022 年公司经营活动现金净流量为 33.15 亿元，呈增长态势，且保持在相对充沛的水平。2023 年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额为-0.71 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，2022 年得益于利润总额的增长，EBITDA 同比增长 13.61%至 36.01 亿元；同期 EBITDA 对全部利息支出覆盖倍数为 7.47 倍，EBITDA 对利息支出覆盖能力较强。

图表 31. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.22	0.17	0.31	-0.94	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	-39.72	-37.45	-41.91	-8.43	-9.56
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.00	0.38	0.47	-1.28	0.23
投资环节产生的现金流量净额	-39.94	-36.90	-41.14	-10.64	-9.18

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投入，该公司投资活动现金流持续呈净流出状态，2022 年及 2023 年第一季度净流出额分别为 41.14 亿元和 10.64 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 41.91 亿元和 8.43 亿元，随着在建项目的推进而不断增加；此外，2022 年投资活动现金流入为 2.33 亿元，同比增加 96.25%，主要系收回项目前期投入款以及收到的 PPP 项目利息同比增加所致。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。

图表 32. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
权益类净融资额	-1.59	-3.45	-3.16	0.06	-0.51
债务类净融资额	18.34	11.50	13.67	2.99	5.53
其中：现金利息支出	2.98	3.23	4.51	0.75	0.23
其他筹资活动收支净额	0.19	-0.29	2.56	0.37	-0.83
筹资环节产生的现金流量净额	16.94	7.75	13.06	3.42	4.19

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。2022 年及 2023 年第一季度，公司债务类净融资额分别为 13.67 亿元和 2.99 亿元，2022 年净流入规模扩大，主要系下属子公司根据项目建设资金需求提取的长期借款同比增加所致。此外，2022 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金 4.03 亿元，主要系下属子公司收到投资补助的财政资金。综上，同期，公司筹资活动现金净流量分别为 13.06 亿元和 3.42 亿元，2022 年同比增长 68.56%；2023 年第一季度同比下降 18.35%，主要系借款等筹资活动现金流入同比减少所致。

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	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	59.95	61.77	74.17	66.56
	19.42%	17.90%	19.35%	17.11%
其中：现金类资产（亿元）	34.01	32.08	37.79	29.66
应收账款（亿元）	12.50	17.82	21.31	24.66
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	248.85	283.35	309.22	322.53
	80.58 %	82.10%	80.65%	82.89%
其中：长期应收款（亿元）	23.16	18.80	19.59	19.52
固定资产（亿元）	86.67	94.75	101.54	101.46
在建工程（亿元）	57.14	48.46	56.88	65.24
无形资产（亿元）	74.03	107.39	114.58	117.30
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.47	0.25	0.53	0.50
受限资产账面余额/总资产（%）	0.15	0.07	0.14	0.13

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，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 383.39 亿元和 389.10 亿元，且以非流动资产为主，同期末占资产总额的比重分别为 80.65%和 82.89%。公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，其中，长期应收款分别为 19.59 亿元和 19.52 亿元，主要为应收 PPP 项目款。固定资产分别为 101.54 亿元和 101.46 亿元，主要包括管网资产、房屋建筑物和机器设备等；2022 年末较上年末增长 7.17%，主要系成都市第九净水厂提标改造工程、成都市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等项目陆续完工转固所致。2022 年末及 2023 年 3 月末，在建工程分别为 56.88 亿元和 65.24 亿元，较上年末分别增长 17.38%和 14.70%，主要系成都市自来水七厂（三期）工程、成都市凤凰河二沟再生水厂工程等项目持续投入所致。同期末，无形资产分别为 114.58 亿元和 117.30 亿元，主要为特许经营权和土地使用权等，较上年末分别增长 6.69%和 2.38%，主要系特许经营权增加所致。此外，同期末，公司其他非流动资产较上年末分别增长 21.12%和 13.30%至 13.90 亿元和 15.75 亿元，主要系预付购建固定资产、无形资产等长期资产的工程款、设备款等，待形成相关工程实体或取得土地使用权证后转入在建工程、固定资产或无形资产等。

2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司流动资产分别为 74.17 亿元和 66.56 亿元，主要由现金类资产和应收账款构成，其中，现金类资产分别为 37.79 亿元和 29.66 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；应收账款分别为 21.31 亿元和 24.66 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。此外，2022 年末，公司合同资产为 6.21 亿元，较上年末大幅增长 78.38%，主要系下属子公司已履约未结算工程项目增加所致。

2023 年 3 月末，该公司受限资产合计为 0.50 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 0.13%。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	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一季度末
流动比率 (%)	70.48	74.58	91.02	85.12
现金比率 (%)	39.96	38.73	46.37	37.93
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	177.31	289.79	490.68	400.22

资料来源：根据兴蓉环境所提供数据整理。

跟踪期内，该公司各项流动性指标均有所提升，2022 年末及 2023 年 3 月末，流动比率分别为 91.02% 和 85.12%，现金比率分别为 46.37% 和 37.93%，但由于公司资产以长期资产为主，流动性相对仍偏弱。同期末，公司无短期借款，短期刚性债务明显下降，即期偿债压力不大，且公司现金类资产充裕，对短期刚性债务的保障能力上升至很高水平，2022 年末及 2023 年 3 月末，短期刚性债务现金覆盖率分别为 490.68% 和 400.22%。

6. 表外事项

或有负债方面，截至 2022 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 580.28 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，成都燃气公司一直接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。

北京高能时代环境技术股份有限公司(简称“高能时代”)于 2022 年 2 月 15 日向北京市海淀区人民法院提起诉讼，要求宁东兴蓉支付委托运营合同的运营服务费、履约保证金等共计 2685.42 万元。截至目前，法院尚未作出一审判决，高能时代已向法院申请冻结了宁东兴蓉银行账户存款 2200.00 万元用作诉讼保全。

7. 母公司/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，2022 年及 2023 年第一季度，本部营业收入分别为 0.64 亿元和 0.20 亿元；同期净利润分别为 3.03 亿元和-0.14 亿元，其中投资净收益分别为 4.64 亿元和 0.13 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，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 63.80 亿元和 63.94 亿元，主要由应付债券构成，同期末余额均为 39.50 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 43.39% 和 43.47%。

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。2022 年度，本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流分别为-0.26 亿元、6.13 亿元和 4.48 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

国有大型金融机构支持

2023 年 3 月末，该公司从各大金融机构获得的授信总额度为 291.19 亿元，已使用 67.16 亿元，尚可使用的授信额度为 224.03 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

19 兴蓉绿色债 01、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

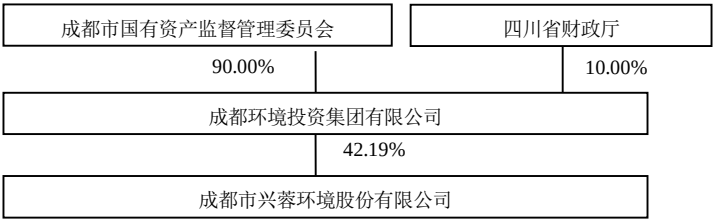
该公司根据自身经营管理和发展需要设置了较为合理的内部组织结构，并建立了相应的管理制度，基本能满足目前生产经营需要。跟踪期内，公司董事长发生变更，股权结构和治理架构未发生重大变化。

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，水务业务收入增长稳健，环保业务产能亦得到了较好释放，整体盈利能力亦保持较高水平。

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很小。公司主营业务资金回笼能力较强，且经营性现金流持续呈较大规模净流入，能对债务偿付形成较强保障；加之公司货币资金储备充裕，外部融资渠道畅通，整体债务偿付能力极强。

附录一：

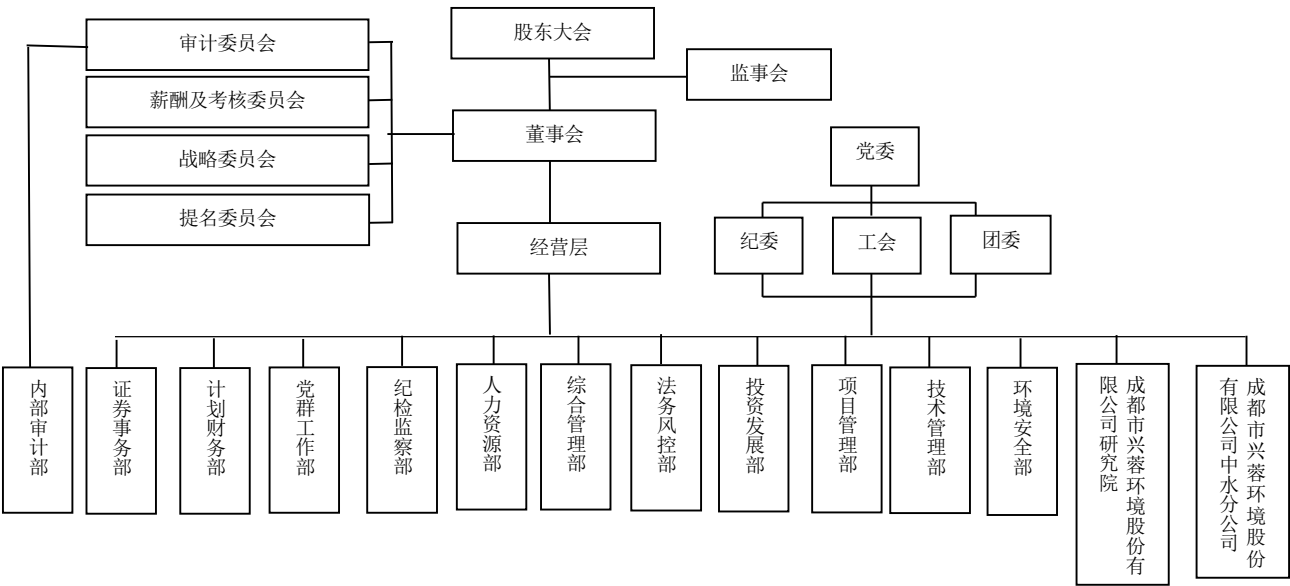
公司与实际控制人关系图



注：根据兴蓉环境提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	总资产（亿元）	总负债（亿元）	营业收入（亿元）	投资净收益（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	
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	759.81	529.24	109.64	0.20	14.70	40.05	
成都市兴蓉环境股份有限公司	兴蓉环境	本级	母公司	本部	147.06	63.80	0.64	4.64	3.03	-0.26	

注：根据兴蓉环境 2022 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]	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
资产总额 [亿元]	308.80	345.12	383.39	389.10
货币资金 [亿元]	33.98	32.08	37.44	29.49
刚性债务[亿元]	100.88	117.53	135.22	139.19
所有者权益 [亿元]	131.44	143.44	157.35	161.65
营业收入[亿元]	53.71	67.32	76.30	15.82
净利润 [亿元]	13.23	15.12	16.93	3.89
EBITDA[亿元]	26.26	31.69	36.01	—
经营性现金净流入量[亿元]	27.51	27.27	33.15	-0.71
投资性现金净流入量[亿元]	-39.94	-36.90	-41.14	-10.64
资产负债率[%]	57.44	58.44	58.96	58.45
权益资本与刚性债务比率[%]	130.29	122.04	116.37	116.14
流动比率[%]	70.48	74.58	91.02	85.12
现金比率[%]	39.98	38.73	46.37	37.93
利息保障倍数[倍]	5.14	4.91	4.88	—
担保比率[%]	0.09	0.06	0.04	0.03
营业周期[天]	148.13	109.31	110.44	—
毛利率[%]	40.02	39.84	38.47	42.18
营业利润率[%]	29.08	26.30	25.85	28.24
总资产报酬率[%]	6.46	6.41	6.46	—
净资产收益率[%]	10.53	11.00	11.25	—
净资产收益率*[%]	11.04	11.61	11.46	—
营业收入现金率[%]	103.44	91.29	95.33	88.67
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	37.49	32.49	40.35	-0.88
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.00	-5.08	-3.74	-5.01
EBITDA/利息支出[倍]	7.44	7.42	7.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.29	0.28	—

注：表中数据依据兴蓉环境经审计的 2020~2022 年度及未经审计的 2023 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：

发行人历史评级

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	林贇婧、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	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）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 21 日	AAA/稳定	林贇婧、张佳	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS02（2022.12）	-
债项评级 (19 兴蓉 G1)	历史首次评级	2019 年 3 月 29 日	AAA	林贇婧、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	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）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 21 日	AAA	林贇婧、张佳	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS02（2022.12）	-
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	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）	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
债项评级 (21 兴蓉环境 MTN001)	本次评级	2023 年 6 月 21 日	AAA	林霞婧、张佳	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS02（2022.12）	-
	历史首次评级	2021 年 6 月 1 日	AAA	林霞婧、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	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）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 21 日	AAA	林霞婧、张佳	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS02（2022.12）	-
债项评级 (21 兴蓉环境 MTN002)	历史首次评级	2021 年 10 月 28 日	AAA	林霞婧、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	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）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 21 日	AAA	林霞婧、张佳	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS02（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。