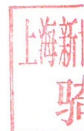




内部编号: 2024060258



2020 年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券

定期跟踪评级报告

分析师: 林贇婧 杨晓芬
lyj@shxsj.com
yangxiaofen@shxsj.com

评级总监: 张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100178】

评级对象： 2020年武汉三镇实业控股股份有限公司绿色债券

20武控绿色债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA⁺/稳定/AA⁺/2024年6月26日

前次跟踪： AA⁺/稳定/AA⁺/2023年5月8日

首次评级： AA⁺/稳定/AA⁺/2019年5月30日



跟踪评级观点

主要优势：

- 武汉市经济实力及财政实力稳步提升，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。
- 武汉控股的控股股东武汉水务集团为武汉市水务资产运营主体，公司为武汉水务集团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。
- 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：

- 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成本持续上升，公司盈利能力面临较大下行压力。
- 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。且后续项目建设仍存在一定的资金投入，持续面临投融资压力。
- 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。

跟踪评级结论

通过对武汉控股主要信用风险要素及影响上述债券偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA⁺，评级展望稳定，并维持上述债券 AA⁺信用等级。

未来展望

本评级机构预计武汉控股信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司经营业绩大幅下滑，且近两年无好转迹象；
- ② 公司地位及重要性明显下降，重要资产划出，资本实力大幅下降；
- ③ 债务压力大幅提升、经营收现情况明显弱化、流动性压力大增；
- ④ 有证据表明外部支持方的支持能力及/或意愿出现明显弱化。

本评级机构预计武汉控股信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司经营业绩和现金流状况显著提升，且预计近两年可持续；
- ② 公司地位及重要性明显提升，重要资产注入，资本实力大幅增强；
- ③ 债务规模大幅下降、流动性明显提升等。
- ④ 有证据表明外部支持方的支持能力及/或意愿出现明显提升。

主要财务数据及指标				
项目	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	2.70	1.42	4.55	2.47
刚性债务 (亿元)	24.34	27.47	32.07	31.89
所有者权益 (亿元)	37.73	31.69	32.04	31.95
经营性现金净流入量 (亿元)	-0.41	0.08	-0.15	-0.46
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	197.04	204.01	225.13	225.92
总负债 (亿元)	134.73	150.88	170.45	170.75
刚性债务 (亿元)	100.40	119.69	137.51	142.38
所有者权益 (亿元)	62.32	53.13	54.68	55.17
营业收入 (亿元)	28.62	28.94	31.03	8.09
净利润 (亿元)	4.25	0.06	1.45	0.49
经营性现金净流入量 (亿元)	4.50	2.87	8.34	-4.35
EBITDA (亿元)	14.69	10.69	14.24	—
资产负债率[%]	68.37	73.95	75.71	75.58
权益资本与刚性债务比率[%]	62.07	44.39	39.77	38.75
流动比率[%]	107.27	97.60	89.77	82.68
现金比率[%]	24.72	18.04	16.41	9.99
利息保障倍数[倍]	2.37	1.02	1.39	—
净资产收益率[%]	7.16	0.11	2.70	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.70	4.63	10.80	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.36	-6.57	-6.72	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.03	2.72	3.00	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.10	0.11	—

注: 根据武汉控股经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型 (水务行业) FM-GS024 (2022.12)			
评级要素		结果	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	4	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整 (子级数量)	/
		其中: ①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		⑤ 表外因素	/
		⑥ 其他因素	/
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	↑1	
主体信用级别		AA ⁺	

调整因素: (/)

支持因素: (↑1)

该公司控股股东武汉水务集团综合实力很强, 信用质量优良 (AA⁺/稳定[新世纪评级/2023 年 7 月])。公司是武汉水务集团旗下核心上市平台, 可获得武汉水务集团介入可能性很高。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26756&mid=4&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023年水务行业信用回顾与2024年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29888&mid=5&listype=1

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（以下简称“武汉控股”、“该公司”或“公司”）绿色债券（简称“20 武控绿色债”）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 2023 年财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、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。

经国家发展和改革委员会发改企业债券（2020）35 号文件批准，该公司于 2020 年 3 月 9 日发行了“20 武控绿色债”，发行金额为 8.70 亿元人民币，发行期限为 5 年，票面利率为 3.6%。本次债券募集资金中，1.60 亿元用于武汉市南太子湖污水处理厂扩建工程项目，2.75 亿元用于黄家湖污水处理厂三期扩建工程，4.35 亿元用于补充营运资金。

截至 2024 年 5 月末，公司已发行尚未到期的债券余额为 17.70 亿元。截至本报告出具日，公司还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2024 年 5 月末公司存续债券概况

债项名称	起息日期	到期日期	发行规模（亿元）	票面利率（当期，%）	债券余额（亿元）	本息兑付情况
20 武控绿色债	2020-03-12	2025-03-12	8.70	3.60	8.70	正常付息，尚未开始偿付本金
24 武控 01	2024-04-01	2029-04-01	9.00	3.00	9.00	尚未开始付息

资料来源：Wind 资讯。

“20 武控绿色债”募投项目黄家湖污水处理厂三期扩建工程项目和武汉市南太子湖污水处理厂扩建工程项目如期开工、实施建设，均已完工，募集资金已使用完毕。武汉市南太子湖污水处理厂扩建工程项目的扩建规模为 15 万立方米/天，处理后尾水水质达到《城镇污水处理厂污染物排放标准（GB18918-2002）》一级 A 标准。黄家湖污水处理厂三期扩建工程项目的扩建规模为 20 万立方米/天，处理后尾水水质达到《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）一级 A 标准。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2023 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。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定（2014 年修订）》的披露规定编制。

2023 年 11 月，该公司发布了《武汉三镇实业控股股份有限公司关于会计差错更正的公告》，本次会计差错更正影响公司 2018 至 2022 年度的合并资产负债表、合并利润表、合并所有者权益变动表，不影响合并现金流量表。本次会计差错更正主要影响的财务指标为归属于上市公司股东的净资产、净利润以及总资产。本次差错更正不会导致公司 2018 至 2022 年度出现盈亏性质的改变，亦不影响 2022 年归属于上市公司股东的净资产及总资产。

本次会计差错更正事项概述：武汉汉西污水处理有限公司（以下简称“汉西污水公司”）系该公司子公司武汉市城市排水发展有限公司（以下简称“排水公司”）的联营企业，排水公司持有其 20% 的股权，依据《企业会计准则》的规定，按权益法核算对其长期股权投资。由于公司无法在年报公告前取得汉西污水公司经审计的财务报表，故公司历年来均以汉西污水公司提供的未经审计的财务报表作为其长期股权投资权益法核算的依据。根据汉西污水公司 2023 年 5 月提供的经审计的财务报表，汉西污水公司 2018 至 2021 年的经审计财务报表数据与未

经审计财务报表数据存在差异，根据《企业会计准则第 28 号—会计政策、会计估计变更和会计差错更正》及《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 19 号—财务信息的更正及相关披露》和上海证券交易所的相关规定，公司相应调整了 2018 至 2022 年度的长期股权投资及投资收益，并追溯调整前期已披露的财务报表。

本次跟踪评级报告财务数据根据该公司披露的 2022 年年度报告（更正后）及 2023 年年度报告财务数据整理、计算。其中，2021 年（末）数据为 2022 年年度报告（更正后）中的 2021 年数据，2022 年（末）数据为 2023 年年度报告中的 2022 年数据。

2. 业务

该公司主要从事武汉市主城区的污水处理及汉口地区自来水生产与供应业务，以及隧道运营、租赁、代管污水处理设施维护和水务工程建设等其他业务。近年来，公司核心业务运营稳健，营业收入保持增长态势，但因各类成本上升，公司毛利率水平明显下降，盈利对其他经营收益的依赖度不断提升。此外，受应收污水处理费回款速度放缓影响，近年来公司经营效率亦有所下降。

(1) 外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

水务行业由于供排水管网等设施投资规模较大，资本密集度高，且自来水和污水不适合远距离运输，行业具有显著的区域垄断性质。近年来随着行业市场的快速扩容，大量国有、民营和外资企业进入，行业竞争加剧，市场化程度也逐步提高。目前我国水价制定仍由政府主导，定价整体仍然偏低，行业盈利水平较低。

水务行业的传统领域包括供水和污水处理两个子行业，行业发展程度与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关。供水方面，近年来我国城市及县城供水量较为稳定，供水行业进入成熟期。供水设施投资随我国城镇化的推进而逐步增长，降低供水管网漏损率是提高供水质量和效率的重要措施，未来加快城市老旧供水管网改造将成为水务行业工作重点之一。污水处理方面，我国城市及县城污水处理量保持稳定增长的趋势，行业运营基础稳定。目前污水处理率已处于较高水平，但出水水质方面仍有提升空间。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规模。

预计 2024 年水务行业运行总体持稳，投融资规模依然较大，但水价依然承压，行业整体经营业绩改善空间不大。需重点关注部分水务企业关联方占款数额较大以及交易对手支付能力弱化风险。同时还需关注地方国有水务企业在城投企业增量融资受到约束的情形下，关联方占款进一步扩大等潜在压力。

详见：《2023 年水务行业信用回顾与 2024 年展望》。

区域市场

武汉市是我国湖北省省会，全市总面积 8494 平方公里，2023 年末常住人口 1377.40 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，我国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽。

2021~2023 年，武汉市分别实现地区生产总值 17716.76 亿元、18866.43 亿元和 20011.65 亿元。从三次产业完成情况看，第一产业增加值分别为 444.21 亿元、475.79 亿元和 474.38 亿元；第二产业增加值分别为 6208.34 亿元、6716.65 亿元和 6800.91 亿元；第三产业增加值分别为 11064.21 亿元、11673.99 亿元和 12736.36 亿元。2023 年三次产业结构由 2022 年的 2.5:35.6:61.9 调整为 2.4:34.0:63.6。总体来看，近年来武汉市经济运行稳中向好，各项主要经济指标较上年均有所上升。

2021~2023 年，武汉市分别完成一般公共预算收入 2914.24 亿元、2690.23 亿元和 2961.42 亿元，其中，地方一般公共预算收入分别为 1578.65 亿元、1504.74 亿元和 1601.20 亿元；在地方一般公共预算收入中，税收收入分别为 1350.58 亿元、1239.56 亿元和 1298.35 亿元。2023 年武汉市一般公共预算总收入按可比口径（扣除留抵退税因素），比上年增长 10.1%。

2024 年第一季度，武汉市经济运行总体呈现持续回升、稳中有进、开局良好的特点，全市地区生产总值（GDP）4532.16 亿元，按不变价格计算，比上年同期增长 5.6%。

图表 2. 近年来武汉市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

指 标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	17716.76	12.2	18866.43	4.0	20011.65	5.7	4532.16	5.6
其中：第一产业增加值（亿元）	444.21	8.7	475.79	3.2	474.38	4.2	79.13	2.0
第二产业增加值（亿元）	6208.34	12.1	6716.65	7.3	6800.91	5.1	1744.15	6.1
第三产业增加值（亿元）	11064.21	12.3	11673.99	2.3	12736.36	6.2	2708.88	5.4
三次产业增加值比重	2.5:35.0:62.5		2.5:35.6:61.9		2.4:34.0:63.6		-	
工业增加值（亿元）	4586.49	14.1	-	5.0	-	4.6	-	7.5
固定资产投资（亿元）	-	12.9	-	10.8	-	0.3	-	5
社会消费品零售总额（亿元）	6795.04	10.5	6936.20	2.1	7531.90	8.6	2056.20	6.2
城镇居民人均可支配收入（元）	55297	9.8	58449	5.7	61693	5.6	17859	4.6
农村居民人均可支配收入（元）	27209	13.1	29304	7.7	31560	7.7	10983	6.4
一般公共预算收入（亿元）	2914.24	28.3	2690.23	4.4	2961.42	10.1	-	-

资料来源：武汉市国民经济和社会发展统计公报整理。

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

根据 2024 年武汉市人民政府工作报告，2023 年，武汉市新改扩建将军路、竹林湖等 5 座泵站，新增外排流量 200 立方米/秒以上，新建排水管网 100 公里，建设 21 座初雨调蓄池，新增调蓄能力 24 万立方米。建成东湖、机场河、黄孝河水环境综合治理提升项目，新改建污水收集管网 257 公里，新增污水处理能力 44.5 万吨/日。完成 124 家企业排污权交易。加快巡司河、汤逊湖等河湖水环境治理，开展区域再生水循环利用试点，国控断面水质优良率达 90.9%。持续改善农村人居环境，完成 183 个行政村生活污水治理。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较好的发展环境。

(2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入合计（亿元）	28.62	28.94	31.03
其中：核心业务营业收入合计（亿元）	/	27.73	29.45
污水处理业务（亿元）	/	17.82	19.26
在核心业务营业收入中占比（%）	/	64.25	65.42
自来水生产与供应业务（亿元）	/	1.67	1.66
在核心业务营业收入中占比（%）	/	6.03	5.62
水务工程建设业务（亿元）	/	8.24	8.53
在核心业务营业收入中占比（%）	/	29.72	28.96
毛利率（%）	21.45	20.18	12.74
其中：核心业务毛利率（%）	/	23.89	16.02
污水处理业务（%）	/	33.02	25.50
自来水生产与供应业务（%）	/	-21.42	-33.56
水务工程建设业务（%）	/	13.33	4.23

注 1：根据武汉控股所提供的数据整理、计算。

注 2：武汉控股 2022 年年度报告（更正后）对 2021 年数据进行了追溯调整，但未披露追溯调整后的收入成本拆分数据。

该公司主要从事武汉市主城区的污水处理及汉口地区自来水生产与供应业务，以及隧道运营、租赁、代管污水设施维护和水务工程建设等其他业务。2021~2023 年营业收入分别为 28.62 亿元、28.94 亿元和 31.03 亿元，逐年增长，主要系随着多家污水厂投入运营，污水处理量增长带动所致；同期公司综合毛利率分别为 21.45%、20.18% 和 12.74%，逐年下降，主要是公司三块核心业务毛利率均明显下降所致。2024 年第一季度，公司实现营业收入 8.09 亿元，毛利率为 21.42%。

① 经营状况

污水处理业务

污水处理业务是该公司核心主业之一，由下属全资子公司武汉市城市排水发展有限公司（简称“排水公司”）为武汉市主城区提供污水处理服务，是武汉市污水处理行业的龙头企业。根据其于武汉市签订的《武汉市主城区污水处理项目运营服务特许经营协议》及其补充协议，排水公司自 2012 年 4 月 25 日起，获得 30 年污水处理服务特许经营权，对特许经营项目下各类城市污水收集、运输、处理等相关设施享有经营管理、运营维护和重置更新，在所服务区域提供合格的城市污水处理公共服务，并获得合理服务费用的特许经营权利。武汉市政府方作为唯一买方在特许经营期内，向排水公司采购污水处理服务并支付污水处理服务费。截至 2023 年末，排水公司下属九座污水处理厂，污水处理设计能力合计为 321 万吨/日，较上年度增加 10.00 万吨/日，系南太子湖污水处理厂扩建（五期）项目通水运行所致；相应的自管污水泵站 41 座、自管污水收集管网 301 公里。

除排水公司外，该公司还积极在全国范围内拓展水务市场，通过公开市场招标的方式获取污水处理项目，先后获得武汉市东西湖区污水处理厂一期工程 and 湖北省宜都城西污水处理厂 BOT 等多个项目。截至 2023 年末，上述项目的污水处理设计能力合计 19.92 万吨/日（含委托运营规模 1.98 万吨/日）。

图表 4. 截至 2023 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	运营期限（年）	运营模式	现行收费标准（元/吨）
黄浦路	2012.1	10.00	一级 A	30	特许经营	1.99
二郎庙	2012.1	24.00	一级 A	30	特许经营	1.99
龙王嘴	2012.1	40.00	一级 A	30	特许经营	1.99
汤逊湖	2012.1	20.00	一级 A	30	特许经营	1.99
南太子湖	2012.1	45.00	一级 A	30	特许经营	1.99
黄家湖	2012.1	40.00	一级 A	30	特许经营	1.99
三金潭	2012.1	50.00	一级 A	30	特许经营	1.99

项目名称	合约生效期	污水处理能力 (万吨/日)	出水水质	运营期限(年)	运营模式	现行收费标准(元/吨)
落步嘴	2012.1	12.00	一级 A	30	特许经营	1.99
北湖 ¹	-	80.00	一级 A	-	特许经营	-
武汉市东西湖区污水处理厂	2015.12	10.00	一级 A	19	特许经营	1.07
湖北省宜都城西污水处理厂	2015.7	1.00	一级 A	29	特许经营	1.09
湖北省仙桃市乡镇生活污水处理长	2018.5.16	4.5	一级 A	29	特许经营	1.97
黄梅县乡镇污水处理厂	2021.1	1.08	一级 A	28	特许经营	2.35
海南澄迈县农村污水治理项目	2019.12	0.68	一级 A	8	委托运营	-
海南澄迈镇域污水处理厂	2020.9	1.30	一级 A	8	委托运营	0.8092
红安县乡镇生活污水治理项目	2017.12	1.36	一级 A	28	特许经营	2.21
合计	-	340.92	-	-	-	-

注：根据武汉控股所提供的数据整理。

近年来，随着各污水处理厂改扩建项目的陆续投产运行，该公司总污水处理设计能力逐年增长，2022~2023年分别为 330.76 万吨/日和 340.92 万吨/日，带动公司污水处理量和污水结算量的逐年增加；因此，受益于污水结算量的增长，公司污水处理业务收入亦持续扩大，同期分别为 17.82 亿元和 19.26 亿元。

图表 5. 公司污水处理业务运营情况

项目	单位	2022 年	2023 年
总污水处理设计能力	万吨/日	330.76	340.92
其中：委托运营	万吨	1.82	1.98
污水生产量	万吨	94970.93	101896.60
污水销售量 ²	万吨	95028.63	101905.93
污水结算量	万吨	95028.63	101905.93
黄浦路	万吨	2660.32	2608.22
二郎庙	万吨	6814.78	6680.43
龙王嘴	万吨	9033.03	10674.78
汤逊湖	万吨	6004.90	6000.14
南太子湖	万吨	13883.18	14670.69
黄家湖	万吨	10414.59	12206.80
三金潭	万吨	18308.96	19062.11
落步嘴	万吨	2046.74	2502.37
北湖	万吨	19916.20	20807.13
东西湖	万吨	3745.50	4134.13
宜都城西	万吨	304.38	397.67
仙桃市乡镇污水处理厂	万吨	974.89	1115.79
黄梅乡镇污水处理厂	万吨	319.19	319.81
海南澄迈镇域污水处理厂	万吨	190.39	267.49
红安县乡镇生活污水治理	万吨	411.57	458.37

注：根据武汉控股所提供的数据整理。

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。2022~2023 年，公司污水处理业务平均成本分别为 1.26 元/吨和 1.41 元/吨，2023 年较上年度增长 0.15 元/吨，主要系电、药剂及消毒剂以及折旧成本持续增加，以及设备维修及管网维护等增加致使其他生产成本增

¹ 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，目前该污水处理厂已纳入武汉市主城区污水处理特许经营范围。

² 污水处理业务生产量与销售存在差异，主要原因是：根据《宜都市城西污水处理厂特许经营 BOT 协议书》中相关条款约定，宜都水务环境科技有限公司所属宜都市城西污水处理厂处理水量部分月份未达基本水量时，按基本水量 0.8 万吨/日结算水量。

加；从而导致公司污水处理业务盈利水平明显下降，同期，污水处理业务毛利率分别为 33.02% 和 25.50%。

图表 6. 2022~2023 年公司污水处理业务成本构成情况

成本	单位	2022 年	2023 年
污水处理平均成本	元/吨	1.26	1.41
污水处理业务成本	亿元	11.93	14.35
其中：电	亿元	1.91	1.99
药剂及消毒剂	亿元	0.99	1.00
折旧费	亿元	4.58	5.68
人工成本	亿元	0.97	0.99
污泥处置费用	亿元	1.25	1.29
其他生产成本	亿元	2.24	3.40

注：根据武汉控股所提供的数据整理、计算。

排水公司的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。排水公司污水处理价格已多年未调整，且目前暂无调价计划。公司污水处理服务费由所在地市政府相关机构支付，支付周期最长不超过半年，但资金到账时间以政府相关机构的内部结算流程结束为准。2023 年末，公司应收账款中包含 39.91 亿元的应收污水处理费，公司污水处理费存在回收滞后现象，需及时关注此类款项的回收进度。

图表 7. 截至 2023 年末公司运营的污水处理厂收费概况

运营主体	项目名称	现行收费标准	支付方	约定支付周期
排水公司	黄浦路	1.99	武汉市政府相关部门	季度
	二郎庙			
	龙王嘴			
	汤逊湖			
	南太子湖			
	黄家湖			
	三金潭			
	落步嘴			
北湖				
武汉市济泽污水处理有限公司	东西湖	1.07	武汉市东西湖区水务局	月度
宜都水务环境科技有限公司	宜都城西	1.09	宜都市财政局	月度
仙桃水务环境科技有限公司	仙桃市乡镇污水处理厂	1.97	仙桃市住房和城乡建设局	季度
黄梅济泽水务环境科技有限公司	黄梅县乡镇污水处理设施 PPP 项目	2.35	黄梅县住房和城乡建设局	半年
武汉水务环境科技有限公司	海南澄迈县污水项目	固定费用 +0.8092*处理水量	澄迈县水务局	季度
红安既济水务环境科技有限公司	红安县乡镇生活污水治理	2.21	黄冈市红安县政府	月度

注：根据武汉控股所提供的数据整理。

图表 8. 2023 年末公司应收污水处理费构成（单位：万元）

项目	尚未收回
应收账款余额	500162.09
其中：应收污水处理费	399140.30
其中：武汉排水公司	387318.08
东西湖区污水处理厂	4519.97
宜都市城西污水处理厂	73.55
仙桃市乡镇生活污水处理设施	1929.97
黄梅县乡镇污水处理设施	3282.67
海南澄迈县污水处理项目	891.75
红安县乡镇生活污水治理	1124.30

注：根据武汉控股所提供的数据整理、计算。

自来水生产与供应业务

截至 2023 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。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，近三年水质合格率均保持在 99% 以上。

图表 9. 2023 年末公司水厂概况（万吨/日）

供水厂名称	运营方式	供水能力	供水范围
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
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

注：根据武汉控股所提供的数据整理、计算。

由于该公司无供水管网，公司生产的自来水均销售给控股股东武汉市水务集团有限公司（以下简称“武汉水务集团”），并由武汉水务集团对外销售。2022~2023 年，公司自来水销售量分别为 3.13 亿吨和 3.10 亿吨，自来水生产与供应业务收入分别为 1.67 亿元和 1.66 亿元，有所减少。

图表 10. 公司自来水生产与供应业务运营概况

项目	单位	2021 年	2022 年	2023 年
供水能力	万吨/日	130.00	130.00	130.00
自来水生产量	万吨	31472.07	32542.88	32071.73
自来水销售量	万吨	30383.86	31318.83	30994.89
平均售水价格	元/吨	0.55	0.55	0.55
平均售水成本	元/吨	0.54	0.65	0.71
水质合格率	%	99.90	99.87	99.85

注 1：根据武汉控股所提供的数据整理、计算。

注 2：自来水生产量与销售量存在差异主要是由于水厂生产自用水消耗所致。

根据该公司与控股股东武汉水务集团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）。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。公司自来水代销款项的支付周期为每月支付一次。

该公司自来水生产与供应业务成本主要包括电、人工成本、折旧、土地租金、矾和消毒剂等。2022~2023 年自来水生产与供应业务平均成本分别为 0.65 元/吨和 0.71 元/吨，2023 年较上年度增长 0.06 元/吨，主要系夏季持续高温、低水位、低流速以及原水指标波动等原因造成自来水生产业务其他生产成本增加。2022~2023 年，公司供水业务毛利率分别为-21.42%和-33.56%，公司自来水生产与供应业务盈利能力弱。

图表 11. 公司自来水生产与供应业务成本构成

指标	单位	2022 年	2023 年
供水业务平均成本	元/吨	0.65	0.71
供水业务成本	亿元	2.03	2.21
其中：电	亿元	0.69	0.66
矾及消毒剂	亿元	0.20	0.20
折旧费	亿元	0.36	0.29
人工成本	亿元	0.41	0.40
其他生产成本	亿元	0.36	0.67

注：根据武汉控股所提供的数据整理、计算。

水务工程建设业务

该公司的水务工程建设业务能够为其供排水业务提供一定支持，也是其水务业务体系中的重要一环，主要通过下属子公司武汉市水务建设工程有限公司（以下简称“工程公司”）³和武汉水务环境科技有限公司（简称“武汉水务环境”）开展。工程公司具备市政公用工程施工总承包壹级、建筑机电安装工程专业承包壹级、建筑工程施工总承包贰级、电子与智能化工程专业承包贰级、消防设施工程专业承包贰级、公路工程施工总承包叁级、城市园林绿化壹级等多项资质，作为武汉市主要的供排水工程施工企业，在武汉市市场占有率较高。武汉水务环境则作为公司高新科技企业，已累计获得 23 件实用新型专利证书及 1 件发明专利，与工程公司形成在水务施工建设业务领域差异化协同发展态势。

2022~2023 年，该公司水务工程建设业务分别实现收入 8.24 亿元和 8.53 亿元，有所增长。公司承接的供排水工程需根据要求进行公开招标，得益于其丰富施工经验和较高的施工水平，历年来公司保持较高的中标率。2023 年，新签合同金额为 25.62 亿元，同期末在手未完工合同金额为 17.81 亿元，公司新签合同量和在手合同量均较为充裕，可为其未来业绩增长提供一定保障。

图表 12. 2023 年末水务工程建设业务主要工程合同概况

工程名称	合同金额 (亿元)	截至 2023 年末 已付款	签署时间	合同工期 (年)	施工进度 (%)
南湖生态活水项目尾水再生利用工程设计采购施工总承包 (EPC)	6.69	1.31	2023/5/5	2	65
余家头水厂升级改造工程施工总承包	2.66	0.45	2023/12/26	3	0
民院片区污水系统优化工程设计采购施工总承包 (EPC)	2.07	0	2023/12/26	1.97	0
澄迈县农村污水治理 PPP 项目设备购销合同 (第二标段)	1.80	0.35	2023/12/18	1	预付款, 暂未供货安装
澄迈县金江镇城区供水提质增效工程 (设计、施工) EPC 总承包	1.71	0.59	2023/4/26	1.5	59
南湖闸口综合整治提升工程工程总承包 (EPC)	1.68	0.03	2023/3/22	1.75	13
合计	16.61	2.73	-	-	-

注：根据武汉控股所提供的数据整理、计算。

其他业务

除上述业务外，该公司还从事隧道运营、垃圾渗滤液处理等其他业务，但规模较小，对公司整体业务运营影响有限。2022~2023 年，其他业务合计实现收入 1.21 亿元和 1.59 亿元，其中，隧道运营业务分别实现收入 0.03 亿元和 0.20 亿元，主要系来自汕头隧道运维项目，该项目合同期 2 年，自 2022 年 9 月 28 日至 2024 年 9 月 27 日止。

该公司的隧道运营业务主要系由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，运营管理武汉长江隧道工程，并由政府给予持续性运营补贴⁴。武汉长江隧道目前是武汉市中心城区的重要长江过江通道之一。2021~2023 年，隧道运营成本分别为 1.12 亿元、1.17 亿元和 1.27 亿元；同期，公司收到隧道运营补贴（计入其他收益）分别为 0.73 亿元、0.66 亿元和 1.11 亿元、资本金补贴（计入营业外收入）均为 0.28 亿元，2021 年收到隧道运营补贴较少，主要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；2022 年收到隧道运营补贴较少，主要系隧道公司当年冲减了历史计提的利息款 0.47 亿元，以及下属土地被武汉市武昌区政府有偿收回产生资产处置收益 0.04 亿元。由于隧道公司的成本费用支出均由政府补贴并确认其他收益，其依托于隧道资产所产生的收益也相应的抵减政府补贴。

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。目前，公司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隧道运营的财政补贴到位的充足性和及时性。

³ 2022 年，该公司以现金方式收购控股股东武汉水务集团持有的工程公司 100% 股权，收购价款为 7.72 亿元，该交易已于当年 1 月完成。

⁴ 根据 2005 年武汉市人民政府《关于投资建设武汉长江隧道工程有关问题的批复》（武政【2005】23 号）及 2010 年武汉市人民政府城市建设基金管理办公室（以下简称“城建基金办”）《关于给予武汉长江隧道建设有限公司及其股东单位补贴的通知》，由城建基金办给予隧道公司持续性运营补贴，用于隧道公司运营成本支出，并给予隧道公司股东投入的项目资本金的 4.4%（所得税后）补贴（以上补贴统称为“隧道补贴”），资金来源为武汉市全市路桥统一收费。

主要在建/拟建项目

该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 2023 年末，公司主要在建项目计划总投资 43.74 亿元，累计已投资 14.94 亿元；主要拟建项目计划总投资 9.56 亿元。总体来看，公司后续仍有较大规模的资金支出需求。

图表 13. 截至 2023 年末主要在建项目概况

工程名称	项目概况	资金来源	计划总投资	截至 2023 年末已完成投资	2024 年计划投资
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	10.00	-
黄家湖泵站出站管道工程	新建黄家湖泵站至黄家湖污水处理厂两根 DN1000mm 出水压力管道，单根长度约 4015m；新建 d500mm 污水收集管，长度约 1660m	自筹	2.60	1.20	1.38
南湖生态活水项目尾水再生利用工程	规模为 40 万吨/天，采用对龙王嘴现状二三期生物池改造+两级反硝化生物滤池+气浮池的主体工艺，出水指标达到地表四类标准	自筹	8.48	3.00	5.48
民院片区污水优化工程	新建关西泵站（3m ³ /s）和关中泵站（1.5m ³ /s），新建 DN1000~d1800mm 污水管约 4.3 公里直接接入龙王嘴污水处理厂	自筹	3.36	0.40	1.20
黄家湖污水处理厂分布式光伏发电项目	装机总容量约 7.18MWp，占地面积约 5.1 万平方米	贷款、自筹	0.49	0.33	0.16
澄迈县农村生活污水治理 PPP 项目	新建一体化设备 558 座、分散处理设备 203 座、处理规模为 12683m ³ 为备水、新建管网 2290 公里	注册资本金+银行融资贷款	20.09	0.01	6.00
合计	-	-	43.74	14.94	14.22

注：根据武汉控股所提供的数据整理、计算。

图表 14. 主要拟建项目概况

项目名称	项目概况	计划总投资额	2024 年计划投资
龙王嘴污水处理厂生化系统改造工程	在龙王嘴污水处理厂二、三期生物池进行改造，新增粉末载体改造生化系统工艺的粉末载体投加间、粉末载体回收装置，并对厂区进行配套改造	1.06	1.00
黄家湖污水处理厂改扩建四期	黄家湖污水处理厂四期扩建工程主要项目概况为扩建 20 万吨/日污水处理厂，采用“多级 AAO 生物池+微絮凝及膜格栅+超滤膜池”污水处理工艺，尾水执行优于一级 A 标准入青菱河	8.50	1.20
合计	-	9.56	2.20

注：根据武汉控股所提供的数据整理、计算。

② 竞争地位

区域市场禀赋

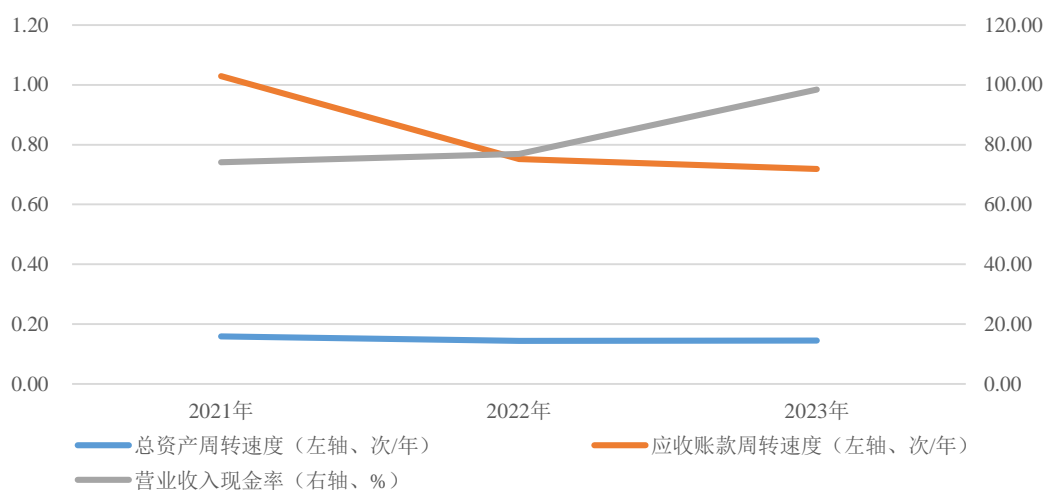
公司业务主要集中在武汉市开展。武汉市经济首位度强，在湖北省内处于绝对领先地位，2023 年地区生产总值为 20011.65 亿元，常年位居湖北省内第一；武汉市一般公共预算收入为 2961.42 亿元，亦是湖北省唯一超过 1500 亿元的城市。武汉市强劲的经济实力和财政实力，为公司的经营发展提供了良好的外部经营环境。

市场地位

该公司下属全资子公司排水公司拥有武汉市主城区的特许经营权，在特许经营区域范围内拥有独家从事排水服务、并收取服务费的权利；公司所属宗关、白鹤嘴水厂供水能力占武汉市汉口地区自来水生产 90% 以上的市场份额，处于区域垄断地位。随着公司生产规模不断扩大，区域内特许经营及区域垄断为公司供排水业务发展提供了有利支撑。

③ 经营效率

图表 15. 反映公司经营效率要素的主要指标值

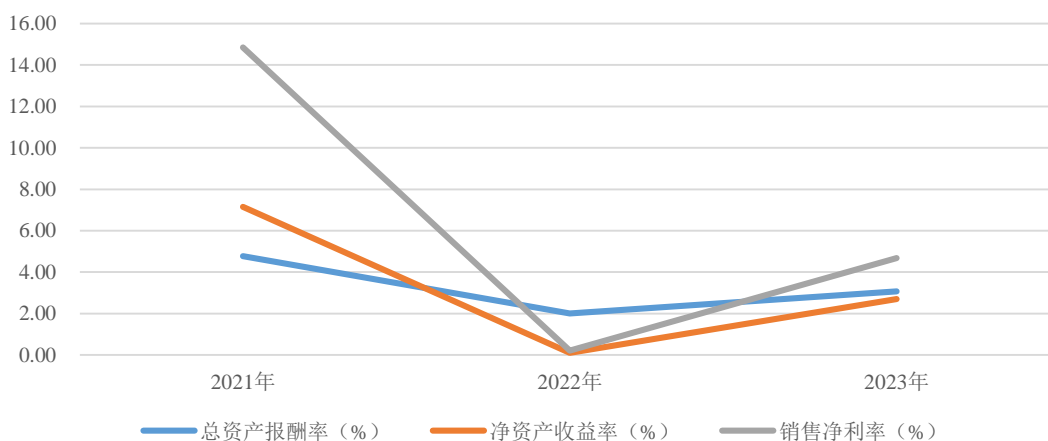


资料来源：根据武汉控股所提供数据整理、绘制。

2021~2023 年，该公司总资产周转速度分别为 0.16 次/年、0.14 次/年和 0.14 次/年，逐年放缓，主要系前期改扩建投入资金较大带动资产规模迅速扩大，但收入增长相对较慢所致。同期，应收账款周转速度为 1.03 次/年、0.75 次/年和 0.72 次/年，逐年下降，主要系应收污水处理费回款速度放缓所致。同期，公司营业收入现金率分别为 74.14%、76.92% 和 98.42%，2023 年明显提升，主要原因一是公司子公司排水公司本期收到的污水处理费增加；二是公司子公司工程公司本期收到的工程款增加综合所致。

④ 盈利能力

图表 16. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据武汉控股所提供数据整理、绘制。

2021~2023 年及 2024 年第一季度，该公司分别实现净利润 4.25 亿元、0.06 亿元、1.45 亿元和 0.49 亿元，整体呈下降趋势，主要是营业毛利减少，信用减值损失及财务费用增加综合所致。2021~2023 年，公司总资产报酬率分别为 4.78%、2.00% 和 3.07%，净资产收益率分别为 7.16%、0.11% 和 2.70%，资产获利能力亦有所下降。

近年来，该公司盈利对其他经营收益的依赖度不断提升，主要包括隧道运营补贴和资产处置收益。2021~2023 年及 2024 年第一季度，公司其他收益分别为 0.74 亿元、0.68 亿元、1.15 亿元和 0.26 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；营业外收入分别为 0.29 亿元、0.29 亿元、0.29 亿元和 0.08 亿元，主要为隧道运营补贴。2021~2023 年，公司资产处置收益分别为 4.82 亿元、0.04 亿元和 4.62 亿元，主要由处置非流动资产的利得构成；2021 年主要系排水公司下属沙湖厂土地及地上建筑物被市土储中心有偿收回，2023 年主要系排水公司下属二郎庙污水处理厂相关土地及地上建筑物被市土储中心有偿收回。此外，2021~2023 年及 2024

年第一季度，公司投资净收益分别为 0.29 亿元、0.43 亿元、0.47 亿元和 0.07 亿元，主要来自于公司投资的武汉西污水处理有限公司。

2021~2023 年及 2024 年第一季度，该公司经营收益分别为-1.10 亿元、-1.22 亿元、-4.28 亿元和 0.18 亿元，其中，营业毛利分别为 6.14 亿元、5.84 亿元、3.95 亿元和 1.73 亿元，逐年减少，主要系污水处理和自来水生产与供应业务的其他生产成本均明显增加所致。同时，叠加借款增加导致财务费用增长、以及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等因素综合影响，公司经营收益持续呈负值。

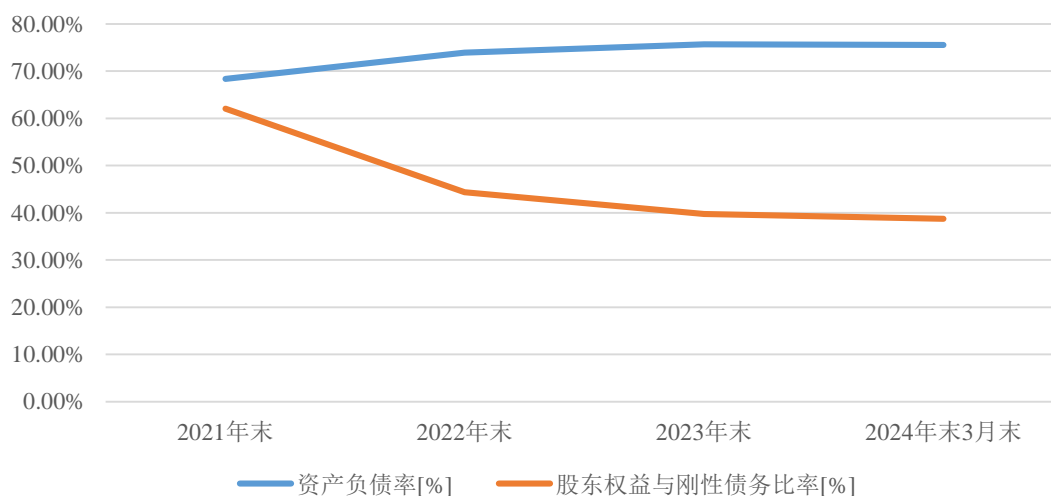
期间费用对该公司的盈利空间形成了较大侵蚀。2021~2023 年及 2024 年第一季度，公司期间费用分别为 4.98 亿元、5.85 亿元、6.48 亿元和 1.60 亿元，期间费用率分别为 17.42%、20.20%、20.89%和 19.77%。公司期间费用主要由财务费用构成，同期财务费用分别为 3.41 亿元、4.23 亿元、4.69 亿元和 1.26 亿元，逐年增长，主要原因是借款增加导致利息支出增加，同期利息费用分别为 3.61 亿元、3.83 亿元、4.64 亿元和 1.26 亿元。2021~2023 年，公司信用减值损失分别为-1.92 亿元、-0.94 亿元和-1.44 亿元，主要由应收账款损失构成，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。

3. 财务

近年来，该公司负债总额保持增长态势，财务杠杆持续上升，但刚性债务规模总体持稳且期限结构较合理，随着 20 武控绿色债即将于一年内到期，2024 年 3 月末短期刚性债务规模有所扩大。同时，公司主业创现能力较强，货币资金存量充裕且融资渠道畅通，均可为到期债务的偿付提供较好保障。

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据武汉控股所提供的数据整理、绘制。

近年来，该公司对水厂和管网进行改扩建并开展股权收购工作，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，负债规模逐年扩大，2021~2023 年末负债总额分别为 134.73 亿元、150.88 亿元和 170.45 亿元，资产负债率分别为 68.37%、73.95%和 75.71%，财务杠杆持续上升。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 62.07%、44.39%和 39.77%，权益对刚性债务的保障程度逐年下降。2024 年 3 月末，公司负债总额为 170.75 亿元，资产负债率为 75.58%；股东权益与刚性债务比率为 38.75%。

① 资产

图表 18. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 末	2022 末	2023 末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	60.39	66.00	77.87	78.68
	30.65%	32.35%	34.59%	34.83
其中：货币资金（亿元）	13.68	12.20	14.21	9.49
应收账款（亿元）	34.68	42.33	44.06	49.27
其他应收款（亿元）	5.76	4.22	9.63	7.57
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	136.65	138.01	147.26	147.24
	69.35%	67.65%	65.41%	65.17
其中：固定资产（亿元）	97.85	94.38	116.63	114.83
在建工程（亿元）	8.59	16.89	4.56	6.28
无形资产（亿元）	20.49	20.03	19.55	19.40
期末全部受限资产账面金额（亿元）	4.94⁵	4.87	4.61	4.50
受限资产账面余额/总资产（%）	2.51	2.39	2.05	1.99

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理、计算。

注：其他应收款不包括应收股利和应收利息。

随着水务项目投资的持续投入及完工转固，该公司资产规模持续扩张，2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，资产总额分别为 197.04 亿元、204.01 亿元、225.13 亿元和 225.92 亿元，且以非流动资产为主，同期末占资产总额的比重分别为 69.35%、67.65%、65.41%和 65.17%，符合水务行业的特性。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，同期末固定资产余额分别为 97.85 亿元、94.38 亿元、116.63 亿元和 114.83 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。同期末在建工程分别为 8.59 亿元、16.89 亿元、4.56 亿元和 6.28 亿元，其中，2022 年末较上年末大幅增长，主要系龙王嘴扩建（四期）、南太子湖扩建（五期）和汤逊湖尾水排江工程等项目投入增加所致；2023 年末较上年末大幅减少，主要系龙王嘴扩建（四期）、南太子湖扩建（五期）和汤逊湖尾水排江工程等项目完工转固所致。2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，无形资产分别为 20.49 亿元、20.03 亿元、19.55 亿元和 19.40 亿元，主要由土地使用权和特许经营权构成。此外，同期末，公司其他非流动资产余额分别为 4.52 亿元、1.07 亿元、0.04 亿元和 0.21 亿元，其中，2021 年末金额较大，主要由新增的预付工程公司股权转让款 3.86 亿元构成；随着 2022 年公司完成股权收购，年初预付的股权转让款已结转，当年末其他非流动资产较上年末减少；2023 年末较上年末有所减少，主要系公司本期预付工程款结转所致。

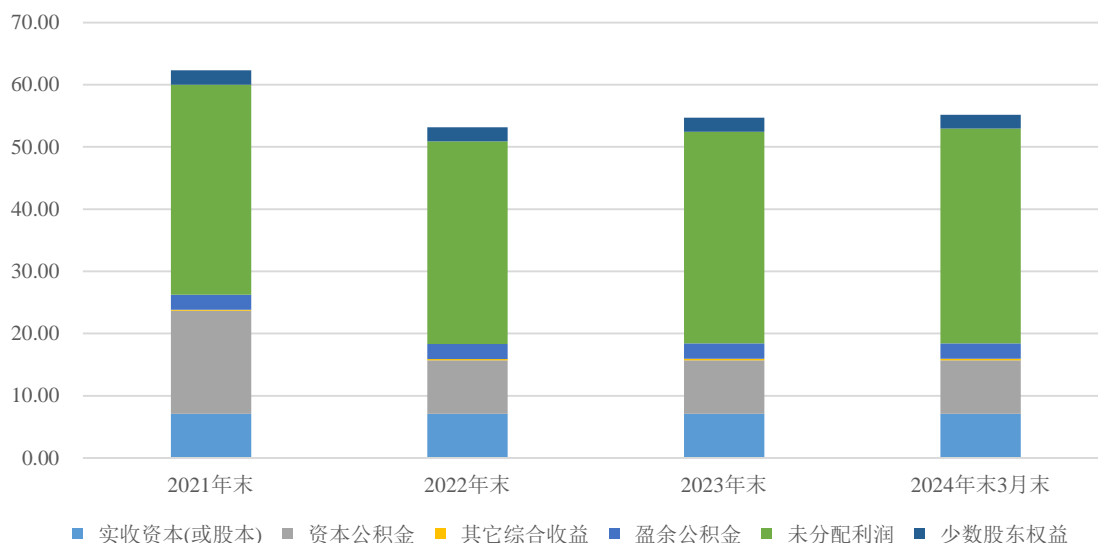
该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和其他应收款构成。2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，货币资金分别为 13.68 亿元、12.20 亿元、14.21 亿元和 9.49 亿元，其中受限货币资金规模不大，公司存量货币资金较充裕。同期末，应收账款分别为 34.68 亿元、42.33 亿元、44.06 亿元和 49.27 亿元，主要由应收污水处理费构成；公司污水处理费回收流程和时间较长，在一定程度上影响其经营性现金流。同期末，其他应收款分别为 5.76 亿元、4.22 亿元、9.63 亿元和 7.57 亿元，其中，2022 年末较上年末有所减少，主要系应收武汉市土地整理储备中心的资产处置款项收回 2 亿元所致；2023 年末较上年末大幅增长，主要系公司子公司排水公司二郎庙厂部分国有土地使用权被武汉市土地整理储备中心有偿收回，相关资产处置款项尚未收回所致。此外，2023 年末，公司其他流动资产较上年末大幅增长 62.30%，主要系公司待抵扣进项税额增加所致。

受限资产方面，2023 年末，该公司受限资产合计 4.61 亿元，受限比率 2.05%，其中受限的货币资金 0.22 亿元，受限的无形资产 4.39 亿元，主要系借款质押，以污水处理特许经营权、污水处理收费权等为质押物。

⁵ 取自 2021 年年度报告，未经追溯调整。

② 所有者权益

图表 19. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据武汉控股所提供的数据整理、绘制。

2021~2023 年末，该公司所有者权益分别为 62.32 亿元、53.13 亿元和 54.68 亿元，其中，2022 年末较上年末大幅减少，主要系公司于当年收购了控股股东武汉水务集团持有的工程公司及红安既济水务环境科技有限公司（以下简称“红安既济公司”）的股权，导致资本公积减少所致；2023 年末较上年末增加主要系公司本年未分配利润增加所致。公司所有者权益主要由未分配利润构成，同期末占所有者权益的比重分别为 54.16%、61.32%和 62.17%；公司为国有控股上市公司，利润分配政策相对稳健，《公司章程》中有关利润分配政策的条款，规定“公司最近三年以现金方式累计分配的利润应不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；2023 年公司年报披露的利润分配预案合计分红金额（含税）为 0.44 亿元。2024 年 3 月末，公司所有者权益为 55.17 亿元，较上年末未发生重大变化。

③ 负债

图表 20. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	100.40	119.69	137.51	142.38
应付账款	27.89	25.66	27.03	21.97
其他应付款	2.84	3.07	2.41	2.31

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理、计算。

注：其他应付款不包括专项应付款

从负债期限结构来看，2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 139.34%、123.11%、96.50%和 79.43%，债务结构呈短期化趋势。公司负债主要由刚性债务构成，同期末刚性债务分别为 100.40 亿元、119.69 亿元、137.51 亿元和 142.38 亿元，分别占负债总额的比重为 74.52%、79.33%、80.67%和 83.39%。同期末，公司应付账款分别为 27.89 亿元、25.66 亿元、27.03 亿元和 21.97 亿元，主要为应付工程款。其他应付款分别为 2.84 亿元、3.07 亿元、2.41 亿元和 2.31 亿元，主要由武汉市城市建设投资开发集团有限公司根据武汉市人民政府城市建设基金管理办公室的安排，代公司支付由武汉市城市建设投资开发集团有限公司转借的国家开发银行贷款的本金及利息构成，2021~2023 年末余额分别为 1.26 亿元、2.13 亿元和 1.46 亿元，本评级报告中将此笔款项纳入刚性债务计算。

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
短期刚性债务合计	22.62	37.22	54.55	67.53
其中：短期借款	8.48	18.11	37.90	41.14
应付票据	0.04	0.20	1.00	0.70
应付短期融资券	7.00	5.99	-	-
一年内到期的长期借款	3.91	8.94	12.27	13.98
其他短期刚性债务	3.19	3.98	3.38	11.71
中长期刚性债务合计	77.77	82.47	82.96	74.85
其中：长期借款	67.68	72.36	72.84	73.42
应付债券	8.67	8.68	8.69	-
其他中长期刚性债务	1.43	1.43	1.43	1.43
综合融资成本（年化，%）	3.94	3.58	3.69	-

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理、计算。

注：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2。

从刚性债务期限来看，该公司刚性债务主要以中长期为主，2021~2023 年末及 2024 年 3 月末占刚性债务的比重分别为 77.47%、68.90%、60.33%和 52.57%。从刚性债务性质来看，公司刚性债务主要由银行借款构成，同期末银行借款占刚性债务的比重分别为 79.75%、83.06%、89.46%和 90.28%；公司银行借款主要由信用借款和保证借款为主，2022 年末公司信用借款利率区间为 2.90~4.45%，保证借款利率区间为 3.53~5.13%，质押借款利率区间为 3.30~5.13%。此外，公司刚性债务中还包括计入其他应付款中的应付武汉市城市建设投资开发集团有限公司代公司子公司长江隧道公司支付的国家开发银行贷款的本金及利息余额⁶，2021~2023 年末余额分别为 1.26 亿元、2.13 亿元和 1.46 亿元；以及计入长期应付款中的地方政府置换债券⁷，2021~2023 年末均余额为 1.43 亿元。

除银行借款外，该公司还通过发行债券的方式直接融资。2023 年末，公司应付债券余额为 8.69 亿元，主要系公司于 2020 年 3 月发行的企业债“20 武控绿色债”，发行利率为 3.60%；由于上述债券将于 2025 年 3 月到期，2024 年 3 月末转入“一年内到期的非流动负债”科目核算。此外，2021~2022 年末，公司年化综合融资成本分别为 3.94%、3.58%和 3.69%。总体来看，公司融资成本较低。

为贯彻落实科学发展观，规范该公司及所属公司的投资行为，建立科学高效的投资管理机制，严控投资风险。根据国家有关法律法规以及《公司章程》，公司制定了《武汉三镇实业控股股份有限公司投资管理办法》，该制度对股权投资工作流程、决策程序、投后管理与评价、转让与回收、重大事项报告及信息披露等方面做出了规定。

为加强资金使用的内部控制、监督和管理，加快资金的循环和周转，提高资金使用效率，合理安排资金流向，保证资金安全，做到综合平衡、严格控制、合理使用，根据《中华人民共和国会计法》、《内部会计控制规范——货币资金》和《内部会计控制规范——基本规范》等法律法规，并结合实际情况，该公司制定了《财务管理办法》。该制度对机构设置及职权、现金使用范围、账户管理、资金报告管理等均做出规定。

⁶ 为建设长江隧道，根据武汉市人民政府城市建设基金管理办公室的安排，武汉市城市建设投资开发集团有限公司代公司子公司长江隧道公司向国家开发银行借款 10.18 亿元，该笔借款已由武汉市城市建设投资开发集团有限公司于 2019 年末偿还完毕，因此公司将应付武汉市城市建设投资开发集团有限公司的借款在其他应付款核算。由于长江隧道公司尚不具备单独收费的条件，为保证长江隧道正常运营，公司正与政府相关部门积极沟通长江隧道的运营模式，待运营模式确定后将具体约定对武汉市城市建设投资开发集团有限公司代公司支付的国家开发银行贷款的偿还计划。

⁷ 主要置换了 2012 年该公司资产重组过程中子公司排水公司污水处理业务相关的国家开发银行贷款。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 22. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	4.50	2.87	8.34	-4.35	-1.02
其中: 业务现金收支净额 (亿元)	4.55	2.74	8.25	-4.43	-1.21
投资环节产生的现金流量净额 (亿元)	-20.65	-12.25	-19.14	-4.33	-4.48
其中: 购建固定资产、无形资产及其他 长期资产支付的现金 (亿元)	16.44	15.22	19.42	6.84	4.48
筹资环节产生的现金流量净额 (亿元)	13.51	7.89	12.82	4.02	3.95
其中: 现金利息支出 (亿元)	3.43 ⁸	4.35	4.63	-	-

资料来源: 根据武汉控股所提供数据整理、计算。

注: 业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

2021~2023 年及 2024 年第一季度, 经营环节产生的现金流量净额分别为 4.50 亿元、2.87 亿元、8.34 亿元和 -4.35 亿元, 主要来自于主业经营活动, 同期业务收支净额分别为 4.55 亿元、2.74 亿元、8.25 亿元和 -4.43 亿元, 波动性较大, 主要系受收到的污水处理费情况影响; 2022 年同比减少主要原因一是公司支付的污水处理成本增加同时收到的污水处理费减少; 二是公司支付的各项税费增加; 2023 年同比增加主要原因是公司本期收到的污水处理费增加以及收到的工程款增加。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的补贴等, 支付其他与经营活动有关的现金主要为支付的期间费用等, 2021~2023 年及 2024 年第一季度其他因素现金收支净额分别为 -0.05 亿元、0.13 亿元、0.09 亿元和 0.08 亿元, 规模不大, 对经营环节产生的现金流量净额影响有限。

近年来, 该公司资金支出主要在污水处理厂改扩建等项目建设支出, 投资环节产生的现金流量净额持续呈较大规模净流出, 2021~2023 年及 2024 年第一季度净流出规模分别为 20.65 亿元、12.25 亿元、19.14 亿元和 4.33 亿元, 其中, 购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为 16.44 亿元、15.22 亿元、19.42 亿元和 6.84 亿元。此外, 2021 年其他因素对投资环节现金流量影响净额 -3.74 亿元, 主要系公司预付收购水务集团持有的工程公司 100% 股权的股权款所致。

该公司主要通过银行借款满足资金需求, 2021~2023 年及 2024 年第一季度筹资环节产生的现金流量净额为 13.51 亿元、7.89 亿元、12.82 亿元和 4.02 亿元, 持续呈净流入, 其中 2022 年净流入规模相对较小, 主要原因是公司当期支付现金对价收购工程公司及红安公司股权所致。

② 偿债能力

图表 23. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA (亿元)	14.69	10.69	14.24
EBITDA/全部利息支出 (倍)	4.03	2.72	3.00
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.16	0.10	0.11

资料来源: 根据武汉控股所提供数据整理、计算。

近年来, 利润总额对该公司 EBITDA 的贡献度逐年下降, 目前, 公司 EBITDA 主要由固定资产折旧和列入财务费用的利息支出构成。2021~2023 年 EBITDA 分别为 14.69 亿元、10.69 亿元和 14.24 亿元, 其中, 利润总额分别为 5.02 亿元、0.18 亿元和 1.94 亿元。同期, EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数分别为 4.03 倍、2.72 倍和 3.00 倍, 对刚性债务的覆盖倍数分别 0.16 倍、0.10 倍和 0.11 倍, 公司 EBITDA 可对利息支出形成有效覆盖,

⁸ 未经追溯调整。

对刚性债务的覆盖程度在水务行业内处于适中水平。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	107.27	97.60	89.77	82.68
现金比率 (%)	24.72	18.04	16.41	9.99
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	61.51	32.78	26.09	14.08

资料来源：根据武汉控股所提供数据整理、计算。

2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司流动比率分别为 107.27%、97.60%、89.77% 和 82.68%，流动资产对流动负债的覆盖能力逐年下降；且公司流动资产中应收账款较多，相关款项的回收效率对流动资产的实际质量影响亦较大。同期末，公司现金比率分别为 24.72%、18.04%、16.41% 和 9.99%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 61.51%、32.78%、26.09% 和 14.08%，均逐年下降，公司现金类资产对债务的偿付保障能力趋弱。

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 2023 年末，公司合并口径银行授信额度为 179 亿元，已使用额度 131 亿元，尚可使用额度 48 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。

(2) ESG 因素

该公司按照《公司法》、《证券法》及相关法律法规要求，健全并完善了相关的公司法人治理和规范运作制度，并严格执行。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名，设董事长 1 人，可以设副董事长 1 人，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事任期三年，可以连选连任。公司董事会设立战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会。专门委员会对董事会负责，依照《公司章程》和董事会授权履行职责，提案应当提交董事会审议决定。专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会成员应当为不在公司担任高级管理人员的董事，独立董事应当过半数，并由独立董事中会计专业人士担任召集人；提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应当过半数并担任召集人。公司设监事会。监事会由 5 名监事组成，监事会设主席 1 人，可以设副主席 1 人。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表为 2 人。

2023 年度，该公司持续对内部控制体系进行修订完善，对《公司章程》《独立董事工作制度》《董事会审计委员会实施细则》《董事会提名委员会实施细则》《董事会薪酬与考核委员会实施细则》《招标代理机构遴选与管理办法》《投资管理办法》《股权投资管理工作细则》《投资风险管理工作细则》《专项工程管理制度》《固定资产管理办法》《科技创新工作管理办法》及《公司资产处置管理办法》进行了修订完善，并围绕重要业务事项和高风险领域，在公司机关及下属单位范围内新增 41 项内部控制流程，涵盖工程项目管理、采购管理、存货管理、资产管理、经营管理、社会责任管理、财务管理、行政管理、合同管理等模块。通过内控制度建设及内控流程的完善，公司内部控制体系得以进一步完善，风险管控能力得到有效提升。

该公司于 2023 年 11 月 1 日收到中国证券监督管理委员会湖北监管局下发的《湖北证监局关于对武汉三镇实业控股股份有限公司、曹明、李磊、李凯采取责令改正措施的决定》（[2023]43 号）（以下简称“《决定书》”），主要系公司在信息披露方面，有关责任人在职责履行方面，存在如下违规行为：一、定期报告财务信息披露不准确；二、关联交易未及时履行审议程序及披露义务。收到《决定书》后，公司按照相关法律法规和规范性文件以及《公司章程》的要求，结合公司实际情况确定整改措施。目前，公司已按照湖北证监局监管要求，对对应存在的问题逐一实施整改工作，确保整改措施落实到位。

社会责任方面，该公司热心参与公益活动，积极践行“奉献、友爱、互助、进步”的志愿精神，助理乡村振兴，建设美丽中国，不断健全公益活动机制。2023 年引导员工积极参与学雷锋、助力脱贫、植绿护绿、巡河护河、义

务劳动等志愿活动。累计参与活动 2009 次，参与人次 1171 人次，志愿服务时长超 6839 小时；扶贫及乡村振兴项目总投入 55.73 万元。

环境/绿色发展方面，该公司利用污水处理运维业务优势，积极参与武汉市水环境治理工作，净化城市环境，助力武汉市的绿色发展。同时，公司还积极拓展污水资源化利用途径，采用中水回用、再生水利用等技术，广泛用于生产用水、生态补水、园林绿化等，不断探索污水的资源化利用。公司还通过引进光伏发电项目实现减少碳排放的目标。

(3) 表外事项

2021~2023 年，该公司信用减值损失分别为-1.92 亿元、-0.94 亿元和-1.44 亿元，主要由应收账款损失构成，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。需持续关注公司应收污水处理费的回款速度及对公司的影响。

根据该公司 2023 年年度报告披露，公司无重大诉讼、仲裁事项，亦无对合并口径外担保事项。

(4) 其他因素

2023 年，该公司关联交易主要体现为购销商品、提供和接受劳务、租赁和担保等方面。2023 年，公司采购商品/接受劳务发生金额合计 1.36 亿元，其中因固定资产更新改造，向关联方武汉市政工程设计研究院有限责任公司采购商品/接受劳务发生金额为 0.97 亿元；同期出售商品、提供劳务发生金额合计 5.90 亿元，主要系因自来水销售业务（1.66 亿元）和工程施工业务（4.23 亿元）形成。关联租赁方面，公司作为出租方向关联方出租房屋建筑物和土地等，亦作为承租方向关联方租入房屋建筑物和土地等，但相关关联交易金额均极小。关联担保方面，公司作为被担保方，由关联方作为担保方，合计担保金额为 1.54 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 8 日，公司无债务违约记录。根据 2024 年 5 月 27 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。

该公司本部主要从事自来水业务等，收入规模不大，2021~2023 年及 2024 年第一季度分别为 2.16 亿元、2.20 亿元、2.32 亿元和 0.70 亿元，因自来水水质要求公司消毒剂等成本持续上升，再加上财务费用等期间费用规模的持续扩大，公司本部净利润规模很小，同期分别为 0.20 亿元、0.33 亿元、0.35 亿元和-0.09 亿元。

该公司本部负债规模持续扩大，财务杠杆水平继续上升，2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，负债总额分别为 25.90 亿元、29.24 亿元、34.76 亿元和 34.22 亿元，资产负债率分别为 40.70%、47.98%、52.04%和 51.71%。公司本部负债主要由刚性债务构成，同期末分别为 24.34 亿元、27.47 亿元、32.07 亿元和 31.89 亿元，其中，短期刚性债务分别为 7.87 亿元、9.78 亿元、7.43 亿元和 19.85 亿元，2024 年 3 月末大幅增长，主要系公司发行的 20 武控绿色债将于 2025 年 3 月到期，转入一年内到期的非流动负债所致。2021~2023 年末及 2024 年 3 月末，公司本部资产结构仍以非流动资产为主，同期末资产总额分别为 63.63 亿元、60.93 亿元、66.80 亿元和 66.17 亿元，主要由长期股权投资构成，同期末分别为 36.23 亿元、39.38 亿元、40.75 亿元和 41.74 亿元。总体来看，公司本部债务负担不断上升，且盈利能力偏弱，资产流动性欠佳，本部面临的即期偿债压力有所上升。

5. 外部支持

(1) 政府支持

该公司运营武汉长江隧道，持续获得政府拨予的资本补贴和运营补贴，2021~2023 年及 2024 年第一季度，公司其他收益分别为 0.74 亿元、0.68 亿元、1.15 亿元和 0.26 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；营业外收入分别为 0.29 亿元、0.29 亿元、0.29 亿元和 0.08 亿元，主要为隧道运营补贴。上述补贴可持续性较强，是公司净利润的重要来源。

(2) 控股股东支持

该公司是控股股东武汉水务集团（AA+/稳定）旗下优质水务资产上市平台，公司的资产、收入、现金流等规模在武汉水务集团合并口径占比较高，对于武汉水务集团而言十分重要，2023 年末，公司总资产、营业收入和销售商品、提供劳务收到的现金占武汉水务集团的比重分别为 54.48%，47.80% 和 57.91%。此外，公司可依托武汉水务集团，发展空间广阔。未来在武汉水务集团自来水业务资产盈利能力提高并具备注入上市公司条件的情况下，公司有权按合理价格优先收购该等业务资产，从而实现武汉水务集团自来水业务的整体上市。

2023 年 7 月 18 日，经该公司第九届董事会第十七次会议审议及 2023 年第一次临时股东大会决议通过了《关于公司控股股东承诺变更的议案》，该议案明确如武汉市水务集团有限公司的自来水业务资产盈利能力仍不具备上市公司条件时，将由武汉市水务集团有限公司或其下属公司回购宗关、白鹤嘴水厂资产。目前武汉市水务集团有限公司下属武汉市自来水有限公司已启动上述两水厂资产回购工作，并正在与公司就相关两水厂资产转让事宜进行协议。

经该公司第八届董事会第二十五次会议、2021 年第二次临时股东大会，分别于 2021 年 12 月 10 日及 2021 年 12 月 27 日审议通过了《关于收购武汉市水务建设工程有限公司 100% 股权的议案》，公司以现金方式收购武汉市水务集团有限公司持有的武汉市水务建设工程有限公司（以下简称“工程公司”）100% 股权，收购价款为 77,210.00 万元。2022 年 1 月 7 日，公司已完成工程公司工商变更登记工作，并完成股权交割。根据公司与武汉市水务集团有限公司于 2021 年 12 月签订的《武汉市水务集团有限公司 武汉三镇实业控股股份有限公司关于武汉市水务建设工程有限公司 100% 股权之股权转让协议》约定：业绩承诺期为 2022 年度、2023 年度、2024 年度连续三个会计年度，武汉市水务集团有限公司承诺工程公司 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 16,335.11 万元。该承诺事项正在履行中，工程公司 2022 年度及 2023 年度累计已实现的经审计归属于母公司的净利润为 7,848.81 万元。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取杭州萧山环境集团有限公司（简称“萧山环境”）和温州市公用事业发展集团有限公司（简称“温州公用”）作为同业比较对象。上述企业主业均为供水、污水处理等业务，具有一定的可比性。公司所处的武汉市经济体量明显强于温州市及杭州萧山区，业务规模要强于萧山环境弱于温州公用，此外，公司的多元化程度亦弱于温州公用，温州公用还从事供气供电等公用事业类业务。公司总资产报酬率 ROA 明显强于可比企业；近年来受污水处理费回收滞后影响，营业收入现金率偏低，但 2023 年得益于当年收到的污水处理费增加，营业收入现金率有所回升，表现强于温州公用弱于萧山环境。同时，公司净资产规模明显弱于可比企业，财务杠杆水平略高于温州公用，EBITDA 规模要小于温州公用，且权益资本对带息债务的保障程度亦弱于温州公用。

债项信用跟踪分析

偿债保障措施跟踪分析

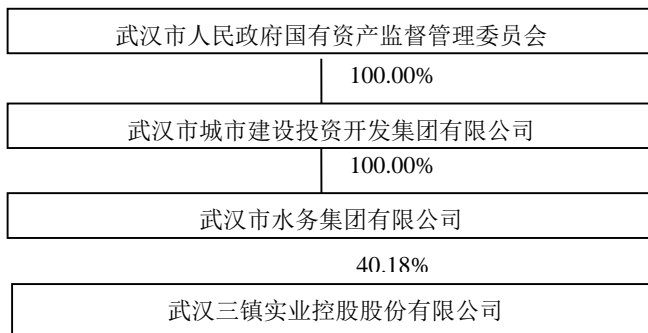
2021~2023 年，该公司负债总额呈逐年增长态势，但经营性净现金流受污水处理费的回收情况影响呈现一定的波动，同时，公司项目建设支出较大，投资性净现金流持续增加，非筹资性净现金流亦呈净流出态势，从而导致公司经营性净现金流对负债总额及短期刚性债务的偿付能力呈较大的波动性，同期，经营性现金净流入量与负债总额比率分别为 3.72%、2.01% 和 5.19%，经营性净现金流与短期刚性债务比率分别为 19.24%、9.59% 和 18.17%；而非筹资性净现金流表现则难以对债务偿付提供保障。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持武汉控股主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，20 武控绿色债信用等级为 AA+。

附录一：

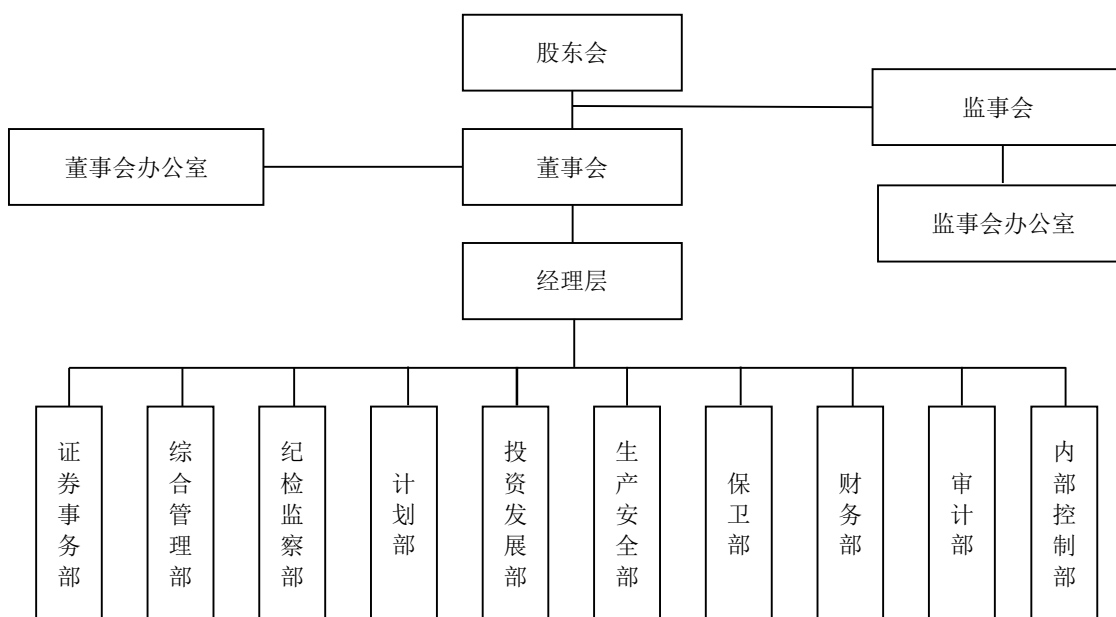
公司与实际控制人关系图



注：根据武汉控股提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据武汉控股提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）						备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	总资产	负债总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
武汉市水务集团有限公司	武汉水务集团	公司之控股股东	—	水务	413.24	328.89	84.95	64.93	-4.86	2.41	
武汉三镇实业控股股份有限公司	武汉控股	本级/母公司	—	水务	66.80	34.76	32.04	2.32	0.35	-0.15	母公司口径
武汉市城市排水发展有限公司	排水公司	核心子公司	100	污水处理	171.33	124.53	46.79	18.87	3.02	9.78	
武汉市水务建设工程有限公司	工程公司	核心子公司	100	水务工程建设	22.20	18.76	3.44	13.59	0.41	0.49	
武汉水务环境科技有限公司	环境科技	核心子公司	100	污水处理	2.08	1.65	0.43	1.47	0.03	-0.05	

注：根据武汉控股2023年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：自来水供应及污水处理 归属行业：水务行业

企业名称（全称）	2023 年经营数据/指标				2023 年财务数据/指标			
	处理总量 (亿吨)	水务业务收入 (亿元)	营业收入现金率 (%)	总资产报酬率 ROA (%)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	EBITDA(反推 法)/利息费用 (倍)	EBITDA(反推 法)/带息债务 (倍)
温州市公用事业发展集团有限公司	8.31(2022 年)	13.09(2022 年)	95.77	-0.77	129.56	72.76	4.56	0.06
杭州萧山环境集团有限公司	6.39(2022 年)	15.12(2022 年)	107.22	1.21	70.24	77.77	3.85	0.05
武汉控股	13.29	20.92	98.42	3.04	54.68	75.71	3.10	0.11

注：数据来源于 wind 资讯，新世纪评级整理。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	197.04	204.01	225.13	225.92
货币资金 [亿元]	13.68	12.20	14.21	9.49
刚性债务[亿元]	100.40	119.69	137.51	142.38
所有者权益 [亿元]	62.32	53.13	54.68	55.17
营业收入[亿元]	28.62	28.94	31.03	8.09
净利润 [亿元]	4.25	0.06	1.45	0.49
EBITDA[亿元]	14.69	10.69	14.24	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.50	2.87	8.34	-4.35
投资性现金净流入量[亿元]	-20.65	-12.25	-19.14	-4.33
资产负债率[%]	68.37	73.95	75.71	75.58
权益资本与刚性债务比率[%]	62.07	44.39	39.77	38.75
流动比率[%]	107.27	97.60	89.77	82.68
现金比率[%]	24.72	18.04	16.41	9.99
利息保障倍数[倍]	2.37	1.02	1.39	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	355.54	487.15	510.16	—
毛利率[%]	21.45	20.18	12.74	21.42
营业利润率[%]	16.58	-0.32	6.32	6.20
总资产报酬率[%]	4.78	2.00	3.07	—
净资产收益率[%]	7.16	0.11	2.70	—
净资产收益率*[%]	7.60	0.13	2.80	—
营业收入现金率[%]	74.14	76.92	98.42	30.53
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.70	4.63	10.80	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.36	-6.57	-6.72	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.03	2.72	3.00	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.10	0.11	—

注：表中数据依据武汉控股经审计的2021~2023年度及未经审计的2024年第一季度财务数据整理、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

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

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。

发行人历史评级

附录七：

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	2023年5月8日	AA/稳定	林晋婧、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月26日	AA/稳定	林晋婧、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级	历史首次评级	2019年5月30日	AA+	陈蕊文、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	2023年5月8日	AA+	林晋婧、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月26日	AA+	林晋婧、杨晓芬	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。