



上海实业环境控股有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0443 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 31 日

本次跟踪发行人及评级结果	上海实业环境控股有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21SHIC01”、“21SHIC02”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，肯定了上海实业环境控股有限公司（以下简称“上实环境”或“公司”）水务板块规模处于行业领先水平，拥有较强的盈利能力以及融资渠道通畅等方面的优势；但中诚信国际也关注到项目子公司众多且区域分散对管控能力要求较高，应收账款持续增长等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，上海实业环境控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素： 不适用。 可能触发评级下调因素： 公司供水及污水处理项目运营区域或业务量减少，行业地位显著下降；运营能力下降，盈利能力大幅下降且短期无法恢复；资本支出超预期，杠杆水平骤增，面临一定流动性风险等。	
正面		
<ul style="list-style-type: none">■ 公司为全国性水务行业投资者及运营商，水务处理能力持续提升，处于行业领先水平■ 受益于污水处理为主的业务结构以及单个项目规模较大带来的成本优势，公司水务业务盈利能力优于同业■ 公司是新加坡、香港两地上市公司，融资渠道较为畅通		
关注		
<ul style="list-style-type: none">■ 公司项目子公司众多且区域分散，对公司管控能力提出较高要求■ 污水业务的应收款项持续增长，对资金形成一定占用		

项目负责人：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

项目组成员：柯 维 wke@ccxi.com.cn

刘冰瑞 brliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

上实环境（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	375.14	405.45	426.08
权益总额（亿元）	140.36	148.15	152.90
负债总额（亿元）	234.78	257.31	273.17
总债务（亿元）	167.31	192.15	203.01
资产负债率(%)	62.58	63.46	64.11
总资本化比率(%)	54.38	56.47	57.04
收入（亿元）	72.67	83.04	75.73
年内/期内利润（亿元）	10.69	11.22	10.20
毛利率(%)	33.08	31.71	35.71
总资产收益率(%)	5.83	5.64	5.36
EBITDA（亿元）	24.49	25.99	26.77
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金（亿元）	20.70	10.80	21.63
总债务/EBITDA(X)	6.83	7.39	7.58
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.61	3.63	3.21

注：1、中诚信国际根据上实环境提供的其经德勤·关黄陈方会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	设计处理能力（万立方米/日）	年实际处理量（亿立方米）	水务业务收入（亿元）	总资产（亿元）	营业总收入（亿元）	总资本化比率(%)	总资产收益率(%)	EBITDA 利息保障倍数(X)	FFO/总债务(X)
首创环保	2,694.66	44.40	108.15	1,093.59	213.19	68.16	4.07	3.40	0.09
上实环境	1,209.43	33.51	50.42	426.08	75.73	57.04	5.36	3.21	0.08

中诚信国际认为，上实环境是全国性水务企业，供水及污水处理能力处于行业领先水平，盈利能力在行业内处于较好水平，杠杆水平处于中高水平。

注：1、“首创环保”为“北京首创生态环保集团股份有限公司”简称，首创环保设计处理能力包括参股项目及在建项目；2、上实环境的水务业务收入包含污水及污泥处理业务和供水业务。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

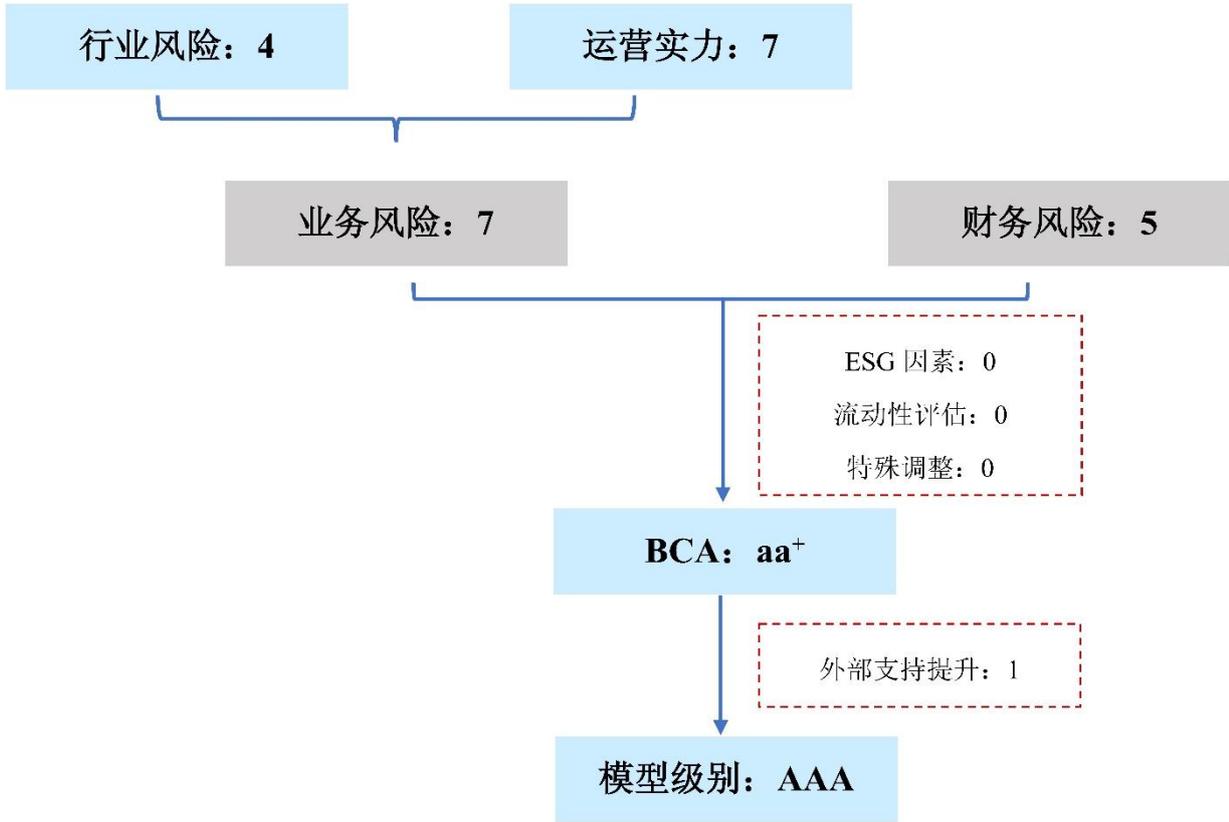
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21SHIC01	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	15/13.59	2021/3/15~2026/3/15 (3+2)	调整票面利率选择权、回售选择权
21SHIC02	AAA	AAA	2023/6/2 至本报告出具日	15/15	2021/11/15~2026/11/15 (3+2)	调整票面利率选择权、回售选择权

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
上实环境	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/6/2 至本报告出具日

● 评级模型

上海实业环境控股有限公司评级模型打分(C160300_2024_05_2024_01)



注:

外部支持: 公司股东实力雄厚且支持意愿较强, 公司战略定位重要; 公司主营业务具有较强的基础民生特性, 享受一定的政府补助与优惠政策。受个体信用状况的支撑, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际水务行业评级方法与模型 C160300_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，污水处理行业在环保政策带动下快速发展，供水行业整体处于成熟期，未来自来水价格上调周期有望全国展开。

我国人均水资源不足且区域分布不均衡，近年来地表水质污染有所减轻，但北方区域水质较南方仍差；国家颁布治理监管措施和水安全保障规划，促进国家水资源保障能力提升。供水行业整体处于成熟期，用水效率和效益持续提升。在国家环保政策带动下，污水处理行业快速发展。目前农村乡镇污水处理率较低，污水资源化利用水平偏低、污泥无害化处置不规范、现行水质标准不高等问题与实现高质量发展还存在差距。2023 年相关政策颁布将进一步提升我国污水处理设施的保障能力和服务水平，也进一步推动农村污水市场空间的释放，未来污水及相伴生的污泥处理、黑臭水体治理将为污水处理企业带来机遇。我国水价处于较低水平且各地差异较大，“十四五”期间，随着进一步落实价格机制改革，顺价后相关企业盈利能力有望提升。

详见《中国水务行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10915?type=1>

中诚信国际认为，公司作为全国性布局的大型水务运营主体，水务处理能力行业领先，项目质量较优，盈利能力优于同业；但需关注污水处理费回收情况以及项目子公司众多且区域分散，对公司管控能力提出较高要求。

2023 年以来公司产权结构与合并范围无较大变化，董事会成员有所调整；公司仍以污水处理、供水为核心业务，新增项目重点布局长三角和粤港澳大湾区。

截至 2023 年末，上实环境总股本为 59.20 亿元，上海实业控股有限公司（以下简称“上实控股”）作为控股股东间接持有公司 50.12% 股份，上海市国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。跟踪期内公司组织架构无变化，董事会成员有所调整¹。跟踪期内公司合并范围²变化不大，对业务结构无重大影响。

发展战略方面，公司仍以污水处理、供水为核心业务，协同布局污泥处理及固废项目，“十四五”期间重点布局长三角和粤港澳大湾区优质水务项目，推动运营实力持续提升。

公司核心主业水务经营稳定，水务处理能力处于行业领先地位，项目质量较优；受益于以污水处理为主的业务结构以及单体项目规模较大带来的成本优势，公司水务业务盈利能力优于同业；但

¹ 截至 2024 年 3 月末，公司董事会由 5 名执行董事及 3 名独立董事构成，跟踪期内公司董事长变更为周予鼎先生，并由其兼任执行董事，2 名执行董事辞任、1 名退休，2023 年 10 月公司新委任 2 名执行董事。

² 2023 年公司收购情况包含：(1) 公司间接持有 92.15% 股权的上海复旦水务工程技术有限公司（以下简称“复旦集团”）向上海复旦复控科技产业控股有限公司收购了奉贤西部污水余下 20% 股权，总对价为人民币 0.35 亿元，2023 年末奉贤西部污水成为复旦集团的全资子公司；(2) 公司全资子公司南方水务有限公司（以下简称“南方水务”）向弘景绿色发展控股有限公司购买上实北海 35% 的股权，股权转让完成后公司直接及间接持有上实北海 90% 股权。

需关注污水处理费回收情况以及项目子公司众多且区域分散，对公司管控能力提出较高要求。

作为国内大型水务运营与投资主体，跟踪期内公司水务处理能力进一步提升，截至 2023 年末拥有 248 个污水处理及供水项目，覆盖全国 20 个省市，目前水务综合处理能力达 1,209.43 万吨/日，处于行业领先地位。

公司已投运项目主要分布在经济人口水平较好地区，地级市项目占比相对较高，且受益于单个项目体量较大，具有一定规模效应与成本优势，项目投资回报相对较高。同时，由于污水处理业务盈利性普遍优于供水业务，公司以污水处理为主、供水为辅的业务结构使其盈利能力较强。近年来，受污水处理行业竞争加剧及供水市场存量项目有限影响，公司收并购节奏有所放缓，投资项目更加关注区域经济状况和项目质量，重点在长江经济带和粤港澳大湾区拓展市场份额。

项目管理方面，公司总部对经营预算、投融资等重大事项进行决策，通过下设的 6 家区域投资运营平台对水务项目进行日常经营管理，但项目子公司众多且区域分散，区域运营平台系外部收购并入公司，在经营方面独立性较强，对公司管控能力提出较高要求。

2023 年以来，公司污水处理和供水量价齐升拉动水务业绩稳步增长。供水方面，公司经营 28 座水厂，当期产能无变化，售水量自然增长，跟踪期内吕梁等项目水价上调带动当期平均供水价格上升至 2.57 元/吨，此外，公司通过优化监测和管理将产销差率下降近 2 个百分点至 28.26%，生产效率有所提升。污水处理方面，2023 年公司在广西、澳门、黑龙江拓展 5 个优质污水处理项目新增处理能力近 20 万吨/日，污水结算量小幅增长，跟踪期内青浦、平湖、鹤岗等项目提标改造水价有所提高，当期污水平均处理价格上升至 1.87 元/吨。受量价、港股报表特许经营项目全生命周期利润核算账务处理、公司重分类调整等因素综合影响，污水业务营业收入有所增长、毛利率水平略有下降，供水业务营业收入有所下降、毛利率提升。2023 年以来，公司污水处理费回款较上年滞后，中诚信国际将持续关注污水处理费回收情况。

表 1：近年来公司水务业务处理量及价格情况

	2021	2022	2023
污水处理能力（万吨/日）	887.84	977.94	1,004.43
污水结算量（亿吨）	29.55	29.70	30.26
污水处理平均价格（元/吨）	1.60	1.81	1.87
供水处理能力（亿吨）	198.00	205.00	205.00
供水售水量（亿吨）	3.08	3.17	3.25
平均水价（元/吨）	2.52	2.48	2.57

注：供水及污水平均单价乘售水量/结算量同收入存在差异，主要系调价后的收入追溯调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司其余业务板块围绕环保产业开展，包括固废处理和污泥处理等，但业务规模不大，对收入及利润贡献较为有限。

公司深耕水务主业，其余业务板块围绕环保产业开展，包括固废处理和污泥处理等。

表 2：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
1、建造收入	24.86	10.96	29.69	12.06	18.68	11.97
其中：污水处理	7.62	8.25	12.78	12.14	9.61	11.94

供水	1.75	14.64	2.16	12.00	4.04	12.00
固废发电	15.49	11.87	14.75	12.00	5.04	12.00
2、服务特许经营安排运营维护收入	31.32	27.15	34.56	26.24	39.50	27.61
其中：污水处理	22.67	24.41	23.10	30.15	28.60	25.46
供水	8.05	35.87	10.53	18.34	7.43	24.71
固废发电	0.60	13.42	0.94	18.60	3.47	51.52
3、服务特许经营安排财务收入	11.56	100.00	12.48	100.00	12.32	100.00
其中：污水处理	10.43	100.00	10.63	100.00	11.06	100.00
固废发电	1.13	100.00	1.85	100.00	1.25	100.00
4、服务收入	2.17	38.18	1.42	-1.95	3.32	30.85
其中：污水处理	1.45	51.64	0.71	-15.63	1.03	13.99
供水	0.72	11.08	0.71	11.56	2.30	38.40
5、其他	2.77	15.61	4.88	25.12	1.91	49.02
营业收入/营业毛利率	72.67	33.08	83.04	31.71	75.73	36.21

注：1、上实环境依据港股会计准则，在项目建造期间且提供建造服务时确认建造收入及利润（公司根据自身实际情况和行业平均水平采取 12% 的建设毛利率），同时在资产端，对收益确定的部分确认“服务特许经营安排下应收款项”科目，对收益不确定的部分确认无形资产。2、特许经营项目运营期，部分保底收入（本金部分）按照金融资产模型的会计核算方式冲减“服务特许经营安排下应收款项”，部分保底收入（利息部分）按照金融资产模型的会计核算方式确认“服务特许经营安排财务收入”（该部分成本为 0）；非保底部分收入确认“服务特许经营安排运营维护收入”。3、污水处理收入含污泥收入。4、服务收入为委托运营项目的收入。5、2022 年供水业务的服务特许经营安排运营维护收入受公司重分类调账影响有所异常。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

固废处理业务方面，由于固废发电行业市场趋于饱和，截至 2023 年末公司仅运营 4 个垃圾发电项目，合计垃圾处理能力为 6,550 吨/日，其中核心项目上海宝山项目日处理能力达 3,800 吨，2023 年 9 月正式投运后带来一定业绩增量。

公司在污水处理服务区域内承接了少量污泥项目，2023 年末污泥处理能力为 0.25 万吨/日，近年来公司的污泥处理能力和处理量无较大变化，对收入及利润贡献有限。

在建项目以改扩建为主，投资压力不大。

受行业环境影响，公司投资项目较为谨慎，2023 年以来公司资本开支有所下降。截至 2024 年 3 月末，公司在建项目主要包括上海西岑水质净化项目及汉西污水处理三期项目，2024 计划投资约 10 亿元，项目聚焦水务业务，资金来源以自筹为主，仍需一定的资金投入，但投资压力不大。

财务风险

中诚信国际认为，2023 年，公司资产和负债规模随项目建设的推进持续扩大，财务杠杆水平仍处于行业中高水平；受建造工程规模减小影响，当期收入和年内利润小幅下降，但盈利结构更加稳健，于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金有所回升，偿债能力较强；但需关注应收款项持续增长，对资金形成一定占用。

盈利能力

公司财务报表根据《新加坡国际财务报告准则》和《国际财务报告准则》编制³，2023 年建设收入随大型固废发电项目投运同比减少 37.1%，带动营业总收入下滑，但受益于污水和供水业务量

³ 对于特许经营项目，建设期按照应收对价公允价值确认建造收入。项目建设完成验收后的运营期间，满足以无条件权利收取指定或待定金的部分（即保底量部分），在拥有收取该对价的权力时确认为金融资产（即服务特许经营安排项下应收款项），每年按照摊余成本法确认投资收益以及运营收益，不进行利息资本化和折旧摊销；获得向公共服务用户收费的权利时确认无形资产，每年按直线法摊销。

价的双重积极影响，运营维护收入同比增加 14.3%且占比提升较大，毛利率水平有所改善，盈利结构更加稳健。受境外借款利率浮动和随业务扩张而增多的管理费用影响，期间费用亦有所增加，综合影响下 2023 年公司年内利润略有下降，EBITDA 呈增长趋势，总资产收益率整体维持稳定，盈利能力在行业内处于较好水平。

资产质量

跟踪期内，公司资产规模随新增投运项目进一步增长，仍以非流动资产为主，服务特许经营安排项下应收款项以及无形资产随项目数量的增长持续提升；受地方财政紧张影响，公司污水污泥等处理费回款滞后，应收款项持续增长，回收风险较为可控，但对资金形成一定占用。公司负债主要包括银行及其他借款等有息债务和应付工程款等形成的贸易及其他应付款项。随项目建设及并购的推进，应付工程款等形成的贸易及其他应付款项和总债务有所增加，权益总额较为稳定。杠杆水平略微升高，仍处于行业中高水平。2023 年受债务即期影响公司短期债务占比有所回升，根据公司规模，未来将发行中长期债券优化债务结构，并降低境外非人民币借款⁴，降低融资成本和汇率敞口风险。

现金流及偿债情况

受益于行业特性，公司经营获现能力良好，受项目建造支出减少的影响，2023 年于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金⁵恢复增长；公司仍保持着一定规模的项目投资，当期经营活动现金流与资本开支规模相当，未大规模新增融资。偿债指标方面，2023 年于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金对债务本息的覆盖能力有所改善；总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数略有弱化，整体偿债能力较强。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 234.48 亿元，其中尚未使用额度为 58.38 亿元，备用流动性一般。资金管理方面，公司授权 6 家区域投资运营平台实际管控，未对下属项目公司进行资金归集，日常经营收付款由项目公司自主管理。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023
收入	72.67	83.04	75.73
期间费用合计	12.47	13.14	14.90
年内利润（净利润）	10.69	11.22	10.20
EBITDA	24.49	25.99	26.77
总资产收益率	5.61	5.64	5.36
贸易及其他应收款项	34.04	45.24	49.90
服务特许经营安排项下应收款项	216.31	235.49	236.26
无形资产	69.33	70.70	86.68
资产总额	375.14	405.45	426.08
银行及其他借款	166.28	191.48	202.59
贸易及其他应付款项	41.61	39.12	43.06
负债总额	234.78	257.31	273.17
总债务	167.31	192.15	203.01

⁴ 截至 2024 年 3 月末，境外借款为 46.24 亿元。

⁵ 公司将运营期收支和 BOT 项目建造服务的工程款支出计入于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金。

短期债务/总债务	30.09	19.81	28.46
权益总额	140.36	148.15	152.90
总资本化比率	54.38	56.47	57.04
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金	20.70	10.79	21.63
服务特许经营安排项下应收款项变动	-15.89	-23.32	-0.76
投资活动所用现金净额	-8.67	-6.58	-14.34
融资活动产生（所用）现金净额	6.79	17.64	-0.89
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金/总债务	0.12	0.06	0.11
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金利息覆盖倍数	3.05	1.51	2.59
现金及现金等价物/短期债务(X)	0.56	0.66	0.50
总债务/EBITDA	6.83	7.39	7.58
EBITDA 利息保障倍数	3.61	3.63	3.21

注：经营活动产生（所用）现金净额=于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金-服务特许经营安排项下应收款项变动，其中服务特许经营安排项下应收款项变动包括当期实际建造支出-当期特服务特许经营权摊销额

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 151.27 亿元，约占同期末总资产比重的 35.50%，其中已抵押银行存款等受限货币资金为 0.63 亿元。

截至 2023 年末，公司不存在对集团外公司提供担保的情况，也不存在影响正常生产经营的重大未决诉讼、仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的历史违约记录表及相关资料，2021~2024 年 4 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁶

假设

——2024 年公司运营项目总体稳定，水处理能力小幅提升，水务运营收入及利润稳步增长，但新建项目减少将导致建设收入及利润下降，预计营业总收入、净利润同比变化不大，经营活动产生的现金流量净额与上年相当。

——2024 年，公司项目投资规模预计约在 10~20 亿元。

——2024 年年预计发放现金红利 1~2 亿元。

预测

表 4：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	56.47	57.04	55~57
总债务/EBITDA(X)	7.39	7.58	7.0~8.0

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

⁶中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

调整项

ESG⁷表现方面，上实环境注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较为完善，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力良好，银行授信备用流动性一般；但公司是新加坡、香港两地上市公司，资本市场融资渠道较为畅通。公司资金流出主要用于项目建设、债务的还本付息及外部投资，根据公司项目规划，未来投资规模不大；债务集中到期压力亦较为可控。公司资金平衡状况尚可，资产流动性偏弱，但财务弹性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

公司股东实力雄厚且支持意愿较强，公司战略定位重要，但公司市场化程度较高，对股东支持依赖程度较小；公司主营业务具有较强的基础民生特性，享受一定的政府补助与优惠政策。

公司间接控股股东上实控股（00363.HK）业务范围包括基础设施、房地产和消费品，其中，基础设施建设中水务板块运营平台主要为上实环境。依托集团强大的股东背景和丰富的国内外资源，公司获得了快速的发展，规模迅速增长，在中国水务环保行业的市场份额不断提高。同时，公司市场化程度较高，对股东支持依赖程度较小。受益于主营业务具有基础民生特性，跟踪期内公司仍享受一定的政府补助与税收优惠政策。

跟踪债券信用分析

“21SIIC01”募集资金 15 亿元，全部用于境内子公司偿还存量债务；“21SIIC02”募集资金 15 亿元，其中不超过 14 亿元用于境内子公司偿还存量债务，不超过 1 亿元用于境内子公司补充营运资金。截至目前，均已按用途使用。

“21SIIC01”、“21SIIC02”设置调整票面利率选择权条款和回售选择权条款，“21SIIC01”于第 3 年末选择将票面利率从 3.89% 下调至 2.99%，并将登记回售的 1.42 亿债券注销；“21SIIC02”跟踪期内尚未进入回售选择期限，亦未进行票面利率调整，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力影响较小。

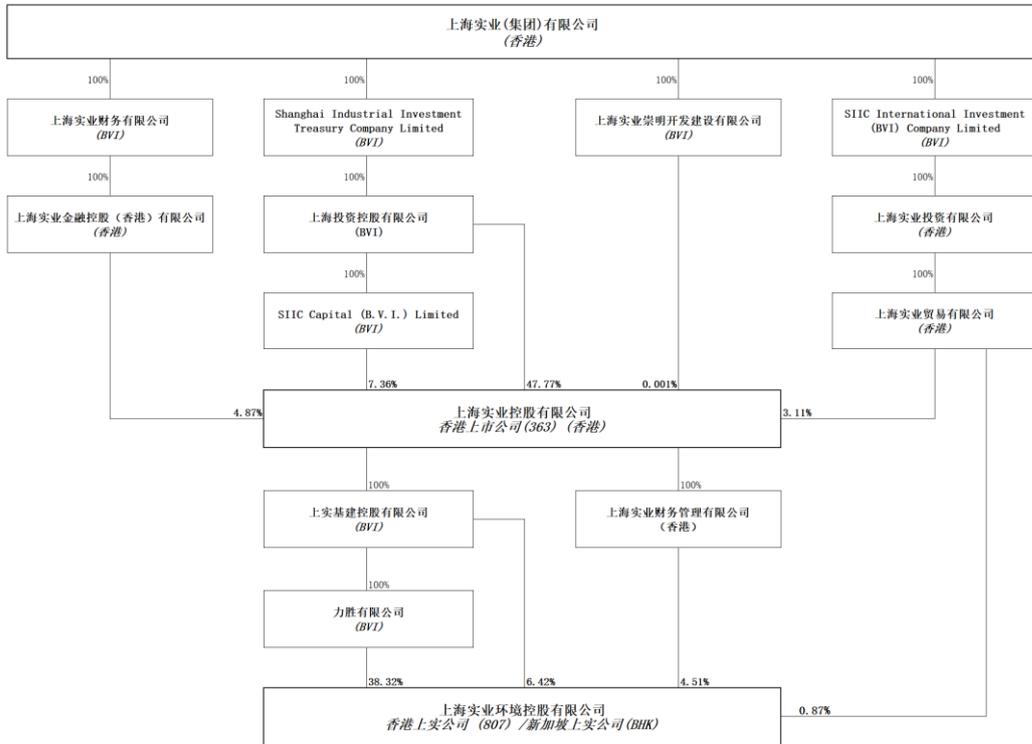
“21SIIC01”和“21SIIC02”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司经营稳定，获现情况良好，资本支出压力不大，偿还债务能力较强，且融资渠道通畅，跟踪债券信用风险极低。

评级结论

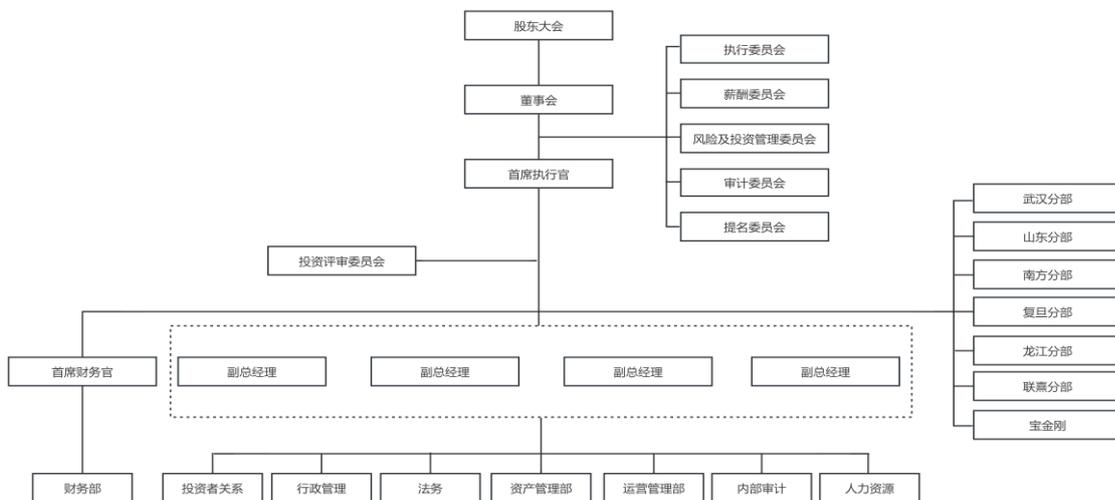
综上所述，中诚信国际维持上海实业环境控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21SIIC01”、“21SIIC02”的信用等级为 **AAA**。

⁷中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

附一：上海实业环境控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



主要子公司	简称	持股比例
龙江环保集团股份有限公司	龙江分部	58.00%
上实环境水务股份有限公司	潍坊分部	75.50%
上海复旦水务工程技术有限公司	复旦分部	92.20%
上实环境控股(武汉)有限公司	武汉分部	100.00%
南方水务有限公司	南方分部	100.00%
联熹水务(香港)有限公司	联熹水务	100.00%



资料来源：公司提供

附二：上海实业环境控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：千元）	2021	2022	2023
现金及现金等价物	2,794,951	2,512,625	2,885,781
贸易及其他应收款项	3,403,809	4,523,881	4,990,374
流动资产总额	7,491,647	8,325,150	9,270,986
服务特许经营安排项下应收款项-非流动部分	20,950,596	22,816,306	22,374,059
无形资产	6,932,793	7,070,383	8,667,682
非流动资产总额	30,022,318	32,220,065	33,336,954
资产总额	37,513,965	40,545,215	42,607,940
贸易及其他应付款项	4,161,170	3,912,018	4,306,433
银行及其他借款（流动负债）	4,977,515	3,772,704	5,767,008
流动负债合计	9,434,216	7,887,162	10,258,345
银行及其他借款（非流动负债）	11,650,786	15,374,835	14,491,791
非流动负债合计	14,043,548	17,843,481	17,059,139
负债总额	23,477,764	25,730,643	27,317,484
短期债务	5,034,157	3,806,754	5,777,502
长期债务	11,697,007	15,408,214	14,523,911
总债务	16,731,164	19,214,968	20,301,413
股本	5,920,175	5,920,175	5,920,175
非控股权益	4,503,690	4,999,012	5,158,949
权益总额	14,036,201	14,814,572	15,290,456
收入	7,267,139	8,303,884	7,572,892
税前利润	1,426,252	1,485,950	1,393,520
年内/期内利润	1,069,019	1,121,781	1,019,656
EBIT	2,105,570	2,201,157	2,227,774
EBITDA	2,449,083	2,599,064	2,677,154
费用化利息支出	679,318	715,207	834,254
资本化利息支出	-	-	-
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金	2,070,059	1,079,953	2,162,570
经营活动产生（所用）现金净额	315,615	-1,394,655	1,901,197
投资活动所用现金净额	-867,075	-658,122	-1,433,995
融资活动产生（所用）现金净额	678,546	1,764,300	-89,458
财务指标	2021	2022	2023
毛利率(%)	33.08	31.71	35.71
短期债务/总债务(X)	30.09	19.81	28.46
总资产收益率(%)	5.83	5.64	5.36
资产负债率(%)	62.58	63.46	64.11
总资本化比率(%)	54.38	56.47	57.04
总债务/EBITDA(X)	6.83	7.39	7.58
EBITDA 利息倍数(X)	3.61	3.63	3.21
经营活动产生（所用）现金净额利息保障倍数(X)	0.46	-1.95	2.28
经营活动产生（所用）现金净额/总债务(X)	0.02	-0.07	0.09
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金/总债务	0.12	0.06	0.11
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金利息覆盖倍数	3.05	1.51	2.59
现金及现金等价物/短期债务(X)	0.56	0.66	0.50

注：1、中诚信国际根据 2021 年、2022 年、2023 年财务报告整理；2、公司各期财务报表均按照香港财务报告准则编制。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 = 银行及其他借款（即期）+ 应付予银行的票据 + 租赁负债（即期）+ 其他债务调整项
	长期债务 = 银行及其他借款（非即期）+ 租赁负债（非即期）+ 永续资本工具 + 其他债务调整项
	总债务 = 长期债务 + 短期债务
	经调整的权益总额 = 权益总额 - 永续资本工具
	资产负债率 = 总负债 / 资产总额
	总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 经调整的权益总额)
	非受限货币资金 = 货币资金 - 受限货币资金
	利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出 + 调整至债务的永续资本工具利息支出
盈利能力	毛利率 = (收入 - 销售成本) / 收入
	期间费用合计 = 销售及分销费用 + 行政开支 + 财务费用
	期间费用率 = 期间费用合计 / 收入
	EBIT（息税前盈余）= 税前利润 + 费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= 税前利润 + 财务费用 + 折旧及摊销
	总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额
	EBIT 利润率 = EBIT / 当年收入
偿债能力	EBITDA 利润率 = EBITDA / 当年收入
	于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金 = 于服务特许经营安排专案后经营活动产生的现金 + 服务特许经营安排项下应收款项变动
	EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	经营活动产生（所用）现金净额利息保障倍数 = 经营活动产生（所用）现金净额 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金利息覆盖倍数 = 于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn