

2020 年武汉三镇实业控股股份有限公司

绿色债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)101205】

评级对象: 2020年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券

20武控绿色债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2020年7月29日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2019年5月30日

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.02	2.27	0.81	9.50
刚性债务	11.63	11.47	9.48	18.79
所有者权益	41.16	40.22	39.26	39.23
经营性现金净流入量	0.25	0.76	0.25	-0.30
合并口径数据及指标:				
总资产	104.72	128.92	155.76	167.33
总负债	54.49	76.52	101.54	112.61
刚性债务	38.21	53.12	68.23	80.76
所有者权益	50.23	52.39	54.21	54.72
营业收入	12.51	14.51	15.29	3.35
净利润	3.24	2.81	2.51	0.51
经营性现金净流入量	1.52	2.77	10.84	-0.94
EBITDA	7.83	8.21	9.01	—
资产负债率[%]	52.03	59.36	65.19	67.30
权益资本与刚性债务 比率[%]	131.47	98.64	79.45	67.76
流动比率[%]	87.40	77.65	73.90	94.94
现金比率[%]	23.10	24.41	27.86	40.42
利息保障倍数[倍]	4.00	2.14	1.77	—
净资产收益率[%]	6.60	5.48	4.70	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	6.50	7.30	22.07	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-24.62	-13.92	-8.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.86	3.76	3.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.18	0.15	—

注:根据武汉控股经审计的2017-2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈溢文 cyw@shxsj.com

林巧云 lqy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对武汉三镇实业控股股份有限公司(简称武汉控股、发行人、该公司或公司)及其发行的20武控绿色债的跟踪评级反映了2019年以来武汉控股在区域经济、区域竞争及外部融资等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在政策变动、债务扩张及投融资等方面面临的压力增大。

主要优势:

- **区域环境良好。**武汉市经济实力及财政实力快速提升,城市化进程继续推进,发展态势良好,武汉控股的业务发展仍具备良好的外部环境。
- **区域垄断优势。**武汉控股的母公司武汉水务为武汉市水务资产运营主体,公司为武汉水务污水处理业务的运营主体,在武汉市污水处理行业垄断优势明显,市场地位稳固。
- **经营环节现金流表现提升。**武汉市人民政府相关机构将于2019-2021年内分年度向武汉控股支付截至2018年末应付污水处理服务费,2019年公司收到其支付的6亿元应付污水处理费,经营环节现金流表现提升。
- **融资能力强。**凭借良好的股东背景、经营和财务状况,武汉控股与金融机构合作关系良好,授信规模较大,同时作为上交所上市公司,公司融资渠道多样化;近年来融资成本保持较低水平,融资能力强。

主要风险:

- **盈利周期性波动风险。**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,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,盈利周期性波动较明显。

- 债务压力加大。跟踪期内，受在建项目持续投入以及到期债务还本付息的影响，武汉控股债务规模持续扩张，公司债务压力有所加大。且后续项目建设仍需要较多资金的投入，存在较大的融资压力。

关注

- 长江隧道运营不确定性。武汉市人民政府发布了《关于停止征收“九桥一隧一路”车辆通行费的通告》，自 2018 年 1 月 1 日零时起，停止征收武汉市“九桥一隧一路”车辆通行费，武汉控股所管辖的武汉长江隧道未来运营模式存在不确定性。
- 应收账款回收情况。武汉市人民政府相关机构将于 2019 年至 2021 年内分年度支付截至 2018 年末应付武汉控股污水处理服务费合计 22.15 亿元，2019 年已支付 6.00 亿元。新世纪评级将持续关注款项的回收情况。
- 武汉市经济恢复情况。武汉市为新冠疫情的重灾区，2020 年第一季度区域经济、财政受疫情影响较大，武汉控股为武汉市污水处理行业的龙头企业，受封城措施、停工停业等影响，2020 年第一季度各业务板块收入有所下滑。新世纪评级将持续关注武汉市未来经济恢复情况，以及疫情对政府财政造成影响后，对公司未来污水处理费的回收可能造成的影响。

➤ 未来展望

通过对武汉控股及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性很强，并维持本期债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照2020年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券（简称“20武控绿色债”）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2019年财务报表、未经审计的2020年第一季度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。

图表1. 截至2020年7月16日已发行尚在存续期的债务融资工具概况

债项名称	发行金额	存续金额	期限	票面利率	起息日期	到期日	本息兑付情况
14武控02	3.50	3.50	5年	3.60	2016-06-24	2021-06-24	正常付息，尚未开始偿还本金
20武控绿色债	8.70	8.70	5年	3.60	2020-03-12	2025-03-12	尚未开始还本付息

资料来源：武汉控股

“20武控绿色债”募集资金用于项目建设和补充营运资金。截至2020年6月末，募集资金已使用4.11亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的态势，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

2020年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的

主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调直达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的态势。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

水务行业作为弱周期性行业，行业发展程度与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，近年来我国城市及县城供水量和污水处理量保持稳定增长的趋势，行业运营基础稳定。随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理的需求升级，在持续的政策支持下，黑臭水体治理、海绵城市建设、农村

等水环境治理类新兴领域的需求正快速增长，市场发展潜力较大。2020年初我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，为加强防控工作，各地方政府相继出台有关疫情防控的交通管制措施与隔离措施，受此影响，水务行业企业面临污水处理量减少、项目运营成本提高、水环境综合治理业务施工暂停等风险。

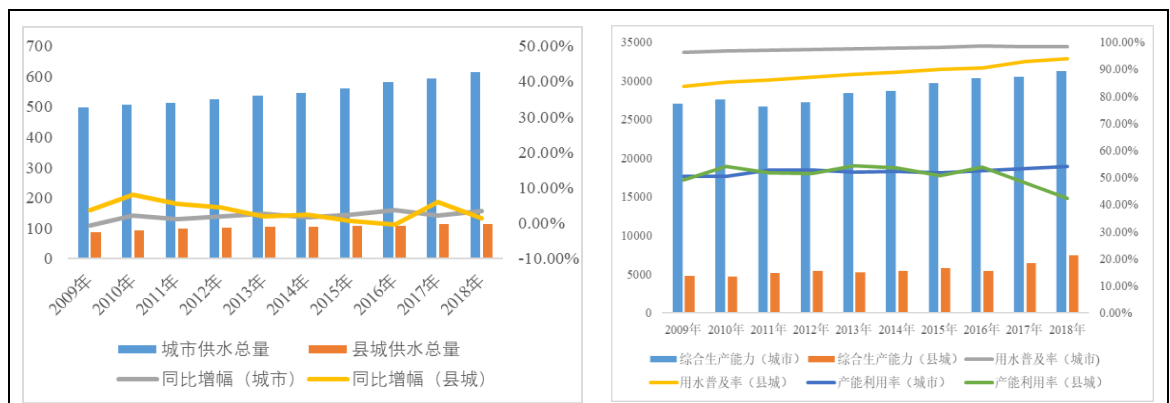
A. 行业概况

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。2018 年，我国水资源总量为 27462.5 亿立方米¹，同比减少 4.5%，人均水资源量 2008.00 立方米，为轻度缺水。在此背景下，近年来国家实行了一系列措施强化水资源管理，提高用水质量，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”）、《节水型社会建设“十三五”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。2016-2018 年，全国用水总量分别为 6040.20 亿吨、6043.4 亿吨和 6015.50 亿吨，其中 2018 年生活用水、农业用水、工业用水和生态环境用水占用水总量的比重分别为 14.29%、61.39%、20.97%和 3.34%，近三年用水格局基本稳定。

我国城市和县城供水总量近年来保持增长态势。城市供水方面²，2016-2018 年，全国城市供水总量分别为 580.69 亿吨、593.76 亿吨和 614.62 亿吨，其中生活用水占比维持在 52%-54%；县城供水方面，2016-2018 年，全国县城供水总量分别为 106.50 亿吨、112.84 亿吨和 114.51 亿吨，其中生活用水占比在 56%-58%之间。对于发债水务企业而言，大部分供水业务收入来自城市或县城的生活用水和工业用水。近年来城市和县城供水量稳定增长，为水务企业供水业务的开展奠定了良好的基础。

图表 2. 2009-2018 年我国城市和县城供水量和供水产能情况（单位：亿吨、万吨/日）



数据来源：《2018 年城乡建设统计年鉴》

¹ 数据来源：中华人民共和国水利部《2018 年中国水资源公报》，最新数据尚未公布。

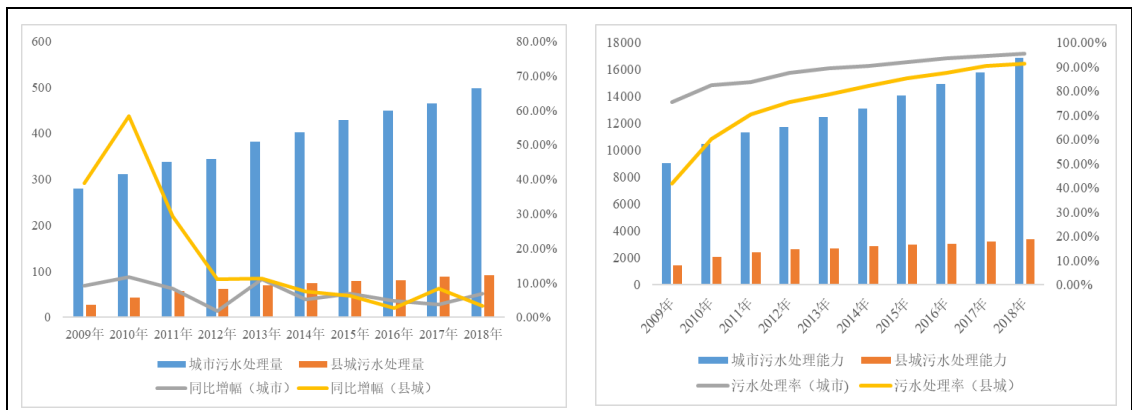
² 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 3 月公布的《2018 年城乡建设统计年鉴》。

固定资产投资方面，2016-2018 年，全国城市的供水固定资产投资总额分别为 545.8 亿元、580.1 亿元和 543.0 亿元；2018 年末，全国城市供水综合生产能力为 3.12 亿吨/日，同比增长 2.42%；产能利用率为 53.95%³，同比上升 0.57 个百分点；用水普及率为 98.36%，同比上升 0.06 个百分点。同期，全国县城供水固定资产投资总额分别为 160.7 亿元、226.3 亿元和 144.1 亿元；2018 年末全国县城供水综合生产能力为 0.74 亿吨/日，同比增长 15.09%；产能利用率为 42.31%，同比下降 5.67 个百分点；用水普及率为 93.80%，同比上升 0.93 个百分点。整体来看，近年来城市供水固定资产投资增幅呈周期性波动，县城用水普及率加速上升，但目前城市和县城的供水普及率均已处于较高水平，整体的投资需求相对不大，且产能利用率均维持在 50% 左右，行业发展趋稳，短期内产能扩张压力不大。

b) 污水处理

2016-2018 年⁴，我国城市污水排放量分别为 480.03 亿吨、492.39 亿吨和 521.12 亿吨，污水处理量分别为 448.79 亿吨、465.49 亿吨和 497.61 亿吨，污水处理率分别为 93.44%、94.54% 和 95.49%；同期，我国县城污水排放量分别为 92.72 亿吨、95.07 亿吨和 99.40 亿吨，污水处理量分别为 81.02 亿吨、87.77 亿吨和 90.64 亿吨，污水处理率分别为 87.38%、90.21% 和 91.16%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长，但增速均逐步放缓。从污水处理率角度看，城市和县城污水处理率均已处于较高水平，但仍有一定上升空间。

图表 3. 2009-2018 年城市和县城污水处理量和污水处理能力（单位：亿吨、万吨/日）



数据来源：《2018 年城乡建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2016-2018 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 489.9 亿元、450.8 亿元和 802.6 亿元，县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 114.6 亿元、104.7 亿元和 168.0 亿元。截至 2018 年末，我国城市共有污水处理厂 2321 座，比上年末增加 112 座，日污水处理能力为 16881 万吨，同比增长 7.23%；县城共有污水处理厂 1598 座，比上年末增加 26 座，日污水处理能力为 3367 万吨，同比增长 4.63%。根据 2016 年 12 月发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（简称“《建

³ 根据 2018 年全国城市供水总量和综合生产能力测算。

⁴ 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 3 月公布的《2018 年城乡建设统计年鉴》。

设规划》”），“十三五”期间将新建污水处理设施规模 5022 万吨/日、污水处理管网 12.59 万公里，提标改造污水处理设施规模 4220 万吨/日，新增污泥处理处置规模 2194 万吨/年、再生水设施规模 1505 万吨/日等。根据《建设规划》配套的设施建设规模及投资核算说明，估算上述城镇污水处理及再生利用设施建设共投资约 5644 亿元。2020 年为“十三五”的最后一年，在《建设规划》的推动下，污水处理行业仍有较大的投资需求。

从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价相对于国外水平仍然偏低，其既不能反映市场供求关系，也不能反映资源稀缺程度和环境污染成本，但是在资源品价格改革以及节能减排的大趋势下，预计水的资源属性将逐渐体现。

作为水务行业市场化改革的核心，水价水平直接影响行业内企业运营能力，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⁵、供水价格和污水处理费三部分组成。其中，供水价格由政府主导定价，采用价格听证会制度，根据加成本保证水务企业合理的利润空间，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的供水价格分别为 2.19 元/吨、2.26 元/吨、2.29 元/吨和 2.30 元/吨⁶。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。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为 0.97 元/吨、0.98 元/吨、0.98 元/吨和 0.98 元/吨。

水务行业作为生产和提供生活必需品的行业，在疫情期间，供水、污水处理等业务仍照常运营，自身基础性业务的开展不受停复工政策影响，但仍然存在工业用水量和污水处理量下降、运营成本上升、在建项目延期以及提标改造投入压力增大等风险。

2020 年初我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，为加强防控工作，各地方政府相继出台有关疫情防控的交通管制措施与隔离措施，此类措施导致在春节假期延长后，重点工业企业延迟复工，对水务企业最直接的影响便是供水量和污水处理量的减少，预计对水务企业 2020 年第一季度甚至全年的盈利和经营性现

⁵ 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。

⁶ 数据来源：国家发改委价格监测中心，下同。

金流状况产生一定影响。

此外，生态环境部于 2020 年 2 月 1 日印发《关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗污水和城镇污水监管工作的通知》（简称“通知”）。《通知》明确要求，对城镇污水处理厂，要督促其加强消毒工作，确保出水粪大肠菌群数指标达到相关排放标准要求。在出水环节，出于确保病菌指标达标的考虑，污水处理环节均需进行一定程度的加强。消毒部分的投入，成为了疫情期间污水厂成本上升的重点，此外在消毒标准加强的同时，在全国交通不畅、物资渠道受限、生产能力不足的情况下，生产耗材的供应价格也随之上升。处理环节药剂量价齐升，在一定程度上推高水务企业的运营成本。

工程建设方面，疫情期间，因疫情防控需要，国内交通、物流、复工限制等方面面临较多限制，导致项目建设物资调配、施工人员组织等存在困难，对工程进度的顺利推进产生较大阻力，进而影响后续融资进度，该情况在 2020 年第一季度最为明显，但待疫情缓解并复工后，企业可能加快项目建设进度，预计可在一定程度上弥补第一季度的进度。而且，在疫情因素影响下，预计国内水厂提标改造将加速实施，水务企业后续投融资规模或将出现阶段性显著扩张。

B. 政策环境

2019 年以来，水务行业相关政策推动力度持续，长江保护修复开启导致水环境治理领域市场进一步扩容，同时 PPP 相关政策继续出台，进一步规范行业投融资。

2019 年 1 月，生态环境部、发改委发布《长江保护修复攻坚战行动计划》（简称“行动计划”）提出，到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于 III 类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能（劣于 V 类）的国控断面比例低于 2%。长江经济带沿线 11 个省市的地区生产总值占全国比重超过 45%，是中国重要的工业基地和经济走廊，长江生态保护工作的启动，是我国水环境治理市场的进一步扩容。

随着行业运营模式从原本的单个供水、污水处理项目的点源治理逐步向黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等面源治理过渡，单个项目的投资规模大幅提高，对项目参与方的资金实力和融资能力也提出了更高要求。因此，政府也在项目融资方面出台相应政策，以确保项目顺利开展，包括 2015 年的《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作（PPP）的实施意见》、2017 年的《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》。2019 年 3 月，财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，进一步规范 PPP 项目实施。根据上述安排，预计有丰富 PPP 经验的和较强融资能力的公司有望逐渐提升市场占有率，实现快速成长。

图表 4. 2019 年以来国家出台的水务行业相关的主要政策及事件

发布时间	政策/会议	主要内容
2019/1	长江保护修复攻坚战行动计划	到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于 III 类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能（劣于 V 类）的国控断面比例低于 2%。
2019/3	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	新规以严控债务和规范发展为目的，强调资本金出资原则，拓宽进入和退出渠道；新规要求付费与完全的产出绩效挂钩，对项目实施分类指导，推进项目落地；新规强调入库不为项目合规“背书”、不作为商贷条件；以 5%、7% 和 10% 划定多条红线、风险线。
2019/4	国家节水行动方案	行动方案分别提出了近期和远期目标，即到 2020 年万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量比 2015 年分别降低 23% 和 20%，节水效果初步显现；到 2022 年用水总量控制在 6700 亿立方米以内，节水型生产和生活方式初步建立；到 2035 年用水总量严格控制在 7000 亿立方米以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平。
2019/5	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）的通知	目标经过 3 年努力，地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，城市生活污水集中收集效能显著提高。
2019/11	推进农村生活污水治理的指导意见	到 2020 年东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区，农村生活污水治理率明显提高，村庄内污水横流、乱排乱放情况基本消除，运维管护机制基本建立；中西部有较好基础、基本具备条件的地区，农村生活污水乱排乱放得到有效管控，治理初见成效；地处偏远、经济欠发达等地区，农村生活污水乱排乱放现象明显减少。
2020/4	关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见	按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，完善长江经济带污水处理成本分担机制、激励约束机制和收费标准动态调整机制，健全相关配套政策，建立健全覆盖所有城镇、适应水污染防治和绿色发展要求的污水处理收费长效机制。
2020/5	关于印发《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》的通知	通过逐步建立黄河流域生态补偿机制，实现黄河流域生态环境治理体系和治理能力进一步完善和提升，河湖、湿地生态功能逐步恢复，水源涵养、水土保持等生态功能增强，生物多样性稳步增加，水资源得到有效保护和节约集约利用，干流和主要支流水质稳中向好，全流域生态环境保护取得明显成效，建立健全生态产品价值实现机制，增强自我造血功能和自身发展能力。

资源来源：公开信息，新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

我国水务行业现已形成水务项目投资公司与地方性水务资产运营平台协同发展的格局。水务项目投资公司在全国范围内通过 BOT、TOT、PPP 和托管运营等方式投资、运营水务项目；地方性水务资产运营平台隶属于地方政府，负责当地供排水等水务资产的投资、建设和运营。根据 Wind 资讯，截至 2020 年 3 月末，我国水的生产和供应业企业数量为 2425 家，由于各级地方政府基本均已成立负责本方辖区水务业务的运营平台，因此我国水务企业众多，行业集中度低。

水务行业对资金依赖度较强，尤其是以投资驱动的水务投资类公司，2018 年以来去杠杆、PPP 项目规范化发展，行业面临项目融资困难、项目推进放缓等问题。而同时，水务行业作为近年来政策大力推动的产业之一，发展得到国家政策支持，行业外资本进入具有较强的驱动力。因此，部分企业为缓解自身压力，引入国资股东。目前，央企和地方国企作为民营水务企业股权的主要承接方，考虑到国企天然具备的融资便利、政府类项目获取能力等，预计 2020 年民营水务企业国企化趋势仍将继续。

国有水务公司与央企和地方国企的合作也不断深入。2019 年 1 月 18 日，北控水务集团发布公告称，拟以 20.19 亿港元向三峡集团全资子公司长江电力配股 4.7 亿股，交易完成后，长江电力持股比例占发行后总股本 4.762%；3 月 18 日，北控水务集团正式宣布，股份配售已交割完毕。此类事件近年来频繁

出现，行业向综合化、大型化变化趋势是重要的原因之一。以长江大保护为例，作为长江大保护的主干力量，三峡集团需在城域和流域两方面解决问题，既要解决城市水系问题，又要解决长江流域问题，在这样的目标下，未来启动的长江大保护项目势必存在体量大、涉及面广等问题，局部个别 PPP 项目无法完成此类任务。可见，在这样的行业趋势转变下，水务企业单靠一己之力基本无法参与大型项目，因此强强联合不失为一个优先选项。

图表 5. 行业核心样本企业 2019 年（末）基本数据（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（产品或业务类别）				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%	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
北控水务集团有限公司*	全国	281.93	36.06	1394.25	2278.65	1511.61	69.22	0.76	58.43	-42.30
北京首创股份有限公司	全国	149.07	29.62	1417.01	1387.57	798.72	64.68	0.80	10.92	33.33
上海实业环境控股有限公司	全国	59.60	32.44	212.50	961.93	323.67	63.36	0.82	6.00	1.52
天津创业环保集团股份有限公司	全国	28.51	31.97	31.50	534.91	179.91	60.30	1.21	5.29	8.85
中国光大水务有限公司*	全国	55.51	34.09	-	433.56	226.83	57.90	1.04	8.85	-10.58
武汉三镇实业控股股份有限公司	武汉	15.29	29.92	130.00	217.00	155.76	65.19	0.79	2.51	10.84

资料来源：新世纪评级整理（*单位为亿港元）。

D. 风险关注

2019 年以来，水务行业项目呈大型化、综合化，对行业内企业的融资能力提出了更高的要求，负债经营的模式导致水务企业易受融资环境变化影响，同时大型项目回款周期长，加大了项目回款的不确定性。行业竞争仍然激烈，叠加物价水平涨幅扩大导致的水价调升承压，项目盈利空间提升难度较大。

项目盈利空间提升难度较大。近年来国内供水和污水处理价格持续缓慢提升，但我国水价仍然相对偏低，导致大量行业内企业亏损，2020 年初新冠疫情爆发，我国在经济增长、物价控制方面压力加大，在此背景下，预计短期内水价调升压力较大。2019 年《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）》和《推进农村生活污水治理的指导意见》等政策出台，预计污水处理企业出水的高标准严要求仍将持续，通过增加药剂使用量或处理工序以实现出水水质达标，势必继续推高运营成本，此外对农村地区生活污水处理设施和管网的投资将有所提高，而该类投资在未来的收益情况存在较大不确定性。

PPP 项目回款周期长，不确定性大。水务企业核心竞争优势在于稳定的项目回款周期。近年来随着水务企业“跑马圈地”，传统的供水和污水处理领域优质项目已基本布局完毕，新开发项目存在区域经济体量小、财力偏弱问题，水环境综合治理等新领域项目回款则主要为政府购买服务的方式，项目回款高度依赖于地方政府财力和支付意愿，而我国地方政府债务压力大，2020 年初爆发新冠疫情后，各地政府纷纷出台税收减免政策，同时疫情防控导致财政支出增加，财政压力加大，水务企业未来项目回款不确定性加大。

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。2019 年以来，国内融资环境有所改善，水务企业债券发行数量大幅增长，发行利率整体下行，但债券市场风险事件不断，对发债企业而言，融资环境仍较复杂。

市场竞争激烈。近年来我国水务行业政策推动力度大，凭借相对稳定的投资回报率和相对较低的技术门槛，大量企业携资本进入，行业竞争加剧，使得部分水务企业在项目拓展时面临风控标准和盈利空间下降的风险。

(3) 区域市场因素

武汉市是我国中西部地区的中心城市，全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽。2019 年武汉市经济实力及财政实力有所提升，人均收入水平逐年提高，工业基础较雄厚且发展态势良好，为武汉市水务行业发展奠定了良好的社会和经济基础。2020 年初爆发的新冠疫情对武汉市经济财政影响较大，短期内武汉市经济恢复仍需一定时日，需关注后续疫情控制及复工复产情况。

武汉市是我国湖北省省会，全市总面积 8494 平方公里，2019 年末常住人口 1121.20 万人，是中部唯一的副省级城市，华中地区最大都市及中心城市，中国长江中下游特大城市。2010 年国务院发布国函（2010）24 号文件明确指出，武汉市是国家历史文化名城，是我国中西部地区的中心城市，全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽。

2017-2019 年，武汉市分别实现地区生产总值 13410.34 亿元、14847.29 亿元和 16223.21 亿元，同比分别增长 8.0%、8.0%和 7.4%。从三次产业完成情况看，第一产业增加值分别为 408.20 亿元、362.00 亿元和 378.99 亿元，同比分别增长 2.8%、2.9%和 3.0%；第二产业增加值分别为 5861.35 亿元、6377.75 亿元和 5988.88 亿元，同比分别增长 7.1%、5.7%和 6.5%；第三产业增加值分别为 7140.79 亿元、8107.54 亿元和 9855.34 亿元，同比分别增长 9.2%、10.1%和 8.2%，经济结构持续优化。2019 年三次产业结构由上年的 2.4:43.0:54.6 调整为 2.3:36.9:60.8。

图表 6. 近年来武汉市主要经济指标情况（单位：亿元）⁷

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	13410.34	8.0	14847.29	8.0	16223.21	7.4
其中：第一产业增加值（亿元）	408.20	2.8	362.00	2.9	378.99	3.0
第二产业增加值（亿元）	5861.35	7.1	6377.75	5.7	5988.88	6.5
第三产业增加值（亿元）	7140.79	9.2	8107.54	10.1	9855.34	8.2
三次产业增加值比重（%）	3.0:43.7:53.3		2.4:43.0:54.6		2.3:36.9:60.8	
工业增加值（亿元）	4724.87	7.5	5076.21	5.9	4539.11	6.5

⁷ 武汉市地区生产总值、各产业增加值按现价计算，增长速度按可比价格计算。

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
规模以上工业总产值（亿元）	-	7.7	-	5.7	-	4.4
固定资产投资（亿元）	7871.66	11.0	-	10.6	-	9.8
社会消费品零售总额（亿元）	6196.30	10.4	6843.90	10.5	7449.64	8.9
城镇居民人均可支配收入（元）	43405	9.23	47359	9.1	51706	9.2
农村居民人均纯收入（元）	20887	9.06	22652	8.5	24776	9.4
一般公共预算收入（亿元）	2677.66	10.5	2900.24	9.3	2912.11	0.4

资料来源：根据 2017-2019 武汉市国民经济和社会发展统计公报整理

2017-2019 年武汉市实现一般公共预算总收入 2677.66 亿元、2900.24 亿元和 2912.11 亿元，同比分别增长 10.5%、9.3% 和 0.4%；地方一般公共预算收入分别为 1402.93 亿元、1528.70 亿元和 1564.12 亿元，同比分别增长 11.2%、9.8% 和 2.3%。在一般公共预算收入中，税收收入分别为 1178.8 亿元、1294.21 亿元和 1320.34 亿元，分别同比增长 14.3%、9.8% 和 2.0%，各项收入增速有所放缓。

2020 年初新冠肺炎疫情的爆发对武汉市经济财政冲击较大，且受国外疫情扩散及国际贸易不确定因素增加的影响，短期内武汉市经济恢复仍需一定时日。为控制疫情，武汉市自 2020 年 1 月 23 日起采取封城措施，停工停业、交通停运，对武汉市经济造成一定冲击，消费需求受到抑制，投资活动放缓，出口受到冲击。经初步统计，2020 年第一季度，武汉市地区生产总值同比下降 40.5%，固定资产投资同比下降 81.6%，社会消费品零售总额同比下降 45.7%。随着疫情扩散得到有效遏制，武汉市一般企业于 3 月 20 日起逐步复工复产，3 月 25 日起武汉市内 117 条公交线路恢复运行，4 月 8 日起离汉离鄂通道管控措施解除，武汉市经济活动稳步恢复。但由于国外疫情加速扩散，将在一定程度上延长对国内经济的冲击，需持续关注后续疫情控制以及复工复产情况。

从武汉市供水情况看，武昌区供水能力已达到饱和，随着武汉科技新城、大桥新区、武汉火车站等新需求区域的形成以及长江新城规划建设的启动，供需矛盾日渐突出；汉口地区供水管网的损坏、老化程度较严重，管网亟待得到改造；汉阳地区管网系统不够完善，部分高地势处的水量、水压都不能满足用户用水要求；老城区的用水需求已基本饱和，但新城区用水量却增加迅速，其中经济技术开发区的水量缺口较大。总体来看，武汉市供水的压力日渐增大，居民对供水的需求随着城市的发展不断增长。

武汉市供水需求不断增长，但供给端面临管网老化、水质恶化等问题，区域水务资产运营压力较大。

从武汉市水质情况来看，武汉市位于长江中游江汉平原东部，区域内河流湖泊密布，形成了庞大发达的河湖水网。目前武汉市湖泊水面率居全国各大城市首位。但是，随着长江上游城市化进程快速发展，以及农牧业的深度开发，长江水源作为排污的唯一通道，水质呈下降趋势。汉江是武汉市的优质水源，但目前水质也在恶化。因此，武汉市虽然水源丰富，但仍存在饮用水水源水质恶化的危机，对污水处理的需求随着水质的恶化也不断提高。

根据 2020 年武汉市人民政府工作报告，2019 年武汉市着力改善生态环境，长江汉江武汉段保持 II 类水质，东湖水质稳定在 III 类至 IV 类之间，新增海绵城市 40 平方公里，大力实施“四个三重大生态工程”，城乡污水治理、垃圾处理能力进一步提高。2020 年武汉市将强力推进污染防治，推进“三湖三河”流域系统治理，加快消除劣 V 类湖泊，推动全市河湖水质稳步提升，加强饮用水水源地保护，同时扎实推进美丽乡村建设，深化“四个三重大生态工程”，开展 156 个行政村生活污水治理项目。政府在治污水和保供水方面的支持为公司对污水处理厂和供水厂的投建和升级改造创造了背景，公司未来或继续拓展业务，加大对污水处理项目和供水项目的投资建设。

2. 业务运营

该公司主要从事武汉市的污水处理及汉口地区自来水供应业务。2019 年业务整体发展良好，但由于污水处理及供水业务具有价格调整阶段性和成本上升持续性的特征，整体盈利状况有所波动。2020 年第一季度受新冠疫情影响，公司业务整体盈利能力有所下滑。

跟踪期内，该公司仍主要从事武汉市主城区的污水处理及汉口地区自来水供应业务。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。2017-2019 年，营业收入分别为 12.51 亿元、14.51 亿元和 15.29 亿元。得益于武汉市良好的经济发展状况，主业开展情况基本稳定；其他业务主要为隧道运营、租赁、代管污水设施维护和环保工程等。

2020 年第一季度，该公司营业收入为 3.35 亿元，同比减少 5.11%。其中，供水业务收入同比减少 11.66%，主要系受新冠疫情影响，武汉市采取封城措施及企业延迟复工导致；同期公司污水处理业务量降低，产能利用率下降导致污水处理业务收入同比减少 2.89%。作为武汉市污水处理行业的主要企业，在本次新冠疫情中公司加强消毒工作以确保相关指标达到排放标准要求，在一定程度上推高其运营成本，目前随着武汉市解封后经济的逐步恢复，公司经营将逐步恢复常态。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
供水	武汉市	规模/资本/资产/成本/政策
污水处理	武汉市	规模/资本/资产/成本/政策

资料来源：武汉控股

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	12.51	14.51	15.29	3.35	3.53

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
其中：核心业务营业收入	金额	11.94	13.45	14.66	3.30	3.43
	占比	95.48	92.68	95.85	98.34	97.16
其中：(1) 供水业务	金额	1.69	1.75	1.72	0.37	0.42
	占比	13.52	12.04	11.27	11.03	11.85
(2) 污水处理业务	金额	10.25	11.70	12.94	2.93	3.01
	占比	81.96	80.64	84.58	87.31	85.31

资料来源：武汉控股

A. 污水处理业务

跟踪期内，污水处理业务仍是该公司核心主业，主要由下属子公司武汉市城市排水发展有限公司（简称“排水公司”）运营。截至 2020 年 3 月末，公司拥有 11 家污水处理厂，较 2018 年末新增 2 座，日处理能力 217 万吨，污水泵站 26 座、污水收集管网 197.70 公里⁸，污水处理能力较 2018 年末提升 11 万吨/日，主要系宜都城西污水厂和东西湖区污水厂投入运营所致。公司污水处理业务范围涵盖了武汉市主城区，在武汉区域范围内拥有规模优势。

2017-2019，该公司污水处理结算量分别为 6.03 亿吨、6.84 亿吨和 7.61 亿吨，结算量持续增长，2019 年增幅较大主要为南太子湖污水处理厂扩建项目开始调试运行以及宜都城西、东西湖污水厂投入运营所致。同期，公司污水处理费收入分别为 10.25 亿元、11.70 亿元和 12.94 亿元，受益于污水处理量的增长，污水处理收入持续增长；同期污水处理业务毛利率分别为 39.58%、42.52% 和 42.68%。2020 年第一季度，公司污水处理业务收入 2.93 亿元，同比下降 2.89%，毛利率为 43.93%，同比下降 8.03 个百分点，主要系受新冠疫情影响，企业停工停产以及公司加强消毒工作以确保相关指标达到排放标准要求，推高运营成本所致。

图表 9. 截至 2020 年 3 月末公司运营的污水处理厂

项目名称	合约生效期	污水处理能力（万吨/日）	出水水质	污水结算量（万吨）				运营期限（年）	运营模式	现行收费标准（元/吨）
				2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度			
二郎庙	2012.1	24	一级 A	9218	8959	9571	2209	30	特许经营	1.99
沙湖	2013.9	15	一级 A	5723	5758	5806	1334	至 2042 年 1 月	特许经营	1.99
落步嘴	2012.1	12	一级 A	3640	3890	3820	882	30	特许经营	1.99
龙王嘴	2012.1	30	一级 A	9253	9490	9907	2026	30	特许经营	1.99
南太子湖	2012.1	35	一级 A	7547	8799	11996	2984	30	特许经营	1.99
三金潭	2012.1	50	一级 A	15210	18717	18792	4100	30	特许经营	1.99
黄家湖	2012.1	20	一级 A	3660	6539	7182	1706	30	特许经营	1.99
黄浦路	2012.1	10	一级 A	2363	2927	2923	249	30	特许经营	1.99
汤逊湖	2012.1	10	一级 A	3670	3334	3390	889	30	特许经营	1.99
宜都城西	2015.7	1	一级 A	0	0	195	52	29	特许经营	1.09
东西湖	2015.12	10	一级 A	0	0	2483	342	21	特许经营	1.07
合计	-	217	-	60284	68413	76065	16773	-	-	-

资料来源：武汉控股

⁸ 不含武汉市水务局委托公司运营的 32 座泵站和响应的污水收集管网。

根据该公司与武汉市政府签订的污水处理特许经营协议（简称“协议”），武汉市人民政府授权批准将武汉市主城区污水处理系统中的污水处理设施和政府方（即市水务局）确定由排水公司运行维护管理的污水处理设施纳入排水公司名下，服务区域包括黄浦路、三金潭、南太子湖、二郎庙、龙王嘴、黄家湖、落步嘴、汤逊湖等污水处理厂的污水处理服务区域及政府方确定的其他服务区域⁹，项目运营期限为自协议签署正式生效之日起计算至第三十（30）个周年日止，污水处理服务费初始支付单价为 1.99 元/吨。2019 年公司新增 2 个污水处理厂，分别为宜都城西污水处理厂和东西湖污水处理厂，特许运营期分别为 29 年和 21 年，污水处理服务费单价分别为 1.09 元/吨和 1.07 元/吨。公司污水处理服务费支付单价自调整测算基准日起 3 年内原则上保持不变，此后以间隔不少于 3 年（特殊情况除外）且排水公司的单位运营成本费用的实际变动幅度超过 7% 以上时，可以申请启动调价机制。公司污水处理价格已多年未调整，排水公司净资产收益率仍保持较好水平，公司暂无调价计划，后续将继续跟踪调价事宜。

该公司污水处理服务费由武汉市人民政府相关机构支付，支付周期为每季度支付一次，但实际支付情况需视武汉市人民政府相关机构资金状况而定。2017-2019 年，公司实际收到污水处理服务费分别为 6.63 亿元、7.16 亿元和 7.66 亿元（2019 年不含收到的 2018 年末应收污水处理费 6.00 亿元），分别占污水处理收入的 64.67%、61.17% 和 59.20%，污水处理服务费的资金回收效率较低。根据公司于 2019 年 3 月 30 日发布的《武汉三镇实业控股股份有限公司关于应收账款问题的进展公告》，2019 年 3 月 28 日，公司收到书面函告，武汉市人民政府相关机构将于 2019-2021 年内分年度支付截至 2018 年末应付污水处理服务费 22.15 亿元，其中 2019-2021 年的支付金额分别为 6.00 亿元、8.00 亿元和 8.15 亿元，截至 2019 年末公司已收到 6.00 亿元，新世纪评级将持续关注款项的回收情况。

该公司污水处理业务成本与污水处理量、处理标准有关，主要包括折旧、修理、人工、动力、药剂、自来水和污泥处理等。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司污水处理业务平均成本分别为 1.03 元/吨、0.98 元/吨、1.02 元/吨和 0.98 元/吨，2019 年较上年增加 0.04 元/吨，主要系随着公司各个污水处理厂的投入运营，折旧费用增长及药剂和消毒剂成本上升所致。

图表 10. 公司污水处理业务成本构成情况

	单位	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
污水处理平均成本	元/吨	1.03	0.98	1.02	0.98
其中：电	%	17.72	17.71	15.30	18.41
药剂及消毒剂	%	4.50	4.50	8.00	10.51
折旧费	%	33.87	33.87	37.65	40.90
人工成本	%	17.77	17.76	15.35	10.26

⁹ 沙湖污水处理厂是在该公司于 2013 年重大资产重组（公司于本次资产重组合并了武汉市城市排水发展有限公司）发生之前已拥有的存量资产，后续为便于管理，公司将沙湖污水处理厂划入武汉市城市排水发展有限公司并纳入特许经营范围，故沙湖污水处理厂合约生效期与其他污水处理厂不同。

	单位	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
污泥处置费用	%	12.46	12.45	10.40	10.06
其他生产成本	%	13.68	13.67	13.30	9.86

注：根据武汉控股提供资料整理

B. 供水业务

供水业务是该公司主要业务之一，截至 2020 年 3 月末，公司拥有自来水厂 2 座，供水能力为 130 万吨/日，供水区域仍主要为汉口等区域，公司自来水业务占汉口地区 90% 以上的供水市场份额。根据公司与母公司武汉市水务集团有限公司（简称“武汉水务”）下属子公司武汉市自来水有限公司（简称“武汉自来水”）签订的《自来水代销合同》（简称“合同”），公司将符合国家生活饮用水标准和城市供水水质规划要求的自来水供应给武汉自来水，再由武汉自来水向终端进行销售，代销期为 50 年，始于 1998 年 4 月 17 日，止于 2048 年 4 月 16 日；代销价格为 0.55 元/吨，并按自来水销售收入的 1% 向武汉自来水支付代销费用，公司可根据自来水及其衍生产品的成本、自身经营状态及业绩检讨收费标准，依据并参照国务院公布的通胀指数、物价综合指数等因素每三年提出收费调整的建议，经双方同意后调价。2002 年 12 月 18 日，双方签订补充协议，将代销费用修改为自来水销售收入的 4%。武汉自来水代销付款以月为单位，于次月 10 日前支付给公司。公司自来水业务原水均取自于汉江，水量较为充沛，可有效保障公司自来水供应；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 11. 截至 2020 年 3 月末公司水厂情况（单位：万吨/天）

供水厂名称	运营方式	供水能力	供水范围	供水价格（元/吨）	供水量（万吨）			
					2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
宗关	自有	105	汉口古田地区及常青花园至天河机场部分区域	0.55	25132	26176	26134	5496
白鹤嘴	自有	25	西起简易路东至长江二桥黄路，南起汉江北至常青花园	0.55	6537	6545	6149.58	1422
合计	-	130	-	0.55	31669	32721	32283	6918

注：根据武汉控股提供资料整理

近年来该公司供水量及供水业务收入较为稳定，2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现供水量 3.17 亿吨、3.27 亿吨、3.23 亿吨和 0.69 亿吨，分别实现供水业务收入为 1.69 亿元、1.75 亿元、1.72 亿元和 0.37 亿元，2019 年供水量有所下降主要系企业及居民用水需求减少所致。2020 年第一季度受新冠疫情影响，企业停工停产导致公司供水量有所下降。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司平均售水成本分别为 0.48 元/吨、0.48 元/吨、0.51 元/吨和 0.46 元/吨，2019 年公司为满足自来水生产水质要求加大消毒剂使用量，进一步推高成本。

图表 12. 近三年一期公司供水业务情况

项目	单位	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
供水能力	万吨/日	130	130	130	130
供水总量 ¹⁰	万吨	31669	32721	32282	6918
售水总量	万吨	31669	32721	32282	32282
平均日供水量	万吨/日	86.77	89.65	88.44	-
平均售水价格	元/吨	0.55	0.55	0.55	0.55
平均售水成本	元/吨	0.48	0.48	0.51	0.46
水质合格率	%	99.90	99.77	99.80	-

注：根据武汉控股提供资料整理

C. 其他业务

除上述业务外，该公司还从事武汉长江隧道的运营与管理。武汉长江隧道建设有限公司（简称“隧道公司”，公司持股 80%）负责投建武汉长江隧道工程，工程预算总投资 22.56 亿元，实际到位建设资金 21.94 亿元，已于 2008 年 12 月运行试通车。根据协议，公司在长江隧道不具备单独收费条件时，将获得武汉市人民政府城市建设基金管理办公室给予政府营运补贴和资本金补贴，营运补贴用于隧道公司运营成本费用支出，资本金补贴为隧道公司股东投入的项目资本金，按照 4.4% 税后收益核算。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政府运营补贴和资本金补贴。2017-2019 年，公司收到隧道运营补贴分别为 1.25 亿元、1.21 亿元和 1.12 亿元（计入其他收益）、隧道公司资本投入补贴均为 0.28 亿元（计入营业外收入），隧道运营成本分别为 1.12 亿元、1.13 亿元和 1.08 亿元，补贴收入总体可覆盖运营成本。

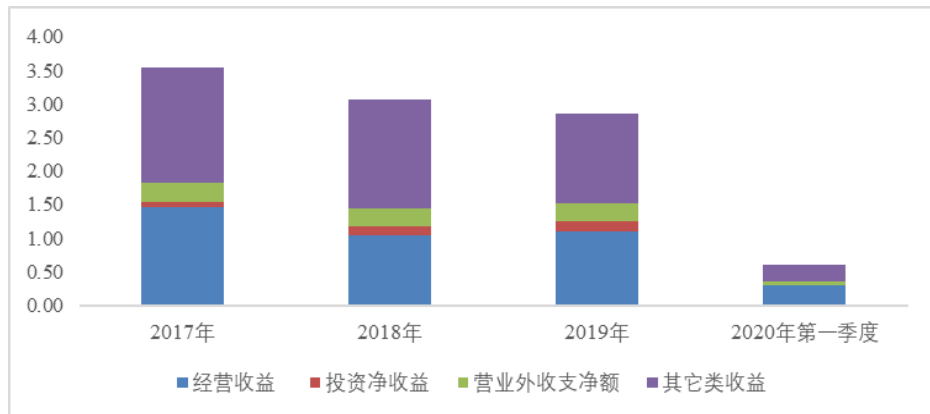
2017 年 9 月 12 日，武汉市人民政府发布了《关于停止征收“九桥一隧一路”车辆通行费的通告》（简称“政府通告”），自 2018 年 1 月 1 日零时起，停止征收武汉市“九桥一隧一路”车辆通行费。该公司 2017-2019 年隧道补贴收入及经营业绩未受到政府通告的影响，但停止征收车辆通行费将减少该部分列支于武汉市政府财政收入，负担该部分补贴的政府资金来源未定，且政府通告中未明确自隧道公司原有营运模式及盈利机制是否调整，新世纪评级将持续关注武汉长江隧道运营模式和盈利机制的调整状况及对公司造成的影响。

2017-2019 年，该公司分别实现环保工程收入 0.09 亿元、0.46 亿元和 0.06 亿元，环保工程业务收入主要系环保工程设备销售，公司向客户销售环保工程建设所需要的环保工程设备，2019 年较上年下降 87.56% 系中标工程项目减少导致相应的环保工程设备销售收入减少。同期，公司分别实现其他业务收入 0.44 亿元、0.54 亿元和 0.48 亿元，主要系代管泵站维修费和房屋租金收入等。总体来看，其他业务收入规模较小。

¹⁰ 该公司无供水管网，生产的自来水均销售给武汉水务，由其负责对外销售，因此公司供水量与销售量相同。

(2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据武汉控股所提供数据绘制。注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司以水务为主业，拥有包括制水、供水、排水及污水处理的厂网一体化的体系，主营业务较为突出，产业链较完整。2017-2019年及2020年第一季度，营业收入分别为12.51亿元、14.51亿元、15.29亿元和3.35亿元，2020年第一季度受新冠疫情影响营业收入同比有所下滑。同期，综合毛利率分别为25.47%、28.93%、26.72%和33.47%，2019年较上年下降2.21个百分点主要系供水业务毛利率下降所致。2017-2019年及2020年第一季度，供水业务毛利率分别为10.48%、9.57%、4.34%和14.73%，2019年较上年下降5.23个百分点系公司为满足自来水生产水质要求加大消毒剂使用量，成本上升所致；同期，污水处理业务毛利率分别为39.58%、42.52%、42.68%和43.93%，2020年第一季度污水处理业务毛利率同比下降8.03个百分点系受新冠疫情影响。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业收入合计（亿元）	12.51	14.51	15.29	3.35	3.53
毛利率（%）	25.47	28.93	26.72	33.47	38.65
其中：供水业务（%）	10.48	9.57	4.34	14.73	14.6
污水处理业务（%）	39.58	42.52	42.68	43.93	51.96
毛利（亿元）	3.19	4.20	4.09	1.12	1.37
其中：供水业务（亿元）	0.18	0.17	0.07	0.05	0.06
污水处理业务（亿元）	4.06	4.98	5.52	1.29	1.57
期间费用率（%）	9.53	17.31	19.08	22.32	12.48
其中：财务费用率（%）	4.62	12.85	14.39	19.34	8.15
全年利息支出总额（亿元）	1.14	2.19	2.84	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.14	0.58	0.70	-	-

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主，销售费用相对较少，符合水务行业企业的特征。2017-2019年及2020年第一季度，期间费用分别为1.19

亿元、2.51 亿元、2.92 亿元和 0.75 亿元，其中财务费用分别为 0.58 亿元、1.86 亿元、2.20 亿元和 0.65 亿元，2019 年较上年增长 18.00% 系因生产经营需要借款增加导致利息费用增长所致。同期，管理费用分别为 0.54 亿元、0.57 亿元、0.65 亿元和 0.08 亿元，主要由职工薪酬和折旧费用等构成，2019 年同比增长 13.96% 系职工薪酬增长所致。2017-2019 年及 2020 年第一季度，期间费用率分别为 9.53%、17.31%、19.08% 和 22.32%，受财务费用增长的影响，期间费用率上升，对公司利润造成一定侵蚀。

2017-2019 年和 2020 年第一季度，该公司资产减值损失分别为 0.32 亿元、0.40 亿元、0.35 亿元和 0.04 亿元，2019 年和 2020 年第一季度分别计提信用减值损失 0.34 亿元和 0.04 亿元，主要由应收账款坏账损失构成。

图表 15. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.09	0.13	0.15	-
其中：武汉汉西污水处理有限公司（亿元）	0.09	0.13	0.15	-
营业外收入（亿元）	0.28	0.28	0.29	0.07
其中：隧道公司资本投入补贴（亿元）	0.28	0.28	0.28	-
其他收益（亿元）	1.72	1.60	1.34	0.24
其中：隧道公司运营成本费用补贴（亿元）	1.25	1.21	1.12	-
公允价值变动损益（亿元）	0.02	0.02	0.02	-

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

2017-2019 年，该公司投资收益分别为 0.09 亿元、0.13 亿元和 0.15 亿元，主要系公司对武汉汉西污水处理有限公司投资取得的收益，受武汉汉西污水处理有限公司经营业绩有所提升影响，投资收益持续增长。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司营业外收入分别为 0.28 亿元、0.28 亿元、0.29 亿元和 0.07 亿元，主要为隧道运营补贴。同期公司收到其他收益分别为 1.72 亿元、1.60 亿元、1.34 亿元和 0.24 亿元，主要由隧道公司运营成本费用补贴和增值税退税补贴等构成。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司分别实现净利润 3.24 亿元、2.81 亿元、2.51 亿元和 0.51 亿元；2019 年总资产报酬率为 3.52%，净资产收益率为 4.70%，盈利水平整体较弱。

(3) 运营规划/经营战略

跟踪期内，该公司在建项目主要为污水处理项目，供水项目相对较少。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和排放标准。截至 2020 年 3 月末，在建和拟建项目计划总投资 70.07 亿元，累计已投资 47.30 亿元，2020 年 4-12 月计划投资 13.76 亿元，后续仍存在较大的投融资压力，公司未来计划通过发行债券、自有资金及银行借款满足资金需求。

管理

跟踪期内，长江环保入股该公司，成为其第二大股东，武汉水务仍为公司控股股东，武汉市国资委仍为公司实际控制人，产权结构清晰。公司在治理结构、内部管理架构和部门设置等方面无重大变化。

2019年6月13日，该公司控股股东武汉水务与长江生态环保集团有限公司（简称“长江环保”）签署《关于武汉三镇实业控股股份有限公司国有股份转让协议》，武汉水务拟将其持有的武汉控股 106435454 股股份以非公开协议方式转让给长江环保，占公司总股本 15.00%。

2020年1月2日，该公司收到武汉水务书面通知，武汉水务于2019年12月30日收到其实际控制人武汉市城市建设投资开发集团有限公司转来的武汉市国资委《关于市水务集团转让武汉控股股份有关事项的批复》（武国资产权【2019】52号），同意武汉水务采取非公开协议方式，将所持公司 15.00% 股份（即 106435454 股）转让给长江环保，转让价格为 7.10 元/股，股份转让总价款为人民币 755691723.40 元。2019年12月30日，长江环保已完成全部股权转让款项的支付。

长江环保由中国长江三峡集团有限公司全资持股，于2018年12月13日在湖北武汉注册成立。长江环保依托长江经济带建设，负责与生态、环保、洁能、清洁能源相关的规划、投资、建设、运营、技术研发和服务等，依法经营相应的国有资产。

截至2020年3月末，武汉水务持有公司 40.18% 的股权，仍为公司第一大股东，公司实际控制人仍为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“武汉市国资委”），公司控股股东及实际控制人未产生变化；长江环保有限公司 15.00% 股份，成为公司第二大股东。

根据该公司于2020年6月30日发布的关于修订《公司章程》的公告，公司对《公司章程》的部分条款进行了修订，并相应调整了条款序号，包括重新定义公司经营范围，董事会由原来的 9 名董事改为 11 名董事等相关条款。

跟踪期内，该公司在治理结构、内部管理架构和部门设置等方面无重大变化。

该公司关联交易主要体现为向关联方购销商品、提供和接受劳务、关联担保和关联方资金拆借等。2019年，公司采购商品接受劳务发生金额合计 6.42 亿元，其中因固定资产更新改造，向关联方武汉市水务建设工程有限公司（简称“武汉水务建设”）和北京碧水源科技股份有限公司（简称“碧水源”）分别采购商品/接受劳务 3.32 亿元¹¹和 3.01 亿元¹²；同期出售商品、提供劳务发生金

¹¹ 武汉市水务建设工程有限公司为隶属于武汉水务，武汉水务（包括其子公司）承接的更新改造及大修理工程以同等条件下的国家标准定额及市场同类交易价格为依据确定合同金额，如工程金额较大，则应根据有关法律法规通过公开招标方式确定最终中标单位及中标价格；水务集团下属水务工程公司若中标公司固定资产投资工程项目，则按照其中标价格确定关联交易金额。

额合计 1.78 亿元，主要系因自来水销售业务向武汉市自来水出售商品/提供劳务 1.72 亿元¹³。

关联担保方面，截至 2019 年末，该公司对宜都水务环境科技有限公司和仙桃水务环境科技有限公司的借款分别担保 0.13 亿元和 1.32 亿元。关联方资金拆借方面，截至 2019 年公司向武汉水务建设和武汉市城市建设投资开发集团有限公司（简称“武汉城投”）分别借入金额 0.03 亿元和 10.18¹⁴亿元，截至 2019 年末，上述 2 笔款项已归还。

截至 2019 年末，该公司应收关联方款项合计 0.25 亿元。其中应收账款合计 0.19 亿元，主要为应收武汉自来水和碧水源款项；其他应收款合计 0.04 亿元；其他非流动资产合计 0.02 亿元主要为预付给武汉市水务建设的设备和工程款。公司应付关联方款项合计 11.92 亿元，其中应付账款合计 7.80 亿元，主要为应付武汉水务、武汉水务建设、武汉自来水和碧水源等公司的款项；其他应付款合计 4.12 亿元，主要为应付武汉城投、武汉水务和武汉自来水等款项。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 7 月 9 日，公司无债务违约记录。根据 2020 年 7 月 9 日国家企业信用信息公示系统和中国执行信息公开网查询结果，未发现公司存在重大经营异常情况。

图表 16. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	本部	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	证券期货市场失信记录查询平台	2020-07-09	无	无	无
各类债券还本付息	Wind 资讯	2020-07-09	无	无	无
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台；天眼查	2020-07-09	无	无	无
工商	公司反馈	2020-07-09	无	无	无
质量	公司反馈	2020-07-09	无	无	无
安全	公司反馈	2020-07-09	无	无	无

资料来源：根据武汉控股所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

¹² 根据该公司公告，公司与碧水源之间提供商品和劳务的关联交易主要为控股子公司武汉市水务环境科技有限公司向碧水源相关水务项目提供污水处理设备及配套服务。如设备采购采用招投标方式则根据投标结果确定交易金额，如直接向碧水源提供则按照设备采购合理成本加上一定毛利的方式进行定价，遵循公平合理的定价原则。

¹³ 因该公司自来水由武汉自来水代销。

¹⁴ 根据武汉市人民政府武政（2005）23 号文的批准，公司控股子公司武汉长江隧道建设有限公司与武汉城投签订了《关于国家开发银行贷款转借管理的协议》，根据协议规定，武汉城投将其为建设武汉长江隧道项目而向国家开发银行取得的贷款转借给公司，转借总额为人民币 10.18 亿元，借款期限为 2005 年 10 月 1 日至 2019 年 9 月 26 日。截至 2019 年 12 月 31 日，该笔借款已归还，无应付未付利息。

财务

跟踪期内，随着污水改扩建项目投入规模的扩大，该公司负债规模增幅明显，资产负债率上升，短期偿债压力较大；公司供水业务的现金回笼能力较强，污水处理费等受财政拨付周期因素影响而有所滞后，总体回款效率较低，但跟踪期内公司收到武汉市人民政府相关机构支付的截至 2018 年末应收污水处理费，经营性现金流大幅改善。

1. 数据与调整

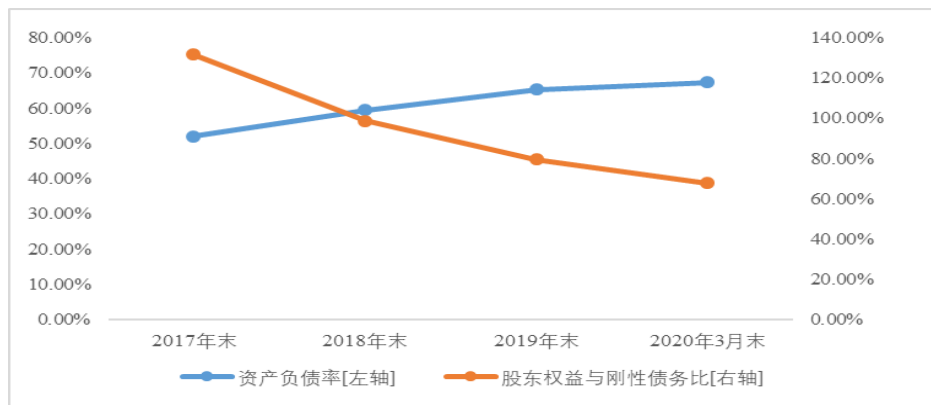
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2019 年末和 2020 年 3 月末，该公司合并口径下为 2 家全资子公司和 6 家控股子公司，与 2018 年末保持一致。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据武汉控股所提供数据绘制。

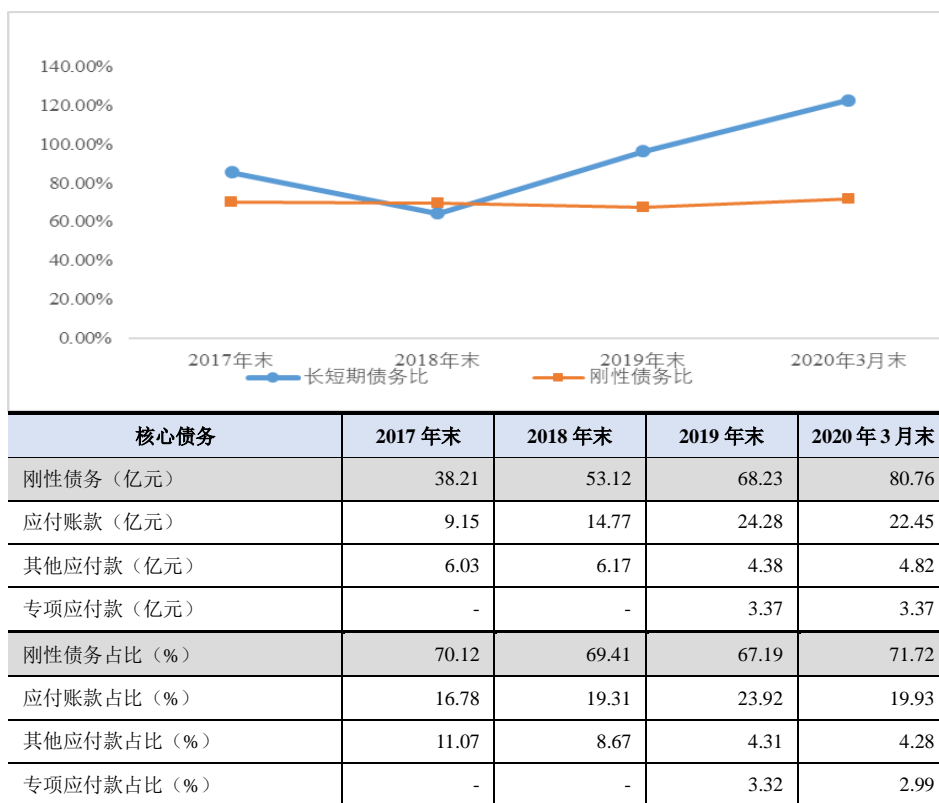
跟踪期内，该公司对自来水厂和管网进行改扩建以及新建污水处理厂，所需资金较多，除部分来自于自有资金及财政拨款外，主要通过商业银行借款、发行债券、世界银行和外国政府贷款以及国债转贷款满足资金需求，公司负债规模逐年上升。2019 年末及 2020 年 3 月末，负债总额分别为 101.54 亿元和 112.61 亿元，资产负债率分别为 65.19% 和 67.30%，2019 年末较上年末增长 5.83 个百分点。从股东权益与刚性债务比来看，2019 年末及 2020 年 3 月末，股东权益与刚性债务比率分别为 79.45% 和 67.76%，2019 年末较上年末下降 19.19 个百分点，股东权益对刚性债务覆盖能力逐步减弱。

该公司自上市以来每年均保持一定的分红。2017-2019 年，公司分别派发

含税现金红利总额 0.99 亿元、0.84 亿元和 0.75 亿元，分别占当年净利润的 30.48%、30.02%和 30.01%，对公司利润留存造成一定影响。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据武汉控股所提供数据绘制。

从负债期限结构来看，2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 96.41%和 122.61%，受新增较多长期借款以及发行债券的影响，债务结构呈长期化。同期末负债总额分别为 101.54 亿元和 112.61 亿元，2019 年末较上年末增长 32.69%，主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和专项应付款等构成，同期末刚性债务分别为 68.23 亿元和 80.76 亿元，分别占负债总额的比重为 67.19%和 71.72%；应付账款分别为 24.28 亿元和 22.45 亿元，2019 年末较上年末增长 64.37%系公司工程项目增加，应付工程进度款相应增加；其他应付款（不含应付股利及应付利息）分别为 4.38 亿元和 4.82 亿元，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 3.64 亿元及应付武汉水务重组土地瑕疵款 0.46 亿元；专项应付款分别为 3.37 亿元和 3.37 亿元，2019 年末大幅增长主要系子公司仙桃水务环境科技有限公司及黄梅济泽污水处理有限公司分别收到政府发放的用于乡镇生活污水治理的专项债券资金以及将原列入递延收益核算的仙桃市郑场镇新建污水处理工程项目建设资金 0.10 亿元和中央水污染防治专项资金 0.50 亿元转入专项应付款所致。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	13.22	24.69	22.00	22.35
其中: 短期借款	9.80	15.75	19.08	19.30
应付票据	0.08	0.18	0.99	0.86
一年内到期非流动负债	2.91	8.30	1.49	1.66
其他短期刚性债务	0.43	0.47	0.44	0.54
中长期刚性债务合计	24.99	28.42	46.23	58.41
其中: 长期借款	14.47	22.54	40.34	43.86
应付债券	9.54	3.49	3.49	12.15
其他中长期刚性债务	0.97	2.40	2.40	2.40
综合融资成本 (年化, %)	3.64	4.79	4.67	-

资料来源: 根据武汉控股所提供数据整理, 综合融资成本系根据财务报表数据估算, 综合融资成本= (资本化利息支出+费用化利息支出) / [(期初刚性债务+期末刚性债务) / 2]。

2019 年末及 2020 年 3 月末, 该公司刚性债务分别为 68.23 亿元和 80.76 亿元, 主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成, 其中短期借款分别为 19.08 亿元和 19.30 亿元, 2019 年末较上年末增长 21.14%, 系公司为生产经营需要增加借款所致; 长期借款分别为 40.34 亿元和 43.86 亿元, 2019 年末较上年末增长 78.98%, 2019 年长期借款主要由质押借款 2.76 亿元 (借款利率区间为 4.90-5.88%)、保证借款 14.53 亿元 (借款利率为 4.90%)¹⁵和信用借款 23.04 亿元 (借款利率区间为 3.11-5.64%) 构成。2019 年末及 2020 年 3 月末长期应付款分别为 2.40 亿元和 2.40 亿元, 主要为子公司排水公司将国家开发银行的借款置换为地方债。

除银行借款外, 该公司通过发行债券的方式直接融资, 2019 年末及 2020 年 3 月末, 应付债券分别为 3.49 亿元和 12.15 亿元, 2020 年 3 月末较上年末大幅增长主要系公司于 2020 年 3 月发行的企业债“20 武控绿色债”, 期限为 5 年, 募集资金 8.70 亿元, 发行利率为 3.60%。从发行利率来看, 公司筹资成本较低。

¹⁵ 该公司子公司排水公司由公司为其提供担保, 取得由中国光大银行股份有限公司武汉分行作为牵头行、中国进出口银行湖北省分行及中国建设银行股份有限公司武汉硚口支行作为联合牵头行、中国光大银行股份有限公司武汉分行作为主代理行、中国建设银行股份有限公司武汉硚口支行作为副代理行的 15.53 亿元的银团贷款。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	444.40	524.13	550.62	-
营业收入现金率（%）	75.82	68.53	123.71	3.64
业务现金收支净额（亿元）	0.49	1.46	10.67	-0.97
其他因素现金收支净额（亿元）	1.04	1.31	0.18	0.03
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.52	2.77	10.84	-0.94
EBITDA（亿元）	7.83	8.21	9.10	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.25	0.18	0.15	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.86	3.76	3.18	-

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指剔除“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经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2019 年，受益于武汉市人民政府相关机构支付截至 2018 年末污水处理费，该公司收回污水处理费增加，现金回笼改善；2020 年第一季度，供水业务和污水处理业务等受新冠疫情影响支付周期有所滞后。2019 年及 2020 年第一季度，营业收入现金率分别为 123.71% 和 3.64%。

2019 年，该公司实现经营性现金净流入 10.84 亿元，同期销售商品、提供劳务收到的现金为 18.92 亿元，同比增长 90.23% 系本期收回的污水处理服务费增加；收到其他与经营活动有关的现金为 0.64 亿元，同比减少 69.50% 主要系收到的政府补贴减少所致。2020 年第一季度，销售商品、提供劳务收到的现金为 0.12 亿元，同比减少 94.56%，主要系受新冠疫情影响，资金回笼滞后所致，同期经营性现金净流出 0.94 亿元，随着新冠疫情逐步缓解及武汉市解封后经济逐步恢复，预计公司经营性现金流将逐步好转。

该公司 EBITDA 主要由固定资产折旧、利息支出和利润总额等构成，2017-2019 年 EBITDA 分别为 7.83 亿元、8.21 亿元和 9.01 亿元，2019 年公司 EBITDA 可对利息支出形成有效覆盖，对刚性债务的覆盖程度较弱。

(2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-	-	-0.76	-
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	-12.92	-11.90	-17.60	-4.81
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.04	0.01	-0.01	-

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
投资环节产生的现金流量净额	-12.97	-11.89	-18.37	-4.81

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

近年来该公司水务项目投资力度较大，先后完成南太子湖四期扩建项目和东西湖区污水处理厂一期 BOT 项目等。2019 年及 2020 年第一季度，投资性现金净流出额分别为 18.37 亿元和 4.81 亿元，供水和污水处理业务在建项目较多，预计未来投资支出将维持在较高水平。

(3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
权益类净融资额	-0.53	-0.53	-0.73	0.31
债务类净融资额	13.47	13.50	11.79	14.51
其中：现金利息支出	1.14	1.67	2.82	0.66
其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.77	-0.11	0.01
筹资环节产生的现金流量净额	12.94	13.73	10.44	11.82

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

该公司项目投资的资金缺口主要通过银行借款和发行债券等方式解决，2019 年及 2020 年第一季度，公司取得借款收到的现金分别为 42.98 亿元和 18.46 亿元，偿还债务支付的现金为 28.77 亿元和 5.99 亿元，同期筹资性现金净流量分别为 10.44 亿元和 11.82 亿元。

综合而言，该公司经营活动现金流入较为充沛，但供水厂和污水处理厂改扩建工程前期投资规模较大，经营活动现金流入不能满足公司投资需求，加之存量债务的还本付息，短期内筹资活动净流入仍会保持在一定规模。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	25.67	36.16	38.21	48.03
	24.51	28.05	24.53	28.70
其中：货币资金（亿元）	6.55	11.37	14.40	20.45
应收账款（亿元）	17.55	23.82	22.24	25.81
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	79.05	92.76	117.55	119.30
	75.49	71.95	75.47	71.30
其中：固定资产（亿元）	58.31	58.67	60.00	59.07
在建工程（亿元）	13.50	27.09	47.07	48.41
无形资产（亿元）	4.52	4.40	7.18	7.20

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
长期股权投资（亿元）	1.00	1.13	2.04	2.04

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

近年来该公司资产规模持续扩张，2019 年末及 2020 年 3 月末，资产总额分别为 155.76 亿元和 167.33 亿元，其中非流动资产占比分别为 75.47% 和 71.30%，公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产等，与水务企业特征相符。2019 年末及 2020 年 3 月末，固定资产分别为 60.00 亿元和 59.07 亿元，主要为长江隧道工程、房屋建筑物、机器设备和运输工具等，2019 年末较上年末增长 2.26% 系南太子湖四期扩建项目转固所致；在建工程分别为 47.07 亿元和 48.41 亿元，2019 年较上年末大幅增长，主要系北湖污水处理厂、仙桃市乡镇污水处理厂 PPP 项目、汤逊湖污水改扩建三期和黄家湖污水处理厂三期改扩建工程等项目的持续投入所致；无形资产分别为 7.18 亿元和 7.20 亿元，主要为土地使用权和特许经营权构成，2019 年末较上年末增长 63.26% 系新增武汉市济泽污水处理厂有限公司及宜都水务环境科技有限公司的 BOT 项目特许经营权。

该公司流动资产主要包括货币资金和应收账款等，2019 年末及 2020 年 3 月末，货币资金分别为 14.40 亿元和 20.45 亿元，2019 年末受限货币资金为 0.32 亿元，主要为票据保证金、履约保函保证金及信用证保证金，受限规模较小；应收账款分别为 22.24 亿元和 25.81 亿元，主要系子公司排水公司应收的污水处理费。

受限资产方面，2019 年末，该公司受限资产合计 0.32 亿元，主要系受限的货币资金。除此之外，2019 年末该公司存在质押借款 2.76 亿元，以其所属的部分污水处理厂特许经营权、黄梅县乡镇污水处理 PPP 项目的未来收益权和仙桃市乡镇生活污水处理 PPP 项目特许经营权以及未来经营收入形成的应收账款等为质押物。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	87.40	77.65	73.90	94.94
速动比率（%）	86.69	77.52	73.84	94.75
现金比率（%）	23.10	24.41	27.86	40.42
短期刚性债务现金覆盖率（%）	51.33	46.04	65.46	91.48

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 73.90% 和 94.94%，速动比率分别为 73.84% 和 94.75%，流动资产对流动负债的覆盖水平尚可，但公司流动资产中应收账款较多，相关款项的回收效率将对流动资产的实际质量产生较大影响。公司账面货币资金存量尚可，同期末分别为 14.40 亿元

和 20.45 亿元，现金比率分别为 27.86% 和 40.42%，受限规模较小，货币资金对短期债务有一定保障能力。

6. 表外事项

2012 年 10 月 23 日，该公司下属隧道公司收到武汉仲裁委员会《仲裁通知书》[(2012)武仲受字第 00899 号]和《仲裁申请书》：长江隧道工程项目设计采购施工总承包单位中铁隧道集团有限公司联合体(以下简称“联合体”)成员之一的中铁隧道集团有限公司(以下简称“中隧集团”)已将其与长江隧道公司建设工程施工合同的纠纷事项向武汉仲裁委员会提出仲裁申请。

2020 年 1 月 20 日，长江隧道公司收到武汉市仲裁委员会《武汉仲裁委员会裁决书》[(2020)武仲裁字第 0001226 号]，长江隧道公司与中隧集团就上述纠纷事项已由武汉仲裁委员会依法作出裁决，根据仲裁裁决，长江隧道公司须向中隧集团支付工程款 9380.04 万元，并支付截止至 2016 年 12 月 31 日的逾期利息 2404.26 万元。根据仲裁裁决结果，长江隧道公司应于仲裁裁决书送达次日起 15 日内向中隧集团支付工程款 9380.04 万元、截止至 2016 年 12 月 31 日的逾期利息 2404.26 万元以及应支付仲裁费和鉴定费合计 1.19 亿元，受此次新冠疫情的影响，上述仲裁裁决履行及其后续工作尚在进行中。

7. 母公司/集团本部财务质量

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 50.58 亿元和 59.89 亿元，主要由货币资金 2.27 亿元、长期股权投资和其他非流动资产等构成，其中长期股权投资分别为 35.13 亿元和 35.13 亿元，占资产总额比重分别为 69.45% 和 58.66%；公司本部刚性债务分别为 9.48 亿元和 18.79 亿元，主要由长短期借款和应付债券构成。跟踪期内，公司本部刚性债务规模大幅增长，本部偿债压力增大。

该公司本部口径经营部分水务业务，2019 年及 2020 年第一季度，本部实现收入分别为 2.18 亿元和 0.43 亿元，净利润分别为-0.29 亿元和-0.02 亿元。同期分别实现经营性现金净流入 0.25 亿元和-0.30 亿元，2020 年第一季度受新冠疫情影响经营性现金流呈净流出状态，总体而言，本部盈利能力较弱。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司运营长江隧道，持续获得政府拨予的资本补贴和运营补贴，2017-2019 年营业外收入分别为 0.28 亿元、0.28 亿元和 0.29 亿元，主要为隧道资本投入补贴，且 2017-2019 年其他收益分别为 1.72 亿元、1.60 亿元和 1.34 亿元，主要系收到隧道公司运营成本费用补贴，补贴可持续性较强，对盈利

有较好补充。

2. 国有大型金融机构支持

该公司股东背景强，在区域水务市场内处于垄断地位，综合实力强，可对其提供一定支持。公司与多家商业银行保持着较密切的合作关系，截至 2019 年末，公司获得商业银行授信额度合计为 72.60 亿元，已使用额度 48.32 亿元，尚可使用额度 24.29 亿元。此外，公司已在上海证券交易所上市，可通过发行股份等方式融资，融资渠道较畅通。

跟踪评级结论

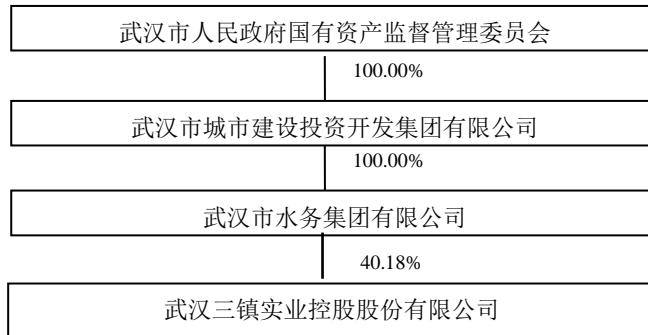
跟踪期内，长江环保入股该公司，成为其第二大股东，武汉水务仍为公司控股股东，武汉市国资委仍为公司实际控制人，产权结构清晰。公司在治理结构、内部管理架构和部门设置等方面无重大变化。

该公司主要从事武汉市的污水处理及汉口地区自来水供应业务。2019 年业务整体发展良好，但由于污水处理及供水业务具有价格调整阶段性和成本上升持续性的特征，整体盈利状况有所波动。2020 年第一季度受新冠疫情疫情影响，公司业务整体盈利能力有所下滑。

跟踪期内，随着污水改扩建项目投入规模的扩大，该公司负债规模增幅明显，资产负债率上升，短期偿债压力较大；公司供水业务的现金回笼能力较强，污水处理费等受财政拨付周期因素影响而有所滞后，总体回款效率较低，但跟踪期内公司收到武汉市人民政府相关机构支付的截至 2018 年末应收污水处理费，经营性现金流大幅改善。

附录一：

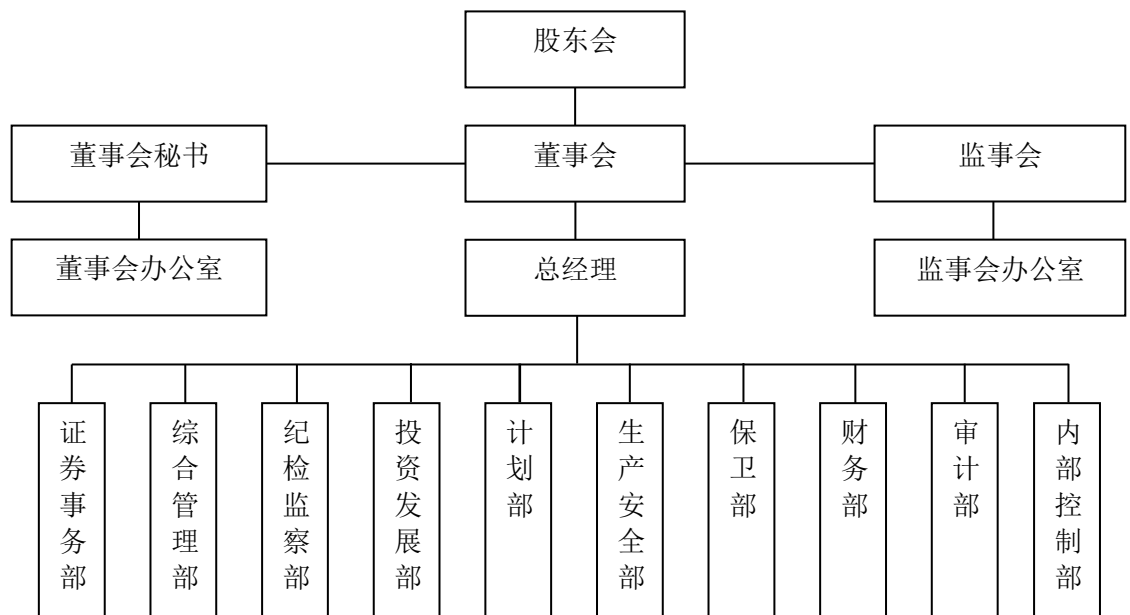
公司与实际控制人关系图



注：根据武汉控股提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据武汉控股提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					负债总额(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)	
武汉市水务集团有限公司	武汉水务	公司之控股股东	55.18	水务	250.97	88.34	70.75	4.93	2.35	
武汉三镇实业控股股份有限公司	武汉控股	本级	—	水务	11.32	39.26	2.18	-0.29	0.25	
武汉市城市排水发展有限公司	排水公司	核心子公司	100.00	污水处理	83.34	38.60	13.24	2.92	10.02	
仙桃水务环境科技有限公司	仙桃水务	子公司	45.90 ¹⁶	污水处理	5.77	0.76	-	0.01	-0.01	
武汉长江隧道建设有限公司	隧道公司	子公司	80.00	隧道运营	5.93	8.01	-	-	0.003	
宜都水务环境科技有限公司	宜都水务	子公司	51.00	污水处理	0.35	0.14	0.04	-0.01	-0.02	
武汉水务环境科技有限公司	环境科技	子公司	51.00	污水处理	0.29	0.23	0.26	0.01	0.26	

注：根据武汉控股 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

¹⁶ 该公司持有仙桃水务环境科技有限公司 45.90%的股权，对仙桃水务环境科技有限公司的表决权比例亦为 45.90%。虽然公司持有仙桃水务环境科技有限公司的表决权比例未达到半数以上，但本公司能够控制仙桃水务环境科技有限公司，理由如下：本公司为仙桃水务环境科技有限公司第一大股东，仙桃水务环境科技有限公司的其他股东的表决权比例虽合计为 54.10%，但没有迹象表明其他股东会集体表决；公司有权任免仙桃水务环境科技有限公司董事会中的多数成员；公司有权主导仙桃水务环境科技有限公司的经营活动并享有可变回报。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	104.72	128.92	155.76	167.33
货币资金 [亿元]	6.55	11.17	14.40	20.45
刚性债务[亿元]	38.21	53.12	68.23	80.76
所有者权益 [亿元]	50.23	52.39	54.21	54.72
营业收入[亿元]	12.51	14.51	15.29	3.35
净利润 [亿元]	3.24	2.81	2.51	0.51
EBITDA[亿元]	7.83	8.21	9.01	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.52	2.77	10.84	-0.94
投资性现金净流入量[亿元]	-12.97	-11.89	-18.37	-4.81
资产负债率[%]	52.03	59.36	65.19	67.30
权益资本与刚性债务比率[%]	131.47	98.64	79.45	67.76
流动比率[%]	87.40	77.65	73.90	94.94
现金比率[%]	23.10	24.41	27.86	40.42
利息保障倍数[倍]	4.00	2.14	1.77	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	444.40	524.13	550.62	—
毛利率[%]	25.47	28.93	29.92	33.47
营业利润率[%]	26.25	19.34	17.15	15.89
总资产报酬率[%]	4.78	4.01	3.52	—
净资产收益率[%]	6.60	5.48	4.70	—
净资产收益率*[%]	6.99	5.71	4.91	—
营业收入现金率[%]	75.82	68.53	123.71	3.64
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.50	7.30	22.07	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.62	-13.92	-8.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.86	3.76	3.18	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.18	0.15	—

注：表中数据依据武汉控股经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 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、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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

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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《水务行业信用评级方法》（发布于 2020 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。