

2020 年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券

跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100031】

评级对象: 2020年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券

G20 武控

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2022年5月19日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2021年5月14日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2019年5月30日

主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	0.81	1.50	2.70
刚性债务	9.48	18.97	29.31
所有者权益	39.26	38.18	37.73
经营性现金净流入量	0.25	-0.16	-0.41
合并口径数据及指标:			
总资产	155.76	163.29	180.26
总负债	101.54	107.10	120.86
刚性债务	68.23	80.57	98.88
所有者权益	54.21	56.19	59.39
营业收入	15.29	16.44	20.12
净利润	2.51	2.55	3.90
经营性现金净流入量	10.84	11.24	1.99
EBITDA	9.01	10.32	14.12
资产负债率[%]	65.19	65.59	67.05
权益资本与刚性债务比率[%]	79.45	69.74	60.07
流动比率[%]	73.90	81.39	106.70
现金比率[%]	27.86	31.85	21.27
利息保障倍数[倍]	1.77	1.63	2.24
净资产收益率[%]	4.70	4.61	6.75
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.07	22.75	4.43
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.45	-8.81	-17.36
EBITDA/利息支出[倍]	3.18	2.84	3.90
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.14	0.16

注:根据武汉控股经审计的2019-2021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G20武控的跟踪评级反映了2021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及股权收购,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。

- **污水处理费回收滞后。**武汉控股污水处理费回收流程和时间较长，在一定程度上影响公司经营性现金流。

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应于2019-2021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，2021年度应向排水公司支付剩余污水处理费（8.15亿元）的实际支付时间推延至2022年12月31日前。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本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并维持本期债券AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2020 年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券（简称“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 2021 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 2022 年 4 月末存续债务融资工具概况（单位：亿元，%）

债项名称	发行金额	存续金额	期限	票面利率	起息日期	到期日	本息兑付情况
22 三镇实业 SCP001	7.00	7.00	0.74 年	2.90	2022-01-06	2022-10-03	尚未开始还本付息
G20 武控	8.70	8.70	5 年	3.60	2020-03-12	2025-03-12	正常付息，尚未开始偿付本金

资料来源：武汉控股

“G20 武控”募集资金用于项目建设和补充营运资金。截至 2022 年 4 月末，募集资金已全额使用完毕。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及

部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求

恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(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，行业发展与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，供水设施投资随我国城镇化的推进而逐步增长；污水处理设施将在相关政策推动下，继续在新增管网、处理设施以及提标改造等方面保持较大投资需求。

A. 行业概况

a) 供水行业

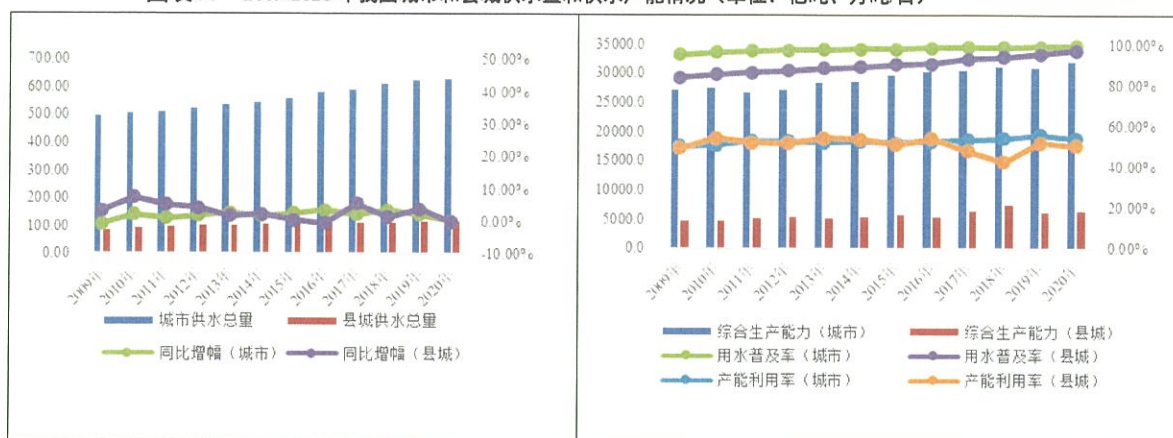
我国是一个干旱缺水的国家，淡水资源总量约占全球水资源的 6%，次于巴西、俄罗斯、加拿大、美国和印度尼西亚，居世界第 6 位，但人均仅为世界平均水平的 1/4、美国的 1/5，是全球人均水资源最贫乏的国家之一。2020 年，我国水资源总量为 31605.2 亿立方米¹，同比增长 8.80%，人均水资源量较少，为轻度缺水。在此背景下，近年来国家实行了一系列措施强化水资源管理，提高用水质量，我国用水总量在 2013 年达到前期峰值，之后在各项政策出台和实施后，开始出现用水总量增速趋缓甚至下降。2018-2020 年，全国用水总量分别为 6015.50 亿吨、6021.20 亿吨和 5812.9 亿吨，其中 2020 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 14.85%、62.14%、17.73%和 5.28%，2020 年受新冠疫情影响工业用水占比有所下降。

城市供水方面²，2018-2020 年，全国城市供水总量分别为 614.64 亿吨、628.30 亿吨和 629.54 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 24%-28%。县城供水方面，2018-2020 年，全国县城供水总量分别为 114.51 亿吨、119.09 亿吨和 119.02 亿吨，其中生活用水占比在 56%-58%之间，2020 年受新冠疫情影响用水量略有下降。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较为稳定，为水务企业供水业务运营奠定了良好的基础。

¹ 数据来源：中华人民共和国水利部《2020 年中国水资源公报》。

² 以下二段数据取自国家住建部于 2021 年 10 月公布《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》。

图表 2. 2009-2020 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:《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》

固定资产投资方面, 2018-2020 年, 全国城市的供水固定资产投资总额分别为 543.0 亿元、560.1 亿元和 749.4 亿元, 2020 年较上年增长 33.80%, 主要系对水务建设、生态保护等水务项目资金支持力度增大所致; 2020 年末, 全国城市供水综合生产能力为 3.21 亿吨/日, 同比增长 3.80%; 产能利用率为 53.73%³, 同比下降 1.98 个百分点; 用水普及率为 98.99%, 同比上升 0.21 个百分点。2018-2020 年, 全国县城供水固定资产投资总额分别为 144.1 亿元、168.11 亿元和 232.2 亿元, 2020 年较上年增长 38.13%; 2020 年末全国县城供水综合生产能力为 0.65 亿吨/日, 同比增长 2.33%; 产能利用率为 50.17%, 同比下降 1.59 个百分点; 用水普及率为 96.66%, 同比上升 1.60 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, 随着我国城镇化进程及城乡供水一体化的持续推进, 供水需求仍将增长, 伴随着供水固定资产的持续投入, 供水能力将进一步提高。

b) 污水处理

2018-2020 年⁴, 我国城市污水排放量分别为 521.12 亿吨、554.65 亿吨和 571.36 亿吨, 污水处理量分别为 497.61 亿吨、536.93 亿吨和 557.28 亿吨, 污水处理率分别为 95.49%、96.81%和 97.53%。2018-2020 年, 我国县城污水排放量分别为 99.40 亿吨、102.30 亿吨和 103.76 亿吨, 污水处理量分别为 90.64 亿吨、95.71 亿吨和 98.62 亿吨, 污水处理率分别为 91.16%、93.55%和 95.05%。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, 其中提标改造投资需求较大。

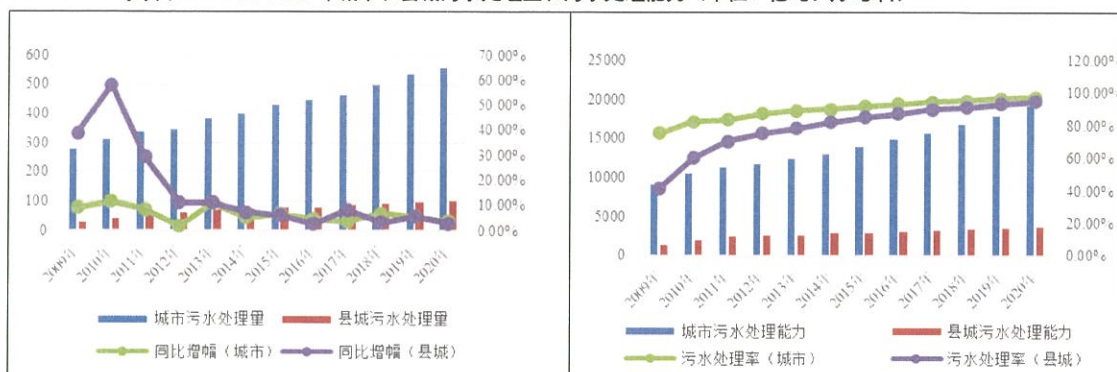
固定资产投资方面, 2018-2020 年, 全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 802.6 亿元、803.7 亿元和 1043.4 亿元; 2018-2020 年县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 168.0 亿元、176.0 亿元和 306.2 亿元。截至 2020 年末, 我国城市共有污水处理厂 2618 座, 比上年末增加 147 座, 日

³ 根据 2020 年全国城市供水总量和综合生产能力测算。

⁴ 以下二段数据取自国家住建部于 2021 年 10 月公布《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 年城市建设统计年鉴》。

污水处理能力为 19267 万吨，同比增长 7.86%；2020 年末县城共有污水处理厂 1708 座，比上年末增加 39 座，日污水处理能力为 3770 万吨，同比增长 5.10%。

图表 3. 2009-2020 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：《2020 年城乡建设统计年鉴》和《2020 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、海绵城市建设和长江大保护等领域的需求快速增长，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 年末，全国地级及以上城市建成区黑臭水体消除比例达 98.2%⁵。2021 年 11 月，生态环境部发布《国务院关于进一步打好污染防治攻坚战的意见》（简称“意见”）明确加强农业农村和工业企业污染防治，充分发挥河长制、湖长制作用，巩固城市黑臭水体治理成效，建立防止返黑返臭的长效机制。根据《农村人居环境整治提升五年行动方案（2021-2025 年）》，加强农村黑臭水体治理，采取控源截污、清淤疏浚、生态修复、水体净化等措施中合治理，基本消除较大面积黑臭水体，预计未来黑臭水体治理仍将加速推进。

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。长江经济带覆盖上海、江苏、浙江和安徽等 11 个省市，面积约 205.23 万平方公里，占全国的 21.4%，是中央重点实施的“三大战略”之一。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。2020 年 12 月《中华人民共和国长江保护法》的通过，进一步加强了长江流域生态环境保护和修复的重要性。且 2021 年 9 月财政部印发《关于全面推动长江经济带发展财税支持政策的方案》提出，国家绿色发展基金等重点投向长江经济带，国家绿色发展基金首期规模 885 亿元，中央财政出资 100 亿元，沿江省市政府和社会资本参与出资，第一

⁵ 数据来源为《2020 年中国生态环境状况公报》。

期存续期间主要投向长江经济带沿江省市。此外，加大重点生态功能区转移支付力度，加大地方政府债券支持力度。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。根据国务院 2021 年 10 月印发的《黄河流域生态保护和高质量发展纲要》中提出推动黄河流域生态保护和高质量发展，具有深远历史意义和重大战略意义，明确到 2030 年，黄河流域人水关系进一步改善，流域治理水平明显提高，到 2035 年，黄河流域生态保护和高质量发展取得重大战略成果，黄河流域生态环境全面改善。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⁶、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。2019-2021 年末及 2022 年 1 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 2.29 元/吨、2.31 元/吨、2.34 元/吨和 2.33 元/吨。2021 年 10 月，国家发改委公布《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》，其中《城镇供水价格管理办法》明确了城镇供水价格的定价原则、定价方法、定调价程序以及水价分类等。《城镇供水定价成本监审办法》明确了定价成本构成和核定方法，并对供水企业职工人数定员上限标准、管网漏损率控制等建立激励约束机制。此外，首次明确城镇供水价格监管周期原则上为 3 年，经测算需要调整供水价格的，应及时调整到位，并考虑当地经济社会发展水平和用户承受能力，价格调整不到位导致供水企业难以达到准许收入的，当地人民政府应予以相应补偿。新供水价格管理办法的实施，有利于促进水务企业健康持续发展。

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。2019-2021 年末及 2022 年 3 月

⁶ 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。

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 0.98 元/吨、0.99 元/吨、1.02 元/吨和 1.02 元/吨,污水处理收费标准逐年增长。

B. 政策环境

2021 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。

目前我国生态环境保护重点区域、重点行业污染问题仍较为突出,为实现碳达峰、碳中和任务,2021 年 11 月,根据国务院发布的《意见》,要进一步加强生态环境保护,对于城市黑臭水体治理、长江保护修复、黄河生态保护治理均提出指导意见,同时提出要加强农村水源地保护,推进农村生活污水治理,消除较大面积的农村黑臭水体,到 2025 年农村生活污水治理率达 40.0%。随着我国国民环保意识的提升,其对生活品质和环境要求有所提高,黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等行业市场进一步扩容,考虑到行业的弱周期属性,预计中短期内水务行业发展态势仍稳定向好。

图表 4. 2020 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
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	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四个方面,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。
2020/12	中华人民共和国长江保护法	中国第一部流域法律,以推进共抓大保护,提高长江流域生态环境保护的整体性和系统性为立法思路,为长江流域综合治理提供新遵循。
2021/1	关于推进污水资源化利用的指导意见	加快推动城镇生活污水资源化利用,以现有污水处理厂为基础,合理布局再生水利用基础设施。积极推动工业废水资源化利用,实施污水收集及资源化利用设施建设工程。推进城镇污水管网全覆盖,加大城镇污水收集管网建设力度,消除收集管网空白区,持续提高污水收集效能。
2021/6	十四五城镇污水处理及资源化利用发展规划	关注污水收集处理和资源化利用整体效能并重,首次提出全国城市生活污水集中收集率力争达到 70%以上,对于现状污水集中收集率较低的地区,应在“十四五”期间力争提高 5 个百分点以上,现状收集率情况良好地区,应达到更高的收集水平,进而力争全国平均达到 70%以上,水环境敏感地区污水处理基本实现一级 A 排放标准;全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到 25%以上,京津冀区域达到 35%以上,黄河流域中下游地级及以上缺水城市力争达到 30%。
2021/8	城镇供水价格管理办法、城镇供水定价成本监审办法	明确了城镇供水价格的定价原则、定价方法、定调价程序,以及水价分类、计价方式、规范供水企业服务收费行为等。按照“准许成本加合理收益”的方法核定城镇供水价格。明确了定价成本构成和核定方法,对供水企业职工人数定员、管网漏损率控制等建立激励约束机制。
2021/9	关于全面推动长江经济带发展财税支持政策的方案	国家绿色发展基金等重点投向长江经济带,国家绿色发展基金首期规模 885 亿元,中央财政出资 100 亿元,沿江省市政府和资本参与出资,第一期存续期间主要投向长江经济带沿江省市。此外,加大重点生态功能区转移支付力度,加大地方政府债券支持力度。

发布时间	政策/会议	主要内容
2021/10	黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要	到2030年,黄河流域人水关系进一步改善,流域治理水平明显提高,生态共治、环境共保、城乡区域协调联动发展的格局逐步形成,现代化防洪减灾体系基本建成,水资源保障能力进一步提升,生态环境质量明显改善。到2035年,黄河流域生态保护和高质量发展取得重大战略成果,黄河流域生态环境全面改善,生态系统健康稳定。
2021/10	十四五时期深化价格机制改革行动方案的通知	明确了“十四五”时期深化价格机制改革的总体目标,即到2025年,竞争性领域和环节价格主要由市场决定,网络型自然垄断环节科学定价机制全面确立,能源资源价格形成机制进一步完善,重要民生商品价格调控机制更加健全,公共服务价格政策基本完善,适应高质量发展要求的价格政策体系基本建立。全面推进水资源价格改革,理顺从原水到终端供水的全链条价格机制,完善污水处理收费政策,助力水资源保护、水污染防治和水生态修复。
2021/11	关于深入打好污染防治攻坚战的意见	为进一步加强生态环境保护,实现碳达峰、碳中和的任务提出的意见和建议。包括到2025年,生态环境持续改善,城市黑臭水体基本消除等。对于黑臭水体治理、长江保护修复、黄河生态保护治理等均提出意见。
2021/12	农村人居环境整治提升五年行动方案(2021-2025年)	巩固拓展农村人居环境整治三年行动成果,全面提升农村人居环境质量。加快推进农村生活污水治理,择符合农村实际的生活污水治理技术,优先推广运行费用低、管护简便的治理技术,加强农村黑臭水体治理。

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,随着碳中和、碳达峰目标任务的落实,越来越多水务行业企业以股权收购形式优化产业链布局,拓展业务领域,打造一体化的水务环保综合服务供应商。目前,水务企业并购相关产业链企业股权事件较多,在环保产业投资高速增长带动下,预计2022年股权并购趋势仍将继续。

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。

我国水务行业经过多年发展,业务逐渐从过去传统的供水、污水处理和水环境治理等转向一体化的水务环保综合服务,业务拓展至污泥处理、垃圾渗滤液处理及中水回用等环保领域。因此国有水务公司与央企和地方国企的合作不断深入,行业内优质企业通过国有股权并购进一步提高市场竞争力。

图表5. 行业内核心样本企业2021年数据概览(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(产品或服务类别)				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	289.27	37.48	1497.77	2580.17	1836.23	65.39	41.96	-18.84
北京首创生态环保集团股份有限公司	全国	222.33	30.82	1013.23	1338.63	1072.31	64.35	26.02	31.45
中国水务投资有限公司	全国	58.23	32.56	-	-	255.47	70.23	2.53	12.47
重庆水务集团股份有限公司	全国	72.52	41.37	302.55	424.86	292.45	43.57	20.76	27.35
中国光大水务有限公司*	全国	69.24	40.53	15.00	535.50	329.69	60.07	12.00	-6.69

资料来源:新世纪评级整理(*单位为亿港元)。

D. 风险关注

2021 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。随着新供水价格管理实施办法的实施，水价逐步实现市场化，项目盈利空间或将有所提升。

调价周期较长。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，从定价模式来看，目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定，调价周期较长。但随着 2021 年《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》等政策的出台，预计水价将逐步实现市场化，项目盈利空间或将有所提升。

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有重要作用。此外，由于行业存在资本密集型特征，融资成本也在一定程度上影响水务企业的盈利能力。

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。随着新冠疫情常态化防控，2021 年武汉市各项经济指标均呈现恢复性增长。

武汉市是我国湖北省省会，全市总面积 8494 平方公里，2021 年末常住人口 1364.89 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。

2019-2021 年，武汉市分别实现地区生产总值 16223.21 亿元、15616.06 亿元和 17716.76 亿元，2021 年同比增长 12.2%。从三次产业完成情况看，第一产业增加值分别为 378.99 亿元、402.18 亿元和 444.21 亿元，2021 年同比增长

8.7%；第二产业增加值分别为 5988.88 亿元、5557.47 亿元和 6208.34 亿元，2021 年同比增长 12.1%；第三产业增加值分别为 9855.34 亿元、9656.41 亿元和 11064.21 亿元，2021 年同比增长 12.3%。2021 年三次产业结构由上年的 2.6:35.6:61.8 调整为 2.5:35.0:62.5。随着疫情后的生产恢复，2021 年各项经济指标较上年均有所上升。

图表 6. 近年来武汉市主要经济指标情况（单位：亿元、%）⁷

指 标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	16223.21	7.4	15616.06	-4.7	17716.76	12.2
其中：第一产业增加值（亿元）	378.99	3.0	402.18	-3.8	444.21	8.7
第二产业增加值（亿元）	5988.88	6.5	5557.47	-7.3	6208.34	12.1
第三产业增加值（亿元）	9855.34	8.2	9656.41	-3.1	11064.21	12.3
三次产业增加值比重（%）	2.3:36.9:60.8		2.6:35.6:61.8		2.5:35.0:62.5	
工业增加值（亿元）	4539.11	6.5	4085.48	-9.3	4586.49	14.1
规模以上工业总产值（亿元）	-	4.4	-	6.9	-	14.2
固定资产投资（亿元）	-	9.8	-	-11.8	-	12.9
社会消费品零售总额（亿元）	7449.64	8.9	6149.84	-20.9	6795.04	10.5
城镇居民人均可支配收入（元）	51706	9.2	50362	-2.6	55297	9.8
农村居民人均纯收入（元）	24776	9.4	24057	-2.9	27209	13.1
一般公共预算收入（亿元）	2912.11	0.4	2392.77	-17.8	2914.24	28.3

资料来源：根据武汉市国民经济和社会发展统计公报整理

2021 年武汉市实现一般公共预算总收入 2914.24 亿元，同比增长 21.8%，其中地方一般公共预算收入 1578.65 亿元，同比增长 28.3%。地方一般公共预算收入中，税收收入 1350.58 亿元，同比增长 29.7%。一般公共预算支出 2219.34 亿元，同比增长 9.8%。2021 年，武汉疫情已得到了有效的控制，其投资活动、工业生产得到恢复，居民可支配收入及消费均有所增加，经济运行稳步复苏，仍需关注疫情反复对经济发展的冲击。

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，区域内河湖湖泊密布，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

⁷ 武汉市地区生产总值、各产业增加值按现价计算，增长速度按可比价格计算。

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。

2021年，武汉劣V类湖泊数量由2020年6个降为0个，全市排水管道长度13011.38公里，同比增长13.91%，政府大力支持污水治理和居民供水。根据2022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，实施长江水环境修复行动，推进供水、供气“一张网”规划建设，加快实施“三湖三河”、东沙湖、汉阳六湖等水环境治理，开展城镇生活污水管网补短板和处理设施提质增效行动，拓展黑臭水体整治成果，加强城市初期雨水面源污染治理，同时加大燃气、污水等老旧管网改造力度，实施新一轮老旧小区二次供水改造，建设梁子湖应急水厂。政府在治污水和保供水方面的支持为该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。2021年业务整体发展良好，受益于多家污水厂投入运营，污水处理收入持续增长，但因污水厂提标升级改造，折旧及药剂等成本上升导致毛利水平有所下降；供水业务持续亏损，整体盈利状况弱化，加上当年应收账款坏账准备计提和财务费用增长的影响，公司经营收益大幅减少。

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。2019-2021年营业收入分别为15.29亿元、16.44亿元和20.12亿元，2021年同比增长22.41%系多家污水厂投入运营后污水处理量增长所致。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（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2019 年度	2020 年度	2021 年度
营业收入合计		15.29	16.44	20.12
其中：核心业务营业收入	金额	14.66	15.67	19.27
	占比	95.85	95.33	95.76
其中：（1）供水业务	金额	1.72	1.58	1.62

主导产品或服务		2019 年度	2020 年度	2021 年度
	占比	11.27	9.60	8.06
(2) 污水处理业务	金额	12.94	14.09	17.64
	占比	84.58	85.74	87.70

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 年末，排水公司拥有 9 座污水处理厂，污水泵站 27 座、污水收集管网 204.1 公里⁸。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 项目等。截至 2021 年末公司污水日处理能力合计为 318.42 万吨/日（不含委托运营规模 0.85 万吨/日），较上年末新增 16.93 万吨/日，污水处理业务范围涵盖了武汉市主城区，在武汉区域范围内拥有规模优势。

2019-2021 年，该公司污水处理结算量分别为 7.61 亿吨、7.92 亿吨和 9.30 亿吨，2021 年同比增长 17.52% 系黄梅乡污水处理厂、仙桃市乡镇污水处理厂完工投运及北湖污水厂污水处理结算量大幅增长所致。同期，公司污水处理费收入分别为 12.94 亿元、14.09 亿元和 17.64 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 42.68%、40.75% 和 35.53%，2021 年同比下降 5.22 个百分点，系部分污水厂提标升级改造，折旧费用及药剂成本上升所致。

图表 9. 截至 2021 年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）
				2019 年	2020 年	2021 年			
二郎庙	2012.1	24	一级 A	9571	10720	7260	30	特许经营	1.99
沙湖	2013.9	0	一级 A	5806	5507	625	原至 2042 年 1 月，已于 2021 年 9 月停运	特许经营	1.99
落步嘴	2012.1	12	一级 A	3820	4080	1734	30	特许经营	1.99
龙王嘴	2012.1	30	一级 A	9907	9075	9786	30	特许经营	1.99
南太子湖	2012.1	35	一级 A	11996	13225	14244	30	特许经营	1.99
三金潭	2012.1	50	一级 A	18792	18003	18128	30	特许经营	1.99
黄家湖	2012.1	40	一级 A	7182	7160	8302	30	特许经营	1.99
黄浦路	2012.1	10	一级 A	2923	1939	2607	30	特许经营	1.99
汤逊湖	2012.1	20	一级 A	3390	3687	5467	30	特许经营	1.99
北湖	-	80	一级 A	0	2633	20537	-	-	-
宜都城西	2015.7	1	一级 A	195	272	300	29	特许经营	1.09
东西湖	2015.12	10	一级 A	2483	2852	2821	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	275	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	839	29	特许经营	1.69

⁸ 不含武汉市水务局委托公司运营的 32 座泵站和相应的污水收集管网。

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)
				2019年	2020年	2021年			
海南澄迈县污水项目	2020.9	0.85	一级 A	0	0	99	8	委托运营	0.8092
合计	-	318.43	-	76065	79153	93024	-	-	-

资料来源：武汉控股

注：沙湖污水处理厂是在该公司于 2013 年重大资产重组发生之前已有的存量资产，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。截至 2021 年 9 月末，因政府征地原因，沙湖污水处理厂已停止运营，由北湖厂承接原由其收集处理的污水。

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，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。近年来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，且承接原有沙湖厂收集处理的污水，目前该污水处理厂暂未签订相关特许经营协议。此外公司新增的海南澄迈县污水项目，现处理规模为 0.85 万吨/日，目前该污水处理厂属于委托经营。

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。2019-2021 年，公司实际收到污水处理服务费分别为 7.66 亿元、7.26 亿元和 10.51 亿元，分别占污水处理收入的 59.20%、51.53%和 59.58%，截至 2021 年末，公司应收武汉市水务局和武汉市城建基金办相关的污水处理服务费合计 26.93 亿元，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 2021 年末公司已收到 14.00 亿元。2021 年 12 月 31 日，公司收到武汉市城建基金办《关于延期支付污水处理服务费的函》，武汉市城建基金办将原计划于 2021 年向排水公司支付的 8.15 亿元污水处理费支付时间延至 2022 年 12 月 31 日前。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。2019-2021 年，公司污水处理业务平均成本分别为 1.02 元/吨、1.07 元/吨和 1.22 元/吨，2021 年较上年增长 14.02%系部分污水厂提标升级改造，折旧费用及药剂成本上升所致。

图表 10. 公司污水处理业务成本构成情况

成本	单位	2019 年	2020 年	2021 年
污水处理平均成本	元/吨	1.02	1.07	1.22
其中：电	%	15.30	13.29	15.25
药剂及消毒剂	%	8.00	9.51	8.55
折旧费	%	37.65	38.15	39.10
人工成本	%	15.35	13.12	8.97
污泥处置费用	%	10.40	10.28	10.78
其他生产成本	%	13.30	15.65	17.35

注：根据武汉控股提供资料整理

B. 供水业务

截至 2021 年末，该公司拥有自来水厂 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（列入销售费用科目），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。

图表 11. 截至 2021 年末公司水厂情况（单位：万吨/日）

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）		
					2019 年	2020 年	2021 年
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	26134	23218	23456
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	6149	6317	6927
合计	-	130	-	0.55	32283	29535	30383

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收入较为稳定，2019-2021 年供水量分别为 3.23 亿吨、3.06 亿吨和 3.15 亿吨，供水业务收入分别为 1.72 亿元、1.58 亿元和 1.62 亿元，2020 年受新冠疫情影响，企业停工停产社会需求量减少，导致供水量有所下降。2019-2021 年，供水业务毛利率分别为 4.34%、-1.91%和-0.95%，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推高成本，2021 年受药剂成本上升及相关税收优惠取消等因素，供水业务毛利率仍为负，整体来看供水业务盈利能力较弱。

图表 12. 近三年公司供水业务情况

项目	单位	2019 年	2020 年	2021 年
供水能力	万吨/日	130	130	130
供水总量 ⁹	万吨	32282	30552	31472
售水总量	万吨	32282	29534	30383
平均售水价格	元/吨	0.55	0.55	0.55
平均售水成本	元/吨	0.51	0.54	0.54
水质合格率	%	99.80	100.00	99.90

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。2019-2021 年，公司收到隧道运营补贴分别为 1.12 亿元、1.57 亿元和 0.73 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 1.08 亿元、1.11 亿元和 1.12 亿元，2021 年公司收到的隧道运营补贴收入减少系隧道公司下属土地被武汉市江岸区土地整理储备中心有偿收回产生资产处置收益 0.56 亿元，由于隧道公司的成本费用支出均由政府补

⁹ 该公司无供水管网，生产的自来水均销售给武汉水务，由其负责对外销售，因此公司供水量与销售量相同。

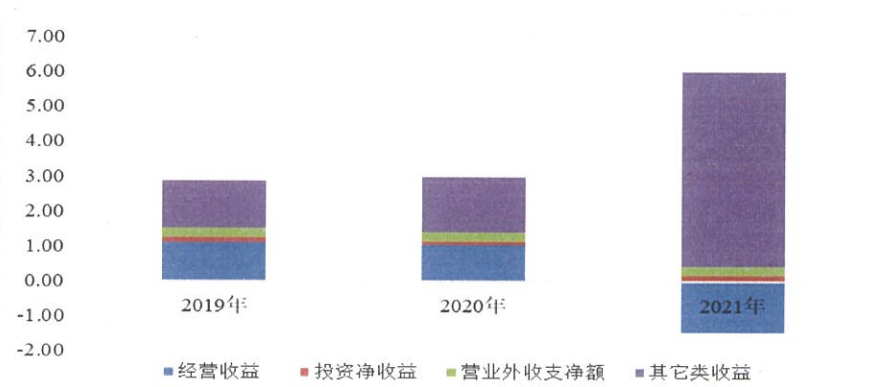
贴并确认其他收益，其依托于隧道资产所产生的收益也相应的抵减政府补贴，新世纪评级将持续关注隧道运营的财政补贴情况。

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2019-2021年隧道补贴收入及经营业绩受到政府通告的影响较小，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。

2019-2021年，该公司分别实现环保工程收入0.06亿元、0.05亿元和0.08亿元，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0.48亿元、0.65亿元和0.68亿元，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（单位：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，产业链较完整。2019-2021年营业收入分别为15.29亿元、16.44亿元和20.12亿元，综合毛利率分别为29.92%、28.64%和26.25%。其中供水业务毛利率分别为4.34%、-1.91%和-0.95%，近年来供水业务毛利率为负值系公司为了满足自来水生产水质要求加大消毒药剂使用量，成本上升所致；污水处理业务毛利率分别为42.68%、40.75%和35.53%，2021年污水处理业务毛利率同比下降5.22个百分点系受系公司部分污水处理厂提标升级改造，折旧及药剂和消毒剂成本上升所致。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年
营业收入合计（亿元）	15.29	16.44	20.12

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年
毛利率(%)	29.92	28.64	26.25
其中：供水业务(%)	4.34	-1.91	-0.95
污水处理业务(%)	42.68	40.75	35.53
期间费用率(%)	19.08	19.45	23.30
其中：财务费用率(%)	14.39	14.94	16.82
全年利息支出总额(亿元)	2.84	3.64	3.63
其中：资本化利息数额(亿元)	0.70	0.73	0.04

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，符合水务行业企业的特征。2019-2021年，期间费用分别为2.92亿元、3.20亿元和4.69亿元，其中财务费用分别为2.20亿元、2.46亿元和3.38亿元，2021年同比增长37.83%系借款增加导致利息支出增长所致。同期，管理费用分别为0.65亿元、0.68亿元和0.72亿元，主要由职工薪酬和折旧费用等构成，2021年公司新增研发费用，主要系排水公司及武汉水务环境科技有限公司本年申请的研发项目等。2021年销售费用同比减少98.92%，主要系与武汉市自来水公司的自来水代销协议已终止，自来水代销费用减少所致。2019-2021年，期间费用率分别为19.08%、19.45%和23.30%，2021年财务费用和研发费用增长，期间费用率上升，对利润造成一定侵蚀。

2019-2021年，该公司资产减值损失分别为0.35亿元、0.29亿元和1.79亿元，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	2019年	2020年	2021年
投资净收益(亿元)	0.15	0.07	0.17
其中：武汉汉西污水处理有限公司(亿元)	0.15	0.07	0.11
营业外收入(亿元)	0.29	0.28	0.29
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)	1.34	1.59	0.74
其中：隧道公司运营成本费用补贴(亿元)	1.12	1.57	0.73
资产处置收益(亿元)	-	-	4.82

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

2019-2021年，该公司经营收益分别为1.11亿元、1.06亿元和-1.47亿元，2021年降幅较大主要系公司对应收武汉市政府机构的污水处理费计提的坏账准备增加以及借款增加导致财务费用增长所致。

2019-2021年，该公司投资收益分别为0.15亿元、0.07亿元和0.17亿元，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，其中2021年增幅系公司购买大额存单获取收益所致。2019-2021年，营业外收入分别为0.29亿元、0.28亿元和0.28亿元，主要为隧道运营补贴。同期其他收益分别为1.34亿元、1.59亿元和0.74亿元，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。2021 年资产处置收益为 4.82 亿元系排水公司下属沙湖厂相关土地及地上建筑物被武汉市土储中心有偿收回确认资产处置收益所致，截至 2021 年末，公司尚未收到该笔款项。

2019-2021 年，该公司分别实现净利润 2.51 亿元、2.55 亿元和 3.90 亿元，2021 年同比增长 53.35%系资产处置收益规模增长所致，但该收益不具备可持续性；2021 年总资产报酬率为 4.72%，净资产收益率为 6.75%。

(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 年末，在建项目主要为龙王嘴扩建（四期）、南太子湖五期扩建工程和汤逊湖尾水排江工程项目，项目预计总投资 21.84 亿元，累计已投资 7.75 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 年末公司主要在建项目（单位：亿元）

工程名称	项目概况	资金来源	计划总投资	截至 2021 年末 已完成投资	2022 年 计划投资
龙王嘴扩建（四期）	扩建至 40 万吨/日（扩建 10 万吨/日）	自筹	5.99	2.68	3.31
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	贷款、自筹	8.72	2.71	6.00
汤逊湖尾水排江工程项目	新建尾水排江管道规模 20 万吨/日	自筹	7.13	2.36	4.77
合计	-	-	21.84	7.75	14.08

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 年末，武汉市水务集团有限公司（简称“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%股权，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”），控股股东及实际控制人未产生变化。

该公司于 2021 年 12 月 10 日发布《武汉三镇实业控股股份有限公司关于收购武汉市水务建设工程有限公司 100%股权暨关联交易公告》，将以人民币 7.72 亿元的总价格收购武汉水务持有的武汉市水务建设工程有限公司（简称“工程公司”）100.00%股权。且本次交易关联方武汉水务承诺工程公司 2022 至 2024 年度实现的经审计归属于母公司的净利润（合并报表口径）三年合计

数不低于人民币 1.63 亿元。利润补偿期间届满后，如会计师事务所出具的业绩承诺完成情况专项审核报告中记载的，工程公司实现的经审计归属于母公司的净利润三年合计数低于业绩承诺金额的，则武汉水务应以现金方式支付业绩承诺补偿。2022 年 1 月 7 日，公司已完成款项支付，工程公司股权变更完成工商登记，并与武汉水务签订《工程公司资产（股权）交接书》，完成股权交割工作。本次股权交割完成后，公司持有工程公司 100.00% 股权，工程公司于 2022 年 1 月起纳入公司合并报表范围。工程公司主要经营活动为大中型给排水管道、水厂污水厂工程建设、市政基础设施建设、各类用户工程及建筑工程。截至 2021 年末，工程公司总资产为 17.68 亿元，净资产为 2.66 亿元，2021 年实现营业收入 14.63 亿元，净利润 0.52 亿元。

除此之外，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。2021 年，公司采购商品接受劳务发生金额合计 5.90 亿元，其中因固定资产更新改造，向关联方工程公司和武汉市政工程设计研究院有限责任公司分别采购商品/接受劳务 3.2 亿元¹⁰和 2.56 亿元；同期出售商品、提供劳务发生金额合计 1.63 亿元，主要系因自来水销售业务所致¹¹。

关联租赁方面，截至 2021 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”）、武汉誉城建设集团有限公司等租赁房屋建筑物产生的金额 271.33 万元和 124.90 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 0.05 亿元。关联担保方面，截至 2021 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 2021 年末，该公司应收关联方款项合计 0.40 亿元，主要为应收武汉自来水款项。公司应付关联方款项合计 6.26 亿元，其中应付账款合计 4.51 亿元，主要为应付武汉水务、工程公司、武汉自来水和碧水源等公司的款项；其他应付款合计 1.75 亿元，主要为应付武汉水务和武汉城投等款项。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 1 月 10 日，公司无债务违约记录。根据 2022 年 4 月 17 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	2022-04-17	无

¹⁰ 2021 年武汉市水务建设工程有限公司为隶属于武汉水务，武汉水务（包括其子公司）承接的更新改造及大修理工程以同等条件下的国家标准定额及市场同类交易价格为依据确定合同金额，如工程金额较大，则应根据有关法律法规通过公开招投标方式确定最终中标单位及中标价格；武汉水务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。截至 2022 年 1 月末，武汉水务已将其持有的工程公司 100.00% 股权划转至公司。

¹¹ 因该公司自来水由武汉自来水代销。

信息类别	信息来源	查询日期	本部
各类债券还本付息	Wind 资讯	2022-04-17	无
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台；天眼查	2022-04-17	有
工商	公司反馈	2022-04-17	无
质量	公司反馈	2022-04-17	无
安全	公司反馈	2022-04-17	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；公司污水处理费受财政拨款周期因素影响而有所滞后，总体回款效率偏低。受武汉市人民政府相关机构支付的污水处理费延迟支付所致，经营性现金流明显弱化；且因污水处理厂扩建项目持续投入及收购工程公司股权，投资性现金流持续呈净流出状态。

1. 数据与调整

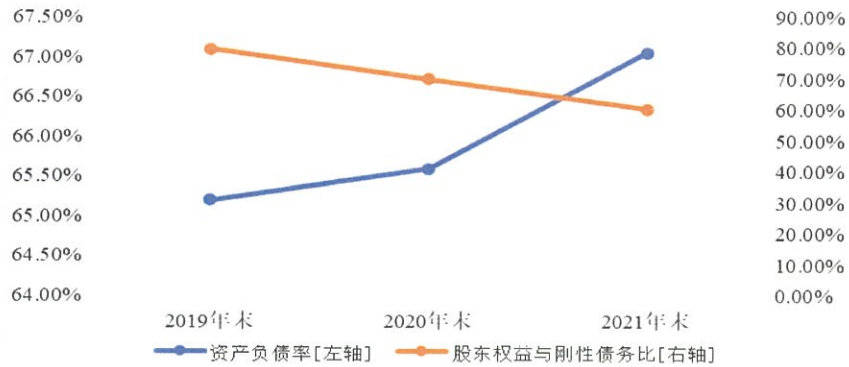
中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2021 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 2020 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



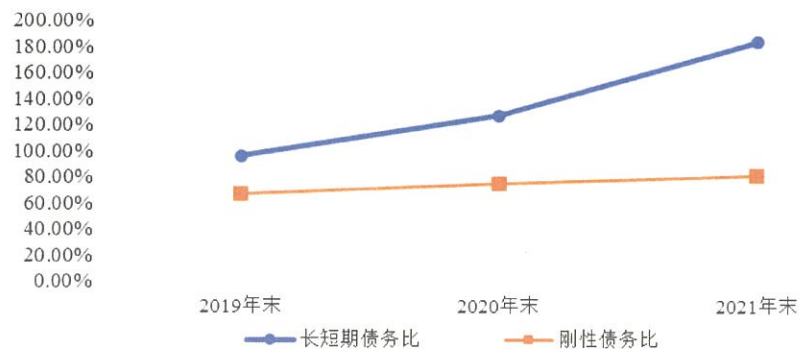
资料来源：根据武汉控股所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司对自来水厂和管网进行改扩建、新建污水处理厂以及收购工程公司股权，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，公司负债规模攀升。2019-2021 年末，负债总额分别为 101.54 亿元、107.10 亿元和 120.86 亿元，资产负债率分别为 65.19%、65.59%和 67.05%，财务杠杆水平持续上升。从股东权益与刚性债务比来看，2019-2021 年末，股东权益与刚性债务比率分别为 79.45%、69.74%和 60.23%，近年来股东权益对刚性债务覆盖能力趋弱。

该公司自上市以来每年均保持一定的分红，2019-2021 年分别派发含税现金红利总额 0.75 亿元、0.77 亿元和 1.20 亿元，分别占当年合并净利润的 30.01%、30.10%和 30.72%，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



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末
刚性债务 (亿元)	68.23	80.57	98.61

核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末
应付账款 (亿元)	24.28	20.77	17.07
其他应付款 (亿元)	4.38	3.67	2.66
专项应付款 (亿元)	3.37	0.69	0.09
刚性债务占比 (%)	67.19	75.23	81.59
应付账款占比 (%)	23.92	19.40	14.12
其他应付款占比 (%)	4.31	3.42	2.20
专项应付款占比 (%)	3.32	0.64	0.07

资料来源：根据武汉控股所提供数据绘制。

从负债期限结构来看，2019-2021 年末，该公司长短期债务比分别为 96.41%、127.24%和 183.81%，债务结构呈长期化。2019-2021 年末，负债总额分别为 101.54 亿元、107.10 亿元和 120.86 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 68.23 亿元、80.57 亿元和 98.61 亿元，分别占负债总额的比重为 67.19%、75.23%和 81.59%；应付账款分别为 24.28 亿元、20.77 亿元和 17.07 亿元，主要为应付工程款；其他应付款（不含应付股利及应付利息）分别为 4.38 亿元、3.67 亿元和 2.66 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 1.26 亿元及应付武汉水务重组土地瑕疵款 0.46 亿元。2019-2021 年末，专项应付款分别为 3.37 亿元、0.69 亿元和 0.09 亿元，2021 年末专项应付款较上年末下降 86.97%，主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；子公司黄梅济泽水务环境科技有限公司下属黄梅县乡镇生活污水处理 PPP 项目债券资金根据《黄梅县乡镇生活污水处理设施 PPP 项目补充协议之一》，将该债券资金转为黄梅济泽公司资产运营后为城乡建设局提供管网可用性服务的收入，因此转入合同负债核算并按运营期分期确认收入。

(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	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期刚性债务合计	22.00	21.62	20.76
其中：短期借款	19.08	14.73	7.88
应付票据	0.99	-	-
应付短期融资券	-	-	7.15
一年内到期非流动负债	1.49	6.10	5.47
其他短期刚性债务	0.44	0.79	0.27
中长期刚性债务合计	46.23	58.95	77.85
其中：长期借款	40.34	48.86	67.53
应付债券	3.49	8.66	8.67
其他中长期刚性债务	2.40	1.43	1.65

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理

2019-2021 年末，该公司刚性债务分别为 68.23 亿元、80.57 亿元和 98.61 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 19.08 亿元、14.73 亿元和 7.88 亿元，2021 年末短期借款均为信用借款；长期借款分别为 40.34 亿元、48.86 亿元和 67.53 亿元，2021 年末较上年末增长 38.19%，主要由保证借款 21.66 亿元（借款利率为 4.90%）¹²和信用借款 40.35 亿元（借款利率介于 1.69-5.39%）构成。2019-2021 年末其他中长期刚性债务分别为 2.40 亿元、1.43 亿元和 1.65 亿元，主要为子公司排水公司将国家开发银行借款置换为地方债。

除银行借款外，该公司通过发行债券的方式直接融资。2021 年末，公司应付短期融资券为 7.15 亿元，主要系公司于 2022 年 1 月 4 日发行的超短期融资券“22 三镇实业 SCP001”，募集资金 7.00 亿元，发行利率为 2.90%。2019-2021 年末，应付债券分别为 3.49 亿元、8.66 亿元和 8.67 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	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入现金率 (%)	123.71	115.74	63.22
业务现金收支净额 (亿元)	10.67	10.98	1.95
其他因素现金收支净额 (亿元)	0.18	0.26	0.04
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	10.84	11.24	1.99
EBITDA (亿元)	9.01	10.32	14.12
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.15	0.14	0.16
EBITDA/全部利息支出 (倍)	3.18	2.84	3.90

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2019-2021 年，该公司营业收入现金率分别为 123.71%、115.74%和 63.22%，2021 年同比下降 52.52 个百分点系受武汉市城建基金办延期支付公司 8.15 亿元污水处理费所致。2021 年经营性现金流入 13.30 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 12.72 亿元，同比下降 33.14%主要系污水处理服务费回款进度滞后所致；收到其他与经营活动有关的现金为 0.59 亿元，主要为隧道公司营运补贴款。

¹² 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。

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，2019-2021 年 EBITDA 分别为 9.01 亿元、10.32 亿元和 14.12 亿元。整体来看，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	2019 年	2020 年	2021 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.76	-0.38	-0.68
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	-17.60	-20.05	-17.56
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.01	-	-3.74
投资环节产生的现金流量净额	-18.37	-20.43	-21.77

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，跟踪期内公司收购工程公司，且存在龙王嘴扩建（四期）、南太子湖扩建（五期）等多个在建工程，导致投资现金净流出规模较大。2019-2021 年，公司投资支付的现金分别为 0.76 亿元、0.38 亿元和 3.56 亿元，2021 年增幅系购买大额存单所致；同期支付其他与投资活动有关的现金分别为 0.04 亿元、10.00 万元和 3.86 亿元，2021 年大幅增长系支付工程公司的股权转让款。2019-2021 年，投资性现金净流出额分别为 18.37 亿元、20.43 亿元和 21.77 亿元，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	2019 年	2020 年	2021 年
权益类净融资额	-1.38	-2.85	-0.77
债务类净融资额	12.35	12.62	14.34
其中：现金利息支出	2.82	0.75	3.43
其他与筹资活动有关的现金	-0.11	0.28	-0.05
筹资环节产生的现金流量净额	10.44	10.05	13.52

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

该公司项目投资的资金缺口主要通过银行借款和发行债券等方式解决，2019-2021 年，公司取得借款收到的现金分别为 42.98 亿元、51.74 亿元和 43.77 亿元，偿还债务支付的现金为 28.77 亿元、38.37 亿元和 26.00 亿元，同期筹资性现金净流量分别为 10.44 亿元、10.05 亿元和 13.52 亿元。

受武汉市城建基金办对该公司 8.15 亿元的污水处理费延期支付所致，公司经营现金流入有所弱化。考虑到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	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	38.21	38.36	45.44
	24.53%	23.49%	25.21%
其中：货币资金（亿元）	14.40	15.01	8.82
应收账款（亿元）	22.24	20.90	27.61
其他应收款（亿元）	0.68	0.69	5.76
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	117.55	124.93	134.81
	75.47%	76.51%	74.79%
其中：固定资产（亿元）	60.00	88.80	97.84
在建工程（亿元）	47.07	16.04	8.76
无形资产（亿元）	7.18	16.45	19.34
长期股权投资（亿元）	2.04	2.30	3.15
其他非流动资产（亿元）	0.34	0.14	4.52

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

跟踪期内随着水务项目投资力度的加大和股权的收购，该公司资产规模持续扩张，2019-2021 年末，资产总额分别为 155.76 亿元、163.29 亿元和 180.26 亿元，其中非流动资产占比分别为 75.47%、76.51%和 74.79%，公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产等，与水务企业特征相符。2019-2021 年末，固定资产分别为 60.00 亿元、88.80 亿元和 97.84 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，2021 年末较上年末增长 10.18%系黄家湖污水处理厂三期改扩建工程、黄梅县乡镇污水处理设施 PPP 项目等多个在建工程完工转固所致。同期末，在建工程分别为 47.07 亿元、16.04 亿元和 8.76 亿元，2021 年末较上年末减少 45.41%主要系排水公司在建项目陆续完工转固所致；无形资产分别为 7.18 亿元、16.45 亿元和 19.34 亿元，主要由土地使用权和特许经营权构成，2021 年末较上年末增长 17.56%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；长期股权投资分别为 2.04 亿元、2.30 亿元和 3.15 亿元，主要系对武汉汉西污水处理有限公司和中建武汉黄孝河机场河水环境综合治理建设运营有限公司（简称“黄孝河机场建设公司”）等联营企业的投资，2021 年末较上年末增长 37.09%系公司对黄孝河机场建设公司追加投资所致。2021 年末其他非流动资产分别为 0.34 亿元、0.14 亿元和 4.52 亿元，2021 年末大幅增长系新增预付工程公司股权转让款 3.86 亿元所致。截至 2022 年 3 月末，工程公司股权转让款已全额支付完毕。

该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款和其他应收款等，

2019-2021 年末，货币资金分别为 14.40 亿元、15.01 亿元和 8.82 亿元，2021 年末受限货币资金为 0.15 亿元，主要为履约保函保证金和项目特许经营运营费等，受限规模较小，期末降幅系支付工程公司股权款；应收账款分别为 22.24 亿元、20.90 亿元和 27.61 亿元，2021 年末较上年末增长 32.14% 主要系排水公司应收的污水处理费增长所致，公司污水处理费回收流程和时间较长，在一定程度上影响其经营性现金流；其他应收款分别为 0.68 亿元、0.69 亿元和 5.76 亿元，2021 年末大幅增长系新增应收武汉市土地整理储备中心的土地收回补偿款 5.00 亿元。

受限资产方面，2021 年末，该公司受限资产合计 4.94 亿元，受限比率 2.74%，其中受限的货币资金 0.15 亿元，受限的无形资产 4.80 亿元，主要系借款质押，以公司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	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率 (%)	73.90	81.39	106.70
速动比率 (%)	73.84	81.16	106.50
现金比率 (%)	27.86	31.85	21.27
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	65.46	69.43	43.63

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理。

2019-2021 年末，该公司流动比率分别为 73.90%、81.39% 和 106.70%，速动比率分别为 73.84%、81.16% 和 106.50%，流动资产对流动负债的覆盖水平尚可，但公司流动资产中应收账款较多，相关款项的回收效率将对流动资产的实际质量产生较大影响。公司账面货币资金存量尚可，同期末分别为 14.40 亿元、15.01 亿元和 8.82 亿元，现金比率分别为 27.86%、31.85% 和 21.27%，受公司收购工程公司 100.00% 股权所致，货币资金规模有所下降，对短期债务的偿付保障能力有所下降。

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，隧道公司收到武汉市仲裁委员会《武汉仲裁委员会裁决书》[(2020)武仲裁字第 0001226 号]，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，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，隧道公司应于仲裁裁决书送达次日起 15 日内向中隧集团支付工程款 9380.04 万元、截止至 2016 年 12 月 31 日的逾期利息 2404.26 万元以及应支付仲裁费和鉴定费合计 1.19 亿元。

2022 年 1 月 14 日，隧道公司与中隧集团签订和解协议，协议约定隧道公司于 2022 年 3 月 30 日前向中铁隧道局集团支付 2000 万元，于 2022 年 7 月 1 日前支付剩余工程款。中铁隧道局集团同意待隧道公司支付裁定的工程款 9380.04 万元后，视同隧道公司完成履行裁决义务，不再继续主张裁决令其他权利。

7. 母公司/集团本部财务质量

2019-2021 年末，该公司本部资产总额分别为 50.58 亿元、58.64 亿元和 63.63 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 2021 年长期股权投资为 36.23 亿元，占资产总额比重为 56.94%；公司本部刚性债务为 29.31 亿元，主要由长短期借款和应付债券构成。

该公司本部经营部分水务业务，2019-2021 年，实现收入分别为 2.18 亿元、2.06 亿元和 2.16 亿元，净利润分别为-0.29 亿元和-0.50 亿元和 0.20 亿元，2020 年受新冠疫情影响，供水业务出现亏损，本部盈利能力弱化；2021 年净利润有所增长系对子公司投资收益增加所致。同期分别实现经营性现金净流入 0.25 亿元、-0.16 亿元和-0.41 亿元，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，2019-2021 年营业外收入分别为 0.29 亿元、0.28 亿元和 0.29 亿元，主要为隧道资本投入补贴，且 2019-2021 年其他收益分别为 1.34 亿元、1.59 亿元和 0.74 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 年末，公司获得商业银行授信额度合计为 147.34 亿元，已使用额度 76.95 亿元，尚可使用额度 70.39 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

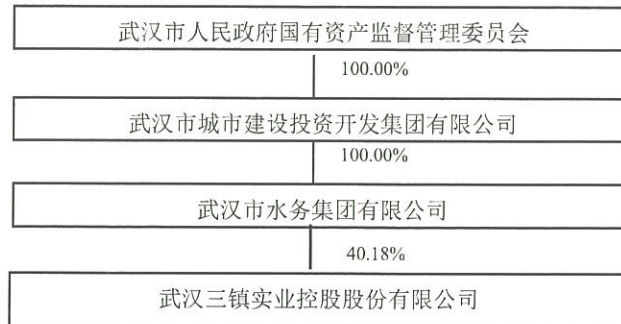
跟踪期内，武汉水务仍为该公司控股股东，武汉市国资委仍为公司实际控制人，产权结构清晰。公司在治理结构、内部管理架构和部门设置等方面无重大变化。

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。2021 年业务整体发展良好，受益于多家污水厂投入运营，污水处理收入持续增长，但因污水厂提标升级改造，折旧及药剂等成本上升导致毛利水平有所下降；供水业务持续亏损，整体盈利状况弱化，加上当年应收账款坏账准备计提和财务费用增长的影响，公司经营收益大幅减少。

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；公司污水处理费受财政拨付周期因素影响而有所滞后，总体回款效率偏低。受武汉市人民政府相关机构支付的污水处理费延迟支付所致，经营性现金流明显弱化；且因污水处理厂扩建项目持续投入及收购工程公司股权，投资性现金流持续呈净流出状态。

附录一：

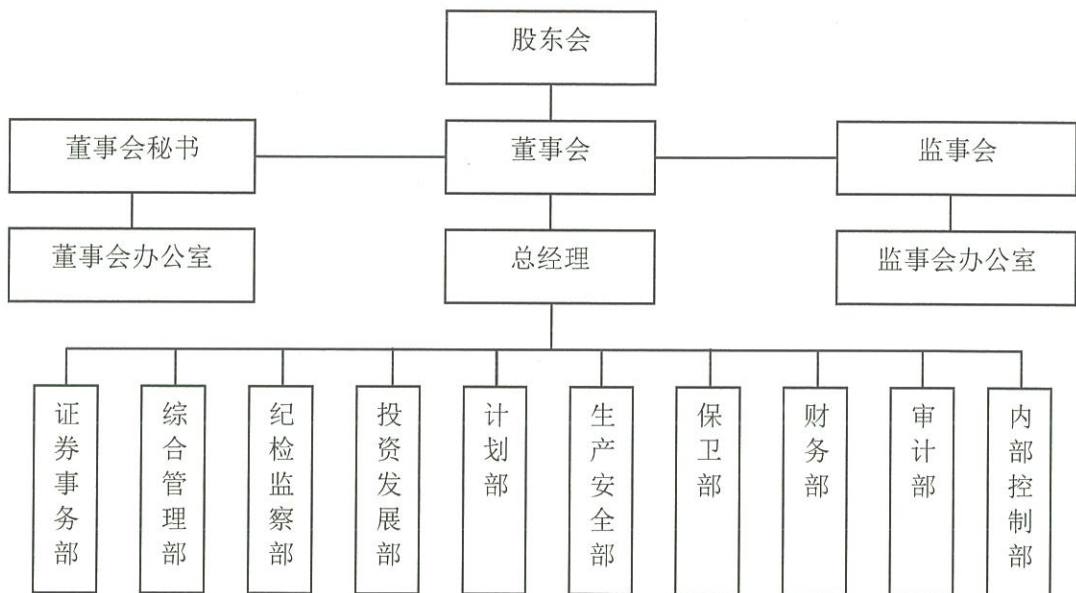
公司与实际控制人关系图



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	2021年(末)主要财务数据					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	40.18	水务	296.18	98.66	66.67	-0.61	4.29	
武汉三镇实业控股股份有限公司	武汉控股	本级	—	水务	25.90	37.73	2.16	0.20	-0.41	
武汉市城市排水发展有限公司	排水公司	子公司	100.00	污水处理	96.68	45.58	17.46	4.87	2.32	
仙桃水务环境科技有限公司	仙桃水务	子公司	45.90 ¹³	污水处理	2.88	0.76	0.32	0.04	0.17	
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	4.27	8.02	0.002	-	0.02	
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	0.39	0.05	0.03	-0.07	0.007	
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	0.35	0.22	0.70	0.002	0.14	

注：根据武汉控股 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

¹³ 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]	2019年	2020年	2021年
资产总额 [亿元]	155.76	163.29	180.26
货币资金 [亿元]	14.40	15.01	8.82
刚性债务[亿元]	68.23	80.57	98.61
所有者权益 [亿元]	54.21	56.19	59.39
营业收入[亿元]	15.29	16.44	20.12
净利润 [亿元]	2.51	2.55	3.90
EBITDA[亿元]	9.01	10.32	14.12
经营性现金净流入量[亿元]	10.84	11.24	1.99
投资性现金净流入量[亿元]	-18.37	-20.43	-21.77
资产负债率[%]	65.19	65.59	67.05
权益资本与刚性债务比率[%]	79.45	69.74	60.23
流动比率[%]	73.90	81.39	106.70
现金比率[%]	27.86	31.85	21.27
利息保障倍数[倍]	1.77	1.63	2.24
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	550.62	479.91	441.12
毛利率[%]	29.92	28.64	26.25
营业利润率[%]	17.15	16.73	21.17
总资产报酬率[%]	3.52	3.71	4.72
净资产收益率[%]	4.70	4.61	6.75
净资产收益率*[%]	4.91	4.84	7.20
营业收入现金率[%]	123.71	115.74	63.22
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.07	22.75	4.43
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.45	10.78	1.74
EBITDA/利息支出[倍]	3.18	2.84	3.90
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.14	0.16

注：表中数据依据武汉控股经审计的2019-2021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	3
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	4
		流动性	4
		个体风险状况	
	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		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	甘金玉、钱进	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年5月14日	AA+/稳定	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	报告链接
	本次评级	2022年5月19日	AA+/稳定	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	-
G20 武控	历史首次评级	2019年5月30日	AA-	陈溢文、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年5月14日	AA-	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	报告链接
	本次评级	2022年5月19日	AA-	林巧云、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 《水务行业信用评级方法》 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	-

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之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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。