

2014年武汉三镇实业控股股份有限公司

公司债券

## 跟踪评级报告

主体信用等级： AA<sup>+</sup> 级

本期债券信用等级： AA<sup>+</sup> 级

评级时间： 2016年4月5日



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.*

# 2014年武汉三镇实业控股股份有限公司公司债券跟踪评级报告

## 概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100071】

存续期间 五年期债券 6.50 亿元人民币, 2014 年 11 月 5 日 - 2019 年 11 月 5 日

本次跟踪评级:

首次评级:

主体信用等级  
AA<sup>+</sup>级  
AA<sup>+</sup>级

评级展望  
稳定  
稳定

债项信用等级  
AA<sup>+</sup>级  
AA<sup>+</sup>级

评级时间  
2016 年 4 月  
2014 年 9 月

### 跟踪评级观点

### 跟踪评级观点

得益于良好的经营业绩, 2015 年该公司资本实力增强, 经营性现金流状况仍较好。公司水务业务运营情况良好, 区域垄断性仍较强, 本期债券到期偿付的保障程度较高, 但公司仍面临一定的成本上升压力。

- 跟踪期内, 武汉市城市化进程继续推进, 武汉控股的业务发展仍具备良好的外部环境。
- 武汉控股是武汉地区污水处理行业的龙头企业, 区域垄断经营优势较为明显, 市场地位稳固。
- 2013 年武汉控股通过定向增发募集资金后, 资本实力得到增强; 公司业务获现能力较强, 经营环节现金流状况良好, 可为债务的偿付提供一定的保障。
- 水务行业为公用事业, 水价调整政策性较强, 且易受物价水平等因素影响而不能及时调整, 跟踪期内, 武汉控股的核心业务具有成本上升的持续性和价格调整的阶段性特征, 盈利的周期性波动较明显。
- 跟踪期内, 武汉控股的应收账款增幅大, 经营性现金流弱化, 流动性压力有所上升。
- 污水处理开始征收增值税对业务毛利率产生负面影响。
- 武汉控股近年来的资本性支出规模较大且投资回收期较长, 集聚了一定的刚性债务压力, 且后续项目建设仍需要较多资金的投入, 存在一定的融资压力。

### 主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	1.63	2.43	2.57
刚性债务	—	6.46	—
股东权益	37.93	40.54	40.92
经营性现金净流入量	0.57	0.78	0.62
发行人合并数据及指标:			
总资产	71.88	75.01	79.73
总负债	31.78	31.96	34.08
刚性债务	24.22	22.61	21.49
所有者权益	40.09	43.05	45.65
营业收入	10.35	11.78	11.99
净利润	2.72	3.25	3.41
经营性现金净流入量	5.35	5.90	2.81
EBITDA	7.13	7.81	7.73
资产负债率[%]	44.22	42.61	42.75
权益资本与刚性债务比率[%]	165.51	190.41	212.46
流动比率[%]	97.56	105.03	88.36
现金比率[%]	76.53	77.45	36.26
利息保障倍数[倍]	2.94	4.11	5.54
净资产收益率[%]	6.97	7.83	7.68
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	16.40	18.50	8.50
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.95	2.67	-4.30
EBITDA/利息支出[倍]	4.63	6.42	8.76

注: 根据武汉控股经审计的 2013-2015 年度财务数据整理、计算。

### 分析师

陈溢文 单玉柱

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)63501349 63504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
http://www.shxsj.com

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对本期公司债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期公司债券的一种建议。报告中引用的资料主要由武汉控股提供, 所引用资料的真实性由武汉控股负责。

## 跟踪评级报告

按照 2014 年武汉三镇实业控股股份有限公司（以下简称“武汉控股”、“该公司”或“公司”）公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据武汉控股提供的经审计的 2015 年财务报表及相关经营数据，对武汉控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息的收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

### 一、债券发行情况

经中国证券监督管理委员会[2014]1076 号文批准，该公司获准发行不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）的公司债券。并于 2014 年 11 月公开发行了 2014 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）发行总额为人民币 6.50 亿元，期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，存续期内票面年利率 4.70%。截至 2015 年末，公司待偿还债券本金余额为 6.50 亿元。

该公司将首期债券募集资金 6.50 亿元用于补充营运资金、偿还银行借款以及固定资产项目投资，其中 3.50 亿元用于补充流动资金，2.00 亿元用于偿还银行借款，1.00 亿元用于固定资产项目投资。其中固定资产项目投资包括了黄家湖污水处理厂改扩建项目、汤逊湖污水处理厂改扩建项目和南太子湖污水处理厂升级改造项目的改扩建及升级改造工程。截至 2015 年末，募集资金用于提前偿还银行贷款 2.00 亿元，补充流动资金使用 3.50 亿元，已累计使用 6.04 亿元。

### 二、跟踪评级结论

#### （一）公司管理

跟踪期间，该公司相继中标武汉市陈家冲生活垃圾卫生填埋场渗沥液处理站提标改造 BOT 项目、宜都市城西污水处理厂 BOT 项目和仙桃市乡镇污水处理厂 PPP 项目等，根据招标文件要求和投标文件承诺，公司做出相关股权投资，组建项目公司。随着相关中标项目的建设，预计未来公司面临一定的投融资压力。公司组织架构

发生如下变动：2015年7月，公司与北京碧水源科技股份有限公司（以下简称“碧水源”）共同设立了宜都水务环境科技有限公司（以下简称“宜都水务”），注册资本0.15亿元，公司持有宜都水务51%的股权；2015年7月，公司子公司武汉市城市排水发展有限公司与武汉天源环保股份有限公司共同出资设立了武汉城排天源环保有限公司（以下简称“武汉城排”），注册资本0.30亿元，武汉市城市排水发展有限公司持有武汉城排60%的股权；2015年12月，公司与碧水源、仙桃市政建设总公司共同设立了仙桃水务环境科技有限公司（以下简称“仙桃水务”），注册资本0.44亿元，公司持有仙桃水务45.90%的股权，公司为第一大股东，仙桃水务工商登记手续已完成，正在注资过程中。

跟踪期内，该公司法人治理结构保持稳定运行。公司根据相关法律法规以及公司章程的规定，根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，并结合公司业务具体情况，在内部经营管理、融资担保、投资管理、关联交易、资金管理等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节，创造了良好的控制环境。

## （二）经营环境

### 1. 供水

我国水资源总量并不丰富，人均占有量更为有限；降雨时空分布不均，水土资源不相匹配；加之水体污染，水质型缺水问题日趋严重，水资源短缺已成为制约我国经济和社会可持续发展的重要因素。

我国是一个水资源贫乏和分布不均匀的国家，其基本特点体现在：总量并不丰富，人均占有量更低；降雨时空分布不均，水土资源不相匹配。我国是一个干旱缺水严重的国家，淡水资源总量约为28000亿立方米，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，但人均只有2200立方米，仅为世界平均水平的1/4、美国的1/5，在世界上名列121位，是全球13个人均水资源最贫乏的国家之一。根据国家水利部发布的《2013年全国水利发展统计公报》数据显示，2013年，全国水资源总量27957.9亿立方米，比常年值多0.9%；全国平均降水量661.9毫米，比常年值多3.0%，较上年减少3.8%，全国人均用水量为456立方米。与此同时，由于人口的增长，预计2030年我国人均水资源

源占有量将从现在的 2200 立方米降至 1700 至 1800 立方米，需水量接近水资源可开发利用量，缺水问题将更加突出。

国家环境保护部公布的数据显示，我国水资源污染情况如下：在我国长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河、浙闽片河流、西北诸河和西南诸河等十大流域的国控断面中，I-III类、IV-V类和劣V类水质断面比例分别为 61.0%、25.3%和 13.7%，其中，珠江、西北诸河和西南诸河流域水质为优，长江、浙闽片河流水质良好，黄河、松花江、淮河和辽河流域水质为轻度污染，海河流域为中度污染。2012年I-III类、IV-V类和劣V类水质断面比例分别为 68.9%、20.9%和 10.2%，各流域水质情况与上年基本相同。整体来看，尽管水质总体好转，但部分流域污染严重，水资源短缺现象仍然存在。

**供水行业属公用事业领域，受行政政策干预较大，水价尚由政府主导，未实现市场化。目前全国水价普遍偏低，导致水务行业经营效率不高、整体盈利能力不佳。从我国水资源的稀缺现状、与国际水价水平比较以及水务企业提升服务品质等方面来看，未来我国水价仍有一定上涨空间，但水务企业在提升水质方面的投入也将不断增加。**

作为供水行业市场化改革的核心，水价水平尤其直接影响供水企业的运营能力，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。目前，我国水价由政府主导定价，采用价格听证会制度，根据加成成本保证水务企业合理的利润空间。在市场经济条件下，构成供水成本的电费、原材料费、人工成本受市场变化影响较大，各成本因素上涨的速度远超供水价格的调整速度，水务企业往往被动地承受原材料价格上涨。由于以上原因，许多水务公司在经营方式上形成了“低水价+亏损+财政补贴”的模式，进而导致全行业经营效率不高、整体盈利能力不佳的局面。根据中国城镇供水排水协会数据，截至 2015 年 9 月末，我国供水企业 1491 个，其中亏损企业 432 个，亏损企业占比为 28.97%；2014 年，供水行业实现产品销售收入 1637.97 亿元，利润总额 118.28 亿元，销售利润率仅为 7.22%。

从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，现行水价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，在

资源品价格改革以及节能减排的大趋势下，水的资源属性将逐渐得以体现。同时，近年来我国对自来水生产企业出水质量要求不断提高，也将促使水务企业不断加大自身投入，提升服务质量。

**目前我国城市供水量趋于饱和，城乡供水一体化是城市发展的必然需求，能够获得国家政策的大力支持。**

传统的供水模式通常是一个城市设一个自来水公司，这种模式在解决城市居民的供水需求、保障城乡经济社会发展方面曾发挥过积极作用。但是上世纪 80 年代以后，随着乡镇企业的兴起，水厂数量众多且分散经营，各水厂技术力量与资金实力有限，无法发挥规模效应。在对水资源的开发利用过程中，缺少统一规划，取水口与废水排放口交错。镇、村水厂无论在解决水质和满足水量需求方面，都存在着其本身无法克服的困难。与较为成熟的城市供水体系相比，农村供水管网建设滞后，用水普及率偏低，且管网漏损严重，供水效率有待提高；而水处理设备简陋、处理工艺落后，导致农村饮水安全难以得到保障。2011 年，中央 1 号文件首次关注水利发展，其中重要一点就是要“继续推进农村饮水安全建设”，“积极推进集中供水工程建设，提高农村自来水普及率。有条件的地方延伸集中供水管网，发展城乡一体化供水”。该文件还提出，要“加大公共财政对水利的投入”，“多渠道筹集资金，力争今后十年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍”。

加大城市供水管网的建设力度，发展城乡统筹的区域供水，扩大城镇供水的服务范围是保证水资源得到合理利用的有效方式之一，符合我国城乡一体化建设的需要。建设部近年来大力推行以中心城市为中心的区域供水，充分发挥政府协调指导作用，同时运用市场配置手段，打破行政区划束缚，统筹安排，推进空间资源整合和区域基础设施的集约利用。

## 2. 污水处理

我国面临水资源短缺及水污染严重的双重问题，污水处理需向着污水资源化的发展阶段迈进。随着国家在污水处理及再生利用等领域投资力度的不断加大，污水处理企业面临的市场空间广阔，但行业竞争也在持续加剧。

我国面临着水资源短缺及水污染严重的双重问题。一方面，尽管我国淡水资源总量较为丰富，约占全球水资源的 6%，但我国人均水资源量却仅为世界平均水平的 1/4，随着居民用水量的逐年增加，我国已成为全球人均水资源最贫乏的国家之一。另一方面，近年来随着工业化和城市化进程的加快，我国污水排放量逐年增加，水污染问题日趋严峻，水质性缺水已成为影响我国经济社会发展的重要因素。因此，在水资源总量有限、用水量和污水排放量不断增加的背景下，增强污水处理及再生利用能力对于改善我国水资源现状具有重要意义。

我国城市污水排放主要包括生活污水排放和工业污水排放两种。生活污水排放主要是居民用水的排放，排水量受城镇化程度和人口数量影响较大，污染性没有工业污水强；工业污水即工业生产中排放的污水，一般情况下污染程度比生活污水要大，较难处理。2014 年，全国废水中主要污染物中，化学需氧量排放总量为 2294.60 万吨，同比下降 2.47%；氨氮排放总量为 238.5 万吨，同比下降 2.90%<sup>1</sup>。监测结果表明，全国水环境质量状况总体保持平稳，但基于污水排放量与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，未来我国污水排放总量将保持继续增长。

我国污水处理水平及处理标准与经济发展水平相比，也存在一定差距。一方面，由于污水管网不完善以及污水处理设备的限制，部分地区污水处理产能仍然不足以满足快速增长的污水总量处理要求，造成部分生活污水和工业污水直接排放，对于周边环境造成了严重的污染。另一方面，接近 90% 的污水处理厂排放标准为一级 B 或以下，随着排放标准的日趋严格，污水处理厂提标改造也成为“十二五”期间的投资重点。整体来看，我国污水处理能力大幅增长，但在配套管网建设及污水处理标准等方面仍有较大的提升空间。

为提高我国污水处理设施覆盖程度及污水再生利用能力，未来我国污水治理领域投资规模仍将保持在较高水平。根据国务院于 2012 年 4 月发布的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，“十二五”期间，我国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近 4300 亿元。其中，各类设施建设投资 4271 亿元，包括完善和新建管网投资 2443 亿元、新增城镇污水处理能力投资

<sup>1</sup>根据环境保护部发布《2014 中国环境状况公报》

1040 亿元、升级改造城镇污水处理厂投资 137 亿元、污泥处理处置设施建设投资 347 亿元以及再生水利用设施建设投资 304 亿元。“十二五”期间，我国将新建污水管网 15.9 万公里，新增污水处理规模 4569 万立方米/日，升级改造污水处理规模 2611 万立方米/日，新建污泥处理处置规模 518 万吨（干泥）/年，新建污水再生利用设施规模 2675 万立方米/日；到 2015 年，我国城市污水处理率及城镇污水处理设施再生水利用率规划分别达 85% 和 15% 以上。

此外，2015 年 4 月 16 日，国务院印发《水污染防治行动计划》（“水十条”，下称“计划”），从全面控制污染物排放、推动经济结构转型升级、着力节约保护水资源、强化科技支撑、充分发挥市场机制作用、严格环境执法监管、切实加强水环境管理、全力保障水生态环境安全、明确和落实各方责任、强化公众参与和社会监督十个方面开展防治水污染防治行动，预计计划的出台将进一步推动了污水处理领域的投资需求。

2015 年 6 月 12 日，财政部和国家税务总局于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，要求自 2015 年 7 月 1 日起，污水处理劳务、再生水劳务需征收增值税，后分别返还 70% 和 50%，即需要分别交纳 30% 和 50% 的增值税。这意味着污水处理、再生水等免增值税的政策被取消。开征污水处理增值税未来将对污水处理企业获利能力产生一定程度的影响。

近年来，随着国家对水资源问题的重视程度日益提高，我国污水处理工程建设进入快速发展阶段。根据国家统计局资料，2015 年末，我国城市污水处理厂日处理能力达 13784 万立方米，较上年末增长 5.3%；城市污水处理率达 91.0%，较上年末提高 0.8 个百分点。但是另一方面，我国污水处理行业的快速发展也吸引了较多企业进入。2013 年末，我国从事污水处理及其再利用的企业数量为 247 家，至 2014 年末增至 277 家，2015 年 9 月末迅速增至 340 家。此外，更多的拥有资金和技术实力的国外企业（如威立雅、苏伊士等）也正进入我国污水处理市场，导致我国污水处理企业面临的竞争压力进一步加大。

### （三）业务运营

该公司主要从事武汉市的污水处理及汉口区自来水供水业务。跟踪期内，公司业务整体发展良好，业务收入规模保持增长；但由



于公司污水处理及供水业务具有价格阶段性和成本上升持续性的特征，并且国家开征增值税对污水处理业务毛利产生负面影响等因素，整体盈利状况有所波动。

该公司主要从事武汉市的污水处理及汉口区自来水供水业务。公司污水处理业务为区域特许经营，是武汉市污水处理行业的龙头企业。此外，公司还负责武汉长江隧道的建设、运营及管理工作，由于目前长江隧道尚未进行单独收费，政府部门按照相关政策规定每年给予公司财政补贴，公司在财务处理上将收到的财政补贴计入营业外收入，相关成本及费用计入对应的营业成本和费用科目，2013-2015 年公司因武汉长江隧道收到的营业外收入分别为 1.84 亿元、1.80 亿元和 2.26 亿元。2013-2015 年公司实现营业收入分别为 10.35 亿元、11.78 亿元和 11.99 亿元。

图表 1 2013-2015 年公司营业收入及成本构成情况 (单位: 万元)

业务类型	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
自来水生产与供应	16583.97	13976.06	16710.79	14137.32	17203.35	14438.80
城市污水处理	79289.53	42389.54	98680.84	51022.41	95073.77	51969.79
隧道运营	—	10373.85	—	10851.93	—	11001.71
其他业务收入	7640.80	3662.62	2428.86	1289.34	7590.22	4845.46
<b>合计</b>	<b>103514.30</b>	<b>70402.07</b>	<b>117820.49</b>	<b>77301.00</b>	<b>119867.34</b>	<b>82255.76</b>

注：根据武汉控股提供资料整理

## 1. 污水处理业务

污水处理业务是该公司主营业务的核心组成部分。截至 2015 年末，公司拥有 9 个污水处理厂，日处理能力为 181 万吨，污水处理业务范围涵盖了武汉市中心城区除汉西污水处理厂服务范围以外的区域，2015 年的年处理量占武汉市区污水处理量的 79.22%，同比增长 3.91 个百分点。

2015 年，该公司污水处理结算量（每季度向武汉市财政局上报当季污水处理量，并由市财政局根据需求从居民和企业缴纳的污水处理费中划拨款项作为公司的污水处理业务收入）为 5.25 亿吨，同比增长 8.70%。2015 年，公司实现污水处理费收入为 9.51 亿元，实现污水处理毛利率为 45.34%，同比分别减少 3.65% 和 6.13%，主

要原因是受缴纳增值税的影响<sup>2</sup>，导致收入减少、税金及附加费用增加，从而使毛利率下降。

**图表 2 截止 2015 年末公司处理能力 10 万吨以上污水处理厂运营情况**

项目名称	二郎庙	沙湖	落步嘴	龙王嘴	南太子湖	三金潭	合计
合约生效期	2012 年 1 月	2013 年 9 月	2012 年 1 月	2012 年 1 月	2012 年 1 月	2012 年 1 月	—
污水处理能力	24 万吨/日	15 万吨/日	12 万吨/日	30 万吨/日	20 万吨/日	30 万吨/日	181 万吨/日
出水水质	一级 B	一级 B	一级 B	一级 A	一级 B	一级 B	—
污水处理量：2013 年	7096.78	5701.25	1780.73	5009.24	5669.83	10298.90	35556.73
（万吨） 2014 年	8128.6	5665.76	1917.21	8149.16	7208.95	10479.89	41549.57
2015 年	8553.99	5643.55	2213.84	9506.14	7369.87	11742.56	52264.44
运营期限	30 年	2042 年 1 月	30 年	30 年	30 年	30 年	—
运营模式	特许经营	特许经营	特许经营	特许经营	特许经营	特许经营	—
收费标准（2015 年）	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	—

注：根据武汉控股提供资料整理

该公司污水处理业务与污水处理量、处理标准有关，主要包括折旧、修理、人工、动力、药剂、自来水和污泥处理等。跟踪期内，动力、药剂等成本有所上升，但由于污泥处理和其他生产成本的下降导致整体污水处理平均成本有所下降。

**图表 3 公司污水处理业务成本构成情况**

	单位	2013 年	2014 年	2015 年
污水处理平均成本	元/吨	1.01	1.06	0.99
其中：电	%	18.87	18.53	20.55
药剂及消毒剂	%	2.79	2.71	3.80
折旧费	%	35.59	32.37	32.53
人工成本	%	17.27	16.26	17.08
污泥处置费用	%	7.54	11.56	9.48
其他生产成本	%	17.94	18.56	16.56

注：根据武汉控股提供资料整理

该公司主要通过新建及对已有的污水处理设施进行升级改造提升污水处理能力。跟踪期内，公司完成了龙王嘴污水处理厂一级 A 扩建及升级改造工程并已投产运行。汤逊湖污水处理厂改扩建工程已于 2015 年 5 月底通水试运行，污水处理能力由原来的 5 万吨/天提升至 10 万吨/天；三金潭污水处理厂二期扩建工程已于 2015

<sup>2</sup> 2015 年 7 月 1 日起，国家税务总局和财政部联合下发了“财税【2015】78 号”文，按照文件相关规定，排水公司从 2015 年 7 月 1 日起开始缴纳 17% 的增值税，并享受“即征即退 70%”的优惠政策，2015 年获得补贴 0.58 亿元。

年 8 月通过试运行，污水处理能力由原来的 30 万吨/天提升至 50 万吨/天，三金潭污水处理厂升级改造已启动土建、监理招标程序，计划 2016 年 5 月开工建设。黄浦路污水处理厂二期扩建工程已于 2015 年 9 月 17 日通水试运行。

截至 2015 年末，该公司在建项目主要包括三金潭收集系统、黄家湖大道污水工程、黄浦路污水处理厂扩建项目等，截至 2015 年末已投资 13.76 亿元。根据规划，2016 年公司下属排水公司污水处理厂改扩建工程等项目建设支出 10.79 亿元，后续仍存在较大的投融资压力。

图表 4 截止 2015 年末公司主要在建污水处理项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	投资总额	筹措方式	完工日期	2014 年末已投资	2015 年末已投资
龙王嘴污水处理厂改扩建项目	15 万吨/日，一级 B 标准改扩建至 30 万吨/日，一级 A 标准	38228.27	募集资金+自筹	已完工并投产运营	36126.00	36611.93
黄家湖污水处理厂改扩建项目	10 万吨/日，一级 B 标准改扩建至 20 万吨/日，一级 A 标准	21649.19	募集资金+自筹	2016.12	3200.00	5720.69
汤逊湖污水处理厂改扩建项目	5 万吨/日，一级 B 标准改扩建至 10 万吨/日，一级 A 标准	14514.74	募集资金+自筹	试运行	7119.00	15144.5
三金潭污水处理厂改扩建项目	30 万吨/日，二级标准改扩建至 50 万吨/日，一级 B 标准	57700.60	募集资金+自筹	试运行	17789.00	51310.68
黄浦路污水处理厂改造工程(亚行二期)	10 万吨/日预处理厂升级改造至 10 万吨/日污水厂，一级 B 排放标准	23551.00	亚行贷款+自筹	试运行	17596.00	23462.62
南太子湖污水处理厂升级改造工程	20 万吨/日，一级 B 排放标准改建至 20 万吨/日，一级 A 排放标准	15625.00	贷款+自筹	2016.06	1700.00	5324.09
合计	—	171268.80	—	—	83530.00	137574.51

注：根据武汉控股提供资料整理

## 2. 供水业务

跟踪期内，供水业务仍是该公司主要业务之一，目前拥有自来水厂 2 座，供水能力达到 130 万吨/日，主要从事汉口等区域的自来水生产。根据公司与武汉水务集团有限公司(以下简称“武汉水务”)签订的《自来水代销合同》，公司先将自来水销售给武汉水务，再

由武汉水务向终端进行销售；公司自来水销售价格维持在 0.55 元/吨，并按自来水销售收入的 4% 向武汉水务支付代销费用。公司自来水业务原水均取自于汉江，水量较为充沛，自来水厂采用“反应-沉淀-过滤”技术工艺，主要水质指标较好，近三年水质合格率均保持在 99% 以上。

图表 5 截止 2015 年末公司水厂情况（单位：万吨/天）

水厂	投资时间	取水能力	水源地	供水地区	供水能力	实际供水量	净水工艺
宗关	1998 年	140	汉江	汉口	105	68.6	反应—沉淀—过滤
白鹤嘴	1998 年上市募投收购	25	汉江	汉口	25	19.7	反应—沉淀—过滤

注：根据武汉控股提供资料整理

跟踪期内，该公司供水量及供水业务收入稳定增长，2015 年公司实现供水量为 3.22 亿吨，实现供水业务收入 1.72 亿元，均较上年同期所有增长。

图表 6 截止 2015 年末公司供水业务情况

项目	单位	2013 年	2014 年	2015 年
供水能力	万吨/日	130	130	130
供水总量	万吨	31962	31739	32218
平均日供水量	万吨/日	87.6	86.97	88.27
最高日供水量	万吨/日	96.5	92.3	96.91
平均售水价格	元/吨	0.55	0.55	0.55
平均售水成本	元/吨	0.44	0.45	0.45
水质合格率	%	99.94	99.88	99.98

注：根据武汉控股提供资料整理

### 3. 其他业务

2013 年 8 月资产置换之前，该公司还从事房地产开发与物业租赁业务。公司完成资产置换后，房地产及物业租赁等相关业务已被剥离。公司还从事武汉长江隧道的运营、管理业务。公司投资武汉长江隧道建设有限公司（简称“隧道公司”）6.40 亿元，持有其 80% 的股权。隧道公司负责投资建设武汉长江隧道工程，工程预算总投资 20.49 亿元，实际总投资约 22.56 亿元，已于 2008 年 12 月运行

试通车。根据协议<sup>3</sup>，公司在长江隧道不具备单独收费条件时，获得政府营运补贴和资本金补贴，2015年公司获得相关补贴款1.68亿元。此外，2011年武汉市出台了《武汉市贷款建设的城市道路桥梁隧道车辆通行费征收管理办法》及其实施细则，公司发布公告称由于目前长江隧道仍不具备单独收费条件，武汉市政府仍将按照原有协议对公司提供财政补贴。目前公司仍在与武汉市相关部门协商确定隧道的运营方式和营运收入实现等问题，该事项的进度将对公司未来的收入和效益产生较大影响。

#### **(四) 财务分析**

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2013-2015年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见审计报告。公司执行企业会计准则（2006版）及其补充规定。

截至2015年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为79.73亿元，所有者权益合计45.65亿元；2015年度实现营业收入11.99亿元，净利润3.41亿元（归属母公司所有者的净利润3.36亿元），经营性净现金流2.81亿元。

2015年，纳入该公司合并报表范围的子公司共6家，较2014年末增加3家，其中新纳入合并范围的子公司有宜都水务、武汉城排和仙桃水务。

##### **1. 公司盈利能力**

2013年，武汉市主城区污水处理业务整体注入该公司，污水处理价格为1.99元/吨，公司收入规模及盈利能力得到大幅改善且保持稳定增长。2015年，公司实现营业收入11.99亿元，较2014年增加0.21亿元；实现毛利率31.38%，较2014年减少3.01个百分点，主要原因是受缴纳增值税的影响；跟踪期内，公司仍负责长江隧道运营，因不具备单独收费条件，因此仅计入成本而无收入，2015年公司获得相关补贴款2.26亿元，较2014年增加0.46亿元，主要系增值税退税补贴。2015年，公司实现净利润3.41亿元，较2014

<sup>3</sup> 在长江隧道不具备单独收费条件期间，武汉市人民政府城市建设基金管理办公室按《关于给予武汉长江隧道建设有限公司及其股东单位补贴的通知》执行，1）给予隧道公司持续性营运补贴，用于隧道公司运营成本费用支出，该项补贴由城建基金办根据隧道公司的运营资金需求适时预拨，年终经城建基金办审核后结算；2）继续按武政[2005]23号《市人民政府关于投资建设武汉长江隧道工程有关问题的批复》的文件精神，给予隧道公司股东投入的项目资本金每年4.4%（所得税后）补贴。

年增加 0.16 亿元；同期，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 7.68% 和 6.31%，盈利水平稳定。

## 2. 公司偿债能力

跟踪期内，随着污水改扩建项目规模的扩大，该公司负债规模有所上升。2015 年末，公司债务总额为 34.08 亿元，同比增长 6.63%，公司负债主要体现为刚性债务、应付账款及其他应付款，2015 年末三者合计占债务总额的 95.42%，其中，应付账款余额 6.77 亿元，同比增长 54.57%，主要系应付施工方工程款增加所致；其他应付款余额为 4.26 亿元，同比增长 16.79%，主要为武汉市城市建设基金管理办公室代公司支付给武汉城投转借国家开发银行贷款的本金及利息 3.28 亿元；刚性债务余额 21.49 亿元，其中，中长期刚性债务余额 17.34 亿元，债务期限结构较为合理。2015 年末公司所有者权益同比增长 6.05% 至 45.65 亿元。同期末，公司资产负债率同比上升 0.32 个百分点至 42.75%，财务杠杆较合理。

## 3. 现金流分析

该公司供水业务的现金回笼能力较强，但污水处理费等受财政拨款周期因素影响而有所滞后。2015 年，公司营业收入现金率为 70.46%。同期，公司实现经营性现金净流入 2.81 亿元，同比减少 52.37%，主要因为支付各项税费同比大幅增加。跟踪期内，公司对水务项目仍保持了一定的投资力度，当年投资性现金流量净额为 -4.23 亿元。公司项目投资的资金缺口主要通过银行借款及直接融资等方式解决，近年来污水处理改扩建项目逐步完成后，公司逐步对前期债务进行偿还，筹资活动现金流呈净流出趋势，2015 年筹资性现金净流入为 -1.96 亿元，较上年同期减少 33.52%。

## 4. 资产质量分析

该公司资产以非流动资产为主，2015 年末非流动资产合计达 65.01 亿元，占总资产的 81.54%，公司非流动资产主要体现为固定资产和在建工程，与水务企业特征相符。随着 2009 年武汉隧道工程等项目逐步完工并转为固定资产，公司固定资产余额大幅增长。2015 年末，公司固定资产和在建工程分别为 56.12 亿元和 3.51 亿元，其中固定资产主要为长江隧道工程、房屋建筑物和机器设备；在建工程主要包括五厂改扩建及三厂升级项目、黄浦路污水处理厂改扩建项目等建设项目。公司的流动资产主要包括货币资金和应收账款

款。2015 年末，货币资金余额为 6.04 亿元，占流动资产的 41.04%。应收账款净额为 7.89 亿元，占流动资产的 53.58%，主要为应收武汉市财政局的污水处理费。2015 年末公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 88.36%、88.08%和 36.26%，均较上年末有所下降，流动资产对流动负债的保障能力趋弱。

#### **(五) 公司过往债务履约情况**

该公司作为市政公用企业，污水处理业务在武汉市处于垄断经营地位，经营状况稳定，与多家商业银行保持着较密切的合作关系，间接融资渠道较为畅通。截至 2015 年末，公司获得银行授信额度合计为 21.90 亿元，已使用授信额度 1.50 亿元，剩余授信额度为 20.40 亿元，能够为公司运营资金周转提供必要的支持。

该公司作为上市公司，在必要时可以通过直接融资方式在资本市场筹集资金以满足经营发展需要，能够在一定程度上增强公司财务弹性。

#### **(六) 公司过往债务履约情况**

根据该公司提供的 2016 年 3 月 29 日的《企业基本信用信息报告》，未发现公司存在信用违约记录。

截至 2015 年末，该公司 2014 年 11 月 5 日发行的公司债尚未开始偿还本金，利息支付情况正常。

#### **(七) 结论**

综上所述，该公司市场地位较为稳固，竞争力较强，经营业绩良好，经过资产整合后，主营业务能力进一步提升，公司业务有望保持良好的盈利能力；2015 年公司应收账款大幅增长，经营性现金流弱化，现金回笼趋缓；国家开征增值税将持续对公司业绩形成负面影响。

本评级机构仍将关注：（1）公司水务业务成本上升压力；（2）公司资本性支出所带来的资金压力；（3）武汉长江隧桥的补贴可持续性；（4）公司应收账款回收情况。

附录一：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额[亿元]	71.88	75.01	79.73
货币资金[亿元]	10.09	9.42	6.04
刚性债务[亿元]	24.22	22.61	21.49
所有者权益 [亿元]	40.09	43.05	45.65
营业收入[亿元]	10.35	11.78	11.99
净利润 [亿元]	2.72	3.25	3.41
EBITDA[亿元]	7.13	7.81	7.73
经营性现金净流量[亿元]	5.35	5.90	2.81
投资性现金净流量[亿元]	-5.66	-5.05	-4.23
资产负债率[%]	44.22	42.61	42.75
长期资本固定化比率[%]	100.59	98.95	103.07
权益资本与刚性债务比率[%]	165.51	190.41	212.46
流动比率[%]	97.56	105.03	88.36
速动比率[%]	94.83	104.66	88.08
现金比率[%]	76.53	77.45	36.26
利息保障倍数[倍]	2.94	4.11	5.54
有形净值债务率[%]	88.32	81.95	81.75
营运资金与非流动负债比率[%]	-1.91	3.41	-11.13
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	4.25	3.94	2.11
存货周转速度[次]	3.09	301.25	325.14
固定资产周转速度[次]	0.21	0.24	0.23
总资产周转速度[次]	0.14	0.16	0.15
毛利率[%]	31.99	34.39	31.38
营业利润率[%]	14.01	18.43	15.03
总资产报酬率[%]	6.30	5.38	6.31
净资产收益率[%]	6.97	7.83	7.68
净资产收益率*[%]	7.27	8.14	7.90
营业收入现金率[%]	105.28	91.25	70.46
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	42.64	43.87	19.00
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	16.40	18.50	8.50
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-2.47	6.32	-9.60
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-0.95	2.67	-4.30
EBITDA/利息支出[倍]	4.63	6.42	8.76
EBITDA/刚性债务[倍]	0.28	0.33	0.35

注：依据武汉控股经审计的 2013-2015 年财务报表整理、计算。



附录二：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产及商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2 ]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2 ]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2 ]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初负债总额+期末负债总额)/2 ]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(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+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

附录三：

## 评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 等级外，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。