



上海实业环境控股有限公司

2025 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[2025]跟踪 0292 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

2025 年 5 月 29 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”	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”）水务处理能力处于行业第一梯队，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应收账款持续增长且规模较大，项目子公司众多且区域分散对管控能力要求较高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		
■ 公司为全国性水务行业投资者及运营商，水务处理能力处于行业第一梯队 ■ 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		
■ 跟踪期内污水处理业务回款进一步恶化，应收账款持续增长且规模较大，需关注应收账款规模控制情况 ■ 公司项目子公司众多且区域分散，下属六个区域平台在经营方面独立性较强，对公司管控能力提出较高要求		

项目负责人：柯 维 wke@ccxi.com.cn

项目组成员：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）	2022	2023	2024
资产总计（亿元）	405.45	426.08	449.56
权益总额（亿元）	148.15	152.90	160.83
负债总额（亿元）	257.31	273.17	288.74
总债务（亿元）	192.15	203.01	223.91
资产负债率(%)	63.46	64.11	64.23
总资本化比率(%)	56.47	57.04	58.20
收入（亿元）	83.04	75.73	75.96
年内/期内利润（亿元）	11.22	10.20	9.52
毛利率(%)	31.71	35.71	34.46
总资产收益率(%)	5.64	5.36	4.55
EBITDA（亿元）	25.99	26.77	26.03
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金（亿元）	10.80	21.63	10.37
总债务/EBITDA(X)	7.39	7.58	8.60
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.63	3.21	3.34

注：1、中诚信国际根据上实环境提供的其经德勤•关黄陈方会计师行审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年度审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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，特此说明。

同行业比较（2024 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	2,733	45.46	110.58	1,111.83	200.50	67.89	4.18	3.62	0.09
上实环境	1,343	35.00	49.74	449.56	75.96	58.20	4.55	3.34	0.07

中诚信国际认为，上实环境是全国性水务企业，处理能力处于行业领先水平，业务结构以污水处理为主，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为包含非控股和未投运以及委托运营的签约产能，首创环保水务业务收入包含污水处理业务、供水处理业务和供水服务业务的收入；2、上实环境设计处理能力为包含非控股和未投运的签约产能，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，不包含建造收入。

资料来源：公开资料及公司提供，中诚信国际整理

本次跟踪情况

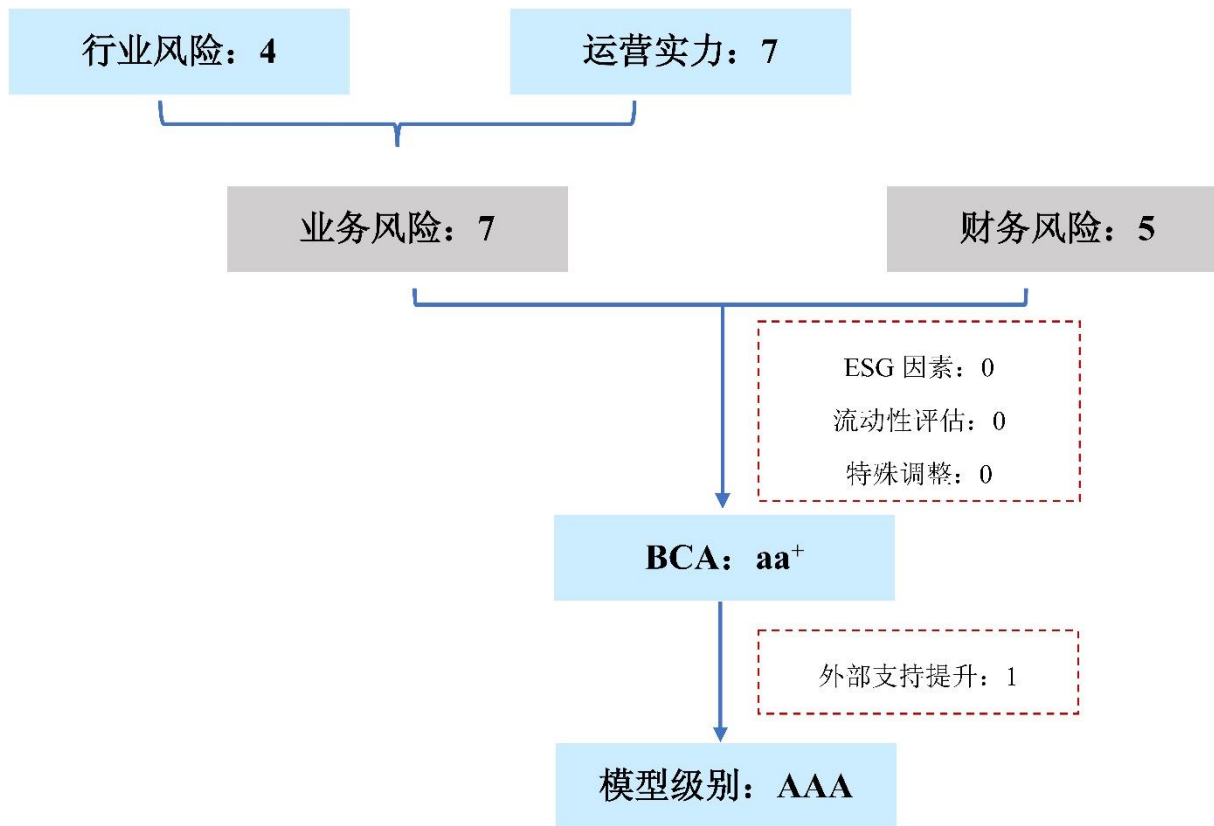
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21SIIC01	AAA	AAA	2024/5/31 至本报告出具日	15/13.585	2021/3/15~2026/3/15 (3+2)	调整票面利率选择权、回售选择权

注：债券余额为截至本报告出具日数据。

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	2024/5/31 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_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对企业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; 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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年，水务行业政策重点向节水、污水处理短板领域、水价调整及水利建设领域倾斜；行业净利润水平略有改善，但回款周期明显拉长，获现能力和偿债指标有所弱化。2025 年，各地水价上调工作有望提速，水务企业盈利能力或将随之提升；行业获现能力仍处于较好水平，且外部融资渠道通畅，行业整体偿债能力维持稳定；仍需关注区域政府支付能力下降、关联方资金往来对企业流动性带来的不利影响。

详见《中国水务行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11672?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，水务处理能力稳居行业第一梯队，项目质量较优，跟踪期内水务处理量稳步增长；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，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。

2024 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；发展战略仍以污水处理、供水为核心业务，保持稳健经营并拓展优质水务项目。

截至 2024 年末，上实环境总股本为 66.05 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 49.25% 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较大变化，董事会成员有所调整¹。跟踪期内公司合并范围无重大变化，业务结构亦无重大变化。

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，在保持稳健经营的基础上，重点拓展粤港澳大湾区以及亚太地区优质水务项目，并以科技创新推动运营实力持续提升，巩固公司在国内水务及环保产业的领先地位。

公司水务处理能力处于行业第一梯队，项目质量较优，跟踪期内水务处理量稳步增长；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，但需关注污水处理费回收情况；此外，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仍处于行业第一梯队，截至 2024 年末拥有近 250 个污水处理及供水项目，覆盖全国 20 个省市，包含非控股及未投运的签约水务

¹ 截至 2024 年末，公司董事会由 4 名执行董事及 3 名独立董事组成，执行董事方面，跟踪期内公司董事会主席仍为周予鼎先生，3 名执行董事因工作调动卸任，公司 2024 年 7 月新委任 2 名执行董事，汲广林先生同时兼任首席执行官。

综合处理能力达 1,343 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。受污水处理行业竞争加剧及供水市场存量项目有限影响，2024 年公司拓展项目节奏进一步放缓，投资项目关注项目质量。

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。2024 年，针对区域运营平台系外部收购并入公司、其在经营方面独立性较强的情况，公司加强国内总部的建设，优化各分部的领导层，以加强对各个分部的管控，但上实环境的项目子公司众多且区域分散，对公司管控能力提出的要求仍较高。

供水方面，跟踪期内公司供水能力保持平稳，供水量与平均水价稳步增长，供水产销差率变化小，供水业务运营类收入²随水量增加保持增长，供水业务毛利率受新投运产能爬坡的影响略有下降。污水处理方面，2024 年平湖市三期项目、平湖市再生水项目、余姚市三期扩建项目及鹤岗市西区扩建项目转商业运营，合计新增投运污水处理能力 19.00 万吨/日，公司污水结算量随项目新增投运保持小幅增长，当期污水平均处理价格略有上升至 1.88 元/吨。受污水处理量增加和调价影响，公司污水业务运营类收入³和毛利率均略有增长。2024 以来，公司污水处理费回款仍然滞后，中诚信国际将持续关注污水处理费回收情况。除投资建设运营模式外，公司依托良好的品牌优势和技术水平积极拓展水务委托运营业务，2024 年实现污水处理及供水委托运营收入合计 2.14 亿元。

表 1：近年来公司水务业务处理量及价格情况

	2022	2023	2024
设计污水处理能力（万吨/日）	1,089.36	1,126.86	1,128.46
污水结算量（亿吨）	29.70	30.26	31.62
污水处理平均价格（元/吨）	1.81	1.87	1.88
设计供水处理能力（万吨/日）	215.00	215.00	214.50 ³
供水售水量（亿吨）	3.17	3.25	3.38
平均水价（元/吨）	2.48	2.57	2.61

注：1、水务处理能力包含在建及非控股项目；2、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；3、设计供水处理能力 2024 年下降 0.50 万吨/日系亚布力滑雪旅游度假区净水厂委托运营项目移交至政府。

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、%）

	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
1、建造收入	29.69	12.06	18.68	11.97	17.96	11.56
其中：污水处理	12.78	12.14	9.61	11.94	12.76	10.10

² 港股会计准则下，即服务特许经营安排运营维护收入—供水部分。

³ 港股会计准则下，即服务特许经营安排运营维护收入—污水处理部分和服务特许经营安排财务收入—污水处理部分。

供水	2.16	12.00	4.04	12.00	2.82	17.77
固废发电	14.75	12.00	5.04	12.00	2.38	12.00
2、服务特许经营安排运营维护收入	34.56	26.24	39.50	27.61	39.38	25.08
其中：污水处理	23.10	30.15	28.60	25.46	29.34	26.59
供水	10.53	18.34	7.43	24.71	7.64	23.54
固废发电	0.94	18.60	3.47	51.52	2.40	11.50
3、服务特许经营安排财务收入	12.48	100.00	12.32	100.00	12.35	100.00
其中：污水处理	10.63	100.00	11.06	100.00	10.62	100.00
固废发电	1.85	100.00	1.25	100.00	1.73	100.00
4、服务收入	1.42	-1.95	3.32	30.85	2.14	16.44
其中：污水处理	0.71	-15.63	1.03	13.99	1.36	23.21
供水	0.71	11.56	2.30	38.40	0.78	4.58
5、其他	4.88	25.12	1.91	49.02	4.13	36.90
营业收入/营业毛利率	83.04	31.71	75.73	36.21	75.96	34.46

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

公司固废业务规模较小，仅布局优质项目，截至 2024 年末公司仅运营 5 个垃圾发电项目，合计垃圾处理能力为 5,200 吨/日，其中核心项目上海宝山项目日处理能力达 3,800 吨，2024 年受部分垃圾发电项目到期和宝山项目摊销影响，固废发电业务运营类收入及毛利率有所下降。

公司在污水处理服务区域内承接了少量污泥项目，截至 2024 年末公司拥有 7 个污泥处理项目，污泥处理能力为 0.24 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。

在建项目以污水处理厂改扩建为主，仍需一定的资金投入。

受行业环境影响，公司投资项目仍较为谨慎，截至 2024 年末，公司在建项目多为污水处理厂的提标改造和扩建项目，2025 年计划投资同比略有增长，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。

财务风险

中诚信国际认为，2024 年，公司收入同比持平，年内利润受摊销增加影响小幅下降，但盈利能力仍处于行业内较好水平；于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金受回款影响有所下降，为满足营运资金和投资支出需求，债务规模继续增长，财务杠杆水平处于行业中高水平，偿债指标有所弱化；应收款项当期增幅较大，需关注应收款项控制情况。

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⁴，2024 年建设收入在宝山项目于上年完工和新增污水项目建设的影响下，同比下降 3.90%至 17.96 亿元，公司运

⁴ 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。

营类收入同比变化较小，但因新投运供水项目和特许经营金融资产摊销增加，毛利率有所下降，综合影响下营业总收入较上年基本持平，毛利率水平小幅下降至 34.46%，盈利结构仍较稳健。受融资结构优化而下降的财务费用和部分应收账款减值损失计入行政开支科目的影响，公司期间费用略有增加，综合影响下 2024 年公司年内利润小幅下降至 9.52 亿元，EBITDA 和总资产收益率略有下降，但盈利能力仍处于行业内较好水平。

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的合计规模随新建和改扩建项目的推进持续提升；受地方财政紧张和营运规模扩大影响，公司污水污泥等处理费回款仍然滞后，且在以污水处理为主的业务结构下，应收款项规模增幅较大，对资金形成较大占用，其中东北和华中区域的应收污水费规模较大。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。随项目完工，应付工程款等形成的贸易及其他应付款项有所下降，总债务规模随营运规模同步增长。权益方面，公司股本数量未发生变化，以人民币计价的股本金额受 2024 年本位币由美元更换为人民币影响有所增加。公司杠杆水平略微升高，处于行业中高水平。2024 年公司优化债务结构使得短期债务占比有所下降，根据公司规划，未来将发行中长期债券进一步优化债务结构，并降低境外非人民币借款⁵，降低融资成本和汇率敞口风险。

现金流及偿债情况

2024 年，公司污水费回款情况进一步恶化，经营获现能力有所下降，当年服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金同比下降；2024 年投资现金支出主要包括宝金刚项目、郴州项目，当期投资活动所用现金仍呈现净流出态势；受应收款项占用资金影响，公司融资活动产生现金有所增加。偿债指标方面，因债务规模增加及经营获现能力下降，公司 2024 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和总债务/EBITDA 有所弱化，但财务费用下降和债务期限结构的优化使得 EBITDA 利息保障倍数和现金及现金等价物对短期债务的覆盖程度略有增强。截至 2024 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 259.77 亿元，其中尚未使用额度为 49.95 亿元，有一定的备用流动性。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）

	2022	2023	2024
收入	83.04	75.73	75.96
期间费用合计	13.14	14.90	15.17
年内利润（净利润）	11.22	10.20	9.52
EBITDA	25.99	26.77	26.03
总资产收益率	5.64	5.36	4.55
贸易及其他应收款项	45.24	49.90	63.94
服务特许经营安排项下应收款项	235.49	232.61	219.42
无形资产	70.70	86.68	113.34
资产总额	405.45	426.08	449.56

⁵ 截至 2024 年末，境外借款为 50.65 亿元人民币。

银行及其他借款	191.48	202.59	223.39
贸易及其他应付款项	39.12	43.06	37.83
负债总额	257.31	273.17	288.74
总债务	192.15	203.01	223.91
短期债务/总债务	19.81	28.46	23.78
权益总额	148.15	152.90	160.83
总资本化比率	56.47	57.04	58.20
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金	10.79	21.63	10.37
服务特许经营安排项下应收款项变动	-23.32	-0.76	-2.44
经营活动产生（所用）现金净额	-13.95	19.01	5.65
投资活动所用现金净额	-6.58	-14.34	-17.07
融资活动产生（所用）现金净额	17.64	-0.89	11.74
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金/总债务	0.06	0.11	0.05
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	1.51	2.59	1.33
现金及现金等价物/短期债务(X)	0.66	0.50	0.55
总债务/EBITDA	7.39	7.58	8.60
EBITDA 利息保障倍数	3.63	3.21	3.34

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 2024 年末，公司受限资产合计 177.52 亿元，约占同期末总资产比重的 39.49%，主要包含已抵押银行存款的受限货币资金 0.67 亿元、用于抵质押的无形资产 35.22 亿元和服务特许经营安排项下应收款项 137.82 亿元等。

截至 2024 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，2021~2025 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

——2025 年公司运营项目总体稳定，水处理能力小幅提升，水务运营类收入随之小幅增长，但新建项目减少将导致建设收入下降，综合影响下预计营业总收入和净利润同比变化不大，回款预计略有好转，经营活动产生的现金流量净额较上年略增。

——2025 年，公司项目投资规模预计同比略有增长。

——2025 年预计发放现金红利 1~2 亿元。

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其他事项和假设因素，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。

预测

表 4：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率(%)	57.04	58.20	56.00~59.00
总债务/EBITDA(X)	7.58	8.60	7.50~9.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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**，2024 年公司经营获现能力有所下降，拥有一定的银行授信备用流动性，同时公司是新加坡、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及债务的还本付息，根据公司项目规划，未来投资规模不会有大幅增长，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，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，截至目前，均已按用途使用。

“21SIIC01”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 1.415 亿元债券注销，剩余未偿还本金 13.585 亿元，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”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，资本支出压力不大，获现能力虽有所下降，但融资渠道通畅，融资成本有所下降，跟踪债券信用风险极低。

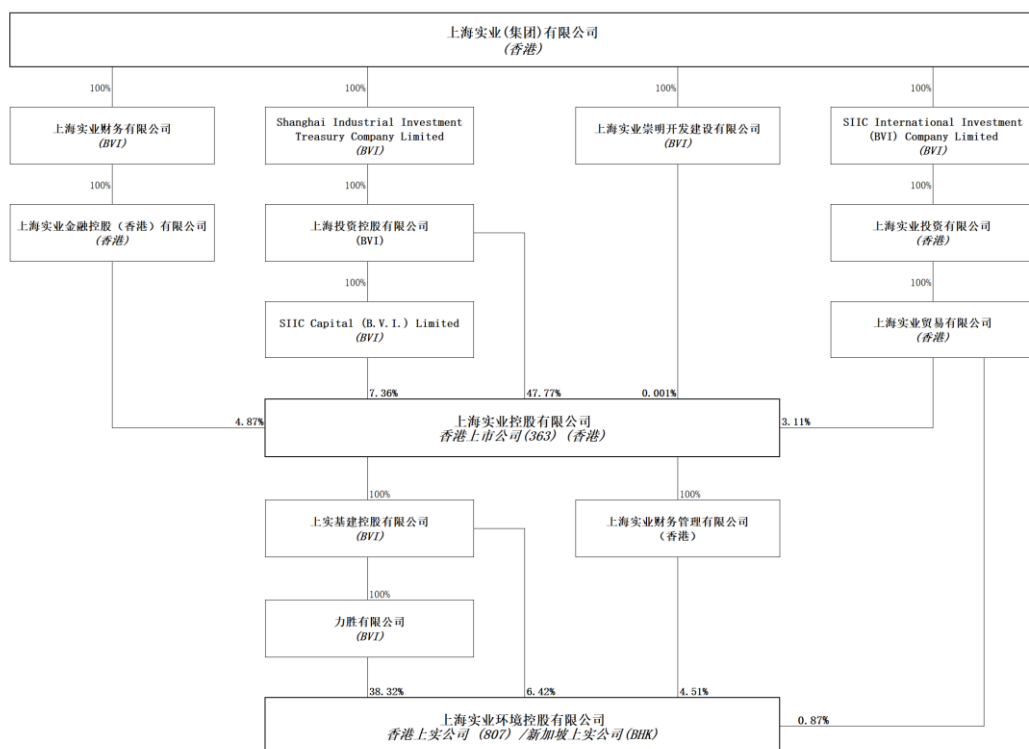
评级结论

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

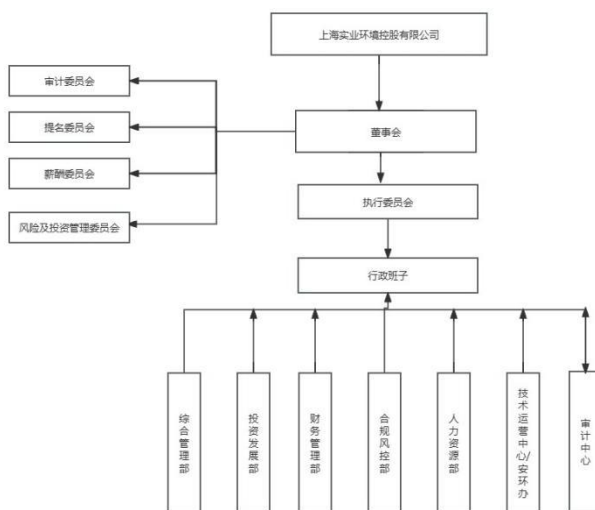
⁷中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

定；维持“21SHIC01”的信用等级为 **AAA**。

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 2024 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	60.00%



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）	2022	2023	2024
现金及现金等价物	2,512,625	2,885,781	2,918,241
贸易及其他应收款项	4,523,881	4,990,374	6,394,057
流动资产总额	8,325,150	9,270,986	10,778,160
服务特许经营安排项下应收款项-非流动部分	22,816,306	22,374,059	21,041,568
无形资产	7,070,383	8,667,682	11,334,107
非流动资产总额	32,220,065	33,336,954	34,178,338
资产总额	40,545,215	42,607,940	44,956,498
贸易及其他应付款项	3,912,018	4,306,433	3,782,599
银行及其他借款（流动负债）	3,772,704	5,767,008	5,315,861
流动负债合计	7,887,162	10,258,345	9,264,203
银行及其他借款（非流动负债）	15,374,835	14,491,791	17,023,019
非流动负债合计	17,843,481	17,059,139	19,609,785
负债总额	25,730,643	27,317,484	28,873,988
短期债务	3,806,754	5,777,502	5,324,052
长期债务	15,408,214	14,523,911	17,066,829
总债务	19,214,968	20,301,413	22,390,881
股本	5,920,175	5,920,175	6,604,723
非控股权益	4,999,012	5,158,949	5,447,441
权益总额	14,814,572	15,290,456	16,082,510
收入	8,303,884	7,572,892	7,595,654
税前利润	1,485,950	1,393,520	1,213,543
年内/期内利润	1,121,781	1,019,656	951,642
EBIT	2,201,157	2,227,774	1,993,004
EBITDA	2,599,064	2,677,154	2,602,649
利息支出	715,207	834,254	779,461
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金	1,079,953	2,162,570	1,037,243
经营活动产生（所用）现金净额	-1,394,655	1,901,197	565,089
投资活动所用现金净额	-658,122	-1,433,995	-1,707,236
融资活动产生（所用）现金净额	1,764,300	-89,458	1,174,476
财务指标	2022	2023	2024
毛利率(%)	31.71	35.71	34.46
短期债务/总债务(X)	19.81	28.46	23.78
总资产收益率(%)	5.64	5.36	4.55
资产负债率(%)	63.46	64.11	64.23
总资本化比率(%)	56.47	57.04	58.20
总债务/EBITDA(X)	7.39	7.58	8.60
EBITDA 利息倍数(X)	3.63	3.21	3.34
经营活动产生（所用）现金净额利息保障倍数(X)	-1.95	2.28	0.72
经营活动产生（所用）现金净额/总债务(X)	-0.07	0.09	0.03
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金/总债务	0.06	0.11	0.05
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	1.51	2.59	1.33
现金及现金等价物/短期债务(X)	0.66	0.50	0.55

注：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
盈利能力	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
	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
偿债能力	EBIT 利润率	=EBIT/当年收入
	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