

# 广西绿城水务股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 18 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0787 号

## 广西绿城水务股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；

维持“16 绿水 01”的信用等级为 **AA+**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十八日

**评级观点：**中诚信国际维持广西绿城水务股份有限公司（以下简称“绿城水务”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16 绿水 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了稳固的区域垄断地位、良好的外部环境、持续提升的供水及污水处理能力、不断增加的供水量及污水处理量和畅通的融资渠道等方面的优势对公司信用实力的支持。同时，中诚信国际也关注到面临很大投资压力和财务杠杆持续提升等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

### 概况数据

绿城水务（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	92.99	126.12	151.27	155.07
所有者权益合计（亿元）	32.43	41.96	43.65	44.13
总负债（亿元）	60.56	84.15	107.63	110.94
总债务（亿元）	42.39	63.90	85.15	89.00
营业总收入（亿元）	13.37	15.23	15.43	3.70
经营性业务利润（亿元）	3.31	3.22	2.91	0.57
净利润（亿元）	2.79	2.63	2.48	0.48
EBITDA（亿元）	6.81	7.50	8.62	--
经营活动净现金流（亿元）	11.58	6.70	7.33	1.27
收现比(X)	1.15	1.07	1.05	1.05
营业毛利率(%)	43.45	39.84	39.66	36.32
应收类款项/总资产(%)	2.64	1.62	1.46	1.44
资产负债率(%)	65.13	66.73	71.15	71.54
总资本化比率(%)	56.66	60.36	66.11	66.85
总债务/EBITDA(X)	6.22	8.52	9.88	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.04	3.30	2.64	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年财务报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **稳固的区域垄断地位及良好的外部环境。**公司供水及污水处理业务继续保持了南宁市中心城区及其下辖四县一区的区域垄断地位。同时，南宁市经济实力和人口规模保持增长，继续为公司水务业务发展提供了良好外部环境。

■ **供水及污水处理能力持续提升。**随着在建供水及污水处理项目陆续投产运营，公司供水能力及污水处理能力持续提升，截至 2021 年 3 月末，公司供水能力和污水处理能力分别增至 177 万吨/日和 130.2 万吨/日，产能饱和情况有所缓解。

### 同行业比较

2020 年部分水生产和供应业公司主要指标对比表

公司名称	设计供水及处理能力 (万吨/日)	年实际供水及 处理量 (亿吨)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
中原环保	145.00*	4.90*	161.88	57.61	21.50	5.17	6.08
珠海水务	179.31*	6.15*	89.46	54.48	19.76	2.34	4.71
绿城水务	307.20	10.32	151.27	71.15	15.43	2.48	7.33

注：“中原环保”为“中原环保股份有限公司”简称，“珠海水务”为“珠海水务环境控股集团有限公司”简称；设计处理能力及年实际处理量指标，年实际供水及处理量为自来水及污水处理业务加总，未包含原水业务；带“\*”号数据为 2019 年数据，绿城水务设计供水及污水处理能力为 2021 年 3 月末数据。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 绿水 01	AA+	AA+	2020/06/04	10.00	9.40	2016/09/12~2021/09/12 (3+2)	投资者回售选择权、公 司调整票面利率选择权

■ **供水量及污水处理量持续增加。**随着在建供水及污水处理项目投产，2020 年公司供水量及污水处理量均同比增加。

■ **畅通的融资渠道。**截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信 556.57 亿元，其中未使用额度 491.13 亿元，外部授信较为充足。同时，公司作为上市公司，拥有较为畅通的股权融资渠道。

### 关注

■ **在建供水和污水处理项目规模大，面临很大投资压力，后续资金平衡情况值得关注。**截至 2021 年 3 月末，公司在建的供水和污水处理项目总投资 76.10 亿元，未来尚需投资 52.44 亿元，金额较大，项目未来盈利情况值得关注。

■ **财务杠杆持续上升。**2020 年以来，随着在建项目推进，公司财务杠杆水平持续上升且处于较高水平，且未来公司仍将保持很大的投融资规模，财务杠杆率控制情况值得关注。

### 评级展望

中诚信国际认为，广西绿城水务股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，供水及污水处理业务规模大幅扩张，盈利能力持续增强等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司供水及污水处理业务垄断地位受到明显冲击，营业总收入明显下降，盈利指标持续恶化，财务杠杆率不断攀升等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“16 绿水 01”募集资金为 10.00 亿元，期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，根据年报披露，募集资金使用与募集说明书约定的用途及使用计划和其他约定一致，且已使用完毕。

“16 绿水 01”发行时票面利率为 3.09%，2019 年 9 月 12 日公司行使调整票面利率选择权，将票面利率调整至 4.30%，同时投资者回售“16 绿水 01”0.60 亿元本金。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有

回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经

委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

### 2019 年供水行业处于平稳发展阶段，优化格局及改善水质是行业发展重点；污水处理行业进入快速发展期，配套设施建设和改造进程或将加快

2019 年我国供水行业处于平稳发展阶段，2019 年供水总量 6,021.2 亿立方米，较 2018 年增加 5.7 亿立方米。继续推进南水北调等引水工程有利于实现中国水资源南北调配、东西互济的合理配置格局。《水污染防治行动计划》和《中华人民共和国水污染防治法》为改善用水水质提供了制度和法律保障。

在环保产业投资高速增长的带动下，我国污水处理行业进入快速发展期。“十四五”期间，伴随着水处理系统化治理的升级，在控源截污、点源治理、面源治理的要求下，污水处理设施和排水管网建设、提标改造需求以及污泥减量化与无害化需求等加速释放。据测算，预计到 2025 年，我国污水处理厂处理能力将增至 2.64 亿吨/日。《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019~2021）》要求尽快实现污水管网全覆盖、全收集、全处理，“十四五”期间管

网的建设、修复市场将被大量释放。

中诚信国际认为，未来优化格局及改善水质是供水行业发展重点；城镇污水设施、配套管网建设和提标改造进程或将进一步加快。

### 建立反映供水成本、激励提升供水质量的动态定价机制是水价调整的发展方向

水价改革呈现价格水平不断上升、水价分类不断简化、逐步推行阶梯式水价等特征。

2013 年 12 月，国家发展改革委和住房城乡建设部对全面实行城镇居民阶梯水价做出部署。2015 年 1 月，国家发展改革委、财政部和住房城乡建设部联合发布《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格【2015】119 号）。通知要求合理制定和调整收费标准，规定了城市污水处理收费的最低标准，并实行差别化收费政策，鼓励社会资本投入。

2018 年 6 月，国家发展改革委出台《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》（发改价格规【2018】943 号），要求建立健全补偿成本、合理盈利、激励提升供水质量、促进节约用水的价格形成和动态调整机制，保障供水工程和设施良性运行，促进节水减排和水资源可持续利用。要求加快构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制，推进污水处理服务费形成市场化，逐步实现城镇污水处理费基本覆盖服务费用。

2019 年 4 月，《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019~2021）》提出要加大财政力度，地方各级人民政府要尽快将污水处理费标准调整到位，原则上应当补偿污水处理和污泥处理处置设施正常运营成本。

中诚信国际认为，发挥政府财政作用并完善价格调整机制是提高水价的资源配置能力、缓解我国水资源供需矛盾的关键着眼点。

### 2020 年以来，南宁市经济实力和人口规模保持增长，为公司水务业务发展提供了良好外部环境；此外，

## 南宁市即将开展的基础设施建设计划也有利于公司区域水务市场的拓展

2020年，南宁市实现地区生产总值4,726.34亿元，按可比价格计算，同比增加3.7%，良好的经济发展环境为公司业务开展提供了有力条件。截至2020年末，南宁市全市户籍人口791.38万人，其中市区人口409.32万人，继续保持增长态势，中心城区人口的增长为公司水务业务发展提供了良好发展环境。

此外，为加快补齐基础设施建设短板，南宁市计划实施基础设施补短板“五网”建设三年大会战，2020~2022年，将围绕交通网、能源网、信息网、物流网、地下管网五大领域重点推进711个项目建设，其中实施污水、供水、燃气、电网等地下管网项目441个，总投资307亿元，三年计划160亿元，将为公司为在区域水务市场的开拓和发展带来积极的影响。

## 2020年以来，公司供水能力及供水量均保持上升态势，但在建供水项目给公司带来一定投资压力

跟踪期内，公司仍为南宁市最主要的水务运营主体，根据南宁市人民政府与公司签订的《南宁市城市供水之特许经营协议》约定，公司在南宁市中心城区提供供水服务<sup>1</sup>。供水能力方面，2020年公司东盟分公司一期扩建工程（6万吨/日）和陈村水厂三期扩建工程（20万吨/日）投产运营，2021年3月末，公司供水设计能力增至177万吨/日，公司供水产能饱和状况得到一定缓解。

经营方面，随着公司供水能力提升和南宁市用水需求增加，2020年公司供水量和售水量等经营指标均继续呈增长态势。供水价格方面，2020年以来南宁市区供水价格无变化，广西-东盟经济技术开发区的平均水价为1.98元/立方米，武鸣区的平均水价为1.66元/立方米。为应对疫情冲击，根据桂发改

价格[2020]125号文件，2020年2月1日至2020年6月30日，对广西壮族自治区工业、经营服务用水实行临时降价，降价幅度为非居民用水价格（不含污水处理费）的10%，上述临时降低水价而减收的供水收入将根据南发改价格[2020]1号文件由财政资金进行补贴<sup>2</sup>。

表 1：截至 2021 年 3 月末公司各水厂供水情况

水厂名称	设计生产能力 (万吨/日)	原水来源	原水价格
陈村水厂	60	邕江	0.1 元/吨
三津水厂	20	邕江	0.1 元/吨
河南水厂	50	邕江	0.1 元/吨
中尧水厂	12	邕江	0.1 元/吨
西郊水厂	10	邕江	0.1 元/吨
凌铁水厂	8	邕江	0.1 元/吨
东盟分公司	8	西江河	0.1 元/吨
武鸣供水公司	9	灵水湖	0.1 元/吨
合计	177	--	--

资料来源：公司提供

表 2：近年来公司供水业务运营情况（单位：万吨/日）

指标	2018	2019	2020	2021.3
水厂个数（个）	7	8	8	8
期末供水能力	142	151	177	177
平均日供水量	140.94	157.25	161.86	157.78
供水总量（万吨）	51,444	57,396	59,242	14,201
平均日售水量	112.21	126.93	130.60	125.64
售水总量（万吨）	40,956	46,329	47,799	11,308
产销差率(%)	20.39	19.28	19.31	20.37
期末供水管网长度 (公里)	2,875.50	4,075.05	4,747.09	4,783.04

资料来源：公司提供

表 3：2021 年 3 月末南宁市区水价构成（元/立方米）

	水资源费	自来水费	污水处理费	终端水价	
居民供水	第一阶梯（月用水量≤32立方米/户）	0.10	1.45	1.14	2.69
	第二阶梯（32立方米/户<月用水量≤48立方米/户）	0.10	2.18	1.14	3.42
	第三阶梯（月用水量>48立方米/户）	0.10	2.90	1.14	4.14
非居民用水	0.10	1.49	1.40	2.99	
特种用水	0.10	4.97	1.40	6.47	
建筑用水	0.10	2.20	1.40	3.70	

资料来源：公司提供

<sup>1</sup> 中心城区包括各城区、南宁国家高新技术产业开发区、南宁经济技术开发区、南宁青秀山风景名胜旅游区、南宁市相思湖新区及中国-东盟经济园区，公司拥有在上述地区独家提供供水服务、收取水费和负责供水

设施的建设、经营、维护和更新的30年权利。2019年，公司完成了对武鸣供水公司的收购工作，武鸣区纳入公司的供水范围。

<sup>2</sup> 2020年，公司收到临时降低水价财政资金0.13亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司在建供水项目为石埠水厂一期工程，总投资规模为 26.05 亿元，给公司带来一定投资压力。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司在建供水项目情况（万元）

项目名称	建设内容	总投资	建设周期	已投资
绿城水务调度检测中心	一栋地上 20 层、地下 4 层水务调度检测中心大楼，地下建设 10 万立方米/日供水加压站	18,678.00	2015~2020	21,002.80
南宁市天雹水库到陈村水厂应急水源管道工程	管道全长 6.3 公里，管道管径 DN2200	14,608.00	2014~2019	7,602.59
石埠水厂一期工程	新建供水能力 70 万吨/日，远期总规模供水能力 140 万吨/日	260,525.75	2021~2024	2,042.82
<b>合计</b>	--	<b>293,811.75</b>	--	<b>30,648.21</b>

注：建设周期为项目计划建设周期，实际建设进度有可能与计划不一致。

资料来源：公司提供

### 2020 年以来公司污水处理能力和污水处理量继续呈上升态势；此外，较多的在建污水处理项目亦使得公司面临很大投资压力，未来项目盈利能力值得关注

跟踪期内，公司污水处理业务在南宁市中心城区及下辖四县一区<sup>3</sup>仍具有垄断地位<sup>4</sup>，继续保持了南宁区域内供水、污水处理一体化经营，形成了完整的水务行业产业链体系，使得公司能实现资源共享，节约经营成本。2020 年，随着埌东污水处理厂四期（5 万吨/日）、三塘污水处理厂二期（6 万吨/

日）和江南污水处理厂三期（24 万吨/日）扩建工程投产运营，公司污水处理能力持续提升，已有效缓解超负荷运行压力。此外，公司新增物流园污水处理厂、朝阳溪污水处理厂、那平江污水处理厂、茅桥水质净化厂四个污水处理主体，截至 2021 年 3 月末，以上新增主体处于通水试运行阶段，尚未正式投产<sup>5</sup>。

受益于公司污水处理能力增加，2020 年公司污水处理量同比增加 10.32%，且各处理厂均超过保底处理量；同期，公司污水处理价格保持稳定。

表 5：近年来公司各污水处理厂供水情况

污水厂名称	2021 年 3 月末处理能力（万吨/日）	2019 年（万吨）		2020 年（万吨）		2021 年 1~3 月（万吨）	
		实际处理量	保底处理量	实际处理量	保底处理量	实际处理量	保底处理量
江南污水处理厂	72.00	21,724.86	10,512.00	24,711.54	12,744.00	5,639.82	3,888.00
埌东污水处理厂	35.00	12,900.51	6,570.00	12,242.92	7,140.00	3,123.61	1,890.00
三塘污水处理厂	8.00	1,294.42	438.00	2,091.06	1,152.00	606.30	432.00
五象污水处理厂	5.00	556.63	996.00	1,382.01	1,098.00	499.49	270.00
宾阳县污水处理分公司	2.00	771.58	438.00	803.11	439.20	173.88	108.00
横县污水处理分公司	2.00	722.09	438.00	721.32	439.20	162.23	108.00
马山县污水处理分公司	0.60	307.49	131.40	315.02	131.76	75.64	32.40
上林县污水处理分公司	0.60	205.45	131.40	252.91	131.76	63.85	32.40
武鸣污水处理分公司	5.00	1,343.47	1,095.00	1,416.81	1,098.00	303.57	270.00
<b>合计</b>	<b>130.20</b>	<b>39,826.50</b>	<b>20,749.80</b>	<b>43,936.70</b>	<b>24,373.92</b>	<b>10,648.39</b>	<b>7,030.80</b>

资料来源：公司提供

<sup>3</sup> 四县及一区为宾阳县、横县、马山县、上林县及武鸣区。

<sup>4</sup> 南宁市人民政府和公司签订了《南宁市城市污水处理之特许经营协议》，约定自 2006 年 9 月 14 日起 30 年，公司在南宁市中心城区提供污水处理服务并收取污水处理费；公司还与四县一区政府签订了污水处理特许经营协议及补充协议，约定自 2009 年 5 月 21 日起 30 年，公司在

四县一区提供污水处理服务并收取污水处理费，并设置保底处理量，如实际污水处理量<设计污水处理能力的 60%，则按设计污水处理能力的 60% 结算污水处理费。

<sup>5</sup> 以上项目合计污水处理能力为 37 万吨/日。



**表 6：近年来公司污水处理业务情况（个、万吨/日、万吨）**

项目	2018	2019	2020	2021.3
污水厂个数	8	9	9	9
期末处理能力	90.20	95.20	130.20	130.20
平均日处理量	102.62	109.11	120.05	118.32
当期处理量	37,456.29	39,826.50	43,936.70	10,648.39
当期结算量	37,503.64	40,291.92	43,968.87	10,648.39

注：由于保底处理量按月结算，如当月未达到保底处理量，即按保底处理量结算，故当期结算量大于当期处理量。

资料来源：公司提供

**表 7：公司 2020 年污水处理平均结算价格（元/立方米）**

区域	污水处理服务费价格标准
南宁中心城区	1.78
武鸣区、广西-东盟经济技术开发区	2.16
宾阳县	2.30
马山县	3.63
上林县	5.29
横县	2.49

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司在建污水处理项目总投资为 46.72 亿元，尚需投入 26.13 亿元，公司投资压力较大，且未来项目盈利情况值得关注。

**表 8：截至 2021 年 3 月末公司在建污水处理项目情况（万元）**

项目名称	建设内容	总投资	建设周期	已投资	2021 年 4~12 月计划投资
物流园污水处理厂一期工程	4 万立方米/日污水处理厂、设备按 2 万立方米/日规模配套	40,439.00	2018~2020	18,456.80	5,285.59
南宁市茅桥水质净化厂	新建设计规模为 10 万立方米/日	69,800.00	2019~2020	27,748.81	8,000.00
五象污水处理厂水质提标及一期扩建工程	新建二级处理设施 5 万立方米/日、深度处理设施 10 万立方米/日、次氯酸钠消毒设施 10 万立方米/日，对 A2 池厌氧区缺氧区加盖除臭	29,750.00	2019~2020	12,704.35	1,513.23
朝阳溪污水处理厂一期工程	新建设计规模为 10 万立方米/日	67,819.30	2018~2020	32,740.75	10,000.00
那平江污水处理厂工程	建设规模为 10 万立方米/日	67,576.91	2019~2020	33,989.80	10,000.00
南宁市仙葫污水处理厂一期工程	规划污水处理总规模 20 万立方米/日，一期工程建设规模为日处理污水 5 万立方米/日	74,277.97	2019~2022	6,582.82	暂未确定
南宁市银海大道（K8+080-平乐大道）污水管工程	管径 D1000 毫米 6814 米、D1200 毫米的管线 496 米、D1350 毫米的管线约 1068 米、管径 D1500 毫米 1438 米，总管道管线长度约 9816 米	30,935.00	2018~2020	21,731.63	10,036.00
高新区污水主干管完善工程	新路至振兴路）、高新大道（高科路至高新二路）、科兴路（快环至高新大道）、科德路（新苑路至秀厢大道）、高华路（科园西十路至科创路段）、高新大道（科兴路至新际路至可利江）八条市政道路污水管	36,360.00	2019~2020	22,352.23	8,100.00
江南区污水管网完善工程	建设 7 条污水管，总长 3,300 米	10,200.00	2019~2020	8,039.27	1,000.00
南湖汇水片区管网提升改造工程	西起南国街，东至茶花园路，北以民族大道（园湖南路-茶花园路）为界，南至江北大道，改造区域面积约 386.4 公顷，共包括 26 条道路	13,337.64	2019~2020	6,168.00	2,073.00
朝阳溪污水提升泵站及配套压力管工程	朝阳溪泵站设计规模为 8 万立方米/日，调蓄池调蓄容积 2 万立方米，配套压力管管径 DN1200mm，长度约 4.3 公里	26,700.00	2019~2020	15,414.66	5,750.00
<b>合计</b>	--	<b>467,195.82</b>	--	<b>205,929.12</b>	<b>56,472.23</b>

注：建设周期为项目计划建设周期，实际建设进度有可能与计划不一致。

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2018 年财务报表，

经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年财务报表及未经审计的 2021 年一季度财务报表。各期财务报表均采用期末数或当期数。

## 2020年,经营规模扩大推动公司营业总收入保持增长,但新增污水处理工程投产使得折旧费用和污泥处置费等大幅上升,加之财务费用增加,公司利润有所下降

2020年,受益于供水量和污水处理量的增加,公司营业总收入继续呈增长态势。营业毛利率方面,2020年受益于疫情期间优惠政策,电费和人工成本的下降使得供水业务毛利率上升,但新增污水处理工程投产使得折旧费用和污泥处置费大幅增加,导致污水处理业务毛利率有所下降,进而导致公司营业毛利率略有下降。2021年1~3月,公司营业总收入同比增加,但受折旧费、动力电费、污泥处置费等费用同比增加的影响,营业毛利率同比下降。

表 9: 近年来公司营业总收入及营业毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
供水	6.63	7.35	7.58	1.73
污水处理	6.04	6.44	7.12	1.85
其他	0.69	1.44	0.73	0.12
<b>营业总收入</b>	<b>13.37</b>	<b>15.23</b>	<b>15.43</b>	<b>3.70</b>
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
供水	40.82	42.89	45.71	44.33
污水处理	48.86	40.81	35.93	28.92
<b>营业毛利率</b>	<b>43.45</b>	<b>39.84</b>	<b>39.66</b>	<b>36.32</b>

注: 其他收入中包含工程施工收入和其他业务收入。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2020年, 债务规模增加推动公司财务费用增长, 导致公司期间费用规模和期间费用率均同比提升, 公司期间费用对经营性业务利润的侵蚀整体有所加重。2021年1~3月, 受益于营业总收入提升, 公司期间费用率同比下降。

2020年, 由于营业毛利率下降和期间费用率上升, 公司经营性业务利润规模同比下降。此外, 公司其他收益主要为污水处理业务增值税即征即退税额和收到的补贴款。公司利润总额主要为经营性业务利润, 2020年同比有所下降。

由于2020年折旧费用和财务费用规模较大, 公司当期EBIT和EBITDA同比有所增加, 推动

EBIT 利润率和 EBITDA 利润率上升, 但由于公司总资产规模增速较快, 总资产收益率指标有所下降。

表 10: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

指标	2018	2019	2020	2021.3
期间费用合计	2.74	3.11	3.39	0.77
期间费用率	20.49	20.44	21.97	20.79
经营性业务利润	3.31	3.22	2.91	0.57
其中: 其他收益	0.47	0.44	0.35	0.04
利润总额	3.31	3.18	2.94	0.57
EBIT	4.54	4.80	5.22	--
EBITDA	6.81	7.50	8.62	--
EBIT 利润率	33.99	31.54	33.83	--
EBITDA 利润率	50.98	49.23	55.87	--
总资产收益率	5.21	4.37	3.76	--

注: 2021年1~3月部分指标无法计算。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

## 2020年以来,随着在建项目推进,公司总资产和总债务规模均呈上升态势,同时公司财务杠杆水平亦持续上升,并处于较高水平,但公司债务结构相对合理

公司资产以非流动资产为主, 资产结构符合水务行业特征。2020年以来, 随着在建供水及污水处理项目持续推进, 公司总资产规模保持上升态势。公司流动资产主要为货币资金, 2020年以来公司货币资金规模有所减少, 主要系项目建设支出及运营支出增加所致, 截至2021年3月末, 货币资金无受限。

债务方面, 2020年以来公司总债务规模随着在建项目推进而快速增加, 但公司以长期债务为主的债务结构相对合理; 同期, 受益于利润积累, 公司所有者权益合计同比有所上升。整体来看, 2020年以来公司财务杠杆率持续上升且处于较高水平。

表 11: 近年来公司主要资产、负债和权益情况(亿元、%)

指标	2018	2019	2020	2021.3
<b>总资产</b>	<b>92.99</b>	<b>126.12</b>	<b>151.27</b>	<b>155.07</b>
货币资金	11.16	19.00	14.95	12.12
固定资产	47.66	51.28	81.88	81.61
在建工程	24.40	44.16	39.04	45.40
<b>总债务</b>	<b>42.39</b>	<b>63.90</b>	<b>85.15</b>	<b>89.00</b>
短期债务	4.69	14.83	18.16	18.55
长期债务	37.71	49.07	67.00	70.46

短债债务/总债务 (X)	0.11	0.23	0.21	0.21
所有者权益合计	32.43	41.96	43.65	44.13
资产负债率	65.13	66.73	71.15	71.54
总资本化比率	56.66	60.36	66.11	66.85

注：因四舍五入原因存在尾数差异。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020 年以来，公司保持了较好的获现能力，但在建项目较多使得当期投融资规模较大，偿债指标整体有所弱化

2020 年以来，公司保持了较好的获现能力，受益于供水量和污水处理量的增加，当期经营活动净现金流同比增加；同期，公司在建项目推进很快，投融资规模较大。考虑到未来公司仍面临资本支出压力，融资需求将保持高位。

偿债指标方面，2020 年，公司 EBITDA、经营活动净现金流和 FFO 均可对利息支出形成有效覆盖，但受利息支出增长的影响，覆盖倍数有所下降。2021 年 3 月末，公司货币资金无法覆盖短期债务，或面临一定短期偿债压力。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元，X）

指标	2018	2019	2020	2021.3
收现比	1.15	1.07	1.05	1.05
经营活动净现金流	11.58	6.70	7.33	1.27
投资活动净现金流	-12.10	-24.11	-28.01	-7.22
其中：资本支出	12.18	24.15	28.30	7.36
筹资活动净现金流	-0.07	25.01	16.64	3.12
总债务/EBITDA	6.22	8.52	9.88	--
EBITDA 利息覆盖倍数	4.04	3.30	2.64	--
FFO	6.10	7.09	7.94	--
FFO/总债务	0.14	0.11	0.09	--
FFO 利息覆盖倍数	3.62	3.12	2.43	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	6.86	2.95	2.24	1.99
货币资金/短期债务	2.38	1.28	0.82	0.65

注：2021 年 1~3 月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司备用流动性充足，无受限资产和对外担保

截至本评级报告出具日，公司共获得银行授信总额 556.57 亿元，其中未使用额度 491.13 亿元；同时公司为上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，公司备用流动性充足。

截至 2021 年 3 月末，公司无受限资产及对外

担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 4 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 公司获得南宁市供水及污水处理特许经营权，并获得一定政府补助支持

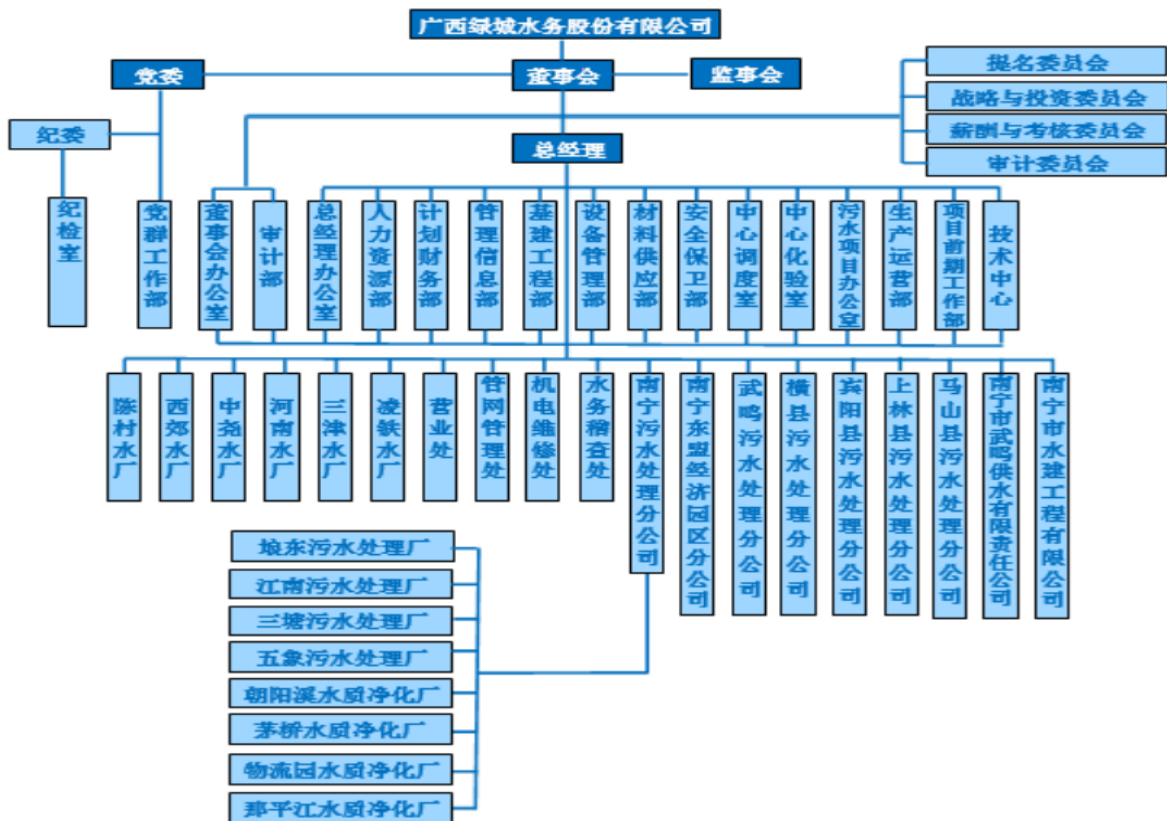
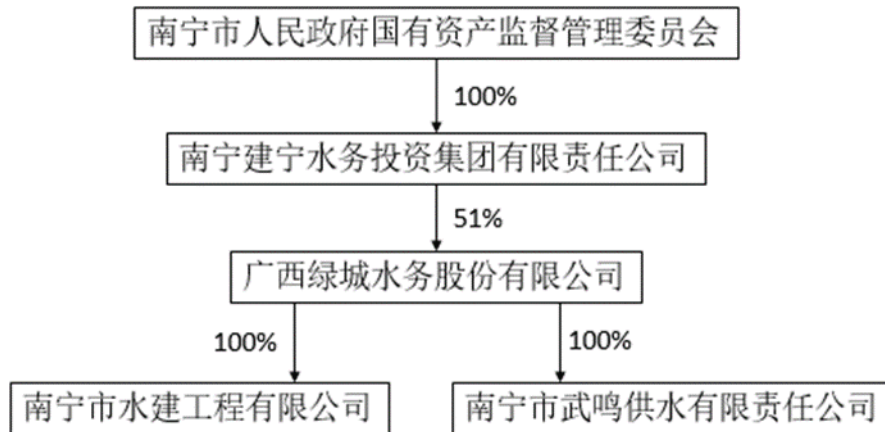
公司是南宁市最主要的水务运营主体，南宁市政府将中心城区供水及污水处理特许经营权以及四县一区污水处理特许经营权授予公司，期限为 30 年，公司业务运营稳定性得到较好保障。

政府补助方面，公司业务具有公益性质且符合国家环保政策，相关项目建设期间获得了各级政府的资金支持，包括项目扶持资金和增值税退税等。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持广西绿城水务股份有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16 绿水 01”的债项信用等级为 **AA+**。

### 附一：广西绿城水务股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：广西绿城水务股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	111,611.53	189,990.90	149,477.76	121,185.43
应收账款	14,381.59	16,458.46	17,409.82	17,821.21
其他应收款	9,990.29	3,793.96	4,504.25	4,326.79
存货	4,063.29	8,677.64	6,387.32	6,918.31
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	243,981.02	441,625.70	390,421.75	454,012.18
无形资产	55,710.84	64,045.98	87,909.44	89,509.13
总资产	929,871.88	1,261,183.51	1,512,746.86	1,550,708.01
其他应付款	72,461.03	97,105.01	15,557.43	13,845.95
短期债务	46,858.66	148,274.95	181,570.23	185,492.46
长期债务	377,055.49	490,732.22	669,952.28	704,554.30
总债务	423,914.14	639,007.17	851,522.51	890,046.75
总负债	605,617.57	841,538.18	1,076,269.23	1,109,427.58
费用化利息支出	12,315.67	16,256.05	22,805.61	--
资本化利息支出	4,562.42	6,434.72	9,907.33	--
实收资本	73,581.09	88,297.31	88,297.31	88,297.31
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	324,254.32	419,645.33	436,477.62	441,280.43
营业总收入	133,652.87	152,297.27	154,308.35	37,041.72
经营性业务利润	33,088.28	32,163.95	29,098.34	5,659.94
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	27,926.74	26,255.55	24,779.05	4,802.81
EBIT	45,429.61	48,035.34	52,195.21	--
EBITDA	68,140.99	74,982.25	86,204.61	--
销售商品、提供劳务收到的现金	153,115.58	162,853.26	161,908.09	38,867.12
收到其他与经营活动有关的现金	103,345.34	75,222.82	63,176.11	14,677.68
购买商品、接受劳务支付的现金	42,511.99	51,657.70	47,924.19	14,976.47
支付其他与经营活动有关的现金	60,641.19	76,633.76	65,974.73	16,180.64
吸收投资收到的现金	0.00	79,965.58	0.00	0.00
资本支出	121,758.07	241,494.83	283,006.32	73,563.42
经营活动产生现金净流量	115,843.03	66,983.41	73,295.63	12,686.52
投资活动产生现金净流量	-120,964.33	-241,060.21	-280,138.48	-72,152.11
筹资活动产生现金净流量	-711.87	250,138.63	166,411.82	31,164.82
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	43.45	39.84	39.66	36.32
期间费用率(%)	20.49	20.44	21.97	20.79
应收类款项/总资产(%)	2.64	1.62	1.46	1.44
收现比(%)	1.15	1.07	1.05	1.05
总资产收益率(%)	5.21	4.37	3.76	--
资产负债率(%)	65.13	66.73	71.15	71.54
总资本化比率(%)	56.66	60.36	66.11	66.85
短期债务/总债务(X)	0.11	0.23	0.21	0.21
FFO/总债务(X)	0.14	0.11	0.09	--
FFO 利息倍数(X)	3.62	3.12	2.43	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	6.86	2.95	2.24	1.99
总债务/EBITDA(X)	6.22	8.52	9.88	--
EBITDA/短期债务(X)	1.45	0.51	0.47	--
货币资金/短期债务(X)	2.38	1.28	0.82	0.65
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.04	3.30	2.64	--

注：2021 年一季度财务报表未经审计；中诚信国际未统计 2021 年 1~3 月费用化利息支出和资本化利息支出，且无现金流量补充表，故部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。