

武汉三镇实业控股股份有限公司  
及其发行的 14 武控 02 与 G20 武控

# 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(2021)100042】

**评级对象:** 武汉三镇实业控股股份有限公司及其发行的 14 武控 02 与 G20 武控

	14 武控 02	G20 武控
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AA+/稳定/AA+/2021 年 5 月 14 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 5 月 14 日
<b>前次跟踪:</b>	AA+/稳定/AA+/2020 年 7 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 7 月 29 日
<b>首次评级:</b>	AA+/稳定/AA+/2016 年 6 月 2 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 30 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	2.27	0.81	1.50
刚性债务	11.47	9.48	18.97
所有者权益	40.22	39.26	38.18
经营性现金净流入量	0.76	0.25	-0.16
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	128.92	155.76	163.29
总负债	76.52	101.54	107.10
刚性债务	53.12	68.23	80.57
所有者权益	52.39	54.21	56.19
营业收入	14.51	15.29	16.44
净利润	2.81	2.51	2.55
经营性现金净流入量	2.77	10.84	11.24
EBITDA	8.21	9.01	10.32
资产负债率[%]	59.36	65.19	65.59
权益资本与刚性债务比率[%]	98.64	79.45	69.74
流动比率[%]	77.65	73.90	81.39
现金比率[%]	24.41	27.86	31.85
利息保障倍数[倍]	2.14	1.77	1.63
净资产收益率[%]	5.48	4.70	4.61
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.30	22.07	22.75
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.92	-8.45	-8.81
EBITDA/利息支出[倍]	3.76	3.18	2.84
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.15	0.14

注: 根据武汉控股经审计的 2018-2020 年度财务数据整理、计算。

### 分析师

林巧云 lqy@shxsj.com  
 楼雯仪 lwy@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 14 武控 02 及 G20 武控的跟踪评级反映了 2020 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。
- **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

大的投融资压力。

## 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，截至 2020 年末已支付 14.00 亿元。新世纪评级将持续关注款项的回收情况。

## ➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



# 武汉三镇实业控股股份有限公司 及其发行的 14 武控 02 与 G20 武控 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照武汉三镇实业控股股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）和 2020 年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券（分别简称“14 武控 02”及“G20 武控”）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 2020 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 2021 年 4 月 23 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 (亿元)	存续金额 (亿元)	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
G20 武控	8.70	8.70	5 年	3.60	2020-03-12	2025-03-12	正常付息，尚未开始偿还本金

资料来源：武汉控股

“14 武控 02”募集资金全部用于补充流动资金，以满足该公司的日常生产经营需求。截至 2021 年 3 月末，募集资金已全部使用完毕。

“G20 武控”募集资金用于项目建设和补充营运资金。截至 2021 年 3 月末，募集资金已使用 8.44 亿元。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资

的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势

仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业因素

水务行业的传统领域包括供水和污水处理两个子行业，行业发展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。固定资产投资方面，供水固定资产的投资随我国城镇化的推进而逐步增长，整体趋势稳定；而污水处理方面，预计在新增管网、处理设施以及提标改造等方面仍将保持较大的投资需求。此外，随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理的需求升级，政策持续推动下黑臭水体治理和长江大保护新兴领域需求快速增长，市场发展潜力较大。

### 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。2019 年，我国水资源总量为 29041.0 亿立方米<sup>1</sup>，同比增长 5.75%，人均水资源量 2077.70 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，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。2017-2019 年，全国用水总量分别为 6043.4 亿吨、6015.50 亿吨和 6021.20 亿吨，其中 2019 年生活用水、农业用水、工业用水和人工生态环境用水占用水总量的比重分别为 14.50%、61.20%、20.20%和 4.10%，近三年用水格局基本稳定。

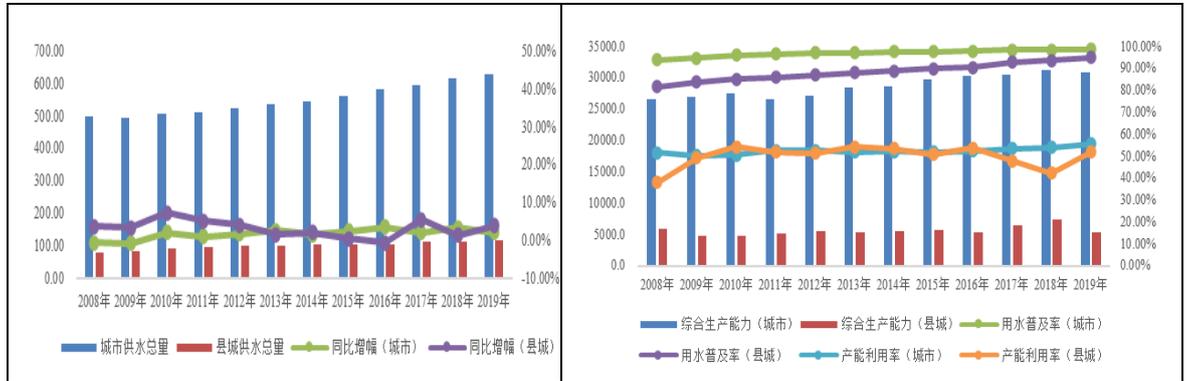
城市供水方面<sup>2</sup>，2017-2019 年，全国城市供水总量分别为 593.76 亿吨、614.64 亿吨和 628.30 亿吨，保持稳定增长态势，其中生活用水占比维持在 53%-55%，生产用水占比维持在 25%-28%。县城供水方面，2017-2019 年，全

<sup>1</sup> 数据来源：中华人民共和国水利部《2019 年中国水资源公报》。

<sup>2</sup> 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 12 月公布的《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》。

国县城供水总量分别为 112.84 亿吨、114.51 亿吨和 119.09 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运营奠定了良好的基础。

**图表 2. 2008-2019 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：《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2017-2019 年，全国城市的供水固定资产投资总额分别为 580.1 亿元、543.0 亿元和 560.1 亿元；2019 年末，全国城市供水综合生产能力为 3.09 亿吨/日，同比小幅下降 1.00%；产能利用率为 55.71%<sup>3</sup>，同比上升 1.76 个百分点；用水普及率为 98.78%，同比上升 0.42 个百分点。2017-2019 年，全国县城供水固定资产投资总额分别为 226.3 亿元、144.1 亿元和 168.11 亿元；2019 年末全国县城供水综合生产能力为 0.63 亿吨/日，同比减少 14.98%；产能利用率为 51.76%，同比上升 9.45 个百分点；用水普及率为 95.06%，同比上升 1.26 个百分点。

整体来看，近年来城市和县城供水固定资产投资增幅呈周期性波动，但目前城市和县城的供水普及率均已处于较高水平，自 2018 年起整体投资规模相对下降，且产能利用率均维持在 50%左右，行业发展趋稳，短期内新增供水能力压力不大。

### b) 污水处理

2017-2019 年<sup>4</sup>，我国城市污水排放量分别为 492.39 亿吨、521.12 亿吨和 554.65 亿吨，污水处理量分别为 465.49 亿吨、497.61 亿吨和 525.85 亿吨，污水处理率分别为 94.54%、95.49%和 96.81%。2017-2019 年，我国县城污水排放量分别为 95.07 亿吨、99.40 亿吨和 102.30 亿吨，污水处理量分别为 87.77 亿吨、90.64 亿吨和 95.01 亿吨，污水处理率分别为 90.21%、91.16%和 93.55%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长。从污水处理率角度看，城市和县城污水处理率均已处于较高水平，但仍有一定上升空间。

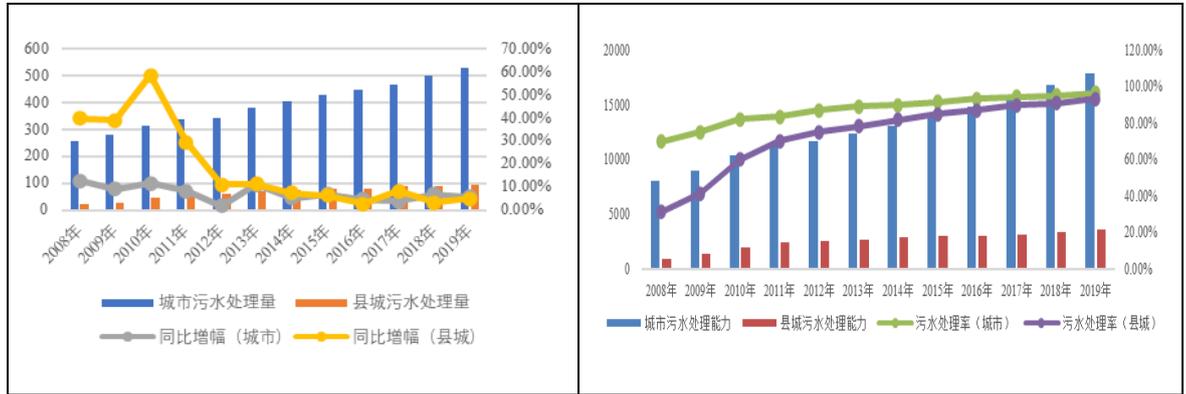
固定资产投资方面，2017-2019 年，全国城市污水处理及其再生利用固定

<sup>3</sup> 根据 2019 年全国城市供水总量和综合生产能力测算。

<sup>4</sup> 以下二段数据取自国家住建部于 2020 年 12 月公布的《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》。

资产投资分别为 450.8 亿元、802.6 亿元、803.7 亿元；2017-2019 年县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 104.7 亿元、168.0 亿元和 176.0 亿元。截至 2019 年末，我国城市共有污水处理厂 2471 座，比上年末增加 150 座，日污水处理能力为 17863 万吨，同比增长 5.82%；2019 年末县城共有污水处理厂 1669 座，比上年末增加 71 座，日污水处理能力为 3587 万吨，同比增长 6.53%。

**图表 3. 2008-2019 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：《2019 年城乡建设统计年鉴》和《2019 年城市建设统计年鉴》

### c) 水环境综合治理

随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理需求升级，在持续的政策的支持下，黑臭水体治理和长江大保护等新兴领域的需求正快速增长，2020 年黄河流域治理也被提上日程，上述市场发展潜力较大，但此类项目一般投资规模大，通过 PPP 模式开展，存在前期投资压力大，资金回笼时间长等特点，对参与企业的投融资能力提出了更高的要求。

2015 年 4 月，国务院出台《水污染防治行动计划》（简称“《水十条》”），黑臭水体第一次被纳入总量控制目标。截至 2020 年 11 月 30 日，根据全国城市黑臭水体整治监管平台，黑臭水体整治项目总认定数为 2869 个，其中已完成治理的项目共 2313 个，治理中项目 556 个。根据《水十条》的要求，地级及以上城市建成区需于 2017 年底前实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口，于 2020 年底前完成黑臭水体治理目标；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。根据《三年行动方案》，目标经过 2019-2021 年 3 年努力，基本消除黑臭水体。生态环境部公布 2019 年统筹强化监督（第一阶段）黑臭水体专项排查情况，全国 259 个地级城市黑臭水体数量 1807 个，消除比例 72.1%。其中，长江经济带 98 个地级城市黑臭水体数量 1048 个，消除比例 74.4%，整体完成情况尚可，但全国仍有 77 个城市黑臭水体消除比例低于 80%，19 个城市消除比例为 0。

自 2016 年起，在国家高度重视长江经济带生态环境保护的背景下，中央各部委推出一系列长江大保护相关政策。2016 年 5 月，中共中央政治局发布《长江经济带发展规划纲要》提出长江经济带发展的战略定位必须坚持生态优先、绿色发展，共抓大保护，建立生态环境硬约束机制。2017 年 10 月，生态环境部、发改委和水利部发布《重点流域水污染防治规划》（2016-2020 年）。

2018年3月财政部印发《关于建立健全长江经济带生态补偿与保护长效机制的指导意见》，旨在通过统筹一般性转移支付和相关专项转移支付资金，建立激励引导机制，明显加大对长江经济带生态补偿和保护的资金投入力度。在持续的政策支持下，长江流域的环境治理仍有较大空间，预计未来投入资金规模较大。

黄河流域治理在我国生态安全方面战略地位较高。根据《2020年政府工作报告》中提出要推进长江经济带共抓大保护，编制黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要。受此影响，各省市分别启动编制本省区的规划方案，共同推进黄河流域生态保护和高质量发展。在长江大保护的基础上，黄河流域生态保护和高质量发展也在逐步推进，水环境流域修复市场空间较大。

**从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价相对于国外水平仍然偏低，其既不能反映市场供求关系，也不能反映资源稀缺程度和环境污染治理成本，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<sup>5</sup>、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11月末，全国36个大中城市居民生活用水价格（不含污水处理费、水价附加等）分别为2.19元/吨、2.26元/吨、2.29元/吨和2.30元/吨<sup>6</sup>。根据《城市供水价格管理办法》，供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率8-10%；其中主要靠政府投资的，企业净资产利润率不得高于6%；主要靠企业投资的，还贷期间净资产利润率不得高于12%，还贷结束后恢复到平均值水平。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11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，污水处理收费标准基本达到要求。

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> 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。

## B. 政策环境

2020 年以来，水务行业相关政策推动力度持续，长江保护修复开启导致水环境治理领域市场进一步扩容，同时长江经济带生态环境保护相关政策继续出台，进一步推进行业投融资。

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》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，但同时，区域范围内规模以上工业企业数量在全国占比 49%。长期以来，中上游地区经济发展过度依赖资源消耗、规模扩张的粗放发展模式，化工园区存在缺乏科学管理、产业结构不合理、发展机制落后等问题，对当地环境造成巨大压力。长江生态保护工作的启动，是继集中式饮用水水源地治理、城市黑臭水体治理之后，水环境治理市场的进一步扩容。

2020 年 6 月，国家发改委、财政部、生态环境部等有关部门共同研究编制了《全国重要生态系统保护和修复重大工程总体规划（2021-2035 年）》，指出 2021-2025 年，要着重抓好国家重点生态功能区、生态保护红线、重点国家级自然保护地等区域的生态保护和修复，解决一批重点区域的核心生态问题，将全国重要生态系统保护和修复重大工程规划布局在黄河重点生态区（含黄土高原生态屏障）、长江重点生态区（含川滇生态屏障）等重点区域。随着水务行业相关政策推动力度持续，长江保护修复和黄河河流域治理开启导致水环境治理领域市场进一步扩容。

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》	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；要求付费与完全的产出绩效挂钩，对项目分类指导，推进项目落地；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。
2019/4	《长江经济带绿色发展专项中央预算内投资管理暂行办法》	根据专项中央预算内投资补助标准，生态环境突出问题整改项目、长江生态环境污染治理“4+1”工程项目、绿色发展示范工程、长江干支流水生态环境监测项目，对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的 45%、60%予以补助；沿江黑臭水体整治项目对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的 45%、60%予以补助，单个项目不超过 1 亿元。
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。
2019/6	《水污染防治资金管理暂行办法》	加强水污染防治资金使用管理。

发布时间	政策/会议	主要内容
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	《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》	2020-2022 年开展试点，探索建立流域生态补偿标准核算体系，完善目标考核体系、改进补偿资金分配办法，规范补偿资金使用。
2020/5	《关于营造更好发展环境 支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》	围绕营造公平开放的市场环境、完善稳定普惠的产业支持政策、推动提升企业经营水平、畅通信息沟通反馈机制等方面，提出了十二条支持民营节能环保企业健康发展的政策措施。
2020/6	《全国重要生态系统保护和修复重大工程总体规划（2021-2035 年）》	明确了到 2035 年全国生态保护和修复工作的总体要求和主要目标，提出了各项重大工程的重点任务和政策措施，包括黄河重点生态区和长江重点生态区生态保护和修复重大工程，形成了推进全国重要生态系统保护和修复重大工程的基本框架。

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

### C. 竞争格局/态势

水务行业资金密集度高，项目大型化、综合化特征明显，国有及国有控股企业凭借融资优势加大了行业资源整合力度。2020 年以来，债券市场风险事件不断，民企在融资方面的弱势已开始凸显。而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和工程类公司，自 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，导致部分民营水务企业债券出现违约。

另一方面，水务行业作为近年来政策大力推动的产业之一，发展得到国家政策支持，行业外资本进入仍然具有较强的驱动力。大型国有及国有控股企业凭借其融资便利及融资成本优势，大力度介入水务业务领域，尤其是污水处理业务领域。

我国环保行业经过多年发展，环境服务正逐渐从过去的点状、末端治理向生态文明建设转变，政府、工业园区等客户需要有一个综合的环境服务平台来给他们提供一揽子环境咨询策划和解决方案，而非原本以点原处理出发的水处理、土壤治理等专业化企业，因此这就需要环保企业（或联合体）同时具有设计、工程和大规模投资能力，环保企业的综合性、平台化已是大势所趋。

图表 5. 行业内核心样本企业 2020 年度基本数据概览（单位：亿元，万立方米/日）

核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标（产品或业务类别）				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%	净利润	经营性净现金流
北控水务集团有限公司*	全国	253.61	38.37	1418.70	2454.22	1744.01	67.25	52.41	-36.62
北京首创股份有限公司	全国	192.25	29.94	586.00	779.00	1005.68	64.81	16.02	44.54
成都环境投资集团有限公司	全国	84.13	28.07	301.80	311.54	596.11	68.53	10.34	33.35
中国水务投资有限公司	全国	52.48	31.20	-	-	241.05	69.73	3.75	20.16
天津创业环保集团股份有限公司	全国	33.64	35.04	31.50	537.60	188.03	59.68	6.06	5.32
中国光大水务有限公司*	全国	56.63	38.86	-	463.00	269.08	57.61	10.86	-13.22

资料来源：新世纪评级整理（\*单位为亿港元）。

#### D. 风险关注

2020 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，叠加疫情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，但我国水价相对于国外水平仍然偏低，导致大量行业内企业亏损，2020 年以来受新冠疫情影响我国经济增长压力加大，增速放缓，在此背景下，预计短期内水价调升压力加大。

随着《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仍将持续，水务企业通过增加药剂使用量或处理工序以提高出水水质，势必继续推高运营成本，此外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，区域财力偏弱的问题，水环境综合治理等新领域项目回款则主要为政府购买服务的方式，项目回款高度依赖于地方政府财力和支付意愿，而我国地方政府债务压力大，水务企业未来项目回款不确定性仍然较大。

易受融资环境变化的影响。近年来水务市场空间持续增长，我国水务行业基础设施投资加速，水务企业投融资压力大，非筹资性现金流持续净流出，融资能力对于企业现金流的维持至关重要。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其盈利能力。2020 年以来，受新冠疫情影响，水务企业补流需求提升，债券发行规模、发行利率有所提升，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。2020年初爆发的新冠疫情对武汉市经济财政影响较大，武汉市经济指标较上年有所下滑，但随着武汉市经济活动的恢复，经济指标降幅明显收窄，经济运行稳步复苏，仍需关注疫情冲击下武汉市经济恢复情况。

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。

2018-2020 年，武汉市分别实现地区生产总值 14847.29 亿元、16223.21 亿元和 15616.06 亿元，2020 年同比下降 4.7%。从三次产业完成情况看，第一产业增加值分别为 362.00 亿元、378.99 亿元和 402.18 亿元，2020 年同比下降 3.8%；第二产业增加值分别为 6377.75 亿元、5988.88 亿元和 5557.47 亿元，2020 年同比下降 7.3%；第三产业增加值分别为 8107.54 亿元、9855.34 亿元和 9656.41 亿元，2020 年同比下降 3.1%。2020 年三次产业结构由上年的 2.3:36.9:60.8 调整为 2.6:35.6:61.8。2020 年受新冠疫情影响，各项经济指标较上年有所下滑。

图表 6. 近年来武汉市主要经济指标情况（单位：亿元、%）<sup>7</sup>

指 标	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	14847.29	8.0	16223.21	7.4	15616.06	-4.7
其中：第一产业增加值（亿元）	362.00	2.9	378.99	3.0	402.18	-3.8
第二产业增加值（亿元）	6377.75	5.7	5988.88	6.5	5557.47	-7.3
第三产业增加值（亿元）	8107.54	10.1	9855.34	8.2	9656.41	-3.1
三次产业增加值比重（%）	2.4:43.0:54.6		2.3:36.9:60.8		2.6:35.6:61.8	
工业增加值（亿元）	5076.21	5.9	4539.11	6.5	4085.48	-9.3
规模以上工业总产值（亿元）	-	5.7	-	4.4	-	6.9
固定资产投资（亿元）	-	10.6	-	9.8	-	-11.8
社会消费品零售总额（亿元）	6843.90	10.5	7449.64	8.9	6149.84	-20.9
城镇居民人均可支配收入（元）	47359	9.1	51706	9.2	50362	-2.6
农村居民人均纯收入（元）	22652	8.5	24776	9.4	24057	-2.9
一般公共预算收入（亿元）	2900.24	9.3	2912.11	0.4	2392.77	-17.8

资料来源：根据武汉市国民经济和社会发展统计公报整理

2020 年武汉市实现一般公共预算总收入 2392.77 亿元，比上年下降 17.8%，其中地方一般公共预算收入 1230.29 亿元，下降 21.3%。地方一般公共预算收

<sup>7</sup> 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。

入中，税收收入 1041.06 亿元，下降 21.2%。一般公共预算支出 2407.00 亿元，增长 7.5%。受新冠疫情影响一般公共预算收入大幅下滑。

2020 年初新冠肺炎疫情的爆发对武汉市经济财政冲击较大，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。但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。2020 年经济运行稳步复苏，仍需关注疫情冲击下武汉市经济恢复情况。

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《中共武汉市委关于制定全市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，“十四五时期”将打造武汉市生态环境更加优美。城市空间开发保护格局持续优化，城乡人居环境明显改善，城市综合承载力不断增强。长江大保护成效更加显著，生产生活方式绿色转型取得明显进展。

根据 2021 年武汉市人民政府工作报告，武汉市将继续推进污染防治攻坚，抓好长江经济带生态环保问题的整改，完善河湖长制，推进厂网河湖岸一体化治理。深入开展清源清管清流行动，推进“三湖三河”、东沙湖、汉阳六湖等流域水环境治理，消除劣 V 类湖泊，持续提升湖泊水质。加强细颗粒物和臭氧协同控制，强化工地扬尘管控，继续压减煤炭消耗总量，推动大气污染排放量进一步减少。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。2020 年业务整体发展良好，受益于北湖污水厂投入运营，污水处理收入持续增长；但受新冠疫情影响，供水业务出现亏损，整体盈利状况有所波动。

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。2018-2020 年，营业收入分别为 14.51 亿元、15.29 亿元和 16.44 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。

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	武汉市汉口	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		2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入合计		14.51	15.29	16.44
其中：核心业务营业收入	金额	13.45	14.66	15.67
	占比	92.68	95.85	95.33
其中：（1）供水业务	金额	1.75	1.72	1.58
	占比	12.04	11.27	9.60
（2）污水处理业务	金额	11.70	12.94	14.09
	占比	80.64	84.58	85.74

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 2021 年 3 月末，排水公司拥有 10 家污水处理厂，日处理能力 296 万吨，污水泵站 27 座、污水收集管网 197.7 公里<sup>8</sup>，污水处理能力较 2019 年末大幅提升主要系北湖污水厂于 2020 年 10 月投入运营、汤逊湖扩建工程于 2021 年 3 月投入运营所致。除排水公司外，公司还通过公开市场招标的方式获取污水处理项目，分别为武汉市东西湖区污水处理厂一期工程、湖北省宜都城西污水处理厂 BOT 项目、湖北省仙桃市乡镇生活污水处理 PPP 项目和黄梅县乡镇污水处理设施 PPP 项目。截至 2021 年 3 月末，公司合计污水日处理能力为 312.58 万吨/日，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。

<sup>8</sup> 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。

2018-2020年，该公司污水处理结算量分别为6.84亿吨、7.61亿吨和7.92亿吨，结算量持续增长，2020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北湖污水厂投入运营所致。同期，公司污水处理费收入分别为11.70亿元、12.94亿元和14.09亿元，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42.52%、42.68%和40.75%。2020年同比下降1.93个百分点，主要系受新冠疫情、汛情影响，运营成本增高所致。

图表9. 截至2021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)
				2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度			
二郎庙	2012.1	24	一级A	8959	9571	10720	1386	30	特许经营	1.99
沙湖	2013.9	15	一级A	5758	5806	5507	250	至2042年1月	特许经营	1.99
落步嘴	2012.1	12	一级A	3890	3820	4080	475	30	特许经营	1.99
龙王嘴	2012.1	30	一级A	9490	9907	9075	2396	30	特许经营	1.99
南太子湖	2012.1	35	一级A	8799	11996	13225	3366	30	特许经营	1.99
三金潭	2012.1	50	一级A	18717	18792	18003	4525	30	特许经营	1.99
黄家湖	2012.1	20	一级A	6539	7182	7160	1843	30	特许经营	1.99
黄浦路	2012.1	10	一级A	2927	2923	1939	677	30	特许经营	1.99
汤逊湖	2012.1	20	一级A	3334	3390	3687	964	30	特许经营	1.99
北湖	-	80	一级A	0	0	2633	4550	-	-	-
宜都城西	2015.7	1	一级A	0	195	272	61	29	特许经营	1.09
东西湖	2015.12	10	一级A	0	2483	2852	530	21	特许经营	1.07
黄梅乡镇污水处理厂	2021.1	1.08	一级A	0	0	0	66	28	特许经营	2.35
仙桃市乡镇污水处理厂	2018.5.16	4.5	一级A	0	0	0	195	29	特许经营	1.69
<b>合计</b>	-	<b>312.58</b>	-	<b>68413</b>	<b>76065</b>	<b>79153</b>	<b>21284</b>	-	-	-

资料来源：武汉控股

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<sup>9</sup>，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，特许经营期分别为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。2020年公司新增北湖污水处理厂、黄梅乡镇污水处理厂和仙桃市乡镇污水处理厂，其中北湖污水处理厂于2020年9月16日建成投产，现处理规模为80万吨/日，目前该污水处理厂暂未签订相关特许经营协议。

该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

<sup>9</sup> 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。

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。2018-2020年，公司实际收到污水处理服务费分别为7.16亿元、7.66亿元和7.26亿元，分别占污水处理收入的61.17%、59.20%和51.53%，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2020年末公司已收到14.00亿元，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。2018-2020年，公司污水处理业务平均成本分别为0.98元/吨、1.02元/吨和1.07元/吨，2020年较上年增加0.05元/吨，主要系随着公司各个污水处理厂的投入运营，折旧费用增长及受新冠疫情影响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	2018年	2019年	2020年
污水处理平均成本	元/吨	0.98	1.02	1.07
其中：电	%	17.71	15.30	13.29
药剂及消毒剂	%	4.50	8.00	9.51
折旧费	%	33.87	37.65	38.15
人工成本	%	17.76	15.35	13.12
污泥处置费用	%	12.45	10.40	10.28
其他生产成本	%	13.67	13.30	15.65

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2021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。

根据该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%。2021年4月4日，双方签订自来水代销合同补充协议(二)，取消自来水代销费用。公司自来水业务原水均取自于汉江，水量较为充沛，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 2021 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)	销售量 (万吨)			
					2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	26176	26134	23218	5531
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	6545	6149	6317	1591
合计	-	130	-	0.55	32721	32283	29535	7122

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，2018-2020 年，公司分别实现供水量 3.27 亿吨、3.23 亿吨和 2.95 亿吨，分别实现供水业务收入为 1.75 亿元、1.72 亿元和 1.58 亿元，2020 年受新冠疫情影响，企业停工停产社会需求量减少，导致公司供水量有所下降。2018-2020 年，公司平均售水成本分别为 0.48 元/吨、0.51 元/吨和 0.54 元/吨，2020 年受新冠疫情影响公司为满足自来水生产水质要求加大消毒药剂使用量，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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
供水能力	万吨/日	130	130	130	130
售水总量	万吨	32721	32282	29534	7122
平均日供水量	万吨/日	89.65	88.44	80.92	79.13
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	0.51	0.54	0.48
水质合格率	%	99.77	99.80	99.95	100

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，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

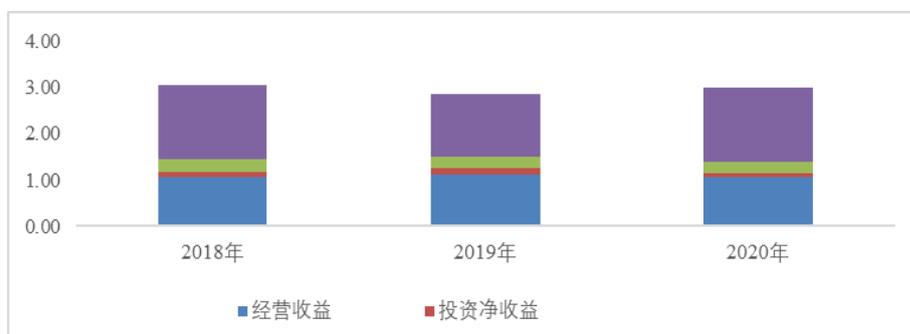
费条件，武汉市政府仍将按照原有协议对公司提供政府运营补贴和资本金补贴。2018-2020年，公司收到隧道运营补贴分别为1.21亿元、1.12亿元和1.57亿元（计入其他收益）、资本金补贴均为0.28亿元（计入营业外收入），隧道运营成本分别为1.13亿元、1.08亿元和1.11亿元，补贴收入总体可覆盖运营成本。

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2018-2020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。

2018-2020年，该公司分别实现环保工程收入0.46亿元、0.06亿元和0.05亿元，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。同期，公司分别实现其他业务收入0.54亿元、0.48亿元和0.65亿元，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。

## （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。2018-2020年公司营业收入分别为14.51亿元、15.29亿元和16.44亿元。同期，综合毛利率分别为28.93%、26.72%和28.64%。2018-2020年，供水业务毛利率分别为9.57%、4.34%和-1.91%，供水业务毛利率持续下滑，2020年毛利率为负系受新冠疫情影响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42.52%、42.68%和40.75%，2020年污水处理业务毛利率同比下降1.93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	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入合计 (亿元)	14.51	15.29	16.44
毛利率 (%)	28.93	26.72	28.64
其中: 供水业务 (%)	9.57	4.34	-1.91
污水处理业务 (%)	42.52	42.68	40.75
毛利 (亿元)	4.20	4.09	4.71
其中: 供水业务 (亿元)	0.17	0.07	-0.03
污水处理业务 (亿元)	4.98	5.52	5.74
期间费用率 (%)	17.31	19.08	19.45
其中: 财务费用率 (%)	12.85	14.39	14.94
<b>全年利息支出总额 (亿元)</b>	<b>2.19</b>	<b>2.84</b>	<b>3.64</b>
<b>其中: 资本化利息数额 (亿元)</b>	<b>0.58</b>	<b>0.70</b>	<b>0.73</b>

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。2018-2020 年, 期间费用分别为 2.51 亿元、2.92 亿元和 3.20 亿元, 其中财务费用分别为 1.86 亿元、2.20 亿元和 2.46 亿元, 近年来持续增长主要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 0.57 亿元、0.65 亿元和 0.68 亿元, 主要由职工薪酬和折旧费用等构成。2018-2020 年, 期间费用率分别为 17.31%、19.08% 和 19.45%, 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。

2018-2020 年, 该公司资产减值损失分别为 0.40 亿元、0.35 亿元和 0.29 亿元, 2020 年计提信用减值损失 0.29 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	2018 年	2019 年	2020 年
投资净收益 (亿元)	0.13	0.15	0.07
其中: 武汉汉西污水处理有限公司 (亿元)	0.13	0.15	0.07
营业外收入 (亿元)	0.28	0.29	0.28
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)	1.60	1.34	1.59
其中: 隧道公司运营成本费用补贴 (亿元)	1.21	1.12	1.57
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。

2018-2020 年, 该公司投资收益分别为 0.13 亿元、0.15 亿元和 0.07 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。2018-2020 年, 公司营业外收入分别为 0.28 亿元、0.29 亿元和 0.28 亿元, 主要为隧道运营补贴。同期公司收到其他收益分别为 1.60 亿元、1.34 亿元和 1.59 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。

2018-2020 年, 该公司分别实现净利润 2.81 亿元、2.51 亿元和 2.55 亿元;

2020 年总资产报酬率为 3.71%，净资产收益率为 4.61%，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 2021 年 3 月末，在建项目主要为黄家湖污水处理厂三期扩建工程和南太子湖污水处理厂五期扩建工程等，项目总投资 26.18 亿元，累计已投资 11.95 亿元，2021 年 4-12 月计划投资 8.48 亿元。此外，公司拟建项目包括三金潭污水处理厂扩容及配套工程和北湖污泥应急处理工程，预计总投资约 26.00 亿元。公司后续仍存在较大的投融资压力，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。

图表 16. 截至 2021 年 3 月末公司在建项目（单位：万元）

工程名称	项目概况	资金来源	计划总投资	截至 2021 年 3 月末已完成投资	2021 年 4-12 月计划投资	2022 年计划投资
黄家湖污水处理厂三期扩建工程	扩建 20 万吨/日处理能力	自筹	114757	95370	16949	0
南太子湖污水处理厂五期扩建工程	现状 35 万吨/日扩建至 45 万吨/日	自筹	87187	15649	40284	46312
龙王嘴污水处理厂扩建工程	扩建至 40 万 m <sup>3</sup> /d (扩建 10 万 m <sup>3</sup> /d)	自筹	59897	8504	27607	29838
合计	-	-	261841	119523	84840	76150

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

## 管理

跟踪期内，武汉水务仍为该公司控股股东，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。

截至 2021 年 3 月末，武汉水务持有该公司 40.18% 的股权，为第一大股东，长江生态环保集团有限公司（简称“长江环保”）持有公司 15.00% 股份，为第二大股东。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。

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、关联租赁和关联担保等。2020 年，公司采购商品接受劳务发生金额合计 1.88 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 0.91 亿元<sup>10</sup>和 0.87 亿元<sup>11</sup>；同期出售商品、提供劳务发生金额合计 1.58 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<sup>12</sup>。

关联租赁方面，截至 2020 年末，该公司作为出租方向武汉市城市建设投资开发集团有限公司（简称“武汉城投”）租赁房屋建筑物产生的金额 271.33 万元；公司作为承租方向武汉市自来水租赁土地产生的租赁费合计 484.00 万元。关联担保方面，截至 2020 年末，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。

截至 2020 年末，该公司应收关联方款项合计 0.16 亿元，主要为应收武汉自来水和碧水源款项；其他非流动资产合计 44.00 万元主要为预付给武汉自来水的水费。公司应付关联方款项合计 7.21 亿元，其中应付账款合计 4.21 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 3.00 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 2021 年 4 月 6 日，公司无债务违约记录。根据 2021 年 4 月 6 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 17. 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
欠贷欠息	证券期货市场失信记录查询平台	2021-04-06	无
各类债券还本付息	Wind 资讯	2021-04-06	无
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台；天眼查	2021-04-21	无
工商	公司反馈	2021-04-21	无
质量	公司反馈	2021-04-21	无
安全	公司反馈	2021-04-21	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。

## 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，资产负债率有所上升；公司供水业务的现金回笼能力较强，污水处理费等**

<sup>10</sup> 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規通过公开招投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。

<sup>11</sup> 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。

<sup>12</sup> 因该公司自来水由武汉自来水代销。

受财政拨款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，经营性现金流表现尚可。

### 1. 数据与调整

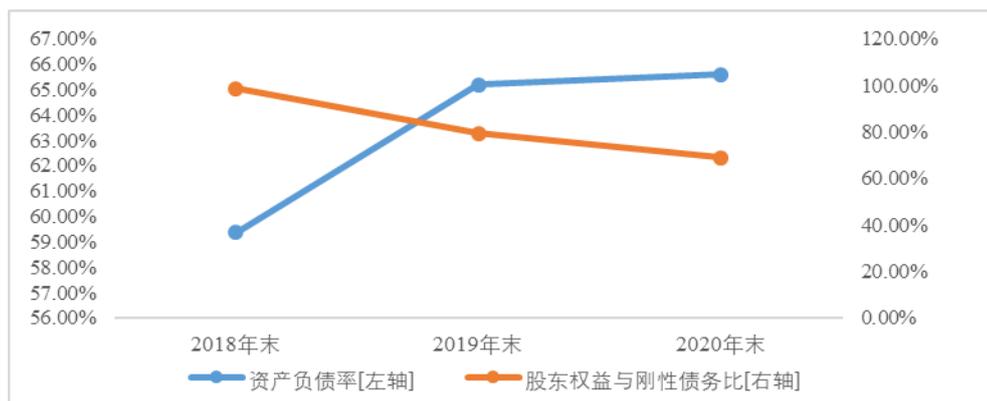
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2020 年末，该公司合并口径包含 2 家全资子公司和 6 家控股子公司，与 2019 年末保持一致。

### 2. 资本结构

#### (1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



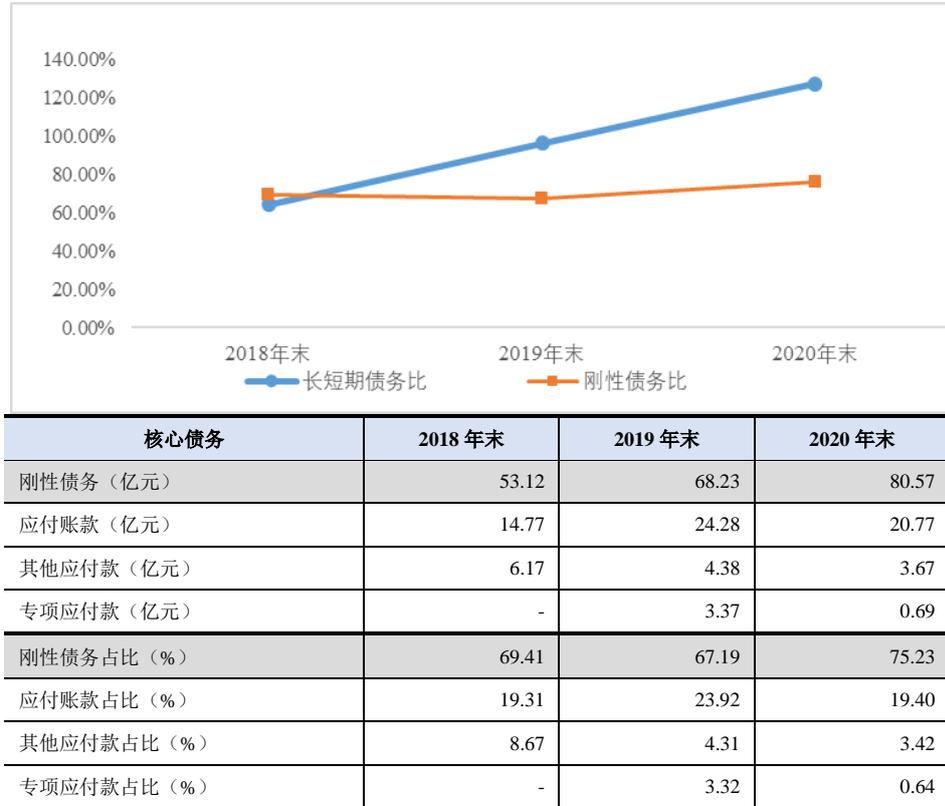
资料来源：根据武汉控股所提供数据绘制。

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和发行债券满足资金需求，公司负债规模逐年上升。2018-2020 年末，负债总额分别为 76.52 亿元、101.54 亿元和 107.10 亿元，资产负债率分别为 59.36%、65.19%和 65.59%，财务杠杆水平持续上升。从股东权益与刚性债务比来看，2018-2020 年末，股东权益与刚性债务比率分别为 98.64%、79.45%和 68.91%，近年来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。2018-2020 年，公司分别派发含税现金红利总额 0.84 亿元、0.75 亿元和 0.77 亿元，分别占当年净利润的 30.02%、30.01%和 30.10%，对公司利润留存造成一定影响。

## (2) 债务结构

图表 19. 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，2018-2020 年末，该公司长短期债务比分别为 64.31%、96.41% 和 127.24%，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 76.52 亿元、101.54 亿元和 107.10 亿元，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 53.12 亿元、68.23 亿元和 80.57 亿元，分别占负债总额的比重为 69.41%、67.19% 和 75.23%；应付账款分别为 14.77 亿元、24.28 亿元和 22.45 亿元，主要为应付工程款，其中 2020 年账龄在 2 年以内的应付账款为 18.07 亿元，占应付账款的 86.96%，账龄集中于短期；其他应付款（不含应付股利及应付利息）分别为 6.17 亿元、4.38 亿元和 3.67 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 2.51 亿元及应付武汉水务重组土地瑕疵款 0.46 亿元。2019-2020 年末，专项应付款分别为 3.37 亿元和 0.69 亿元，2020 年末较上年末下降 79.59% 系要系子公司仙桃水务环境科技有限公司的 PPP 项目已满足商业运营的条件，因此根据 PPP 项目协议将已使用的政府补贴及债券资金冲减在建工程后转入无形资产核算。

### (3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>24.69</b>	<b>22.00</b>	<b>21.62</b>
其中: 短期借款	15.75	19.08	14.73
应付票据	0.18	0.99	-
一年内到期非流动负债	8.30	1.49	6.10
其他短期刚性债务	0.47	0.44	0.79
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>28.42</b>	<b>46.23</b>	<b>58.95</b>
其中: 长期借款	22.54	40.34	48.86
应付债券	3.49	3.49	8.66
其他中长期刚性债务	2.40	2.40	1.43

资料来源: 根据武汉控股所提供数据整理

2018-2020 年末, 该公司刚性债务分别为 53.12 亿元、68.23 亿元和 81.54 亿元, 主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和其他中长期刚性债务等构成, 其中短期借款分别为 15.75 亿元、19.08 亿元和 14.73 亿元; 长期借款分别为 22.54 亿元、40.34 亿元和 48.86 亿元, 2020 年末较上年末增长 21.14%, 2020 年末长期借款主要由质押借款 4.21 亿元 (借款利率区间为 4.89-5.42%)、保证借款 21.66 亿元 (借款利率为 4.90%)<sup>13</sup>和信用借款 24.63 亿元 (借款利率区间为 1.69-5.39%) 构成。2018-2020 年末其他中长期刚性债务分别为 2.40 亿元、2.40 亿元和 1.43 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, 2018-2020 年末, 应付债券分别为 3.49 亿元、3.49 亿元和 8.66 亿元, 2020 年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“G20 武控”, 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。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年
营业周期 (天)	524.13	550.62	479.91
营业收入现金率 (%)	68.53	123.71	115.74
业务现金收支净额 (亿元)	1.46	10.67	10.98
其他因素现金收支净额 (亿元)	1.31	0.18	0.26
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	2.77	10.84	11.24

<sup>13</sup> 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 21.66 亿元的银团贷款。

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年
EBITDA (亿元)	8.21	9.10	10.32
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.18	0.15	0.14
EBITDA/全部利息支出 (倍)	3.76	3.18	2.84

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。

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，近年来该公司收回污水处理费增加，现金回笼改善；2018-2020 年，营业收入现金率分别为 68.53%、123.71% 和 115.74%。2020 年，该公司实现经营性现金净流入 19.57 亿元，同期销售商品、提供劳务收到的现金为 19.02 亿元，规模较大系本期收回的污水处理服务费较多所致；收到其他与经营活动有关的现金为 0.55 亿元，同比减少 14.88% 主要系代收款项减少所致。

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，2018-2020 年 EBITDA 分别为 8.21 亿元、9.01 亿元和 10.32 亿元，近年来公司 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 22. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年
回收投资与投资支付净流入额	-	-0.76	-0.38
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	-11.90	-17.60	-20.05
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.01	-0.01	-
投资环节产生的现金流量净额	-11.89	-18.37	-20.43

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北湖污水处理厂新建项目等。2018-2020 年，投资性现金净流出额分别为 11.89 亿元、18.37 亿元和 20.43 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 23. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年
权益类净融资额	-0.53	-0.73	-2.85
债务类净融资额	13.50	11.79	12.62
其中：现金利息支出	1.67	2.82	0.75
其他与筹资活动有关的现金	0.77	-0.11	0.28
筹资环节产生的现金流量净额	13.73	10.44	10.05

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，2018-2020 年，公司取得借款收到的现金分别为 27.99 亿元、42.98 亿元和 51.74 亿元，偿还债务支付的现金为 12.82 亿元、28.77 亿元和 38.37 亿元，同期筹资性现金净流量分别为 13.73 亿元、10.44 亿元和 10.05 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 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	36.16	38.21	38.36
	28.05	24.53	23.49
其中：货币资金（亿元）	11.37	14.40	15.01
应收账款（亿元）	23.82	22.24	20.90
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	92.76	117.55	124.93
	71.95	75.47	76.51
其中：固定资产（亿元）	58.67	60.00	88.80
在建工程（亿元）	27.09	47.07	16.04
无形资产（亿元）	4.40	7.18	16.45
长期股权投资（亿元）	1.13	2.04	2.30

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

近年来随着水务项目投资力度的加大，该公司资产规模持续扩张，2018-2020 年末，资产总额分别为 128.92 亿元、155.76 亿元和 163.29 亿元，其中非流动资产占比分别为 71.95%、75.47%和 76.51%，公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产等，与水务企业特征相符。2018-2020 年末，固定资产分别为 58.67 亿元、60.00 亿元和 88.80 亿元，主要为长江隧道工程、污水处理厂、机器设备和运输工具等，2020 年末较上年末增长 47.99%系北湖污水处理厂新建项目和汤逊湖污水改扩建三期转固所致；在建工程分别为 27.09 亿元、47.07 亿元和 16.04 亿元，2020 年较上年末减少 65.92%，

主要系排水公司在建项目北湖污水处理厂新建项目等完工转固所致；无形资产分别为 4.40 亿元、7.18 亿元和 16.45 亿元，主要为土地使用权和特许经营权构成，2020 年末较上年末增长 128.97% 系子公司排水公司的北湖污水处理厂新建项目以及公司控股子公司仙桃水务环境科技有限公司的 PPP 项目均已建成，故将北湖污水处理厂新建项目对应的拆迁补偿成本以及仙桃水务环境科技有限公司根据 PPP 项目合作协议将相应的建设成本转入无形资产核算。

该公司流动资产主要包括货币资金和应收账款等，2018-2020 年末，货币资金分别为 11.17 亿元、14.40 亿元和 15.01 亿元，2020 年末受限货币资金为 0.07 亿元，主要为履约保函保证金，受限规模较小；应收账款分别为 23.82 亿元、22.24 亿元和 20.90 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，2020 年末，该公司受限资产合计 2.76 亿元，其中受限的货币资金 0.07 亿元，2020 年末公司存在借款质押 2.69 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 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率 (%)	77.65	73.90	81.39
速动比率 (%)	77.52	73.84	81.16
现金比率 (%)	24.41	27.86	31.85
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	46.04	65.46	69.43

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

2018-2020 年末，该公司流动比率分别为 77.65%、73.90% 和 81.39%，速动比率分别为 77.52%、73.84% 和 81.16%，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 11.17 亿元、14.40 亿元和 15.01 亿元，现金比率分别为 24.41%、27.86% 和 31.85%，受限规模较小，货币资金对短期债务的偿付有一定保障能力。

## 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，长江隧道公司收到武汉市仲裁委员会《武汉仲裁委员会裁

判决书》[(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判决书送达次日起 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。目前仲裁费和鉴定费尚未支付, 上述仲裁裁决履行及其后续工作正在进行中。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

2018-2020 年末, 该公司本部资产总额分别为 52.78 亿元、50.58 亿元和 58.64 亿元, 主要由货币资金长期股权投资和其他非流动资产等构成, 其中 2020 年长期股权投资为 35.48 亿元, 占资产总额比重为 60.51%; 公司本部刚性债务为 18.97 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。

该公司本部经营部分水务业务, 2018-2020 年, 实现收入分别为 2.18 亿元、2.18 亿元和 2.06 亿元, 净利润分别为 0.06 亿元、-0.29 亿元和 -0.50 亿元, 受受新冠疫情影响, 供水业务出现亏损, 本部盈利能力弱化。同期分别实现经营性现金净流入 0.76 亿元、0.25 亿元和 -0.16 亿元, 2020 年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, 2018-2020 年营业外收入分别为 0.28 亿元、0.29 亿元和 0.28 亿元, 主要为隧道资本投入补贴, 且 2018-2020 年其他收益分别为 1.60 亿元、1.34 亿元和 1.59 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 2021 年 3 月末, 公司获得商业银行授信额度合计为 95.80 亿元, 已使用额度 56.39 亿元, 尚可使用额度 39.41 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

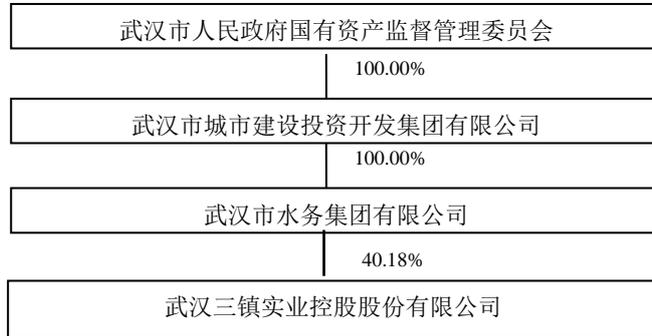
跟踪期内，武汉水务仍为公司控股股东，武汉市国资委仍为公司实际控制人，产权结构清晰。公司在治理结构、内部管理架构和部门设置等方面无重大变化。

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。2020 年业务整体发展良好，受益于北湖污水厂投入运营，污水处理收入持续增长；但受新冠疫情影响，供水业务出现亏损，整体盈利状况有所波动。

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，资产负债率有所上升；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，经营性现金流表现尚可。

附录一：

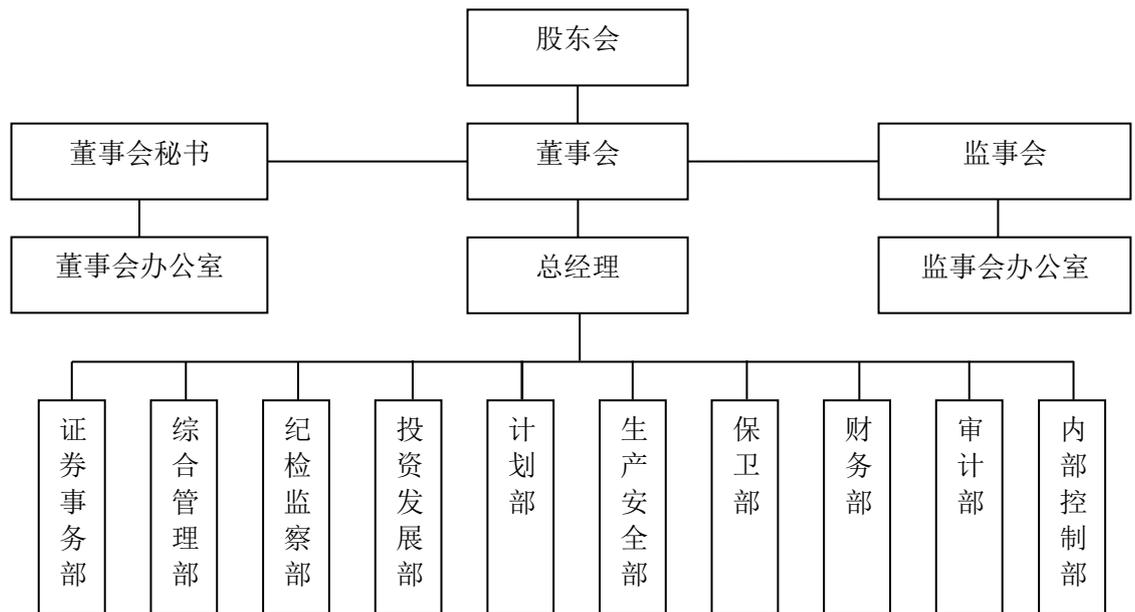
公司与实际控制人关系图



注：根据武汉控股提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020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	249.42	96.17	56.83	-0.28	-2.80	
<b>武汉三镇实业控股股份有限公司</b>	<b>武汉控股</b>	<b>本级</b>	—	<b>水务</b>	<b>20.46</b>	<b>38.18</b>	<b>2.06</b>	<b>-0.50</b>	<b>-0.16</b>	
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	88.09	41.80	14.35	3.21	11.47	
仙桃水务环境科技有限公司	仙桃水务	子公司	45.90 <sup>14</sup>	污水处理	3.32	0.76	0.05	0.001	0.05	
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	5.43	8.01	-	-	0.07	
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	0.12	0.03	-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	0.19	0.23	0.24	-	-0.25	

注：根据武汉控股 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

<sup>14</sup> 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]	2018年	2019年	2020年
资产总额 [亿元]	128.92	155.76	163.29
货币资金 [亿元]	11.17	14.40	15.01
刚性债务[亿元]	53.12	68.23	80.57
所有者权益 [亿元]	52.39	54.21	56.19
营业收入[亿元]	14.51	15.29	16.44
净利润 [亿元]	2.81	2.51	2.55
EBITDA[亿元]	8.21	9.01	10.32
经营性现金净流入量[亿元]	2.77	10.84	11.24
投资性现金净流入量[亿元]	-11.89	-18.37	-20.43
资产负债率[%]	59.36	65.19	65.59
权益资本与刚性债务比率[%]	98.64	79.45	69.74
流动比率[%]	77.65	73.90	81.39
现金比率[%]	24.41	27.86	31.85
利息保障倍数[倍]	2.14	1.77	1.63
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	524.13	550.62	479.91
毛利率[%]	28.93	29.92	28.64
营业利润率[%]	19.34	17.15	16.73
总资产报酬率[%]	4.01	3.52	3.71
净资产收益率[%]	5.48	4.70	4.61
净资产收益率*[%]	5.71	4.91	4.84
营业收入现金率[%]	68.53	123.71	115.74
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.30	22.07	22.75
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.92	-8.45	10.78
EBITDA/利息支出[倍]	3.76	3.18	2.84
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.15	0.14

注：表中数据依据武汉控股经审计的 2018-2020 年财务数据整理、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。

**附录六：**
**发行人本次评级模型分析表及结果**

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	1
		市场竞争	4
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	2
		流动性	2
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		2
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA+

**附录七：**
**发行人历史评级情况**

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2014年6月11日	AA+/稳定	甘金珏、钱进	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年7月29日	AA+/稳定	陈溢文、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年5月14日	AA+/稳定	林巧云、楼雯仪	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-
14 武控 02	历史首次评级	2016年6月2日	AA+	陈溢文、莫燕华	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年7月29日	AA+	陈溢文、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年5月14日	AA+	林巧云、楼雯仪	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-
G20 武控	历史首次评级	2019年5月30日	AA+	陈溢文、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年7月29日	AA+	陈溢文、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年5月14日	AA+	林巧云、楼雯仪	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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