

武汉市城市建设投资开发集团有限公司  
及其发行的 16 武汉城投 MTN001 与 21 武汉城投债 01  
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]100779】

**评级对象: 武汉市城市建设投资开发集团有限公司及其发行的 16 武汉城投 MTN001 与 21 武汉城投债 01**

|               | 16 武汉城投 MTN001             | 21 武汉城投债 01                 |
|---------------|----------------------------|-----------------------------|
| 主体/展望/债项/评级时间 |                            | 主体/展望/债项/评级时间               |
| 本次跟踪:         | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日  |
| 前次跟踪:         | AAA/稳定/AAA/2020 年 9 月 8 日  | /                           |
| 首次评级:         | AAA/稳定/AAA/2016 年 9 月 12 日 | AAA/稳定/AAA/2020 年 12 月 31 日 |

### 主要财务数据

| 项 目                  | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年<br>第一季度 |
|----------------------|---------|---------|---------|----------------|
| <b>金额单位: 人民币亿元</b>   |         |         |         |                |
| <b>发行人母公司数据:</b>     |         |         |         |                |
| 货币资金                 | 145.80  | 110.65  | 88.85   | 85.00          |
| 刚性债务                 | 1122.05 | 1154.93 | 1215.03 | 1214.51        |
| 所有者权益                | 800.35  | 872.98  | 911.02  | 918.50         |
| 经营性现金净流入量            | -1.48   | 2.34    | 2.19    | 1.35           |
| <b>发行人合并数据及指标:</b>   |         |         |         |                |
| 总资产                  | 2968.86 | 3254.80 | 3422.79 | 3471.53        |
| 总负债                  | 2001.18 | 2186.42 | 2296.13 | 2319.56        |
| 刚性债务                 | 1574.30 | 1684.80 | 1786.27 | 1814.01        |
| 所有者权益                | 967.68  | 1068.38 | 1126.66 | 1151.97        |
| 营业收入                 | 158.66  | 190.46  | 207.50  | 42.93          |
| 净利润                  | 11.79   | 11.31   | 9.36    | 1.01           |
| 经营性现金净流入量            | -3.96   | -21.55  | 0.22    | -9.79          |
| EBITDA               | 35.61   | 37.30   | 36.83   | —              |
| 资产负债率[%]             | 67.41   | 67.18   | 67.08   | 66.82          |
| 长短期债务比[%]            | 167.93  | 192.12  | 192.34  | 229.10         |
| 营业利润率[%]             | 9.30    | 8.06    | 6.90    | 4.48           |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%]       | 93.87   | 110.26  | 92.74   | 98.62          |
| 营业收入现金率[%]           | 114.33  | 102.74  | 84.50   | 115.53         |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -3.73   | -9.53   | -7.32   | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 0.58    | 0.51    | 0.51    | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.02    | 0.02    | 0.02    | —              |

注: 发行人数据根据武汉城投经审计的 2018~2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。武汉城投未提供 2018~2020 年度的资本化利息支出数, 以分配股利、利润或偿付利息支付的现金减利息支出数进行近似。

### 分析师

王科柯 wkk@shxsj.com  
陈婷婷 ctt@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)对武汉市城市建设投资开发集团有限公司(简称武汉城投、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 武汉城投 MTN001 与 21 武汉城投债 01 的跟踪评级反映了 2020 年以来武汉城投在区域环境、地方政府支持、区域专营及规模、货币资金存量和融资渠道等方面保持优势, 同时也反映了公司在投融资、房地产去化、刚性债务偿付、其他应收款回收及或有负债等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- 区域环境优势。**武汉市是湖北省省会, 是我国中西部地区的中心城市, 全国重要的工业基地和综合交通枢纽, 经济和财政实力很强, 为武汉城投发展提供了良好的外部环境。
- 地方政府支持。**武汉城投作为武汉市城市基础设施的主要投资运营主体之一, 跟踪期内继续获得较多的政府财政性资金支持。
- 区域专营及规模优势。**跟踪期内武汉城投公用事业区域专营及规模优势仍较明显, 仍为公司提供了稳定的收益来源。
- 货币资金存量充裕和融资渠道畅通。**武汉城投目前仍有充裕的货币资金存量, 融资渠道畅通, 剩余大量未使用的银行授信额度, 可为公司的债务偿付提供较好保障。

#### 主要风险:

- 投融资压力仍较大。**武汉城投承担大量武汉市基础设施建设项目, 项目投资建设周期较长, 且未来仍有较大规模的资本性支出计划, 公司持续面临较大的投融资压力。

- **房地产去化压力。**跟踪期内武汉城投的房地产业务投资规模仍较大且继续增加,需关注后续房地产去化压力以及国家房地产政策调控等对后续房地产业务的影响。
- **刚性债务偿付压力仍较大。**跟踪期内武汉城投债务规模继续上升,资产负债率仍处于较高水平,并已积累了较重的刚性债务负担,仍面临较大的刚性债务偿付压力。
- **其他应收款回笼风险。**跟踪期内武汉城投的其他应收款规模仍较大且进一步增加,主要是与市城建基金办等政府部门之间的往来款,关注后续回收情况及对公司资金周转的影响。
- **或有负债风险。**截至目前,武汉城投对外担保金额仍较大,存在一定或有负债风险。关注公司未决诉讼事项进展和实际损失情况。
- **递延付息风险。**根据本期中票的约定条款,除非发生强制付息事件,武汉城投可以选择递延支付利息,且无递延时间和次数的限制,使得本期中票存在递延付息风险。

## ➤ 未来展望

通过对武汉城投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析,本评级机构决定维持公司 AAA 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极强,并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



武汉市城市建设投资开发集团有限公司  
及其发行的 16 武汉城投 MTN001 与 21 武汉城投债 01  
跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照武汉市城市建设投资开发集团有限公司 2016 年度第一期中期票据和 2021 年第一期公司债券（分别简称“16 武汉城投 MTN1”及“21 武汉城投债 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据武汉城投提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对武汉城投的财务状况、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。

该公司于 2016 年 4 月 29 日在银行间交易商协会注册了 35.00 亿元的中期票据发行额度，并于 2016 年 10 月 29 日发行了首期中期票据，即“16 武汉城投 MTN001”，发行金额为 7.00 亿元，票面利率为 3.54%，依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。于本期中期票据第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前 5 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 5 个计息年度内保持不变。自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。如果公司不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 11 个计息年度内保持不变。除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件指付息日前 12 个月内公司向普通股股东分红；减少注册资本。本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。目前公司本期中期票据的待偿还余额仍为 7.00 亿元，尚未发生过赎回情形。公司发行本期中期票据的募集资金已全部用于偿还金融机构和银行贷款。

该公司于 2021 年 3 月发行了 10 年期 10.00 亿元的企业债券，即“21 武汉城投债”，票面利率 4.32%，本期债券经国家发展和改革委员会发改企业债券〔2020〕195 号文件注册发行。本期企业债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。公司发行本期企业债券的募集资金拟全部用于补充营运资金。

截至本评级报告出具日，该公司及其子公司存续债券共计 16 支，待偿本金余额 177.20 亿元，截至目前公司及其子公司还本付息情况正常。

图表 1. 公司已发行尚未到期债券概况（截至 2021 年 6 月 18 日）

| 债项名称           | 发行金额<br>(亿元) | 期限<br>(天/年) | 发行利率<br>(%) | 发行时间             | 当前余额<br>(亿元) | 当前票面利率<br>(%) |
|----------------|--------------|-------------|-------------|------------------|--------------|---------------|
| 07 武城投债        | 6.00         | 15 年        | 5.03        | 2007 年 06 月 27 日 | 6.00         | 5.03          |
| 12 汉城投 MTN2    | 20.00        | 5+5 年       | 6.30        | 2012 年 10 月 16 日 | 20.00        | 5.30          |
| 14 汉城投 MTN001  | 20.00        | 5+5 年       | 7.99        | 2014 年 02 月 12 日 | 20.00        | 4.80          |
| 16 武汉城投 MTN001 | 7.00         | 5+N         | 3.54        | 2016 年 10 月 19 日 | 7.00         | 3.54          |
| 17 武投 01       | 20.00        | 7 年         | 4.99        | 2017 年 06 月 12 日 | 15.00        | 4.99          |
| 19 武汉城投 PPN001 | 20.00        | 5 年         | 4.25        | 2019 年 08 月 08 日 | 20.00        | 4.25          |
| 19 武汉城投 PPN002 | 10.00        | 5 年         | 4.18        | 2019 年 12 月 02 日 | 10.00        | 4.18          |
| 20 武汉城投 PPN001 | 6.20         | 5 年         | 3.70        | 2020 年 03 月 10 日 | 6.20         | 3.70          |
| 20 武汉城投 PPN002 | 11.80        | 5 年         | 3.84        | 2020 年 05 月 14 日 | 11.80        | 3.84          |
| 21 武汉城投 PPN001 | 12.00        | 5 年         | 4.16        | 2021 年 03 月 03 日 | 12.00        | 4.16          |
| 21 武汉城投债 01    | 10.00        | 10 年        | 4.32        | 2021 年 03 月 09 日 | 10.00        | 4.32          |
| 14 武控 02       | 3.50         | 5 年         | 3.60        | 2016 年 06 月 24 日 | 3.50         | 3.60          |
| 20 武控绿色债       | 8.70         | 5 年         | 3.60        | 2020 年 03 月 09 日 | 8.70         | 3.60          |
| 21 武汉三镇 SCP001 | 7.00         | 270 天       | 3.20        | 2021 年 04 月 29 日 | 7.00         | 3.20          |
| 19 武水务 MTN001  | 15.00        | 5 年         | 4.50        | 2019 年 05 月 23 日 | 15.00        | 4.50          |
| 19 武水务 MTN002  | 5.00         | 5 年         | 4.08        | 2019 年 08 月 21 日 | 5.00         | 4.08          |
| 合计             | 182.20       | —           | —           | —                | 177.20       | —             |

资料来源：武汉城投

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观环境

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) 行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”)，明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预[2014]351 号)，对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导

城投企业进行转型发展,进一步规范细化地方政府债务管理。2017年至2018年上半年,随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为,以及一系列地方融资监管政策的密集出台,行业监管力度显著趋严,“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018年下半年以来,城投企业的融资政策环境有所改善。2018年7月,国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施,指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月,国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),进一步明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目金融支持力度,同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,防范存量隐性债务资金链断裂风险;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019年3月,《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式,妥善解决融资平台到期债务,不能搞“半拉子”工程。6月,中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上,对存量隐性债务中的必要在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初,我国出现新型冠状病毒肺炎疫情,为应对疫情冲击、稳固经济增长,基建扩容被普遍认为是重要抓手之一,城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体,其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强,全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效,经济增长处于稳步恢复中,同时化解政府隐性债务工作持续推进。2020年12月,中央经济工作会议指出2021年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”;2021年3月,国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定,政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下,2021年城投企业融资环境预计将有所收紧,对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强,期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大,部分企业面临集中偿付压力,债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

## A. 水务行业

水务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

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29,041.0

亿立方米<sup>1</sup>，同比增长 5.75%，人均水资源量 2,077.70 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 6,043.4 亿吨、6,015.50 亿吨和 6,021.20 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。

污水处理方面，2017~2019 年，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。

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>3</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，根据加成成本保证水务企业合理的利润空间，2018~2020 年末及 2021 年 5 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 2.26 元/吨、2.29 元/吨、2.31 元/吨和 2.33 元/吨。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。2018~2020 年末及 2021 年 5 月末，全国 36 个大中城市居民生

<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》。

<sup>3</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。

活用水的污水处理费价格分别为 0.98 元/吨、0.98 元/吨、0.99 元/吨和 1.01 元/吨，污水处理收费标准基本达到要求。

### b) 政策环境

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流域治理开启导致水环境治理领域市场进一步扩容。

**图表 2. 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，对项目实施分类指导，推进项目落地；强调入库不为项目合规“背书”、不作为信贷条件；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办法》                          | 加强水污染防治资金使用管理。   |
| 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。   |

| 发布时间   | 政策/会议                               | 主要内容  |
|--------|-------------------------------------|---|
| 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。  |
| 2021/6 | 《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》             | 明确到2025年，基本消除城市建成区生活污水直排口和收集处理设施空白区，全国城市生活污水集中收集率力争达到70%以上；城市和县城污水处理能力基本满足经济社会发展需要，县城污水处理率达到95%以上；水环境敏感地区污水处理基本达到一级A排放标准；全国地级以上缺水城市再生水利用率达到25%以上，京津冀地区达到35%以上，黄河流域中下游地级以上缺水城市力争达到30%；城市污泥无害化处置率达到90%以上。 |

资源来源：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，而非原本以点源处理出发的水处理、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。

### d) 风险关注

**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。

## B. 燃气行业

随着我国经济的持续发展及城市化水平的逐步提高，我国燃气需求不断增长，行业发展空间较大。目前，我国天然气生产由少数大型天然气勘探企业垄断，城市燃气公司运营商的议价能力相对较弱，燃气销售价格也受政府管制程度较大，城市燃气运营商利润空间有限。2020年新冠疫情爆发，短期内对非居民天然气消费造成一定冲击，全年天然气消费增速有所回落。

### a) 行业概况

近年来，我国经济持续增长，城市化水平逐步提高，持续增长的工业规模和庞大的城镇人口规模为燃气生产和供应行业提供了良好的市场基础，我国燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。同时，随着国民环保意识的增强、国家环保标准的提高以及新能源的开发，我国用气类型和供气结构也正逐步进行调整，天然气逐步取代液化石油气成为我国城市用气和供气的主要产品。但我国天然气占一次能源消费比重仍较低，2019年我国能源消费结构中天然气的占比为7.80%。

从天然气需求来看，天然气具有热值高、清洁等特性，近年来被广泛用于城市燃气及替代工业燃料，普及率快速提高，具有良好的发展前景。大力发展战略性产业、逐步把天然气培育成主体能源之一，成为我国能源发展的重要目标。我国天然气主要应用于工业燃料、城镇燃气、发电用气以及化学化工四个领域，其中工业燃料和城镇燃气是天然气的主要消费领域。根据《中国天然气发展报告（2020）》，2019年城市燃气和工业用气分别占全国消费量的37.2%和35.0%。近年来随着经济的持续增长、大气污染治理及“煤改气”工程的推动，天然气消费持续增长。2018~2020年我国天然气表观消费量分别为2,803亿立方米、3,067亿立方米和3,250亿立方米，同比分别增长18.1%、9.4%和5.97%。2020年受疫情影响，一季度工商业和汽车行业用气量降幅明显，二季度以来随着经济的复苏，复工复产带动工业、发电等用气稳中有升，但全年天然气消费增速仍较上年有所回落。

从天然气供给来看，我国天然气供给主要分为国产气、进口管网气和进口LNG三部分组成。根据自然资源部数据，2019年全国新增天然气探明地质储量1.58万亿立方米，同比增加约0.60万亿立方米。根据《国家统计年鉴2020》统计，截至2019年底，

我国天然气技术可采储量为 5.97 万亿立方米，较 2018 年底增长 2.99%。我国天然气资源地域分布不均，海气主要在南海海域，陆气主要集中在中西部的塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木、准噶尔盆地。我国天然气开采区域主要集中在新疆、四川、陕西、青海和广东等省份。随着天然气用气区域和规模的不断扩大，为实现天然气资源的跨区域供给，我国积极推进东北、西北、西南、海上四大天然气进口通道建设，已形成“西气东输”、“川气东送”、海气登陆、就近供应的供气格局。2020 年，我国天然气产量为 1,888.50 亿立方米，同比增长 9.8%。受整体储量以及开采能力制约，我国天然气产量虽逐年增长但增产速度仍不高。

国内天然气产量不足以满足我国天然气需求，近年来我国每年从国外进口天然气补充供应缺口，对外依存度较高。2018~2020 年我国天然气进口量分别为 1,256.81 亿立方米、1,342.64 亿立方米和 1,413.52 亿立方米，对外依存度分别为 44.36%、44.13% 和 41.90%。我国主要通过中亚天然气管道、中缅管道以及中俄管道接收来自土库曼斯坦、缅甸及俄罗斯等地的天然气。但进口管道气受长约合同制约，增长具有一定刚性，天然气需求缺口主要通过进口 LNG 弥补。我国在浙江、天津、广东等地建设了多个 LNG 接收站，进口 LNG 在一定程度上缓解了我国天然气供应紧张的局面。2020 年我国进口 LNG6,712.95 万吨，同比增加 693.84 万吨。

近年来，天然气管网和储气设施建设稳步推进。截至 2019 年底，我国建成干线输气管道超过 8.7 万千米，一次输气能力超过 3,500 亿立方米/年；全国建成地下储气库 27 座，有效工作气量达 102 亿立方米，同比增长超过 30 亿立方米。未来，我国将继续加快天然气管网和储气设施建设，提高天然气输送能力。

价格方面，我国管道天然气终端销售价格由天然气出厂价格、长输管道管输价格以及城市输配价格构成。其中，天然气出厂价格和跨省的长输管道的管输价格由国家发改委制定，终端销售价格由各省发改委和物价部门制定。2013 年 7 月以前，国家发改委分别制定天然气出厂基准价格及跨省长输管道的管输价格；2013 年 7 月《关于调整天然气价格的通知》实施后，改为对门站价格（包括出厂价和管道运输价）执行政府指导价。近年来天然气市场化改革持续推进，逐步向“放开两头，管住中间”的模式发展。具体价格调整文件详见下表所示。2019 年以来，我国继续推进天然气市场化改革。上游环节放宽市场准入，全面推进矿业权竞争性出让；中游环节实施运销分离，组建国家油气管网公司，进一步推进基础设施向第三方公平开放；下游环节深化天然气价格改革，实施减税降费，扩大天然气利用。

2020 年 2 月 22 日，为支持企业复工复产，国家发改委印发《关于阶段性降低非居民用气成本支持企业复工复产的通知》，明确非居民用气门站价格提前执行淡季价格政策（有效期至 2020 年 6 月 30 日），或将对燃气企业盈利造成一定不利影响。2020 年 3 月 13 日，发改委发布《中央定价目录》，自 2020 年 5 月 1 日起施行。新版目录将原有的各省区市天然气门站价格从《中央定价目录》中移除，保留了跨省区市管道运输价格（企业内部自用管道除外）。新版目录指出 2015 年以后投产的进口管道天然气以及具备竞争条件省份天然气的门站价格，由市场形成；其他国产陆上管道天然气和 2014 年底前投产的进口管道天然气门站价格，暂按现行价格机制管理，视天然气市场化改革进程适时放开由市场形成。

图表 3. 2015 年来我国天然气价格调整政策

| 时间      | 政策  | 主要内容   |
|---------|---|--|
| 2015/2  | 《关于理顺非居民用天然气价格的通知》(发改价格〔2015〕351号)                          | 增量气最高门站价格每千立方米降低440元,存量气最高门站价格每千立方米提高40元;放开天然气直供用户(化肥企业除外)用气门站价格,由供需双方协商定价,进行市场化改革试点。  |
| 2015/11 | 《国家发展改革委关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》(发改价格〔2015〕2688号)   | 下调非居民天然气最高门站价格,每立方米下调0.70元。  |
| 2016/8  | 《关于加强地方天然气管网输配价格监管降低企业用气成本的通知》(发改价格〔2016〕1859号)             | 要求各地减少供气环节,降低偏高的省内管道运输和配气价格,降低用户用气成本。  |
| 2016/10 | 《天然气管道运输价格管理办法(试行)》、《天然气管道运输定价成本监审办法(试行)》(发改价格规〔2016〕2142号) | 加强和完善天然气管道运输价格管理,规范定价成本监审行为。   |
| 2017/6  | 《关于加强配气价格监管的指导意见》(发改价格〔2017〕1171号)                          | 进一步指导地方加强配气价格监管,降低偏高配气价格。  |
| 2017/8  | 《国家发展改革委关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》(发改价格规〔2017〕1582号)             | 非居民用气基准门站价格每千立方米降低100元。  |
| 2017/11 | 《关于全面深化价格机制改革的意见》   | 提出,按照“管住中间、放开两头”的总体思路要求深化非居民用天然气价格市场化改革。   |
| 2017/12 | 《关于调整天然气进口税收优惠政策有关问题的通知》财关税〔2017〕41号                        | 自2017年10月1日起,将液化天然气销售定价调整为26.64元/GJ,将管道天然气销售定价调整为0.94元/立方米。  |
| 2018/5  | 《关于理顺居民用气门站价格的通知》   | 将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理,价格水平按非居民用气基准门站价格水平(增值税税率10%)安排,供需双方可以基准门站价格为基础,在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。天然气增值税税率由11%降低至10%,现行非居民基准门站价格也作了相应调整。 |
| 2019/3  | 《国家发展改革委关于调整天然气基准门站价格的通知》发改价格〔2019〕562号                     | 根据增值税税率调整情况,自2019年4月1日起,各省(区、市)天然气基准门站价格降低20-40元不等。  |
| 2020/2  | 《国家发展改革委关于阶段性降低非居民用气成本支持企业复工复产的通知》                          | 非居民用气门站价格提前执行淡季价格政策;鼓励天然气生产经营企业充分考虑疫情对不同行业的影响,对化肥等涉农生产且受疫情影响大的行业给予更加优惠的供气价格;及时降低天然气终端销售价格等。上述措施有效期至2020年6月30日。                           |
| 2020/3  | 国家发改委发布新版《中央定价目录》   | 新版目录将原有的各省区市天然气门站价格从《中央定价目录》中移除,保留了跨省区市管道运输价格(企业内部自用管道除外)。   |
| 2020/4  | 《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》(发改价格〔2020〕567号)                      | 加快基础设施互联互通和平开放;推进储气产品交易体系建设。   |

资料来源:公开信息,新世纪评级整理

### b) 政策环境

我国天然气消费在一次能源消费中的占比仍旧较低,与较发达国家的消费水平仍存在较大差距;且天然气作为一种优质、高效、清洁的低碳能源,提高天然气在一次能源消费中的比重对我国调整能源结构、促进节能减排等方面具有重要的战略意义。

2017年7月,国家发布了《加快推进天然气利用的意见》,提出逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一,到2030年力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到15%左右。《国务院关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》提出,加快天然气开发利用,促进协调稳定发展,是我国推进能源生产和消费革命,构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系的重要路径。同时,随着我国城市化进程的推进,城镇人口数量持续增长,对提高城市燃气普及水平以及能源利用效率的要求不断加深,未来天然气消费市场增长空间仍旧较大。

### c) 竞争格局/态势

我国天然气生产由中国石油天然气集团有限公司(以下简称“中石油”)、中国石

油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”）等大型天然气勘探企业进行，行业壁垒极高。中游天然气输送由拥有跨省及进口长输管网的中石油、中石化、中海油及经营省内长输管道的省级天然气管输企业负责。由于中游管道输送企业与上游天然气供应商的紧密性，通常天然气生产企业直接参与中游输送，全国天然气长输管道 80% 左右为中石油所有。少数拥有区域天然气长输管网的公司对地方政府和资源有一定的依赖性，地方优势明显。天然气运输的下游分销主要由各城市燃气公司运营，市场化程度相对较高。由于上游天然气开采行业基本被中石油、中石化和中海油垄断，因此燃气分销商在议价中处于相对弱势地位。城市管道燃气实行特许经营权政策，具有较强的区域垄断性，拥有较稳定的气源供应和销售渠道的城市管道运营商将在竞争中得以保持相对优势的竞争地位。

2002 年 12 月，原国家建设部下发《关于加快市政公用行业市场化改革进程的意见》，提出鼓励社会资金、外国资本采取独资、合资、合作等多种形式，参与市政公用设施的建设，形成多元化的投资结构，燃气行业市场化改革由此展开。新奥能源、百江燃气、中华煤气等民营资本和境外资本开始进入国内城市管道燃气市场。目前，我国城市燃气行业已经形成了跨区域经营管理的五大燃气集团，即拥有国资背景的华润燃气和昆仑能源以及代表民营资本的新奥能源和代表境外资本的港华燃气集团和中国燃气。同时，北京燃气集团、上海燃气、深圳燃气等区域性燃气企业快速发展，并逐渐向周边地区辐射。近年来，随着城市管道燃气的不断推广，各大燃气集团加速扩张，开始在三、四线城市乡镇展开获取特许经营权竞争，竞争较为激烈。

#### d) 风险关注

**成本转移风险。**管道燃气的采购和销售均实行政府管制，但由于上下游价格定价机构、机制和政策不一致，造成上下游价格难以在时间和幅度上同步调整。目前城市燃气销售价格由省级价格行政主管部门制定。管道燃气价格实行全成本定价和联动机制，即管道燃气价格由进货成本、经营管理费用、税金、利润四部分组成，物价部门按一定的利润率核定燃气企业合理利润，及时根据燃气进货成本调整管道燃气价格。但实际上燃气终端销售价格通常滞后于上游城市门站价格，且调整幅度也难以同步。上游城市门站价格的上涨使得下游分销商面临采购成本上升风险。若管道燃气终端价格未同步调整，则下游城市燃气分销商无法通过售价传导成本上涨，盈利空间将被压缩。

**保供压力。**近年来因工业生产、燃气发电、化工等领域用气需求较快增长，加上“煤改气”需求增量较大，我国天然气消费量持续增长。但我国天然气勘探开发程度较低，天然气产量无法满足下游需求的快速增长，天然气供需缺口不断扩大。尤其是冬季供热时期天然气供需矛盾突出，供应缺口较大，城市燃气分销商面临一定保供压力。

**非居民用气增速下滑。**近年来受经济增速放缓等因素影响，非居民用气量增速回落。2020 年初，新冠疫情爆发，全国大部分省市延迟复工时间，工商业、发电及汽车用气量均出现不同程度下降，短期内非居民天然气需求受到一定冲击。

### (3) 区域经济环境

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。武汉市经济实力在中国中部地区排名靠前，并显著领先于湖北省其他各市。近年来，武汉市经济保持稳定较快速发展，形成了汽车、钢铁、石化、电子信息等支柱产业，同时积极发展第三产业。2020年初新冠肺炎疫情爆发在短期内对武汉市经济造成冲击，随着疫情逐步得到有效控制，全市经济向好态势持续增强。近年来，武汉市房地产市场明显趋热，土地及房产价格攀升，但区域房地产市场受行业景气度变化及相关政策调控的影响较大，未来存在波动可能。

武汉市是我国湖北省省会，全市国土面积 8,569.15 平方公里，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。根据第七次全国人口普查公报数据显示，截至 2020 年 10 月末武汉市常住人口为 1,232.65 万人。

武汉市工业经济发展较快，形成了汽车、钢铁、石化、电子信息等支柱产业。近年来，武汉市传统工业运行压力增大，行业转型升级逐步推进。2016 年 10 月，中共中央发布的《长江经济带发展规划纲要》将武汉列为超大城市。同年 12 月，国家发改委原则同意并支持武汉建设国家中心城市。2018 年 11 月，中共中央、国务院发布《关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》，提出在推动区域板块之间融合互动发展中，武汉担负引领长江中游城市群发展重任。2017~2019 年，武汉市分别实现地区生产总值 13,410.34 亿元、14,847.29 亿元和 16,223.21 亿元，按可比价格计算，同期增速分别为 8.0%、8.0% 和 7.4%。

2020 年初新冠肺炎疫情的爆发对武汉市经济财政冲击较大，全市努力克服不利影响，有序推动企业复工复产，同时作为此次疫情重灾区，湖北省可获得中央财政的定向支持。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，实体经济短期停摆。目前疫情扩散得到了有效遏制，根据湖北省疫情防控工作指挥部最新通知，一般企业不早于 3 月 20 日复工复产；武汉市于 4 月 8 日起解除离汉离鄂通道管控措施，有序恢复对外交通；武汉市经济活动整体稳步恢复。自 3 月起，中央财政对湖北省建立国库库款周调度制度，安排湖北省防控经费，保障国库的资金需求；湖北省加大财政金融支持力度，为市场主体降本减负，有针对性地开展援企、稳岗、扩就业工作；武汉市就减免中小企业承租行政事业单位房屋资金、财政贴息、加快兑现支持企业发展专项资金等制定了实施细则。随着国内疫情逐步得到有效控制，2020 年 7 月以来，武汉市多数经济指标实现正增长。2020 年，全市实现地区生产总值（GDP）15,616.06 亿元，按可比价格计算，比上年下降 4.7%。第一产业增加值 402.18 亿元，比上年下降 3.8%；第二产业增加值 5,557.47 亿元，比上年下降 7.3%；第三产业增加值 9,656.41 亿元，比上年下降 3.1%。三次产业结构由 2019 年的 2.3：36.9：60.8 调整为 2.6：35.6：61.8。全年固定资产投资和社会消费品零售总额分别同比下降 11.8% 和 20.9%，较上半年度大幅收窄，向好态势持续增强。

图表 4. 2018 年以来武汉市主要经济指标及增速

| 指标             | 2018 年        |      | 2019 年        |      | 2020 年        |       |
|----------------|---------------|------|---------------|------|---------------|-------|
|                | 金额            | 增速   | 金额            | 增速   | 金额            | 增速    |
| 地区生产总值（亿元）     | 14,928.72     | 8.0  | 16,223.21     | 7.4  | 15,616.06     | -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）    | 6,377.75      | 5.7  | 5,988.88      | 6.5  | 5,557.47      | -7.3  |
| 第三产业增加值（亿元）    | 8,107.54      | 10.1 | 9,855.34      | 8.2  | 9,656.41      | -3.1  |
| 全部工业增加值(亿元)    | 5,076.21      | 5.9  | 4,539.11      | 6.5  | 4,085.48      | -9.3  |
| 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）  | 6,843.90      | 10.5 | 7,449.64      | 8.9  | 6,149.84      | -20.9 |
| 进出口总额（亿元）      | 2,148.40      | 11.0 | 2,440.20      | 13.7 | 2,704.30      | 10.8  |
| 其中：出口总额（亿元）    | 1,275.20      | 10.2 | 1,362.30      | 7.1  | 1,421.70      | 4.3   |
| 三次产业结构比例       | 2.4:43.0:54.6 |      | 2.3:36.9:60.8 |      | 2.6:35.6:61.8 |       |

资料来源：武汉市国民经济和社会发展统计公报

2017~2019 年，武汉市固定资产投资额同比增速分别为 11.0%、10.6% 和 9.8%，受当地主导产业重点项目投产进度影响呈小幅下滑趋势。2019 年依靠工业和基础设施投资拉动，武汉市固定资产投资仍保持较快增速。2020 年武汉市固定资产投资额比上年下降 11.8%，按产业分，第一产业投资下降 15.2%；第二产业投资下降 20.2%，其中工业投资下降 20.4%；第三产业投资下降 8.8%，其中基础设施投资下降 16.7%。民间投资下降 18.8%，占固定资产投资的比重为 47.0%。

从房地产市场来看，随着当地经济稳步迅速发展以及政策拉动，2017 年武汉市房地产运行情况较好，2018 年在政策影响下房地产景气度下滑，2019 年显著回暖。为促进房地产市场平稳健康发展，2016 年 10 月武汉市政府出台了部分区域实行住房限购限贷措施的通知，限购限贷范围为主城区和开发区，2017 年在一系列调控政策及整体供应量、推盘量不足等多重因素影响下，武汉市楼市整体成交量下滑，但市场需求依然旺盛，呈现“量跌价升”的状态，当年商品住宅成交面积 2,073.24 万平方米，同比下降 31%；商品住宅销售额 3,534.29 亿元，同比增长 22.80%。2018 年以来，武汉楼市整体政策走向仍然以“房住不炒”为核心基调，限购限贷政策持续收紧，房贷利率不断上行，此外政策调控手段逐渐开始由需求侧向供给侧转移，集中在供给的结构调整，当年房地产景气度呈现缓慢下行。2018 年，房地产开发投资比上年增长 3.5%；新建商品住房销售面积 1,804.3 万平方米，同比减少 13.62%；二手住宅成交面积 732.79 万平方米，同比减少 6.24%。2019 年，武汉在坚持房住不炒基本政策的前提下，进一步降低了积分落户及大学生落户政策门槛，并调整了公积金相关政策以降低市民购房压力；同时限价政策不再一刀切，整体放松势头明显，当年武汉市房地产市场量价齐涨。2019 年，武汉市房地产开发投资同比增长 6.8%；当年新建商品住房销售面积 2,346.51 万平方米，同比增长 30.05%。截至 2019 年末，武汉市已批准预售尚未网签的商品住房 16.81 万套，面积 1,897.80 万平方米。

2020 年以来，武汉市作为本次新冠疫情的重灾区，施工延期、销售停摆、需求抑

制，对当地房地产市场的短期冲击较大，第一季度房地产开发投资同比下降 75.7%；但随着疫情得到有效控制，二季度以来已有明显恢复。全年武汉市房地产开发投资比上年下降 6.4%。其中，住宅投资下降 10.3%，办公楼投资增长 19.1%，商业营业用房投资下降 11.3%。全市房屋施工面积 15,565.89 万平方米，比上年增长 14.8%。其中，本年新开工面积 3,668.79 万平方米，比上年增长 6.9%。全年房屋竣工面积 777.86 万平方米，比上年增长 11.5%。全年城中村改造、棚户区改造分别完成 0.97 万户、1.73 万户。保障性住房投资 115.87 亿元，建成保障性住房 2.21 万套，筹集租赁房 6.93 万套。

受房地产调控政策影响，武汉市土地市场存在波动，2018 年土地价格出现小幅回落，2019 年以来显著转暖。根据中指数据，2018~2020 年武汉市成交土地面积分别为 2,127.21 万平方米、1,993.68 万平方米和 2,056.98 万平方米，主要来自住宅用地出让，且占比逐年上升；从均价上看，同期土地出让均价分别为 6,491.27 元/平方米和 8,857.41 元/平方米和 9,219.80 元/平方米。2020 年，武汉市住宅用地土地供应量加大，多宗优质地块的集中供应拉高整体单价，房企拿地较为踊跃。综合作用下，2018~2020 年武汉市分别实现土地出让总价 1,380.83 亿元、1,765.89 亿元和 1,896.50 亿元。2021 年以来武汉市土地出让规模同比有所下滑，截至 6 月 23 日当地土地出让总价为 254.23 亿元，土地出让均价为 4,692.75 元/平方米，出让均价较低，主要是当期出让的土地性质以工业用地为主。随着武汉城市化进程的不断深化，中心城区开发已接近饱和，远城区的土地供应是近年来土地供应的主力军，预计未来武汉市土地市场将存在持续波动。

图表 5. 2018 年以来武汉市土地市场交易情况

| 指标                   | 2018 年          | 2019 年          | 2020 年          |
|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>土地出让总面积（万平方米）</b> | <b>2,127.21</b> | <b>1,993.68</b> | <b>2,056.98</b> |
| 其中：工业用地出让面积（万平方米）    | 1,072.43        | 881.75          | 643.41          |
| 住宅用地出让面积（万平方米）       | 907.99          | 970.92          | 1,224.30        |
| 商业/办公用地出让面积（万平方米）    | 141.71          | 134.27          | 168.64          |
| 其他用地出让面积（万平方米）       | 5.07            | 6.73            | 20.63           |
| <b>土地出让总价（亿元）</b>    | <b>1,380.83</b> | <b>1,765.89</b> | <b>1,896.50</b> |
| 其中：工业用地出让总价（亿元）      | 45.93           | 35.99           | 31.47           |
| 住宅用地出让总价（亿元）         | 1,217.66        | 1,618.12        | 1,787.62        |
| 商业/办公用地出让总价（亿元）      | 116.26          | 110.52          | 75.52           |
| 其他用地出让总价（亿元）         | 0.97            | 1.26            | 1.88            |
| <b>土地出让均价（元/平方米）</b> | <b>6,491.27</b> | <b>8,857.41</b> | <b>9,219.80</b> |
| 其中：工业用地出让单价（元/平方米）   | 428.28          | 408.15          | 489.07          |
| 住宅用地出让单价（元/平方米）      | 13,410.48       | 16,665.72       | 14,601.18       |
| 商业/办公用地出让单价（元/平方米）   | 8,204.17        | 8,231.01        | 4,478.20        |
| 其他用地出让单价（万元/平方米）     | 1,921.90        | 1,873.95        | 913.22          |

资料来源：中指数据

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司主营业务收入实现平稳增长，综合毛利率总体仍保持在适中水平。其中水务、燃气业务的区域专营优势仍较明显，可持续性较强，仍是公司收入的主要来源；基建业务投资回收期较长，部分项目资金平衡压力仍较大；受益于区域房地产市场销售行情较好，房地产业务收入继续增加。2020年初疫情对公司房地产销售和工程建设造成较大影响，随着疫情得到有效控制，下半年以来上述业务已逐步恢复正常，关注国家房地产调控政策和供给增加对公司房地产业务的影响。

该公司是武汉市城市基础设施建设和公用事业的实施主体，主要承担市政府下达的城市基础设施重大项目建设任务及相关的资金运作，负责城市基础设施和公用事业等国有资产的营运和开发公司目前主营业务主要是水务（供水、排水、污水处理）、燃气、工程建设（包括工程结算、勘察设计监理等）和房地产板块。2020年公司实现总营业收入为207.50亿元，同比增长8.94%，继续实现较好增长；同期，公司的综合毛利率为20.45%，较上年下降2.99个百分点，仍维持在20%以上的适中水平。

从收入构成来看，2020年该公司水务、燃气、工程建设和房地产板块的收入占比分别为13.37%、19.56%、17.13%和36.03%，公用事业、工程建设和房地产板块仍是公司收入的主要来源。公司在武汉市水务、燃气等公用事业领域中具有较强的专营地位，2020年公用事业板块合计收入占比为32.93%，较上年下降9.45个百分点，主要是疫情防控期间，因工商业用气户停工停产导致用气量大幅度下滑、工程建设停滞、燃气销售价格下调等因素影响，燃气业务收入有所减少，同时房地产板块当期回款规模较大，确认收入金额较上年增加24.13亿元。

图表6. 2018年以来公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

| 项目          | 2018年  |        |       | 2019年  |        |       | 2020年  |        |       |
|-------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|             | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   |
| 公用事业        | 69.78  | 44.00  | 15.77 | 80.67  | 42.38  | 22.96 | 68.32  | 32.93  | 7.21  |
| 其中：水费及污水处理费 | 24.72  | 15.59  | 23.93 | 27.91  | 14.66  | 21.19 | 27.74  | 13.37  | 17.41 |
| 燃气          | 45.06  | 28.41  | 11.29 | 52.76  | 27.72  | 7.17  | 40.58  | 19.56  | 0.23  |
| 工程建设        | 30.46  | 19.21  | 24.10 | 35.37  | 18.58  | 12.11 | 35.55  | 17.13  | 15.77 |
| 房地产销售       | 45.14  | 28.47  | 37.86 | 50.63  | 26.60  | 47.42 | 74.76  | 36.03  | 33.16 |
| 其他          | 19.53  | 12.32  | 34.56 | 23.69  | 12.44  | 27.95 | 28.86  | 13.91  | 24.63 |
| 合计          | 158.58 | 100.00 | 24.30 | 190.36 | 100.00 | 23.44 | 207.50 | 100.00 | 20.45 |

资料来源：武汉城投

### （1）水务板块

该公司水务板块的经营主体是全资子公司武汉市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”），主要从事自来水的生产、销售、给排水、污水处理的投资建设与运营。水务集团是武汉市供排水和污水处理龙头企业集团，具有供排水一体、厂网一体和产业

链完备的特点，规模优势和区域垄断优势较明显。2020 年，公司水务板块实现营业收入 27.74 亿元，与上年基本持平，随着城市化的推进，水务的需求继续提升，公司水务业务收入未来有望继续增长；同期毛利率为 17.41%，较上年下滑 2.78 个百分点，公司水务业务的毛利率仍保持在适中水平。

### 供水业务

供水业务为该公司的核心业务之一，是其营业收入的重要来源。公司供水业务在武汉市处于自然垄断状态，除武钢自建给排水系统以外，武汉城区的供水均由其负责。近年来随着二郎庙、白沙洲水厂和余家头水厂新建或扩建工程逐步完成，公司供水能力逐步提升，截至 2020 年末，公司下属自来水厂为 11 座，日供水能力达到 428.7 万吨，供水管网长度约 13,821 公里，供水面积约 1,733 平方公里，综合供水能力在全国供水行业中居第四位，承担武汉城区近 77% 的供水任务。

图表 7. 2018 年以来公司供水能力及售水情况

| 项目 |             | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年第一季度 |
|----|-------------|---------|---------|---------|------------|
| 供水 | 供水能力（万吨/日）  | 395     | 420     | 428.7   | 428.7      |
|    | 平均日供水量（万吨）  | 295     | 303     | 285     | 285        |
|    | 供水总量（万吨）    | 107,637 | 110,569 | 104,011 | 25,642     |
|    | 漏损率（%）      | 16.18   | 12.62   | 25.09   | 27.80      |
|    | 供水管网长度（公里）  | 8,151   | 12,056  | 13,821  | 13,821     |
|    | 电耗平均值（度/千吨） | 270     | 272     | 268     | 288        |
| 售水 | 售水量（万吨）     | 80,746  | 83,075  | 77,919  | 18,514     |
|    | 其中：工业供水     | 8,990   | 9,297   | 9,249   | 2,334      |
|    | 居民用水        | 52,659  | 54,360  | 52,131  | 12,180     |
|    | 其他用水        | 19,097  | 19,418  | 16,539  | 4,000      |
|    | 用水人口（万户）    | 706     | 719     | 771     | 771        |
|    | 售水平均价格（元/吨） | 1.66    | 1.62    | 1.61    | 1.64       |

资料来源：武汉城投

跟踪期内，随着武汉市城镇化进程的继续推进，该公司年售水量和售水收入总体稳定，2020 年公司实现售水量和售水收入分别为 7.79 亿吨和 12.54 亿元，分别较上年减少 0.52 亿吨和 0.50 亿元，主要受疫情影响，工业用水量有所减少所致。从供水结构看，随着武汉工业结构调整的不断深入，市区范围内生产型企业数量有所下降，加上企业节水意识增强，公司工业用水增长有限，但受益于城市区域的扩张和人口的增长，武汉市生活用水量总体将保持稳定。公司的漏损率有所上升，2020 年为 25.09%，较高的漏损率不利于公司成本控制，也是造成供水业务毛利较低的重要原因。

供水价格方面，经过 2003 年、2006 年和 2013 年的多次价格调整及 2015 年 10 月起的暂停征收城市公用事业附加费改革，该公司供水业务盈利能力有所提升；但 2015 年水价下调后，供水业务盈利能力又出现显著下滑，并随着折旧、人工和电耗成本等

上升而逐年下降。跟踪期内，为支持个体户复工复产，2020年6月1日至9月30日，武汉市中心城区供水价格下调10%，每立方米降至1.908元。

**图表8. 武汉市供水价格调整情况表（单位：元/立方米）**

| 自来水价格（元 / 立方米）     | 居民用户（第1级） | 工业用户 | 商业用户 |
|--------------------|-----------|------|------|
| 2006/5/1 之前        | 0.7       | 1.00 | 1.70 |
| 2006/5/1-2013/2/1  | 1.1       | 1.65 | 2.35 |
| 2013/2/1-2015/9/30 | 1.52      | 2.35 | 2.35 |
| 2015/10/1 至今       | 1.37      | 2.12 | 2.12 |

资料来源：武汉水务网

### 污水处理

污水处理业务是该公司主营业务的重要组成部分。近年来，公司通过对二郎庙污水处理厂等进行改扩建，以及新建了落步嘴污水处理厂等项目，污水处理能力逐年提升，污水处理量整体呈增长态势。截至2021年3月末，公司拥有15座污水处理厂，污水处理规模达304万吨/日。其中武汉市内拥有11座污水处理厂，67座泵站（含武汉市水务局委托运营的40座）、424公里管网（含水务局及城投公司委托运行管理管线226公里），污水处理规模达296万吨/日，占全市污水处理总量的约99%。

2020年，该公司污水处理量为7.90亿立方米，较上年增长4.93%；2021年第一季度，公司污水处理量为2.10亿立方米，同比增加0.42亿立方米。公司每年向武汉市财政局上报当年污水处理的运营费用、投资计划和还本付息安排等用款计划，由武汉市财政局根据需求从居民和企业缴纳的污水处理费中划拨款项，拨入污水处理业务收入。

**图表9. 武汉市污水处理价格调整情况表（单位：元/立方米）**

| 污水处理费（元 / 立方米）     | 居民用户 | 工业用户 | 商业用户 |
|--------------------|------|------|------|
| 2013/2/1-2014/7/31 | 0.80 | 0.80 | 0.80 |
| 2014/8/1 至今        | 1.10 | 1.37 | 1.37 |

资料来源：武汉水务网

### （2）燃气板块

该公司燃气板块的经营主体是全资子公司武汉市燃气热力集团有限公司（以下简称“燃气集团”）。目前，公司正加快推进燃气集团的整体上市，按照其实施策略，燃气集团正在清理企业资产，完善相关制度，进行股份制改造，力争尽早完成上市准备工作。公司的管道天然气业务于2003年6月完成和香港中华煤气有限公司合资经营，成立武汉市天然气有限公司（以下简称“天然气公司”），其中公司占股50%，天然气公司是武汉市唯一拥有天然气资源的特许经营企业。2008年，燃气集团完成了瓶装液化气业务的合资改制，与百江投资有限公司合资成立了武汉武煤百江燃气公司，其中燃气集团持股49%，未纳入合并范围。2020年，公司实现燃气业务收入40.58亿元，同比减少12.18亿元，主要是疫情防控期间，因工商业用气户停工停产导致用气量大幅度下滑、工程建设停滞、燃气销售价格下调等因素影响。同期，公司燃气业务毛利率

为 0.23%，同比下滑 6.94 个百分点，主要系当期因疫情下调燃气销售价格和实施欠费保供让利的惠企措施影响。

跟踪期内，该公司继续加大管线和配套设施建设力度，截至 2020 年末，公司燃气管道长度增至 1.00 万公里。同时，公司加大发展城乡结合部和远城区用户，自建和发展加盟站，扩大服务覆盖面积和用户数量，截至 2020 年末，公司的管道燃气用户数量和罐装气用户数量分别增至 271.65 万户和 31.06 万户。目前公司主要供应区域为江岸区、江汉区、硚口区、东西湖区、汉阳区、武汉经济开发区、武昌区部分、东湖高新区部分、青山区部分、洪山区部分、东湖风景区部分、江夏区藏龙岛，跟踪期内未发生变化。

**图表 10. 2018 年以来公司燃气板块经营指标明细**

| 项目            | 2018 年     | 2019 年    | 2020 年    | 2021 年第一季度 |
|---------------|------------|-----------|-----------|------------|
| 管道燃气销售量（万立方米） | 197,070.21 | 208,455   | 184,435   | 49,773     |
| 液化气销售量（吨）     | 59,141     | 58,726    | 12,414    | 3,519      |
| 管道燃气累计用户数（户）  | 2,472,542  | 2,614,966 | 2,716,522 | 2,742,999  |
| 累计罐装气居民用户数（户） | 302,945    | 305,660   | 310,630   | 311,280    |
| 燃气管道长度（公里）    | 8872       | 9574      | 10,013    | 10,216     |

资料来源：武汉城投

跟踪期内，该公司继续加大对管网工程的建设投入，以解决燃气管网布局不完善的问题，满足大规模工业用气户的需要。2020 年，公司完成主城区天然气管网工程继续建设投资为 1.34 亿元；截至 2020 年末，主城区天然气管网工程建设已累计完成投资 38.03 亿元。公司与上游天然气供应商中石油西南公司建立了稳固的供应关系，同时积极利用中石化川气东送管道在武汉市通过的优势，逐步形成天然气的多元化供应。

同水务板块一样，燃气价格调整是影响该公司燃气板块经营业绩的关键因素。根据《市发展改革委关于在疫情防控期间对部分企业用水用气实行优惠价格政策的通知》（武发改价格[2020]55 号）和《市发展改革委关于转发阶段性降低非居民用气成本支持企业复工复产的通知》（武发改价格[2020]80 号）文件精神，公司在 2020 年 1 月 1 日至 2 月 21 日、4 月 1 日至 6 月 30 日期间，对中小微企业工业用气、输配气电厂类中小微企业工业用气、商贸流通在营保供企业（医药、食品、餐饮、配送流通等在营保供企业）、个体工商户（商贸流通、餐饮食品、旅游住宿、交通运输等行业）和民办教育机构（目前执行工业用气价格的民办教育机构）生产经营用天然气销售价格优惠 10%，其中：2020 年 1 月 1 日至 2 月 21 日及 4 月 1 日至 5 月 31 日期间，每立方米优惠 0.359 元；6 月 1 日至 6 月 30 日期间，每立方米优惠 0.309 元；2) 2 月 22 日至 3 月 31 日期间非居民销售价格每立方米下调 0.383 元（不含输配气供居民、供出租车、直供用户配气价格）。2020 年武汉市燃气价格调整情况见以下表格。

图表 11. 2020 年武汉市燃气价格阶段性调整情况<sup>4</sup> (单位: 元/立方米)

| 用户类别 |  | 2020 年 1 月 1 日-2 月 21 日及 4 月 1 日-5 月 31 日期间 | 2020 年 2 月 22 日-3 月 31 日期间 | 2020 年 6 月 1 日-6 月 30 日期间 | 2020 年 7 月 1 日-12 月 30 日期间 |
|------|--|---|----------------------------|---------------------------|----------------------------|
| 居民   | 第一阶 (0-360 立方米)  | 2.53  | 2.53                       | 2.53                      | 2.53                       |
|      | 第二阶 (360-600 立方米)  | 2.78  | 2.78                       | 2.78                      | 2.78                       |
|      | 第三阶 (600 立方米以上)  | 3.54  | 3.54                       | 3.54                      | 3.54                       |
|      | 学校、幼儿园、福利院   | 2.66  | 2.66                       | 2.66                      | 2.66                       |
| 工商户  | 中小微企业工业用气、商贸流通在营保供企业(医药、食品、餐饮、配送流通等)生产经营用气   | 3.235                                       | 3.211                      | 2.785                     | 2.785                      |
|      | 个体工商户 (商贸流通、餐饮食品、旅游住宿、交通运输等行业)、执行工业用气价格的民办教育机构生产经营用气   | 3.235                                       | 3.211                      | 2.785                     | 3.294                      |
|      | 其他工商业  | 3.594                                       | 3.211                      | 3.094                     | 3.294                      |
| 输配气  | 输配气-居民   | 2.021                                       | 2.021                      | 2.021                     | 2.021                      |
|      | 输配气-CNG-出租车  | 2.021                                       | 2.021                      |                           | 2.521                      |
|      | 输配气-供中小微企业工业用气、商贸流通在营保供企业(医药、食品、餐饮、配送流通等)、个体工商户 (商贸流通、餐饮食品、旅游住宿、交通运输等行业)、执行工业用气价格的民办教育机构生产经营用气 | 2.471                                       | 2.138                      |                           | 2.521                      |
|      | 输配气-其他   | 2.521                                       | 2.138                      |                           | 2.521                      |
|      | 输配气-电厂类中小微企业工业用气   | 2.269                                       | 2.138                      | 1.819                     | 1.819                      |
| 直供用户 | 直接与上游门站供气企业购气的大用户配气价格  | 0.12  | 0.12                       | 0.12                      | 0.12                       |

资料来源：武汉城投

### (3) 基建板块

该公司作为武汉市基础设施建设的实施主体之一，承担着部分城市基础设施重大项目实施任务。公司基础设施建设业务每年按照武汉市政府相关部门下达的计划负责相关基础设施项目的实施和管理，公司每年执行基础设施建设任务，市政府部门每年会以财政性资金、资源平衡等方式对公司承接的基础设施建设项目进行资金支持。根据 2020 年城建计划安排，公司全年共实施项目 81 项 (含子项)，19 个重点工程开工建设，完成城建项目投资 225.08 亿元，较上年增加 4.08 亿元。近年来，公司投资建设的各项重点建设项目进展顺利，项目建设周期较长且每年均有新项目增加，公司在建工程规模较大。截至 2020 年末，公司主要在建项目计划总投资 192.00 亿元，未来三年部分主要项目投资规模分别为 31.20 亿元、56.00 亿元和 36.00 亿元；同期末，公司主要拟建项目计划总投资 259.96 亿元。公司基建板块整体待投资规模较大，未来存在较大的投融资压力。

<sup>4</sup> 2019 年 6 月 1 日至 2020 年 5 月 30 日，工商业、输配气—非民用、CNG—非出租车在基准销售价格基础上联动 0.5 元/立方米。

图表 12. 截至 2020 年末公司主要重大在建项目投资情况（单位：亿元）

| 项目名称                  | 计划总投资额        | 已投资额         | 计划开工日期  | 计划完工日期  | 投资计划         |              |              |
|-----------------------|---------------|--------------|---------|---------|--------------|--------------|--------------|
|                       |               |              |         |         | 2021 年       | 2022 年       | 2023 年       |
| 两湖隧道工程（东湖段）           | 119.55        | 21.00        | 2020.6  | 2024.06 | 16.00        | 30.00        | 30.00        |
| 二七路过江通道（解放大道—沿江大道）工程  | 19.68         | 3.64         | 2021.01 | 2023.06 | 4.00         | 8.00         | 6.00         |
| 汉口火车站北广场工程            | 9.56          | 4.67         | 2020.07 | 2022.12 | 2.70         | 5.00         | —            |
| 琴台大道工程（二环线—三环线）       | 10.90         | 2.72         | 2020.01 | 2022.12 | 5.00         | 3.00         | —            |
| 武昌生态文化长廊工程（友谊大道—建设十路） | 32.31         | 20.21        | 2020.04 | 2022.12 | 3.50         | 10.00        | —            |
| <b>合计</b>             | <b>192.00</b> | <b>52.24</b> | —       | —       | <b>31.20</b> | <b>56.00</b> | <b>36.00</b> |

资料来源：武汉城投

图表 13. 截至 2020 年末公司主要重大拟建项目投资情况（单位：亿元）

| 项目                       | 计划总投资额        | 计划完工时间  |
|--------------------------|---------------|---------|
| 二七路至铁机路过长江通道（全线）         | <b>90.59</b>  | 2025.12 |
| 白沙洲大道快速化改造工程（白沙四路—青菱湖北路） | <b>19.19</b>  | 2024.06 |
| 江汉九桥工程（解放大道—琴台大道）        | <b>47.45</b>  | 2024.12 |
| 龙阳湖南路工程（三环线—龙阳大道）        | <b>51.71</b>  | 2024.12 |
| 右岸大道南段（临江大道）工程（张之洞路—八坦路） | <b>28.54</b>  | 2024.12 |
| 古田一路北段工程（长云路—金银湖南街）      | <b>22.48</b>  | 2023.10 |
| <b>合计</b>                | <b>259.96</b> | —       |

资料来源：武汉城投

除上述城市基础设施建设任务外，该公司还承接工程承包施工、市政工程勘察、设计和监理咨询等经营性业务。公司通过投标等方式获得工程施工项目，项目中标后，公司签订业务合同，按照施工合同约定进行建设。项目方按照施工进度付款，项目完工并经过结算审计后由项目方支付项目尾款。2020 年，公司工程施工业务实现收入 35.55 亿元，与上年基本持平。新冠疫情期间，公司的工程建设业务受到较大影响，随着疫情得到有效控制，该业务运营已逐步恢复正常。

该公司基建项目资金来源主要包括地方政府专项债、拨付的相关专项建设资金等，目前投资建设的项目以地方政府拨付专项建设债券资金、财政性资金以及债券融资等方式为主。

#### （4）置业板块

该公司目前有多家子公司从事房地产开发业务，主要有武汉城投联合、武汉新城国博、武汉市水务集团有限公司全资子公司武汉三镇实业房地产开发有限责任公司等，上述地产公司业务涉及双竞双限房、中、高档小区等，各自经营。2020 年，公司实现房地产销售收入 74.76 亿元，较上年增加 24.13 亿元，主要是当期销售回款规模较大所致；毛利率为 33.16%，较上年下降 14.26 个百分点，主要是上年销售的房地产产品单

价较高，而本期销售的单价相对较低所致。2020 年，公司完成房地产销售面积 89.71 万平方米。未来，随着国家不断推进多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，增加住房供给，并持续进行严格的政策调控，或将对公司的房地产业务产生一定影响。

截至 2021 年 3 月末，该公司主要在建房地产项目包括住宅开发建设、商务办公综合建设等，公司房地产在建项目预计投资总额为 530.85 亿元，已累计投资 320.21 亿元，后续投资支出仍较大；已回款 226.34 亿元，根据剩余可售面积和当前的销售均价测算，公司预计未来还将获得回款 490.63 亿元。

图表 14. 截至 2021 年 3 月末房地产业务主要在建项目（单位：万平方米、亿元）

| 序号 | 项目名称      | 项目所在地                         | 建筑面积   | 项目类型            | 总投<br>资金额 | 已投<br>资金额 | 已回款   | 未回款   |
|----|-----------|-------------------------------|--------|-----------------|-----------|-----------|-------|-------|
| 1  | 城投秀水青城    | 武汉市青山区建十一路                    | 28.90  | 住宅开发建设          | 17.00     | 15.28     | 10.40 | 17.67 |
| 2  | 城投·瀚城璞岸   | 位于雄楚大街与卓刀泉大街路口交汇处             | 34.06  | 住宅开发建设          | 22.00     | 21.73     | 42.80 | 18.18 |
| 3  | 城投·大桥龙城   | 位于盘龙城经济开发区楚天大道以北，宋家岗东路以东      | 16.10  | 住宅开发建设          | 14.10     | 11.19     | 4.70  | 8.90  |
| 4  | 城投·时代财富中心 | 位于雄楚大街与卓刀泉大街路口交汇处             | 10.58  | 商业综合体           | 6.50      | 4.40      | 0.00  | 4.91  |
| 5  | 城投·光谷香恋   | 东湖新技术开发区汤逊湖北路                 | 9.25   | 住宅开发建设          | 13.23     | 8.82      | 0.00  | 14.94 |
| 6  | 城投·东方领誉   | 新洲区阳逻街万山村                     | 33.02  | 住宅开发建设          | 22.61     | 9.34      | 0.06  | 20.51 |
| 7  | 城投·东方上府   | 新洲区双柳街杨林村、古龙村、航天大道以南、杨林路以东    | 112.00 | 住宅开发建设          | 55.96     | 6.51      | 0.00  | 61.40 |
| 8  | 四新之光      | 武汉市汉阳区四新大道以南、连通港西路以西          | 52.66  | 住宅商服<br>大型综合体建设 | 69.50     | 36.91     | 44.25 | 61.95 |
| 9  | 誉江南       | 洪山区白沙洲四坦路 8 号                 | 17.79  | 住宅              | 26.63     | 15.89     | 0.00  | 37.36 |
| 10 | 江南岸       | 洪山区武金堤路以东，白沙四路以北，夹套河路以西       | 44.31  | 住宅、商服、科教、公园与绿地  | 52.60     | 32.01     | 5.17  | 60.01 |
| 11 | 利天下       | 利川市清源体育场东侧                    | 40.75  | 住宅、商服、科教、公园与绿地  | 31.31     | 10.93     | 2.01  | 41.91 |
| 12 | 利璟凉都      | 利川市东城办事处城隍村                   | 11.85  | 住宅、商服、科教、公园与绿地  | 5.88      | 3.69      | 0.83  | 5.87  |
| 13 | 墨北璟苑      | 汉阳区墨水湖以北，墨水湖北路与麒麟路交汇处         | 4.06   | 住宅              | 5.65      | 3.44      | 0.00  | 6.57  |
| 14 | 丰山府 072   | 盘龙城丰山路                        | 48.23  | 盘龙城丰山路          | 42.66     | 24.42     | 1.71  | 42.75 |
| 15 | 立城·碧居     | 硚口古田四路                        | 11.20  | 硚口古田四路          | 13.30     | 10.44     | 10.48 | 3.40  |
| 16 | 都市径水澜苑    | 径河街金北二路（原三店北路）以北、径西六路（原宾城路）以西 | 19.09  | 住宅开发建设          | 17.22     | 10.19     | 0.00  | 17.60 |

|    |                 |                                   |        |         |        |        |        |        |
|----|-----------------|-----------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 17 | 国博新城 D9 项目      | 博览南二巷以东、四新南路以南、博览路以西              | 26.80  | 住宅开发建设  | 25.01  | 23.94  | 28.25  | 3.14   |
| 18 | 国博新城 D10 项目     | 博览南巷以东、四新南路以南、博览路以西               | 40.79  | 住宅开发建设  | 28.89  | 21.86  | 41.77  | 5.97   |
| 19 | 国博新城 D14 项目     | 东临国博大道，南临三环线                      | 30.15  | 公共设施与居住 | 20.40  | 11.31  | 6.32   | 20.40  |
| 20 | 新城阳光国际广场 C、D 地块 | 武汉汉阳四新大道与芳草路交汇处                   | 41.75  | 商业综合体   | 24.90  | 26.31  | 12.16  | 29.59  |
| 21 | 空港中心项目（二期）      | 盘龙城经济开发区延喜路以东、景云路以北、宾连路以西         | 4.72   | 公寓、商墅   | 2.00   | 2.21   | 1.70   | 2.12   |
| 22 | 临空香廷            | 盘龙城经济开发区宋家岗东路以西、华云路以南、宾连路以西、霞飞路以北 | 24.00  | 住宅      | 13.50  | 9.38   | 13.73  | 5.48   |
| 合计 |                 | —                                 | 662.06 | —       | 530.85 | 320.21 | 226.34 | 490.63 |

资料来源：武汉城投

## 管理

跟踪期内，该公司股权结构稳定，部分高级管理人员发生变动。此外，公司目前有一项尚未了结的仲裁事项，关注后续进展情况。

该公司是武汉市国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）履行出资人职责的国有独资公司，跟踪期内公司股权结构保持稳定，武汉市国资委向公司货币增资 3.40 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本为 39.00 亿元，实收资本为 42.40 亿元，武汉市国资委仍是其唯一股东和实际控制人。

在公司治理方面，2020 年 10 月，根据武汉市国资委任命文件，李兵同志任公司董事长，免去其总经理职务；余新民同志任公司副董事长和总经理；王彬同志任公司副总经理。2020 年 11 月，根据武汉市国资委任命文件，张国强同志任公司专职外部董事。此外，公司于 2021 年 5 月 8 日公告称，公司党委委员、副总经理杨枫涉嫌严重违纪违法问题，目前正接受武汉市纪委监委纪律审查和监察调查。公司副总经理杨枫目前无法履行职责，其原有职务暂由公司其他管理人员代为履行。

跟踪期内，该公司无关联方重大的销售货物或是提供劳务行为、无关联方重大的采购货物或是提供劳务行为，也无关联方资金往来。

根据该公司本部提供的 2021 年 4 月 30 日的《企业信用报告》，公司本部历史偿债记录良好，无银行信贷违约、迟付利息情况，公司本部及核心子公司无不良行为发生。

截至目前，该公司存在一项重大未决仲裁事项，即武汉鹦鹉洲长江大桥工程项目建设合同结算争议仲裁，因公司和原告武汉鹦鹉洲长江大桥有限公司对武汉鹦鹉洲长江大桥工程项目建设合同约定的结算事项认定存在争议，无法协商达成一致，武汉鹦鹉洲长江大桥有限公司按照合同约定，向武汉仲裁委员会提请工程建设合同争议仲裁，

要求确定钢梁价格并计入合同总价款以及确定利息计息方式,涉及争议金额 4.33 亿元,目前此案仍在仲裁中,关注后续进展及公司实际的损失情况。

## 财务

该公司因承担较多武汉市基础设施建设项目,加之大力发展房地产开发业务,对资金需求仍较大,债务规模继续上升,负债经营程度仍较高;公司负债仍以刚性债务为主,且未来仍将有很大的资本性支出计划,公司将持续面临较大的刚性债务偿付压力。随着自身经营利润积累和持续获得财政资金支持,公司资本实力较强且继续大幅提升,资产流动性尚可,加之仍有充裕的货币资金存量和大量的剩余可用银行授信额度,公司的偿债能力极强。

### 1. 公司财务质量

中审众环会计师事务所对该公司的 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。公司 2021 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年末,该公司合并范围二级子公司合计 24 家,较上年末新增 4 家,主要是当期通过股权无偿划转取得,上述 4 家企业整体规模较小,对公司财务数据影响较小,财务数据可比性较强。

### 2. 公司偿债能力

#### (1) 债务分析

该公司作为武汉市城市基础设施建设的运营主体之一,承担了较多基础设施建设项目,加之大力发展房地产开发业务,所需资金较多,除部分由政府通过财政和其他专项偿债资金来偿付本息外,主要通过银行借款和债务融资工具满足资金需求,使得公司负债规模很大,且跟踪期内负债总额继续上升。2020 年末及 2021 年 3 月末,公司负债总额分别为 2,296.13 亿元和 2,319.56 亿元,分别较上年末增加 5.02% 和 1.02%。同时,受益于跟踪期内公司继续获得大量政府拨入的财政性资金,加之公司自身盈利的积累,2020 年末及 2021 年 3 月末,公司所有者权益分别为 1,126.66 亿元和 1,151.97 亿元,分别较上年末增加 5.46% 和 2.25%,资本实力逐年持续提升;同期末,公司资产负债率分别为 67.08% 和 66.82%,较 2019 年末的 67.18% 呈现小幅下降趋势,负债经营程度总体仍处于较高水平<sup>5</sup>。

从负债的期限结构看,由于该公司投资的主要城市基础设施项目,投资额大且建设周期较长,跟踪期内公司负债仍以非流动负债为主,2020 年末及 2021 年 3 月末,非流动负债占比分别为 65.79% 和 69.61%。从负债构成看,2020 年末公司负债主要由

<sup>5</sup> 若将 7.00 亿元永续中票作为该公司负债考虑,则 2018~2020 年末及 2021 年 3 月末公司资产负债率将分别为 67.64%、67.39%、67.29% 和 67.02%。

刚性债务、应付账款（不含应付票据）、预收账款和其他应付款（不含应付利息和应付股利）构成，在负债总额中占比分别为 77.79%、4.66%、7.35% 和 8.43%。2020 年末，公司刚性债务规模达到 1,786.27 亿元，较上年末增加 101.47 亿元；其中短期刚性债务规模为 291.79 亿元，占比 16.34%。2020 年末，公司刚性债务主要由银行借款、应付融资租赁款、应付债券及其他非流动负债构成，金额分别为 850.47 亿元、131.25 亿元、645.03 亿元和 157.60 亿元，占比分别为 47.61%、7.35%、36.11% 和 8.82%；其中应付债券中 507.37 亿元为武汉市财政局转贷给公司的政府债券，其他非流动负债主要为 2017 年度第二期债权融资计划、北金所债权融资计划和国开（北京）新型城镇化发展基金五期等。总体来看，公司刚性债务规模很大，存在较大的刚性债务偿付压力。2020 年末，公司应付账款（不含应付票据）规模为 107.00 亿元，较上年末增加 15.53%，主要为应付武汉市土地整理储备中心武汉新区分中心、武汉长江隧道工程中铁隧道集团联合指挥部、中交第二航务工程局有限公司等单位的工程款；预收账款金额为 168.73 亿元，较上年末减少 11.60%，主要为公司基建板块的预收工程款和房地产预售款，随着公司基建业务和房地产业务的销售情况而有所波动；其他应付款（不含应付利息和应付股利）金额为 193.49 亿元，较上年末增加 8.03%，主要为工程建设的往来款，包括在城市建设中收到的其他项目业主的建设资金、规费资金、对其他企业的借款和部分项目的待付款在竣工决算后支付，随着基建项目的持续建设而不断增加。

截至 2021 年 3 月末，该公司负债总额较 2020 年末增加 23.43 亿元，主要系刚性债务进一步增加 27.74 亿元至 1,814.01 亿元所致。

### 或有负债

截至 2021 年 3 月末，该公司对外担保金额合计 33.94 亿元，担保比率为 2.95%。总体而言，公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。

**图表 15. 截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）**

| 提供担保方        | 担保金额  | 担保项目 | 被担保方               |
|--------------|-------|------|--------------------|
| 武汉立城建设发展有限公司 | 4.25  | 银行贷款 | 武汉临空经济区建设投资开发有限公司  |
| 武汉城投         | 29.70 | 银行贷款 | 武汉市人民政府城市建设基金管理办公室 |
| 合计           | 33.94 | —    | —                  |

资料来源：武汉城投

## （2）现金流分析

跟踪期内该公司现金回笼情况有所波动，2020 年及 2021 年第一季度营业收入现金率分别为 84.50% 和 115.53%。其中，2020 年公司经营获现情况表现不佳，主要是受疫情影响，各项业务回款周期有所拉长，随着疫情得到有效控制，下半年以来公司经营获现情况已恢复至近年较好水平。同期，公司经营性现金流量净额分别为 0.02 亿元和 -9.19 亿元，2020 年因受疫情影响，当期公司开发房地产等项目支付的现金大幅减少，经营活动现金流呈现小幅净流入。跟踪期内，公司经营活动产生的现金仍难以满足投资需要。

该公司投资活动以城市基础设施建设项目为主，受区域固定资产投资等因素影响，

公司投资现金流出规模呈现较大波动,2020年及2021年第一季度公司投资活动现金流量净额分别为-127.20亿元和-20.96亿元。跟踪期内,公司投资活动现金流出规模仍很大,未来仍有较大规模的资本性支出计划,仍将面临较大的资金压力。

该公司筹资活动现金流入主要来自银行借款及发行债券,同时还有政府的财政拨款,2020年及2021年第一季度公司筹资活动产生的现金流量净额分别为101.92亿元和35.14亿元。跟踪期内,公司对外部融资以及政府财政资金支持的依赖性仍较强。

偿债保障方面,因该公司债务规模大,债务率仍较高,2020年EBITDA对刚性债务的保障倍数仍为0.02倍,与上年一致,EBITDA对债务的保障程度仍较弱。

### (3) 资产质量分析

2020年末及2021年3月末,该公司资产总额分别为3,422.79亿元和3,471.53亿元,分别较上年末增加5.16%和1.42%,跟踪期内公司资产规模继续稳定增长,主要系武汉市为加快两型社会建设,不断加大城建投资规模,公司作为武汉市主要的城市基础设施建设开发和公用事业投资运营主体之一,负责实施的项目继续增多,项目总投资额也相应增加。

从资产构成来看,跟踪期内该公司资产仍以非流动资产为主,2020年末及2021年3月末,公司非流动资产分别占资产总额的69.22%和68.66%,较2019年末的68.94%基本一致。2020年末,公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成,在非流动资产中占比分别为8.74%和86.49%。2020年末,公司固定资产账面价值为207.09亿元,主要由房屋、建筑物和机械设备构成,较上年末增加17.41亿元,系公司持续进行业务相关的固定资产投资所致;在建工程(含工程物资)账面价值为2,049.11亿元,主要为公司承建的基础设施建设项目,较上年末增加84.31亿元,系近年来公司持续推进基建项目建设投资所致。

该公司流动资产以现金类资产、应收账款、预付账款、其他应收款和存货为主,2020年末在流动资产中占比分别为25.64%、4.07%、4.11%、36.71%和27.93%。2020年末,公司的现金类资产为270.15亿元,基本均为货币资金(其中受限货币资金2.68亿元);应收账款账面价值为42.83亿元,较上年末增加6.03%,主要为应收武汉市财政局的污水处理费,发生坏账损失的风险较小,但受政府资金拨付效率的影响,回收时间具有一定的不确定性;预付账款账面价值为43.31亿元,较上年末增加1.45%,主要为预付的项目工程款;其他应收款为386.79亿元,较上年末增加41.12亿元,主要为公司与武汉市人民政府城市建设基金管理办公室、武汉市城建委等政府相关部门之间的基础设施建设相关往来款110.02亿元<sup>6</sup>,其余主要为经营性往来款238.59亿元,其中应收武汉市武昌区人民政府的棚户区改造项目土地征收补偿等为92.24亿元,应收武汉市土地整理储备中心的政府购买服务款项72.03亿元。2020年末存货账面价值为294.29亿元,较上年末增加23.16亿元,主要为房地产开发成本,随着房地产开发投资的持续增加,存货规模逐年增加。

<sup>6</sup>武汉市人民政府城市建设基金管理办公室(以下简称“市城建基金办”)主要负责城建财政资金、路桥通行费等资金的管理和归集,具有归还往来款的能力。该公司与市城建基金办之间的往来款依法合规,有相应的协议,且市城建基金办一直严格按照协议偿还款项,未发生任何违约事项。公司其他应收款的债务人主要是政府部门,回收风险相对较小。

截至 2021 年 3 月末，该公司资产总额较 2020 年末增加 48.74 亿元，主要系公司继续进行基础设施建设和房地产开发投入，使得在建工程和存货较 2020 年末分别增加 9.49 亿元和 18.14 亿元所致，此外，现金类资产和以预缴税费和增值税进项税留抵税额为主的其他流动资产分别较 2020 年末增加 4.78 亿元和 4.54 亿元。

#### (4) 流动性/短期因素

截至 2021 年 3 月末，该公司因借款抵押等受限的存货、固定资产、投资性房地产、在建工程等合计为 176.41 亿元，占期末公司总资产的比重为 5.08%。同期末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 154.38%、104.06% 和 39.14%，流动性水平尚可，且公司货币资金存量充裕，能够对即期债务偿还提供较好缓冲。

### 3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司利润仍主要来自于主业经营利润<sup>7</sup>和营业外收入（含其他收益），2020 年分别占利润总额的 68.80% 和 25.60%。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司分别实现营业毛利 42.43 亿元和 7.71 亿元，分别同比减少 2.29 亿元和增加 5.58 亿元。其中，2020 年公司燃气业务毛利规模有所减少，主要是疫情防控期间，因工商业用气户停工停产导致用气量大幅度下滑、工程建设停滞、燃气销售价格下调等因素影响；2021 年第一季度营业毛利同比增幅较大，主要是 2020 年同期受疫情影响，房地产业务收入大幅减少，使得主业毛利大幅减少。

随着该公司经营规模继续增加，跟踪期内公司期间费用总体继续呈现上升趋势，2020 年及 2021 年第一季度分别为 22.15 亿元和 5.36 亿元，分别同比增加 1.13 亿元和 0.83 亿元。同期，公司资产减值损失分别为 0.87 亿元和 0.29 亿元，主要系公司其他应收款部分账龄逐渐变长，相应计提坏账准备增加。

由于该公司主要从事公用事业及地方基础设施建设业务，公司跟踪期内继续获得了政府财政性资金支持，2020 年及 2021 年第一季度分别获得营业外净收入（含其他收益）3.96 亿元和 0.49 亿元，分别同比增加 0.97 亿元和 0.07 亿元，主要来自政府补助。同期，公司获得公允价值变动收益分别为 0.13 亿元和 22.62 万元，规模相对较小，仍主要来自投资性房地产公允价值变动；实现投资净收益分别为 1.07 亿元和 0.48 亿元，主要来自联营企业武汉新绿置业有限公司等。2020 年及 2021 年第一季度，公司实现净利润分别为 9.36 亿元和 1.01 亿元，受疫情短期影响，公司 2020 年初净利润同比大幅下滑并出现亏损，随着疫情得到有效控制，公司主营业务经营情况持续恢复。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

2020 年，该公司主营业务收入继续保持增长，综合毛利率总体仍保持在适中水平。其中水务、燃气业务的区域专营优势仍较明显，可持续性较强，仍是公司收入的主要

<sup>7</sup> 本评级报告的经营利润定义为：营业总收入-营业总成本。

来源；受益于区域房地产市场销售行情较好，房地产业务收入继续增加。公司利润仍主要来自经营利润和营业外收入（含其他收益）；整体经营稳定性较强。

跟踪期内，随着自身经营利润积累和持续获得财政资金支持，该公司资本实力继续较大幅提升，资产流动性尚可，加之仍有充裕的货币资金存量和大量的剩余可用银行授信额度，可为公司的债务偿付提供较好保障。

## 2. 外部支持因素

该公司承担了武汉市城市道路、路桥、供排水、污水处理和燃气热力等城市基础设施项目实施及城市公用资产的运营管理职能，是武汉市城市基础设施的主要投资运营主体之一。由于城市基础设施建设具有明显的区域性和先导性，公司能够得到政府及有关部门的大力支持。2020 年公司获得来自于政府的财政性资金及相关支持 31.12 亿元，计入“资本公积”；获得政府补助 2.59 亿元，其中 0.29 亿元计入“营业外收入”，2.30 亿元计入“其他收益”。此外，公司获得武汉市财政局转贷的湖北省地方政府债券资金 96.04 亿元，期限 5 至 20 年，计入“应付债券”。

该公司与包括国家开发银行、中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、交通银行和中信银行在内的多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至 2020 年末，各大银行向公司提供的各类授信额度合计 2,495.23 亿元，剩余额度为 1,084.89 亿元。

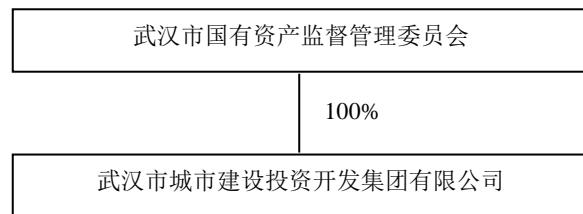
## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司主营业务收入实现平稳增长，综合毛利率总体仍保持在适中水平。其中水务、燃气业务的区域专营优势仍较明显，可持续性较强，仍是公司收入的主要来源；基建业务投资回收期较长，部分项目资金平衡压力仍较大；受益于区域房地产市场销售行情较好，房地产业务收入继续增加。2020 年初疫情对公司房地产销售和工程建设造成较大影响，随着疫情得到有效控制，下半年以来上述业务已逐步恢复正常，关注国家房地产调控政策和供给增加对公司房地产业务的影响。

该公司因承担较多武汉市基础设施建设项目，加之大力发展房地产开发业务，对资金需求仍较大，债务规模继续上升，负债经营程度仍较高；公司负债仍以刚性债务为主，且未来仍将有很大的资本性支出计划，公司将持续面临较大的刚性债务偿付压力。随着自身经营利润积累和持续获得财政资金支持，公司资本实力较强且继续大幅提升，资产流动性尚可，加之仍有充裕的货币资金存量和大量的剩余可用银行授信额度，公司的偿债能力极强。

**附录一：**

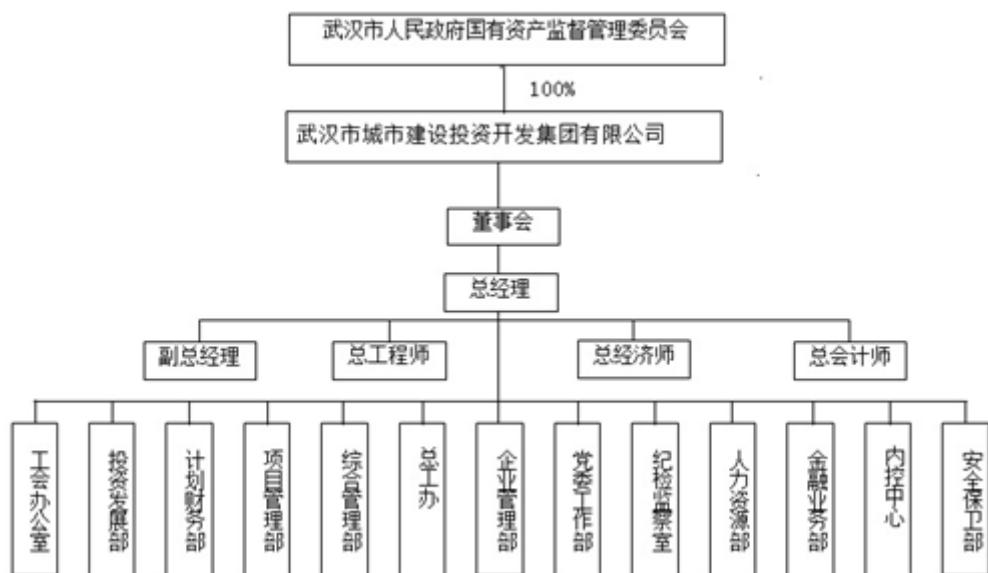
**公司股权结构图**



注：根据武汉城投提供的资料绘制（截至 2020 年末）

**附录二：**

**公司组织结构图**



注：根据武汉城投提供的资料绘制（截至 2020 年末）

## 附录三：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

| 名称                |        | 母公司<br>持股比例<br>(%) | 主营业务            | 2020年(末)主要财务数据(亿元) |        |       |      |            | 备注    |
|-------------------|--------|--------------------|-----------------|--------------------|--------|-------|------|------------|-------|
| 全称                | 简称     |                    |                 | 刚性债务余额             | 所有者权益  | 营业收入  | 净利润  | 经营环节现金净流入量 |       |
| 武汉市城市建设投资开发集团有限公司 | 武汉城投   | —                  | 城市基础设施建设, 投资管理等 | 1,215.03           | 911.02 | 3.53  | 3.62 | 2.19       | 母公司口径 |
| 武汉市燃气热力集团有限公司     | 燃气集团   | 100.00             | 燃气、热力供应与销售等     | 62.87              | 30.47  | 64.39 | 1.59 | -0.45      |       |
| 武汉桥建集团有限公司        | 桥建集团   | 100.00             | 房地产开发等          | 5.72               | 6.08   | 3.28  | 0.40 | 3.97       |       |
| 武汉市水务集团有限公司       | 水务集团   | 100.00             | 供水、污水处理等        | 250.97             | 88.34  | 70.75 | 4.93 | -2.80      |       |
| 武汉大桥实业集团有限公司      | 大桥集团   | 100.00             | 城市基础设施建设和房地产开发等 | 166.98             | 46.92  | 7.02  | 2.45 | 5.42       |       |
| 武汉新区建设开发投资有限公司    | 武汉新区公司 | 60.00              | 城市基础设施建设等       | 77.47              | 74.20  | 2.33  | 0.21 | -2.49      |       |
| 武汉城投房产集团有限公司      | 房产公司   | 62.03              | 房地产开发等          | 4.55               | 1.09   | 3.79  | 0.16 | -0.55      |       |

注：根据武汉城投提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年第一季度 |
|----------------------|----------|----------|----------|------------|
| 资产总额[亿元]             | 2,968.86 | 3,254.80 | 3,422.79 | 3,471.53   |
| 货币资金[亿元]             | 311.21   | 293.56   | 270.15   | 274.93     |
| 刚性债务[亿元]             | 1,574.30 | 1,684.80 | 1,786.27 | 1,814.01   |
| 所有者权益[亿元]            | 967.68   | 1,068.38 | 1,126.66 | 1,151.97   |
| 营业收入[亿元]             | 158.66   | 190.46   | 207.50   | 42.93      |
| 净利润[亿元]              | 11.79    | 11.31    | 9.36     | 1.01       |
| EBITDA[亿元]           | 35.61    | 37.30    | 36.83    | —          |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | -3.96    | -21.55   | 0.22     | -9.79      |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -54.36   | -133.83  | -127.20  | -20.96     |
| 资产负债率[%]             | 67.41    | 67.18    | 67.08    | 66.82      |
| 长短期债务比[%]            | 167.93   | 192.12   | 192.34   | 229.10     |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 61.47    | 63.41    | 63.07    | 63.50      |
| 流动比率[%]              | 121.13   | 135.06   | 134.14   | 154.38     |
| 速动比率[%]              | 92.06    | 93.14    | 91.16    | 104.06     |
| 现金比率[%]              | 41.67    | 39.24    | 34.45    | 39.14      |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%]       | 93.87    | 110.26   | 92.74    | 98.62      |
| 利息保障倍数[倍]            | 0.36     | 0.33     | 0.33     | —          |
| 有形净值债务率[%]           | 209.62   | 208.26   | 209.04   | 206.69     |
| 担保比率[%]              | 4.57     | 3.31     | 3.06     | 2.95       |
| 毛利率[%]               | 24.28    | 23.48    | 20.45    | 17.97      |
| 营业利润率[%]             | 9.30     | 8.06     | 6.90     | 4.48       |
| 总资产报酬率[%]            | 0.79     | 0.78     | 0.72     | —          |
| 净资产收益率[%]            | 1.30     | 1.11     | 0.85     | —          |
| 净资产收益率*[%]           | 0.89     | 0.86     | 0.57     | —          |
| 营业收入现金率[%]           | 114.33   | 102.74   | 84.50    | 115.53     |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | -0.61    | -2.88    | 0.03     | —          |
| 经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]  | -0.25    | -1.32    | 0.01     | —          |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -9.01    | -20.78   | -16.56   | —          |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -3.73    | -9.53    | -7.32    | —          |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 0.58     | 0.51     | 0.51     | —          |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.02     | 0.02     | 0.02     | —          |

注：表中数据依据武汉城投经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

**附录五：**
**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      | 2    |
|        |            | 市场竞争      | 3    |
|        |            | 盈利能力      | 8    |
|        |            | 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     | 7    |
|        |            | 负债结构与资产质量 | 5    |
|        |            | 流动性       | 1    |
|        | 个体风险状况     |           | 3    |
|        | 个体调整因素调整方向 |           | 不调整  |
|        | 调整后个体风险状况  |           | 3    |
| 外部支持   | 支持因素调整方向   |           | 上调   |
| 主体信用等级 |            |           | AAA  |

**附录六：**
**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2月28日  | AAA/稳定 | 曹明、於佳沁  | <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a>   | <a href="#">报告链接</a> |
|                        | 前次评级   | 2020年12月31日 | AAA/稳定 | 王科柯、陈婷婷 | <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a><br><a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a><br><a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001 (2019.8)</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|                        | 本次评级   | 2021年6月29日  | AAA/稳定 | 王科柯、陈婷婷 | <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a><br><a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a><br><a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001 (2019.8)</a> | —                    |
| 债项评级<br>(16武汉城投MTN001) | 历史首次评级 | 2016年9月12日  | AAA    | 於佳沁、贾飞宇 | <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a><br><a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a>  | <a href="#">报告链接</a> |
|                        | 前次评级   | 2020年9月8日   | AAA    | 王科柯、陈婷婷 | <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a><br><a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a><br><a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001 (2019.8)</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|                        | 本次评级   | 2021年6月29日  | AAA    | 王科柯、陈婷婷 | <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a><br><a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a><br><a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001 (2019.8)</a> | —                    |
| 债项评级<br>(21武汉城投债01)    | 历史首次评级 | 2020年12月31日 | AAA    | 王科柯、陈婷婷 | <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a><br><a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a><br><a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001 (2019.8)</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|                        | 本次评级   | 2021年6月29日  | AAA    | 王科柯、陈婷婷 | <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a><br><a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a><br><a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001 (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。

**附录七：**
**各项财务指标的计算公式**

| 指标名称                 | 计算公式   |
|----------------------|--|
| 资产负债率(%)             | 期末负债合计/期末资产总计×100%   |
| 长短期债务比(%)            | 期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%  |
| 权益资本与刚性债务比率(%)       | 期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%  |
| 流动比率(%)              | 期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%   |
| 速动比率(%)              | (期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%                |
| 现金比率(%)              | (期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%                |
| 短期刚性债务现金覆盖率(%)       | (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)/期末短期刚性债务余额×100%              |
| 利息保障倍数(倍)            | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)             |
| 有形净值债务率(%)           | 期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%      |
| 担保比率(%)              | 期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%  |
| 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%                            |
| 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%                    |
| 经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)  | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%                    |
| 非筹资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+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%) | (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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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+其他长期债务  
 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

## 附录八：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级 |       | 含 义                               |
|-----|-------|-----------------------------------|
| 投资级 | AAA 级 | 发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
|     | AA 级  | 发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
|     | A 级   | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
|     | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| 投机级 | BB 级  | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
|     | B 级   | 发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
|     | CCC 级 | 发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
|     | CC 级  | 发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
|     | C 级   | 发行人不能偿还债务                         |

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

| 等 级 |     | 含 义                      |
|-----|-----|--------------------------|
| A 等 | A-1 | 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。 |
|     | A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。          |
|     | A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B 等 | B   | 还本付息能力较低，有一定违约风险。        |
| C 等 | C   | 还本付息能力很低，违约风险较高。         |
| D 等 | D   | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。

## 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。