



内部编号:2024060167

成都市兴蓉环境股份有限公司

及其发行的 20 兴蓉 01 与 21 兴蓉环境 MTN002

定期跟踪评级报告

分析师：林贻靖  lyj@shxsj.com
金未文  jinweiwen@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.

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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024) 100116】

评级对象：成都市兴蓉环境股份有限公司及其发行的 20 兴蓉 01 与 21 兴蓉环境 MTN002

	20 兴蓉 01 主体/展望/债项/评级时间	21 兴蓉环境 MTN002 主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 21 日	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 21 日
首次评级：	AAA/稳定/AAA/2020 年 7 月 28 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，成都市经济实力强，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已具备稳固的市场地位。
- 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。
- 兴蓉环境主营业务获现能力强，货币资金充裕，财务结构稳健，可为债务的偿付提供较好保障。
- 兴蓉环境营业收入稳步增长，毛利率水平高，且随着在建项目陆续投入运营，业务规模保持增长态势，整体盈利能力很强。
- 兴蓉环境自身资产质量好，盈利和现金流状况稳定，直接和间接融资渠道畅通，且融资方式多样化。

主要风险：

- 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，关注公司异地项目的发展情况及整体回款进度。
- 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，持续面临一定的项目资金投入压力。

跟踪评级结论

通过对兴蓉环境主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AAA，评级展望稳定，并维持上述债项 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计兴蓉环境信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司经营业绩大幅下滑且无好转迹象；
- ② 公司在水务行业的地位及重要性明显下降，重要资产划出，资本实力大幅下降；
- ③ 债务压力大幅提升、经营收现情况明显弱化、流动性压力大增；

主要财务数据及指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	3.15	13.50	21.40	30.54
刚性债务（亿元）	52.98	49.65	54.37	69.72
所有者权益（亿元）	83.18	83.26	83.47	83.30
经营性现金净流入量（亿元）	-0.22	-0.26	-0.36	-0.17
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	345.12	383.39	435.55	461.16
总负债（亿元）	201.68	226.03	257.63	276.83
刚性债务（亿元）	117.53	135.22	157.22	187.41

主要财务数据及指标

项目	2021年	2022年	2023年	2024年第一季度
所有者权益(亿元)	143.44	157.35	177.92	184.33
营业收入(亿元)	67.32	76.30	80.87	18.46
净利润(亿元)	15.12	16.93	18.89	4.68
经营性现金净流入量(亿元)	27.27	33.15	33.89	0.18
EBITDA(亿元)	31.69	36.01	39.43	—
资产负债率[%]	58.44	58.96	59.15	60.03
权益资本与刚性债务比率[%]	122.04	116.37	113.17	98.36
流动比率[%]	74.58	91.02	77.69	107.54
现金比率[%]	38.73	46.37	39.32	60.95
利息保障倍数[倍]	4.91	4.88	5.27	—
净资产收益率[%]	11.00	11.25	11.27	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	32.49	40.35	37.47	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.08	-3.74	-5.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.42	7.47	7.99	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.28	0.27	—

注：根据兴蓉环境经审计的2021~2023年及未经审计的2024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-GS024（2022.12）

评级要素		结果	
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	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG因素	/
		④表外因素	/
⑤其他因素	/		
个体信用级别		aaa	
外部支持	支持因素	/	
主体信用级别		AAA	

调整因素：无。

支持因素：无。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26756&mid=4&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023年水务行业信用回顾与2024年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29888&mid=5&listype=1

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 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)及 2021 年度第二期中期票据(分别简称“20 兴蓉 01”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 2023 年财务报表、未经审计的 2024 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。

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。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 11 月,公司发行了“21 兴蓉环境 MTN002”,发行规模为 7.00 亿元,募集资金用于偿还本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 2024 年 6 月 17 日,该公司已发行尚未到期的债券余额为 44.88 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 2024 年 6 月 17 日公司存续债券情况

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
24 兴蓉环境 MTN001	2024-03-25	3+2	15.00	2.55	15.00	尚未开始付息
23 兴蓉环境 MTN001	2023-04-04	3+2	5.00	3.13	5.00	正常付息
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
20 兴蓉 01	2020-08-06	3+2	14.00	3.00	13.88 ¹	正常付息
合计	-	-	45.00	-	44.88	-

资料来源: Wind 资讯。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

信永中和会计师事务所对该公司 2021~2023 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。

2021 年末,该公司合并范围内共有 33 家子公司,其中,同一控制下企业合并新增子公司成都青白江区成环水务有限公司,投资新设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 年末,公司合并报表范围共有 37 家子公司,其中,投资新设子公司成都市兴蓉隆丰环保科技有限公司。2023 年末,公司合并报表范围共有 46 家子公司,其中,非同一控制下企业合并新增子公司东营膜天膜环保科技有限公司(简称“东营膜天膜”)和东营津膜环保科技有限公司(简称“东营津膜”),投资新设成都市兴蓉宝林环保科技有限公司、成都市兴蓉万兴环保科技有限公司、成都蓉环供水水质检测有限公司、成都蓉环排水检测有限公司、山南兴蓉环境有限责任公司、成都龙泉驿环水务有限责任公司和大邑成环水务有限责任公司。总体来看,上述合并范围的变动对近三年审计报告的数据可比性影响较小。

¹ 该笔债券于 2023 年 8 月进入行权期,公司决定下调本期债券票面利率 64 个基点,即本期债券存续期后 2 年票面利率为 3.00%。根据《关于“20 兴蓉 01”债券回售结果的公告》,本次回售金 12,000,000.00 元(不含利息)。

2. 业务

该公司为我国领先的水务环保综合服务商，拥有全国排名前列的供排水规模，并充分利用现有优势，布局环保产业，大力推进水务环保项目建设运营。近年来，公司业务发展稳健，水务业务收入增长稳健，环保业务产能亦得到了较好释放，整体盈利能力保持在较高水平。

(1) 外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

水务行业由于供排水管网等设施投资规模较大，资本密集度高，且自来水和污水不适合远距离运输，行业具有显著的区域垄断性质。近年来随着行业市场的快速扩容，大量国有、民营和外资企业进入，行业竞争加剧，市场化程度也逐步提高。目前我国水价制定仍由政府主导，定价整体仍然偏低，行业盈利水平较低。

水务行业的传统领域包括供水和污水处理两个子行业，行业发展程度与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关。供水方面，近年来我国城市及县城供水量较为稳定，供水行业进入成熟期。供水设施投资随我国城镇化的推进而逐步增长，降低供水管网漏损率是提高供水质量和效率的重要措施，未来加快城市老旧供水管网改造将成为水务行业工作重点之一。污水处理方面，我国城市及县城污水处理量保持稳定增长的趋势，行业运营基础稳定。目前污水处理率已处于较高水平，但出水水质方面仍有提升空间。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。

预计 2024 年水务行业运行总体持稳，投融资规模依然较大，但水价依然承压，行业整体经营业绩改善空间不大。需重点关注部分水务企业关联方占款数额较大以及交易对手支付能力弱化风险。同时还需关注地方国有水务企业在城投企业增量融资受到约束的情形下，关联方占款进一步扩大等潜在压力。

详见：《2023 年水务行业信用回顾与 2024 年展望》。

区域市场因素

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。2021~2023 年及 2024 年第一季度，成都市分别实现地区生产总值 19916.98 亿元、20817.5 亿元、22074.7 亿元和 5518.2 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 8.6%、2.8%、6.0%和 5.0%。2023 年以来，我国生产生活秩序加快恢复，消费需求持续好转，成都市经济运行恢复向好，发展质效稳步提升。

图表 2. 近年来成都市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

指 标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 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）	19917.0	8.6	20817.5	2.8	22074.7	6.0	5518.2	5.0
其中：第一产业增加值（亿元）	582.8	4.8	588.4	3.8	594.9	3.0	94.4	1.0
第二产业增加值（亿元）	6114.3	8.2	6404.1	5.5	6370.9	3.0	1548.8	4.3
第三产业增加值（亿元）	13219.9	9.0	13825.0	1.5	15109.0	7.5	3875.0	5.3
三次产业增加值比重（%）	2.9 : 30.7 : 66.4		2.8 : 30.8 : 66.4		2.7 : 28.9 : 68.4		-	
固定资产投资（亿元）	-	10.0	-	5.0	-	2.0	-	6.8
社会消费品零售总额（亿元）	9251.8	14.0	9096.5	-1.7	10001.6	10.0	2420.0	2.7
城镇居民人均可支配收入（元）	52633	8.3	54897	4.3	-	4.7	-	5.4
农村居民人均可支配收入（元）	29126	10.2	30931	6.2	-	6.9	-	7.8
一般公共预算收入（亿元）	1697.9	11.7	1722.4	5.8	1929.3	12.0	516.4	2.5
全年供水总量（亿立方米）	18.6	-	16.7	-	56.4	-	-	-
其中：居民生活用量（亿立方米）	8.9	-	7.8	-	19.7	-	-	-
完成生活垃圾无害化处理（万吨）	691.3	-	674.0	-	711.6	-	-	-

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 2024 年成都市政府工作报告，成都市将全力以赴扩大有效益的投资，扩大基础设施投资，加快建设久隆、三坝水库，基本建成李家岩水库，新建、改扩建市政排水管网 160 公里。持续打好污染防治攻坚战，打好碧水保卫战，深化供排净治一体化改革和流域横向生态保护补偿，实施饮用水安全提升和污水收集处理设施提质增效计划，推动全域入河排污口应治尽治、黑臭水体动态清零，全市地表水断面水质优良率保持 100%。打好净土保卫战，加快建设“无废城市”，实施“十百千万”无废细胞工程，全面完成 261 个医废暂存点和 115 个产废企业物联网试点建设。开展生活垃圾分类提标提质行动，升级完善生活垃圾分类投放点 2800 个，设置居民小区大件垃圾临时投放点 2000 个，实现农村生活垃圾收运处置能力全覆盖。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

图表 3. 公司营业收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度	2023 年第一季度
营业收入合计	67.32	76.30	80.87	18.46	15.82
其中：（1）自来水制售业务（亿元）	22.54	23.14	24.43	5.80	5.49
在营业收入中所占比重（%）	33.49	30.33	30.21	31.44	34.72
（2）污水处理服务业务（亿元）	21.89	26.58	30.24	7.83	6.20
在营业收入中所占比重（%）	32.52	34.84	37.39	42.40	39.17
（3）供排水管网工程业务（亿元）	9.61	10.66	9.52	0.77	0.50
在营业收入中所占比重（%）	14.27	13.98	11.77	4.16	3.18
（4）环保及其他业务（亿元）	13.28	15.91	16.68	4.06	3.63
在营业收入中所占比重（%）	19.72	20.86	20.63	22.00	22.93
毛利率（%）	39.84	38.47	40.35	44.30	42.18
其中：（1）自来水制售业务（%）	48.23	44.28	44.46	47.67	46.68
（2）污水处理服务业务（%）	39.37	38.47	40.15	41.94	36.85
（3）供排水管网工程业务（%）	23.04	23.60	22.15	27.80	0.16

主导产品或服务	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
(4) 环保及其他业务 (%)	38.52	40.01	45.08	47.17	50.29

注：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

该公司为我国领先的水务环保综合服务商，拥有全国排名前列的供排水规模，并充分利用现有优势，布局生活垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处置和污泥处置等环保产业，大力推进水务环保项目建设运营。近年来，随着公司各业务板块释放增量效益，营业收入增势良好，2021~2023 年及 2024 年第一季度分别实现营业收入 67.32 亿元、76.30 亿元、80.87 亿元和 18.46 亿元。

① 经营状况

1) 自来水制售

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）、郫都区（郫筒县、犀浦镇等九个乡镇；冠雋龙泉、新都、双流三个区县供水。）、金堂县（部分地区）、阿坝州理县、汶川县、海南、江苏等地。截至 2024 年 3 月末，公司已投入运营及委托运营的水厂日供水能力合计达 389.14 万吨。公司供水能力位居西部首位，在成都市中心城区具有很高的市场地位。

图表 4. 2024 年 3 月末公司已投入运营及委托运营的自来水厂情况（单位：万吨）

供水水厂	供水区域	供水规模	经营模式
成都市第二自来水厂	成都市中心城区、高新区、天府新区直管区、郫都区郫筒镇、犀浦镇等九个乡镇；冠雋龙泉、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
成都市第七自来水厂三期		40.00	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
大邑县第四自来水厂	大邑城区、王泗镇三岔等片区	13.00	自营
三岔、王泗、上安、新场、邮江、西河、雾山、烟霞和夹石集中供水厂		1.84	
岳池自来水厂一期	岳池	8.00	特许经营
理县自来水厂	理县	1.00	特许经营
汶川县自来水厂	汶川县	1.00	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
合计		389.14	-

资料来源：兴蓉环境。

近年来，随着自来水供应能力的增长，该公司自来水销售量呈逐年增加，2021~2023 年及 2024 年第一季度售水量分别为 10.03 亿吨、10.21 亿吨、10.68 亿吨和 2.59 亿吨。

图表 5. 公司自来水制售业务概况

指标名称	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 3 月（末）	2023 年 3 月（末）
供水能力（万吨/日）	335.10	334.30	374.3	389.14	334.30
自来水生产量（亿吨）	11.71	12.14	12.76	3.10	2.98
自来水销售量（亿吨）	10.03	10.21	10.68	2.59	2.26

资料来源：兴蓉环境。

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，近年来水价稳定，未发生价格调整。

图表 6. 2024 年 3 月末成都市主城区、郫都区水价构成（单位：元/吨）

用水类	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。

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。

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。2021 年以来，公司自来水制售成本随着供水量的增加呈逐年增长态势，但公司自来水制售业务盈利能力仍处于较强水平，2021~2023 年及 2024 年第一季度，自来水制售业务毛利率分别为 48.23%、44.28%、44.46% 和 47.67%。

图表 7. 公司自来水制售成本情况（单位：亿元）

指标	2021 年	2022 年	2023 年
原材料	3.98	4.52	5.01
人工	3.04	3.20	3.24
能源和动力	0.56	未拆分	未拆分
折旧	3.17	3.19	3.25
其他	0.92	1.98	2.07
合计	11.67	12.89	13.57

资料来源：兴蓉环境。

污水处理服务

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。近年来，公司污水处理能力逐年提升，污水处理量和污水处理收入从而保持较好的增长态势，2021~2023 年及 2024 年第一季度，公司污水处理量分别为 11.31 亿吨、11.96 亿吨、12.61 亿吨和 3.04 亿吨，污水处理收入分别为 21.89 亿元、26.58 亿元、30.24 亿元和 7.83 亿元。

图表 8. 公司污水处理业务情况

项目	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度	2023 年第一季度
污水处理能力（万吨/日）	366.40	386.02	422.86	433.86	386.02
其中：成都市中心城区（万吨/日）	230.00	230.00	246.00	256.00	230.00
污水处理量（亿吨）	11.31	11.96	12.61	3.04	2.71
其中：成都市中心城区（亿吨）	7.93	7.34	7.71	1.89	1.71

资料来源：兴蓉环境。

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很高的市场地位。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。特许经营期间，污水处理服务费结算价格每 3 年核定一次。在特许经营期间应结算污水处理服务费=∑污水处理服务费单价×各污水处理厂结算污水处理量。

图表 9. 公司主要已投入运营的成都市（含非中心城区）污水处理项目情况（单位：万吨/日）

污水处理项目名称	设计污水处理能力	投入运营时间
成都市第三净水厂	20	2004 年 9 月
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
成都市第七净水厂（二期）	8	2023 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
成都高新西区第二污水处理厂	8	2023 年 10 月
成都高新区骑龙净水厂	10	2024 年 2 月
安德园区工业污水处理厂	1.95	2018 年 3 月
团结镇污水处理厂（一污二污合并）	3.40	2021 年 12 月
三道堰第二污水处理厂	2.50	2020 年 8 月
成都合作污水处理厂（三期）	10	2019 年 7 月
唐昌第二污水处理厂	1	2019 年 3 月
西南航空港六七工业污水处理厂一期	5	2022 年 8 月
城南工业园区污水处理厂	2	2019 年
贾家中小企业园区污水处理厂	0.5	2019 年
新津红岩污水处理厂改扩建项目	8	2022 年 4 月
彭州市工业污水厂（一期）	1.5	2023 年 7 月

污水处理项目名称	设计污水处理能力	投入运营时间
青白江区第三污水处理厂	5	2020年
崇州市道明、公议等8个乡镇污水处理厂	2.48	2022年
东安水质净化厂	12	2023年6月
小计	311.33	-

资料来源：兴蓉环境。

近年来，该公司持续进行对外业务扩张，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多座污水处理厂，实现了跨区域经营。截至2024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122.53万吨。

图表 10. 2024年3月末公司异地主要已投入运营和委托运营的污水处理项目概况（单位：万吨）

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	特许经营期限
兰州七里河污水处理厂	TOT	20	2010年	30年
西安二污二期污水处理厂	BOT	20	2013年	
西安一污二期污水处理厂	BOT	10	2015年	
银川第六污水处理厂	BOT	5	2014年	
深圳龙华污水处理厂（二期）	委托运营	25	2012年	8年
巴中经开区污水处理厂（一期）	BOT	1.99	2016年	28年
巴中市污水处理厂迁建工程	BOT	7.5	2020年	28年
宁东临河污水处理厂	PPP	1	2017年	30年
宁东煤化工园区污水处理厂	PPP	0.5	2017年	30年
宁东基地鸳鸯湖污水处理厂	BOT	1	2021年	27年
石家庄经济技术开发区污水处理厂	BOT/TOT/ROT	10	2020年	30年
理县县城污水处理厂	TOT	0.4	2019年	30年
茂县县城污水处理厂	TOT	1.2	2019年	30年
汶川县城市污水处理厂	TOT	0.45	2020年	30年
黑水县城市生活污水处理厂	委托运营	0.2	2019年	半年一签
汶川乡镇污水处理设施	TOT	0.635	2020年	30年
沛县的污水处理厂（多个合并）	ROT	3.15	2020-2021年	30年
东营津膜	BOT	12	2016年	30年
东营膜天膜	BOT	2.5	2017年	30年
合计	-	122.53	-	-

资料来源：兴蓉环境。

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。

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，公司污水处理业务成本控制得当，污水处理业务毛利率呈波动性上升，2021~2023年及2024年第一季度分别为39.37%、38.47%、40.15%和41.94%。总体来看，公司污水处理业务盈利能力处于较强水平。

图表 11. 公司污水处理业务成本构成（单位：亿元）

指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
人工	2.27	2.84	3.11
能源和动力	2.25	2.90	3.53
折旧	4.16	5.36	6.03
原材料	2.17	2.58	2.44
其他	2.41	2.68	2.99
合计	13.26	16.36	18.10

资料来源：兴蓉环境。

供排水管网工程

该公司根据《关于成都市中心城区（含高新区）供水之特许经营权协议》《成都天府新区直管区供水之特许经营权协议》、《关于郫县郫筒镇、犀浦镇等九个镇之供水特许经营权协议》等特许经营协议从事供排水管网工程相关业务。供排水管网工程安装业务涵盖成都市范围内市政管网建设及改迁、用户新装水表安装及户表改造，主要由子公司成都环境水务建设有限公司负责运营。公司目前已具有建筑业企业市政公用工程施工总承包贰级资质。2021~2023 年及 2024 年第一季度，公司供排水管网工程业务收入分别为 9.61 亿元、10.66 亿元、9.52 亿元和 0.77 亿元，供排水管网工程板块的毛利率分别为 23.04%、23.60%、22.15% 和 27.80%。总体来看，公司在成都市内的管网建设及水表安装业务市场地位很高，近年来业务规模及盈利能力随着项目类型的不同略有波动。

环保及其他

该公司环保及其他业务主要包括垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理、污泥处置、中水服务及餐厨废弃物处置等，运营模式包括 BOT、BOO 等。2021~2023 年及 2024 年第一季度，公司环保及其他业务收入合计分别为 13.28 亿元、15.91 亿元、16.68 亿元和 4.06 亿元，逐年增长；同期环保及其他业务毛利率分别为 38.52%、40.01%、45.08% 和 47.17%，逐年提升至较高水平。

图表 12. 环保及其他业务收入及毛利率变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度
环保及其他业务收入（亿元）	13.28	15.91	16.68	4.06
其中：垃圾焚烧发电	4.08	4.98	7.01	1.86
垃圾渗滤液处理	4.49	4.80	3.85	0.78
污泥处置	2.31	3.13	3.39	0.85
中水及其他	2.40	3.00	2.43	0.57
环保及其他业务毛利率（%）	39.84	38.47	40.35	44.30
其中：垃圾焚烧发电	31.62	38.71	40.23	54.90
垃圾渗滤液处理	51.43	44.81	60.11	44.86
污泥处置	21.16	23.34	33.08	29.09
中水及其他	42.82	51.90	51.94	52.22

1：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

注 2：因垃圾焚烧发电厂的垃圾处理服务业务与发电业务具有不可分割性，自 2023 年起，该公司将垃圾处理服务业务的收入和成本从垃圾渗滤液处理板块调整至垃圾焚烧发电板块列报。

垃圾焚烧发电

该公司的垃圾焚烧发电业务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”）负责运营，主要从事城市垃圾焚烧业务，并辅以余热发电。公司运营的垃圾焚烧发电项目概况如下表所示：

图表 13. 2024 年 3 月末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。

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，2021~2023 年及 2024 年第一季度垃圾焚烧发电销售量分别为 8.35 亿度、9.27 亿度、9.66 亿度和 2.34 亿度，逐年增长。

垃圾渗滤液处理

该公司的垃圾渗滤液处理业务主要由再生能源负责，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）。2021~2023 年及 2024 年第一季度，公司垃圾渗滤液销售量分别为 138.00 万吨、136.22 万吨、143.00 万吨和 35.15 万吨，呈波动增长态势。

图表 14. 2024 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。

污泥处置

该公司的污泥处置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置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），服务范围成都市中心城区。

图表 15. 2024 年 3 月末公司运营的主要污泥处置项目概况

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。

2021~2023 年及 2024 年第一季度，该公司污泥处置销售量分别为 42 万吨、61 万吨、69 万吨和 12.92 万吨，逐年增长，其中，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。

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，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 2023 年末，公司运营及在建的中水利用项目规模为 110 万吨/日。2021~2023 年及 2024 年第一季度，公司中水销售量分别为 11930 万吨、15845.5 万吨、18040 万吨和 5890.80 万吨，保持较好的增长态势。

在建/拟建项目

近年来，该公司稳步推进水务环保相关项目建设，2023 年以来全力推进成都市自来水七厂（三期）、成都市排水公司洗瓦堰再生水厂及调蓄池工程、成都市凤凰河二沟再生水厂工程、成都万兴环保发电厂（三期）等项目实施。截至 2024 年 3 月末，该公司主要在建项目预计总投资额合计 181.75 亿元，累计已完成投资 72.83 亿元，公司后续仍面临一定的资金支出压力。

图表 16. 2024 年 3 月末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		
			2024 年 4~12 月	2025 年	2026 年及以后
供水业务板块					
成都市自来水七厂（三期）工程	13.42	6.08	0.84	0.30	-
成都市自来水七厂三期配套输水管道工程	15.20	8.90	4.05	1.00	-
小计	28.62	14.98	4.89	1.30	-
污水处理业务板块					
骑龙净水厂工程	13.46	8.75	0.70	0.80	-
成都市洗瓦堰再生水厂及调蓄工程	31.84	9.41	7.06	2.00	2.00
成都市凤凰河二沟再生水厂工程	15.55	6.83	0.99	1.00	0.40
成都市第七再生水厂二期工程	12.87	7.98	1.00	0.50	-
成都市高新西区第二污水处理厂工程	8.68	5.56	0.87	0.60	-
四川天府新区第五净水厂项目	7.47	3.81	3.02	0.78	-
第三再生水厂调蓄池工程项目	1.68	0.60	0.39	0.10	0.10
成都市第六净水厂新建再生水利用工程项目	1.25	0.81	0.07	0.06	0.06
小计	95.51	44.47	14.15	6.35	2.56
环保业务板块					
成都万兴环保发电厂三期项目	57.62	13.38	9.15	8.35	26.74
小计	57.62	13.38	9.15	8.35	26.74
合计	181.75	72.83	28.19	16.00	29.30

资料来源：兴蓉环境。

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 2024 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 28.40 亿元，后续亦存在一定的资本性支出压力。

图表 17. 2024 年 3 月末公司主要 PPP 项目情况（单位：亿元）

PPP 项目名称	合作期限	项目总投资	公司已投入	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	14.53	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	6.30	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%

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
彭州市工业污水厂一期 PPP 项目	22 年（含建设期）	2.08	1.36	2023 年	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	2022 年	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	28.40	-	-	-

资料来源：兴蓉环境。

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 2024 年 3 月末，公司已投入 14.53 亿元。

2016 年 10 月，该公司与重庆建工集团股份有限公司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 2024 年 3 月末，公司已投入 6.30 亿元。

2019 年 5 月，该公司与成都建工工业设备安装有限公司、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 2024 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、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 2024 年 3 月末，公司已投入 6.21 亿元。

② 竞争地位

区域市场禀赋

该公司业务主要集中在成都市开展。成都市经济首位度强，在四川省内处于绝对领先地位，2023 年地区生产总值为 22074.7 亿元，占四川省地区生产总值的 36.71%。同年，成都市一般公共预算收入为 1929.3 亿元，位列四川省第一。成都市强劲的经济实力和财政实力，为公司的经营发展提供了良好的外部经营环境。

市场地位

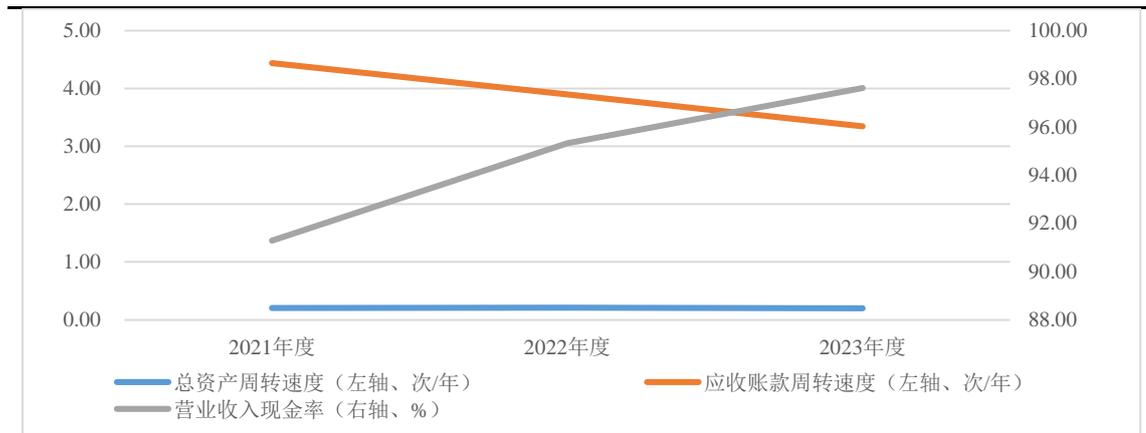
该公司为国内领先的水务环保综合服务商，目前，公司运营、在建和拟建的供排水项目规模约 930 万吨/日、中水利用项目规模约 130 万吨/日、垃圾焚烧发电项目规模 14400 吨/日、污泥处置项目规模约 3400 吨/日、垃圾渗滤液处理项目规模 8430 吨/日，餐厨垃圾处置项目规模 2150 吨/日。水务环保业务规模居我国前列。2023 年 12 月全国工商联环境商会发布最新一期中国环境企业 50 强榜单，公司名列其中。

该公司目前已在四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、广东、江苏、河北、山东、西藏 10 个省、自治区获得 50 余个水务环保特许经营项目，特许经营期主要为 25 至 30 年。特许经营权的获得，使公司拥有在相关区域和期限内独家从事水务环保业务并获得收益的权利，有助于公司的生产经营持续稳定。

该公司凭借卓越的运营管理能力和优秀的业绩水平，曾荣获“全国供水突出贡献单位”、“全国城市污水处理厂运行管理先进单位”、“水业最具社会责任投资运营企业”、“固废最具社会责任投资运营企业”、“中国环境企业 50 强”和“中国上市公司 ESG 百强”等奖项。

③ 经营效率

图表 18. 反映公司经营效率要素的主要指标值

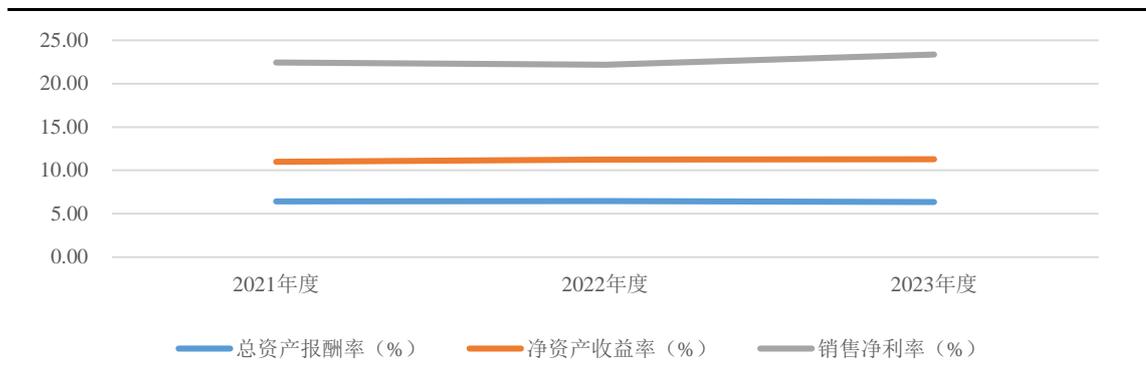


注：根据兴蓉环境所提供数据整理、绘制。

2021~2023 年，该公司总资产周转速度分别为 0.21 次/年、0.21 次/年和 0.20 次/年，周转速度缓慢但较稳定，符合水务行业重资产的特征。同期，应收账款周转速度分别为 4.44 次/年、3.90 次/年和 3.35 次/年，逐年下降，主要系公司不断扩大异地业务规模，但异地业务回款相对较慢所致。同期，公司营业收入现金率分别为 91.29%、95.33% 和 97.62%，公司自来水制售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，近年来自来水制售和污水处理业务收入规模持续扩大，带动营业收入现金率呈逐年上升态势。

④ 盈利能力

图表 19. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



注：根据兴蓉环境所提供数据整理、绘制。

近年来，该公司净利润保持较好的增长态势，2021~2023 年及 2024 年第一季度分别为 15.12 亿元、16.93 亿元、18.89 亿元和 4.68 亿元，主要系经营收益逐年增长所致。同期，公司总资产报酬率分别为 6.41%、6.46% 和 6.35%，净资产收益率分别为 11.00%、11.25% 和 11.27%，近年来保持在相对稳定的水平。

该公司盈利主要来自于经营收益，2021~2023 年及 2024 年第一季度经营收益分别为 17.44 亿元、19.36 亿元、21.35 亿元和 5.30 亿元，逐年增长，主要系得益于营业毛利的增长，同期营业毛利分别为 26.82 亿元、29.35 亿元、32.63 亿元和 8.09 亿元，主要系公司自来水制售、污水及污泥处置、垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电等板块释放增量效益所致。公司期间费用会对盈利空间形成一定程度的侵蚀，同期期间费用分别为 7.64 亿元、8.61 亿元、9.47 亿元和 2.05 亿元，但期间费用率控制在较为稳定的水平，同期分别为 11.35%、11.28%、11.71% 和 11.11%。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，2023 年占比分别为 54.02%、28.78% 和 15.94%。2021~2023 年及 2024 年第一季度，管理费用分别为 4.43 亿元、4.64 亿元、5.11 亿元和 0.94 亿元，逐年增长，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 1.93 亿元、2.51 亿元、2.72 亿元和 0.80 亿元，逐年增长，主要系有息债务规模持续扩大导致利息费用不断增加。此外，2021~2023 年及 2024 年第一季度，公司信用减值损失分别为 -1.09 亿元、-0.44 亿元、-0.92 亿元和 -0.55 亿元，主要系来自于污水处理业务的应收账款

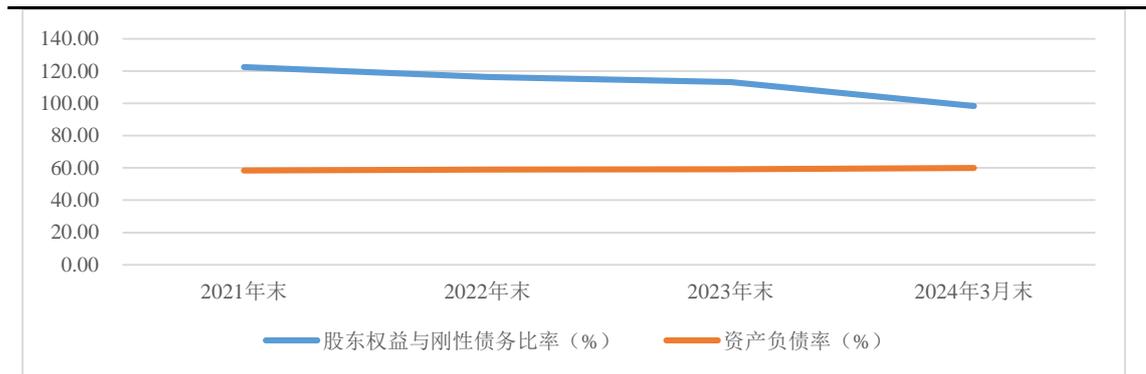
坏账损失。

3. 财务

近年来，随着公司业务拓展、融资需求增加，公司财务杠杆有所上升，但刚性债务期限结构合理，即期债务偿付压力小。同时，公司主营业务资金回笼能力较强，经营性现金流持续呈较大规模净流入，均能对债务偿付形成较强保障；加之货币资金储备充裕，外部融资渠道畅通，整体债务偿付能力极强。

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据兴蓉环境所提供数据整理、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，2021~2023 年末分别为 201.68 亿元、226.03 亿元和 257.63 亿元。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 58.44%、58.96%和 59.15%。同期末，公司权益对刚性债务的保障能力亦较为稳定，股东权益与刚性债务比率分别为 122.46%、116.37%和 113.17%。2024 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 7.46%，主要系长期借款和应付债券分别较上年末增长 21.01%和 38.58%所致；同期末公司资产负债率微幅上升至 60.03%，股东权益与刚性债务比率较上年末下降 14.81 个百分点至 98.36%。

① 资产

图表 21. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	61.77	74.17	77.23	95.71
	17.90%	19.35%	17.73%	20.75%
其中：货币资金（亿元）	32.08	37.44	39.08	54.23
应收款项（亿元）	17.82	21.31	26.99	30.05
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	283.35	309.22	358.32	365.45
	82.10%	80.65%	82.27%	79.25%
其中：长期应收款（亿元）	18.80	19.59	19.41	19.17
固定资产（亿元）	94.75	101.54	116.61	125.19
在建工程（亿元）	48.46	56.88	71.24	66.71
无形资产（亿元）	107.39	114.58	131.70	131.42
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.25	0.53	0.35	0.36
受限资产账面余额/总资产（%）	0.07	0.14	0.08	0.08

注：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

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，2021~2023 年末分别为 345.12 亿元、383.39 亿元和 435.55 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 82.10%、80.65%和 82.27%。公司非流

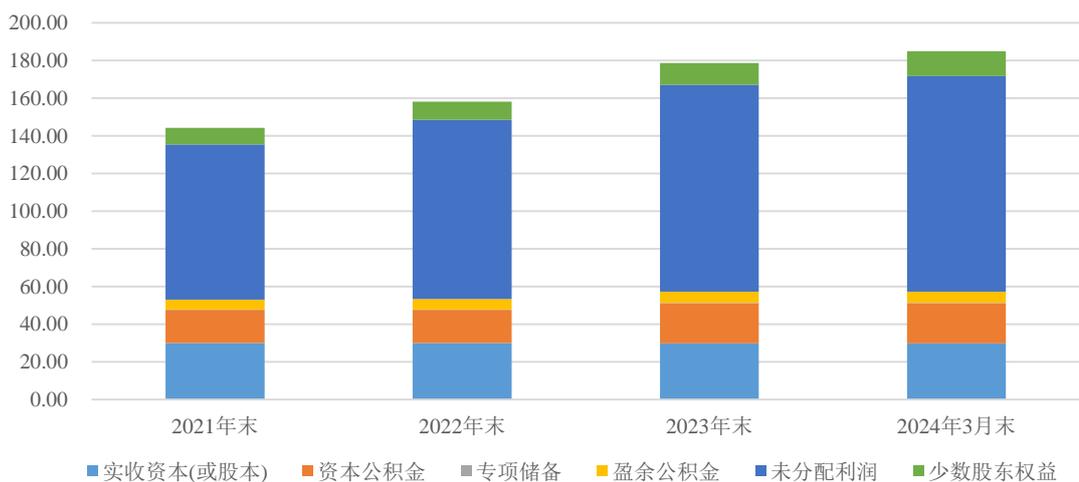
动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程和无形资产构成，其中，长期应收款分别为 18.80 亿元、19.59 亿元和 19.41 亿元，主要为应收 PPP 项目款。固定资产分别为 94.75 亿元、101.54 亿元和 116.61 亿元，主要包括管网资产、房屋建筑物和机器设备等；2022 年末较上年末增长 7.17%，主要系成都市第九净水厂提标改造工程、成都市西南航空港组团工业集中发展区第六期工业污水处理厂一期工程等项目陆续完工转固所致；2023 年末较上年末增长 14.84%，主要系成都市新津红岩污水处理厂改扩建工程、彭州市工业污水处理厂一期工程、成都市高新西区第二污水处理厂项目等陆续完工转固所致。2021~2023 年末在建工程分别为 48.46 亿元、56.88 亿元和 71.24 亿元，逐年增长，主要系成都市凤凰河二沟再生水厂工程、成都市骑龙净水厂工程等项目持续投入所致。同期末，无形资产分别为 107.39 亿元、114.58 亿元和 131.70 亿元，主要为特许经营权和土地使用权等，增幅主要系来自于特许经营权的增加。公司其他非流动资产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，2023 年末较上年末增长 11.45%，主要系新增股权收购款 0.99 亿元，系再生能源公司支付西安维尔利环保科技有限公司²股权转让协议款。

2021~2023 年末，该公司流动资产分别为 61.77 亿元、74.17 亿元和 77.23 亿元，主要由货币资金和应收账款构成，其中，货币资金分别为 32.08 亿元、37.44 亿元和 39.08 亿元，公司货币资金较充裕且受限规模很小，能够为即期债务的偿付提供一定保障；应收账款分别为 17.82 亿元、21.31 亿元和 26.99 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 年末其他流动资产较上年末大幅减少 51.13%，主要系污水处理服务增值税收优惠政策由即征即退调整为免征增值税政策，按照税法相关规定，对已抵扣进项税额的不动产，按照不动产的净值率计算不得抵扣的进项税额，将原在其他流动资产中列报的待抵扣进项税转出至固定资产原值所致。

2024 年 3 月末，该公司资产总额较上年末增长 5.88% 至 461.16 亿元，主要系货币资金较上年末增长 38.77% 所致，主要系取得“24 兴蓉环境 MTN001”债券资金。同期末，公司受限资产合计为 0.36 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 0.08%。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。

② 所有者权益

图表 22. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据兴蓉环境所提供的数据整理、绘制。

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，2021~2023 年末及 2024 年 3 月末分别为 143.44 亿元、157.35 亿元、177.92 亿元和 184.33 亿元，其中，未分配利润占比偏高，同期

² 经该公司第十届董事会第四次会议审议通过，公司全资子公司再生能源公司收购维尔利环保科技集团股份有限公司挂牌转让的西安维尔利 100% 股权，交易价格为 2.83 亿元。目前，西安维尔利已办理完毕工商变更登记手续。

末所有者权益的比重分别为 57.44%、60.51%、61.80% 和 62.13%，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。2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，公司少数股东权益分别为 8.86 亿元、9.58 亿元、11.49 亿元和 13.28 亿元，逐年增长。此外，2023 年末，公司资本公积金较上年末增长 19.78%，主要系公司实施 2023 年限制性股票激励计划，本年以权益结算的股份支付增加资本公积 0.12 亿元；专项应付款转增资本公积 3.43 亿元。

③ 负债

图表 23. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末	2024 年 3 月末
刚性债务	117.14	135.22	157.22	187.41
应付账款	51.48	52.93	59.72	52.53
其他应付款	8.02	8.80	9.69	9.56

注 1：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

注 2：其他应付款不包括应付利息和应付股利。

从债务期限来看，2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 143.47%、177.38% 和 159.18%，长期化明显，符合水务行业的特性；其中，2024 年 3 月末较上年末大幅提升 51.88 个百分点，主要系当期末的债务增长主要来自于长期借款和应付债券增长所致。从债务构成来看，公司债务主要由刚性债务、应付账款和其他应付款构成，2024 年 3 月末占负债总额的比例分别为 67.70 %、18.97% 和 3.45%。2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，刚性债务分别为 117.14 亿元、135.22 亿元、157.22 亿元和 187.41 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 51.48 亿元、52.93 亿元、59.72 亿元和 52.53 亿元，呈波动增长态势，主要系应付在建项目的工程款存在波动。其他应付款分别为 8.02 亿元、8.80 亿元、9.69 亿元和 9.56 亿元，年度间呈增长态势，主要系应支付的代政府收款和保证金增加。

图表 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
短期刚性债务合计	11.07	7.70	17.09	17.99
其中：短期借款	4.36	-	-	0.20
应付票据	1.42	1.40	0.92	0.83
一年内到期的长期借款	3.69	4.46	7.80	8.21
其他短期刚性债务	1.60	1.84	8.37	8.76
中长期刚性债务合计	106.07	127.52	140.13	169.42
其中：长期借款	30.49	57.38	68.59	83.00
应付债券	48.19	39.50	38.88	53.87
其他中长期刚性债务	27.39	30.65	32.66	32.54
综合融资成本（年化，%）	3.92	3.82	3.37	-

注 1：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

注 2：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，2021~2023 年末及 2024 年 3 月末中长期刚性债务分别为 106.07 亿元、127.52 亿元、140.13 亿元和 169.42 亿元，占刚性债务的比重分别为 90.55%、94.30%、89.13 % 和 90.40%，公司即期偿付压力不大。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 38.54 亿元、61.83 亿元、76.39 亿元和 91.41 亿元，逐年增长，主要系公司根据项目建设资金需求提用长期借款，导致长期借款规模不断扩大所致，同期末长期借款分别为 30.49 亿元、57.38 亿元、68.59 亿元和 83.00 亿元；公司长期借款主要由信用借款构成，2023 年末占长期借款的比重为 60.26%。2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，应付债券（不含一年内到期）分别为 48.19 亿元、39.50 亿元、38.88 亿元和 53.87 亿元，其中，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；2024 年 3 月末较上年末大幅增长 38.58%，主要系公司于当年 3 月发行 15.00 亿元的“24 兴蓉环境 MTN001 所致”。

2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，公司其他中长期刚性债务分别为 27.39 亿元、30.65 亿元、32.66 亿元和 32.54 亿元，主要包括计入长期应付款的自 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和少数股东借款等，其中，政府专项债券资金分别为 24.37 亿元、27.78 亿元、30.38 亿元和 30.38 亿元。

该公司制定了《融资管理制度》及实施细则，《对外投资管理制度》。公司董事会下设战略委员会，董事会战略委员会负责对公司年度及中长期融资方案和重大融资方案进行研究，为董事会提供建议，战略委员会下设评审小组，负责做好战略委员会决策的前期准备工作。直接融资业务主管部门根据公司发展战略负责公司直接融资项目的策划、论证、实施和跟踪管理；间接融资业务主管部门负责公司间接融资的策划、论证、实施及跟踪管理，负责对资金使用效果进行财务评价及效益评估；审计部门对融资活动进行定期和不定期审计，并对融资结果进行评价。对外投资实行专业管理和逐级审批制度，由公司董事会及股东大会组成各类投资活动的决策机构。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 25. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	27.27	33.15	33.89	0.18	-0.71
其中：业务现金收支净额（亿元）	26.11	32.85	34.18	0.97	-0.48
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-36.90	-41.14	-46.73	-13.32	-10.64
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	37.83	41.97	44.46	12.51	8.43
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	7.75	13.06	14.66	28.28	3.42
其中：现金利息支出（亿元）	3.23	4.51	4.87	0.96	0.75

注 1：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

注 2：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

近年来，该公司经营环节产生的现金流量持续呈净流入，且净流入规模逐年扩大，2021~2023 年分别为 27.27 亿元、33.15 亿元和 33.89 亿元，主要来自于主业经营活动，同期业务收支净额分别为 26.11 亿元、32.85 亿元和 34.18 亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的补贴等，支付其他与经营活动有关的现金主要为支付的期间费用等，2021~2023 年其他因素现金收支净额分别为 1.16 亿元、0.30 亿元和 -0.29 亿元，规模不大，对经营环节产生的现金流量净额影响有限。2024 年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额为 0.18 亿元。

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，2021~2023 年及 2024 年第一季度净流出额分别为 36.90 亿元、41.14 亿元、46.73 亿元和 13.32 亿元，其中购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为 37.83 亿元、41.97 亿元、44.46 亿元和 12.51 亿元，随着项目建设的推进不断增加；此外，2022 年投资活动现金流入为 2.33 亿元，同比增长 96.25%，主要系当年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。

受益于较强的经营获现能力，该公司经营现金流持续表现较好，除满足自身营运资金需求外，亦能覆盖部分投资支出需求，剩余资金缺口主要来自于举债融资，但由于公司近年来投资支出规模不断扩大，筹资环节产生的现金流量净流入额亦呈逐年扩大趋势，2021~2023 年及 2024 年第一季度分别为 7.75 亿元、13.06 亿元、14.66 亿元和 28.28 亿元。此外，2022 年公司收到其他与筹资活动有关的现金规模较大，为 4.03 亿元，主要系下属子公司收到投资补助的财政资金。

② 偿债能力

图表 26. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA (亿元)	31.69	36.01	39.43
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.29	0.29	0.27
EBITDA/全部利息支出 (倍)	7.42	7.47	7.99

注：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

近年来，该公司经营活动的盈利能力较好，2021~2023 年，公司 EBITDA 分别为 31.69 亿元、36.01 亿元和 39.43 亿元，主要来自于利润总额，同期利润总额分别为 17.74 亿元、19.63 亿元和 21.82 亿元。同期 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 7.42 倍、7.47 倍和 7.99 倍，对利息支出的保障度很高；对刚性债务的保障能力在水务行业内亦处于较好水平，同期 EBITDA/刚性债务分别为 0.29 倍、0.29 倍和 0.27 倍。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	74.58	91.02	77.69	107.54
现金比率 (%)	38.73	46.37	39.32	60.95
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	289.79	490.68	228.71	301.51

注：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

该公司隶属于水务行业，具有资本密集型的特点，固定资产及在建工程占资产总额的比重处于较高水平，因此资产流动性持续处于相对较弱水平。2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，流动比率分别为 74.58%、91.02%、77.69% 和 107.54%，呈现较大的波动性，2024 年 3 月末明显提升，主要系当期取得“24 兴蓉环境 MTN001”债券资金使得货币资金大幅增长所致，从而亦导致当年末现金比率大幅提升，2021~2023 年末及 2024 年 3 月末现金比率分别为 38.73%、46.37%、39.32% 和 60.95%。同期末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 289.79%、490.68%、228.71% 和 301.51%，公司现金类资产充裕，对短期刚性债务的保障能力持续处于很强水平。

2024 年 3 月末，该公司从各大金融机构获得的授信总额度为 372.18 亿元，已使用 102.49 亿元，尚可使用的授信额度为 269.69 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。

(2) ESG 因素

该公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号——主板上市公司规范运作》和中国证券监督管理委员会有关法律法规、规范性文件及《公司章程》的要求，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度，确立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层的职责分工，董事会下设四个专门委员会，分别是战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬及考核委员会，形成了较为完善的公司治理架构和公司治理制度。公司董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人。监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人。设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘。

近三年一期，该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错；未受到监管处罚。在社会责任方面，公司始终坚持用实际行动践行企业社会责任，不断巩固拓展脱贫攻坚成果，持续助力乡村振兴，通过走访慰问、捐赠物资、供水援建、筹集善款等方式，不断扩大帮扶范围、丰富帮扶形式。在环境方面，公司积极以“双碳”战略为引领，利用 30 多年污水处理运营经验，创新搭建以“厂级标准化+数字化管控平台”为核心的模式，建立标准化生产运行管理体系，致力于通过技术创新和设备改良，在提升环境服务质量的同时降低能耗、节约成本并提高运营效益。

(3) 表外事项

对合并口径外担保方面，截至 2023 年末，该公司子公司自来水公司为成都市燃气有限责任公司（简称“成都燃气公司”）的担保余额为 359.60 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。

(4) 其他因素

该公司的主要关联交易包括购销商品、提供和接受劳务的关联交易、关联租赁、关联担保和关联方资金拆借等。2023 年，公司与关联方采购商品/接受劳务发生额合计 12.45 亿元，出售商品/提供劳务发生额合计 1.44 亿元。同期，公司作为出租方确认租赁收入 19.18 万元，作为承租方支付的租金发生额合计 0.22 亿元。关联担保方面，主要系公司作为被担保方，获得控股股东成都环境集团 1.44 亿元的借款担保。关联方资金拆借主要系公司向关联方提供借款合计余额 0.59 亿元，借款期限分布于 1~5 年。

根据该公司提供的《企业信用报告》披露信息，截至 2024 年 5 月 29 日，公司无债务违约记录，信用状况良好。

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，2021~2023 年，本部净利润分别为 6.29 亿元、3.03 亿元和 3.42 亿元，其中，投资净收益分别为 7.84 亿元、4.64 亿元和 5.02 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，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，2021~2023 年末分别为 55.19 亿元、63.80 亿元和 75.01 亿元，主要由应付债券构成，同期末余额分别为 48.19 亿元、39.50 亿元和 38.88 亿元。从现金流情况来看，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。2023 年度，本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流分别为 -0.36 亿元、2.43 亿元和 5.84 亿元，同比分别波动 40.04%、-60.43% 和 30.19%。总体来看，公司本部负债规模逐年扩大，但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，投资收益贡献情况良好，能为本部的债务按期偿付提供一定保障。

5. 外部支持

(1) 政府支持

该公司是成都地区规模最大、供水区域最广、服务人口最多的大型供水企业，实际控制人为成都市国资委，公司在专项建设资金、政府专项债券资金和政府补助方面获得了政府的有力支持。公司长期应付款中包括自 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等，2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，专项建设资金分别为 2.87 亿元、2.87 亿元、2.19 亿元和 2.12 亿元；政府专项债券资金分别为 24.37 亿元、27.78 亿元、30.38 亿元和 30.38 亿元。

(2) 控股股东支持

该公司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，且是其优质水务环保资产的上市平台；公司的资产、收入、现金流等规模在成都环境集团合并口径占比高，对成都环境集团而言十分重要，2023 年末，公司总资产、营业收入和销售商品、提供劳务收到的现金占成都环境集团的比重分别为 51.24%、71.34% 和 79.77%。2023 年，公司获得成都环境集团合计 1.44 亿元的借款担保支持。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取重庆水务环境控股集团有限公司（简称“重庆水务”）和温州市公用事业发展集团有限公司（简

称“温州公用”）作为该公司的同业比较对象。上述企业主业均为供水、污水处理等业务，具有一定的可比性。公司所处的成都市经济体量明显强于温州市，水务环保业务规模亦大于温州公用，但多元化程度相对弱于温州公用，温州公用还从事供气供电等公用事业类业务。公司净资产规模小于重庆水务，但总资产报酬率强于两家可比企业，EBITDA 对利息费用保障程度亦是三家企业中最强。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

“20 兴蓉 01”和“21 兴蓉环境 MTN002”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公司提升或降低的基点。

2. 偿债保障措施跟踪分析

2021~2023 年，该公司经营性现金净流入量与负债总额比率分别为 14.39%、15.50%和 14.01%，非筹资性现金净流入量与负债总额比率分别为-5.08%、-3.74%和-5.31%，公司经营性现金流表现良好，但由于公司持续存在较大规模的投资支出，债务融资需求持续较高，从而导致经营性现金净流量对负债总额的保障程度一般；非筹资性现金流呈净流出状态，难以对负债总额形成保障。

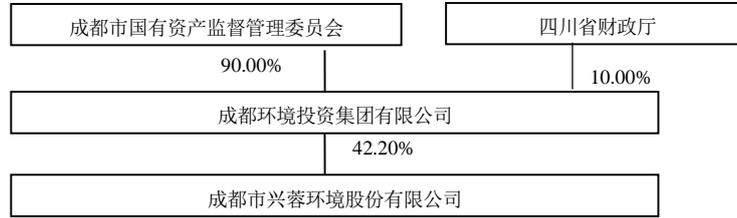
2021~2023 年，该公司经营性现金净流入量与短期刚性债务比率分别为 180.31%、353.19%和 273.40%，非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率分别为-63.64%、-85.10%和-103.61%，公司刚性债务以中长期为主，短期刚性债务规模很小，经营性现金净流入量对短期刚性债务的保障程度很高；但由于公司投资活动现金流支出规模持续较大，导致非筹资性现金流呈净流出状态，难以对短期刚性债务的偿付提供保障。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持兴蓉环境主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持上述债券信用等级为 AAA。

附录一：

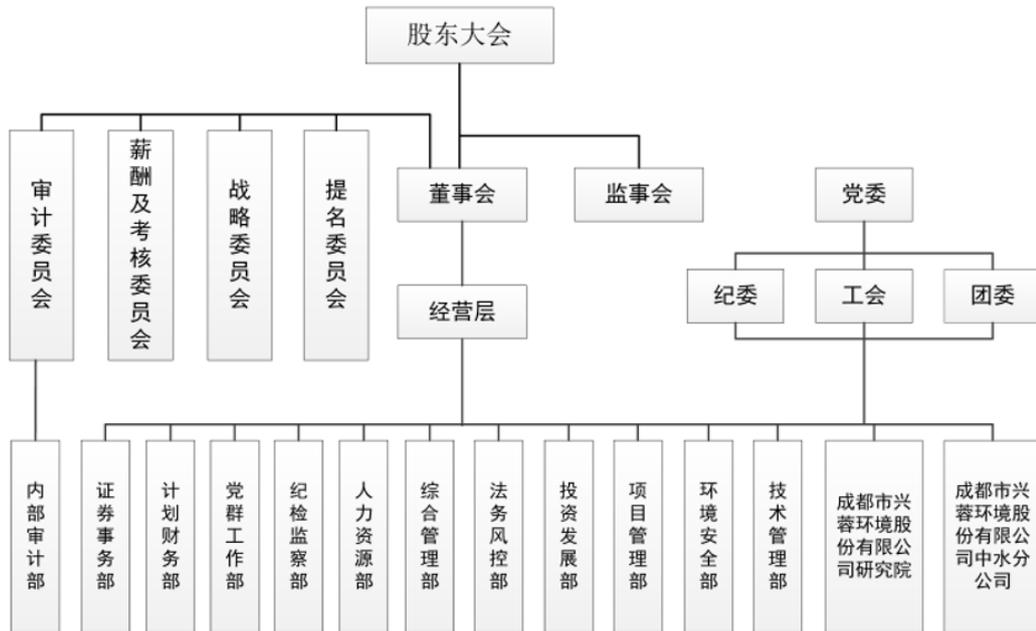
公司与实际控制人关系图



注：根据兴蓉环境提供的资料绘制（截至 2024 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 2024 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）						
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）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	备注
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	850.04	576.48	850.04	113.36	14.74	37.73	
成都市兴蓉环境股份有限公司	兴蓉环境	本级/母公司	—	本部	158.48	75.01	83.47	0.90	3.42	-0.36	母公司口径
成都市自来水有限责任公司	自来水公司	核心子公司	100.00%	自来水生产与销售	107.70	26.03	66.87	26.17	7.58	13.20	
成都市排水有限责任公司	排水公司	核心子公司	100.00%	污水处理、污泥处置	121.43	67.06	54.36	23.81	6.84	11.87	
成都市兴蓉再生能源有限责任公司	再生能源公司	核心子公司	100.00%	垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电、污泥处置、餐厨垃圾处置	70.50	38.32	32.18	12.44	3.87	8.44	

注：根据兴蓉环境 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：自来水制售及污水处理 归属行业：水务行业

企业名称（全称）	2023 年度经营数据			2023 年末财务数据/指标			
	处理总量 （亿吨）	总资产报酬率 （%）	营业收入现金率 （%）	所有者权益 （亿元）	资产负债率 （%）	EBITDA(反推法)/全部利息支出 （倍）	EBITDA(反推法)/带息债务 （倍）
重庆水务环境控股集团有限公司	22.09（2022 年）	4.29	101.22	375.48	57.57	9.73	0.21
温州市公用事业发展集团有限公司	8.31（2022 年）	-0.77	95.77	129.56	72.76	4.56	0.06
成都市兴蓉环境股份有限公司	25.37	5.99	97.62	177.92	59.15	14.09	0.31

注 1：数据来源于 Wind 及公开数据，新世纪评级整理。

注 2：重庆水务环境控股集团有限公司是公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	345.12	383.39	435.55	461.16
货币资金 [亿元]	32.08	37.44	39.08	54.23
刚性债务[亿元]	117.14	135.22	157.22	187.41
所有者权益 [亿元]	143.44	157.35	177.92	184.33
营业收入[亿元]	67.32	76.30	80.87	18.46
净利润 [亿元]	15.12	16.93	18.89	4.68
EBITDA[亿元]	31.69	36.01	39.43	—
经营性现金净流入量[亿元]	27.27	33.15	33.89	0.18
投资性现金净流入量[亿元]	-36.90	-41.14	-46.73	-13.32
资产负债率[%]	58.44	58.96	59.15	60.03
权益资本与刚性债务比率[%]	122.46	116.37	113.17	98.36
流动比率[%]	74.58	91.02	77.69	107.54
现金比率[%]	38.73	46.37	39.32	60.95
利息保障倍数[倍]	4.91	4.88	5.27	—
担保比率[%]	0.06	0.04	0.02	0.02
营业周期[天]	109.31	110.44	126.32	—
毛利率[%]	39.84	38.47	40.35	43.85
营业利润率[%]	26.30	25.85	26.87	29.33
总资产报酬率[%]	6.41	6.46	6.35	—
净资产收益率[%]	11.00	11.25	11.27	—
净资产收益率*[%]	11.61	11.46	11.73	—
营业收入现金率[%]	91.29	95.33	97.62	86.24
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	32.49	40.35	37.47	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.08	-3.74	-5.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.42	7.47	7.99	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.29	0.27	—

注：表中数据依据兴蓉环境经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 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]
上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。
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
EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

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。

附录七：

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	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-GS024（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月18日	AAA/稳定	林贇婧、金未文	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-GS024（2022.12）	-
债项评级 (20 兴蓉 01)	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	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-GS024（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月18日	AAA	林贇婧、金未文	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-GS024（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	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-GS024（2022.12）	报告链接

	本次评级	2024年6月18日	AAA	林贇、金未文	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-GS024 (2022.12)	-
--	------	------------	-----	--------	---	---

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。