



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪110号

成都市兴蓉环境股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“成都市兴蓉环境股份有限公司2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年四月三十日

成都市兴蓉环境股份有限公司 2016年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	成都市兴蓉环境股份有限公司		
债券名称	成都市兴蓉环境股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）		
债券简称	16 兴蓉 01		
债券代码	112413.SZ		
发行规模	人民币 22 亿元，分两期发行，其中本期发行规模为 11 亿元		
存续期限	5 年（2016.07.28~2021.07.27），附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权		
上次评级时间	2018/06/07		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

兴蓉环境	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	91.53	101.84	111.53
总资产（亿元）	169.19	187.55	209.22
总债务（亿元）	42.68	48.97	53.58
营业总收入（亿元）	30.58	37.31	41.60
营业毛利率（%）	41.95	41.19	40.79
EBITDA（亿元）	15.88	18.42	20.64
所有者权益收益率（%）	9.52	9.00	9.04
资产负债率（%）	45.90	45.70	46.69
总债务/EBITDA（X）	2.69	2.66	2.60
EBITDA 利息倍数（X）	9.74	9.25	9.75

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；其他流动负债中的有息债务调入短期债务，长期应付款中的有息债务调入长期债务；公司应付票据为无息应付票据，不纳入短期债务核算。

分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

刘凯 kliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月30日

基本观点

2018年成都市兴蓉环境股份有限公司（以下简称“兴蓉环境”或“公司”）区域内竞争优势明显，业务收入规模逐年增长，盈利能力稳定且经营活动净现金流状况良好。同时，公司所处行业前景较好且在该行业具有丰富的经验，公司未来发展前景良好。但是，中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司盈利空间对区域价格政策的依赖、面临竞争加剧及未来资本支出压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持成都市兴蓉环境股份有限公司主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“成都市兴蓉环境股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用等级 AAA。

正面

- 行业发展前景良好。“水十条”政策的出台和实施，水务市场将迎来新的发展机遇；“十三五”污水规划以及污水处理价格机制改革的落地落实，将助力污水处理行业的可持续发展，提升污水处理企业的盈利能力；“十三五”垃圾无害化处理的建设规划出台，垃圾处理行业将迎来新的发展契机，相关具有先发优势的企业会迎来新的利润增长点。
- 收入规模逐年增长。公司是成都市最大的自来水供应和污水处理服务企业，区域内竞争优势明显，加之不断扩展外部市场，随着业务量的增加，2018年公司实现营业收入 41.60 亿元，较上年增长 11.48%。
- 盈利能力和现金流状况良好。特许经营的政策优势及政府采购的盈利模式保证了公司良好的盈利能力，2018年公司实现净利润 10.09 亿元，较上年增长 10.11%；2018年，公司经营活动净现金流 19.11 亿元，较上年增长 15.31%。

关 注

- 盈利空间对区域价格政策的依赖。公司属公用事业行业，水价、污水处理服务、垃圾渗滤液、中水处理服务等价格均由相关政策确定，区域价格政策的变动将对公司盈利产生较大影响。
- 竞争加剧。在“供给侧改革”的推进下，更多的民间资本和其他行业资本战略调整进入水务环保领域，行业内竞争加剧。
- 资本支出压力较大。目前公司在建的绕城高速给水输水管线工程、巴中市第二污水处理厂工程项目、成都合作污水处理厂三期项目和其他污水处理厂、输水管道工程、垃圾焚烧发电厂项目等，需要投资金额较大，未来公司存在一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

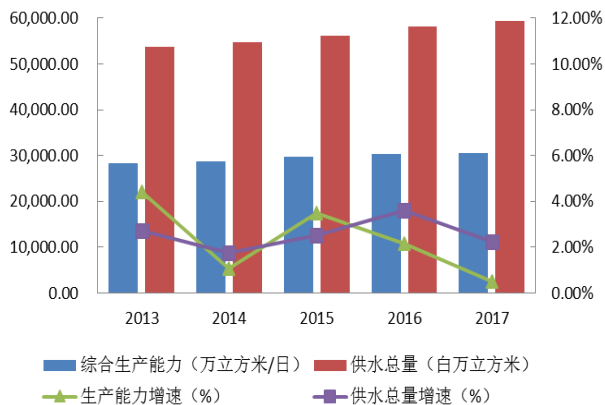
行业分析

2018年我国城市供水市场稳健增长,随着“水十条”等政策的陆续出台和实施,供水行业或将迎来新的发展机遇;污水处理行业亦稳步发展,且随着价格机制改革等政策的落实,将进一步助力污水处理行业的可持续发展

2018年,我国供水行业发展较为稳定。根据国家统计局数据,2018年末我国城镇化率为59.58%,较上年末提高1.06个百分点,随着城镇化率的提高,用水量亦有一定程度的增长,2018年总用水量6,110亿立方米,比上年增长1.1%。其中,生活用水增长1.4%,公业用水增长0.6%,农业用水增长1.1%,生态补水增长3.8%。人均用水量439立方米,比上年增长0.6%。

城市供水总量呈现增长态势,由2013年的537.30亿立方米增长至2017年的593.76亿立方米。综合生产能力由2013年的28,373.40万立方米/日增长至2017年的30,475.00万立方米/日。城市用水普及率也随着城市化进程的推进持续增长,由2013年的97.56%增长至2017年的98.30%。

图1: 2013~2017年城市供水总量与综合生产能力及其增速

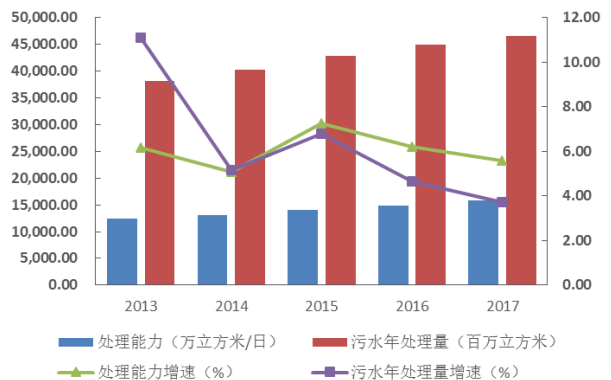


资料来源: 2017年城乡建设统计年鉴, 中诚信证评整理

近年来,我国污水处理市场发展迅速,随着政府加大基础设施建设和环保投资力度,污水处理行业稳步发展,城市污水处理能力显著增长,城市污水处理能力由2013年的12,454.00万立方米/日增长至2017年的15,743.00万立方米/日,年均复合增长率为6.03%;城市污水处理量由2013年的381.89亿立方米增长至2017年的465.49亿立方米;城市污水排水管道由2013年的464,878公里增长至2017

年的630,304公里,年均复合增长率为7.91%。城市污水处理厂由2013年的1,736座增长至2017年的2,209座;城市污水处理率由2013年的89.34%增长至2017年的94.54%。

图2: 2013~2017年城市污水处理量和处理能力及其增速



资料来源: 2017年城乡建设统计年鉴, 中诚信证评整理

经过多年的发展,传统污水处理行业已经基本完成了最初的圈地布局,发展到了成熟阶段。根据国家发改委、住建部2016年底印发的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用建设规划》(以下简称“《规划》”),“十三五”目标,到2020年底实现城镇污水处理设施全覆盖,城市污水处理率达到95%,其中地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理;县城不低于85%,其中东部地区力争达到90%;建制镇达到70%,其中中西部地区力争达到50%;京津冀、长三角、珠三角等地区提前一年完成。“十三五”期间,政府将加大投入,实现城镇污水处理设施建设由“规模增长”向“提质增效”转变,由“重水轻泥”向“泥水并重”转变,由“污水处理”向“再生利用”转变。同时,为解决水资源短缺及内涝灾害频发等影响人民生活和城市有序运行的问题,政府推出海绵城市的理念,财政部、住房城乡建设部、水利部组织开展了海绵城市建设试点工作。在上述产业政策的引导下,单环节的污水处理,将向水环境综合治理、提高水的综合利用转变。

政策方面,2015年4月16日,国务院正式发布《水污染防治行动计划》(以下简称“水十条”),明确了今后国内水污染防治新方向和奋斗目标,提出将在污水处理、工业废水、全面控制污染物排放等多方面实行最严格环保制度,并落实严格考核问责,形成“政府统领、企业施治、市场驱动、公众

参与”的水污染防治新机制。“水十条”通过加大治污投资力度，大幅提升污染治理科技、环保装备研制和产业化水平等措施，可直接带动环保产业的提升发展，增加非农就业人口。

此外，为规范和加强水污染防治专项资金管理，提高财政资金使用效益，财政部、环境保护部依据“水十条”于2015年7月9日制定并印发了《水污染防治专项资金管理办法》，其中明确规定了用于支持水污染防治和水生态环境保护方面的专项资金实行专款专用。2015年10月12日，《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》（以下简称“《意见》”）出台，旨在深化重点领域价格改革，充分发挥市场决定价格作用。按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”原则，合理提高污水处理收费标准，城镇污水处理收费标准不应低于污水处理和污泥处理处置成本，探索建立政府向污水处理企业拨付的处理服务费用与污水处理效果挂钩调整机制，对污水处理资源化利用实行鼓励性价格政策。同时，积极推进排污权有偿使用和交易试点工作，完善排污权交易价格体系，运用市场手段引导企业主动治污减排。

2016年6月12日，环保部发布《水污染防治法（修订草案）》（征求意见稿）及其编制说明。这是《水污染防治法》施行8年以来的首次大规模修订，修订工作以改善水环境质量为核心，重点针对当前法律实施中存在的主要问题开展修订。2018年6月，国家发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，要求建立有利于节约用水的价格机制，深入推进农业水价综合改革、深入推进农业水价综合改革、全面推行城镇非居民用水超定额累进加价制度、建立有利于再生水利用的价格政策；完善污水处理收费政策，建立城镇污水处理费动态调整机制、建立企业污水排放差别化收费机制、建立与污水处理标准相协调的收费机制、探索建立污水处理农户付费制度、健全城镇污水处理服务费市场化形成机制。

随着“水十条”等相关政策的出台实施及落地，水务行业有望迎来新的发展机遇。水务公司将通过加速外延扩张、提升管理水平增厚利润、选择股东

优质资产注入等手段，来进一步提升其盈利能力。而面对高标准、严监管、市场导向和资本导向的发展趋势，水务企业也将面临诸多挑战，预计未来业内产业并购、整合现象将进一步加剧。同时，随着污水处理费提升等政策的落实，污水处理行业整体运营环境不断改善，污水处理企业收入规模有望得到提升，盈利能力有望进一步增强。

业务运营

公司是我国大型的水务环保综合服务商，目前主要从事自来水生产与供应、污水处理服务及管网工程和环保业务三大类，环保业务包括垃圾渗滤液处理、污泥处置、中水利用和垃圾焚烧发电等。2018年公司实现营业收入41.60亿元，同比增长11.48%，其中自来水供应收入24.21亿元，同比增长10.65%；污水处理服务及管网工程收入11.82亿元，同比增长8.29%；环保业务收入4.35亿元，同比增长11.63%。2018年三大业务收入占营业总收入的比重分别为58.20%、28.43%和10.45%。

表 1：2017~2018 年公司营业收入构成

分行业	2017		2018		收入同比增减
	收入	占比	收入	占比	
自来水供应	21.88	58.63	24.21	58.20	10.65
污水处理服务及管网工程	10.92	29.26	11.82	28.43	8.29
环保行业	3.90	10.44	4.35	10.45	11.63
其他	0.62	1.66	1.22	2.92	96.77
合计	37.31	100.00	41.60	100.00	11.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

借助于区域垄断优势和丰富的供水经验，积极布局管网工程建设和成都市自来水七厂（二期）的落地投产，公司供水量和售水量稳步增长

目前，公司供水范围涵盖成都市中心城区、郫县、天府新区直管区和金堂县，并已拓展至海南、江苏等地，供水能力位居西部首位，属区域性水务龙头企业，市场占有率很高。2018年公司实现自来水供应业务收入24.21亿元，较上年增长10.65%。

公司自来水供应业务运营主体主要为成都市自来水有限责任公司，目前主要拥有成都市自来水

二厂、成都市自来水五厂、成都市自来水六厂、成都市自来水 BOT 厂、成都市自来水七厂（一期）、成都自来水七厂（二期）、成都金堂自来水一厂和二厂、江苏沛县自来水厂和天府国际机场临时供水站等。随着公司水厂的持续落地，公司供水能力不断提升，截至 2018 年末，公司日供水能力为 302.30 万吨/日，较上年末增加了 50.50 吨/日，系成都市自来水七厂（二期）和天府国际机场临时供水站的投产使用。

随着中心城区输配水管网建设工程等的相继完成，公司的供水管网长度进一步增长，由 2017 年的 6,535.78 千米增长至 2018 年的 6,973.11 千米。目前，公司在建的主要给水输水管线项目为绕城高速给水输水管线工程和天府新区农村饮用水给水工程，其中，绕城高速给水输水管线工程预计投资 21.86 亿元，截至 2018 年末已投资 5.85 亿元；天府新区农村饮用水给水工程预计投资 1.50 亿元，截至 2018 年末已投资 1.16 亿元，随着管网工程的进一步建设完工，公司布局成都市的管网得到进一步优化，为公司的供水服务提供了有力的保障。

随着公司不断拓展新的业务区域范围及相应项目的落地，公司的供水量和售水量不断增长，截至 2018 年末，公司供水量和售水量分别为 9.82 亿吨和 8.19 亿吨，同比增长分别为 7.09% 和 6.42%。

表 2：2016~2018 年公司自来水板块业务指标

指标	2016	2017	2018
公司供水管网长度（千米）	5,383.72	6,535.78	6,973.11
日供水能力（万吨/日）	240.30	251.80	302.30
供水量（亿吨）	8.49	9.17	9.82
售水量（亿吨）	7.07	7.70	8.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水价方面，公司向终端客户征收的自来水终端水价包括自来水价格和代收污水处理费。其中，污水处理费属于行政事业性收费，由公司向用户代收后上缴财政。根据成都市发展和改革委员会《关于建立并实施中心城区城市供水价格联动调整机制的通知》（成发改价格【2013】1071 号）和《关于中心城区城市供水价格联动调整的通知》（成发改价格【2013】1183 号）规定，公司供水范围内的自来水终端价格按规定实施同步同幅联动调整，水费和水资源税联动调整。

表 3：2018 年公司水价构成情况

单位：元/吨

用水类型	包含类型	城市供水运营水费	水利工程水费	水资源税	污水处理费	终端价格
居民生活用水	一户一表执行第一阶梯：0-216 吨	1.74	0.24	0.10	0.95	3.03
	阶梯水价（吨/户表年）第二阶梯：217-300 吨	2.61	0.24	0.10	0.95	3.90
	第三阶梯：301 吨以上	5.22	0.24	0.10	0.95	6.51
非居民生活用水	合表（含居民住宅用水；学校教学、学生生活用水；部队、武警的干部家属生活用水）	1.74	0.24	0.10	0.95	3.03
	除居民生活用水、特种行业用水外的其他	2.69	0.24	0.10	1.40	4.43
特种行业用水	含桑拿、洗浴、浴足等洗浴行业用水	10.29	0.24	0.10	4.50	15.13
	洗车用水	6.39	0.24	0.10	3.40	10.13
	其他	5.39	0.24	0.10	1.80	7.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年居民生活用水终端水价与自来水供应价格同上年保持一致。

表 4：2016~2018 年公司终端水价变动情况

单位：元/立方米

指标	2016	2017	2018
居民生活用水	2.98	3.03	3.03
非居民用水	4.43	4.43	4.43
特种洗浴	15.13	15.13	15.13
特种洗车	10.13	10.13	10.13
特种其他	7.53	7.53	7.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

水费收缴方面，公司主要通过自建收费点或依托银行及超市等网点进行水费的收缴或代扣。目前公司拥有 11 家自建收费点；与公司合作的代收银行、代收机构已达 11 家，如中国建设银行股份有限公司四川省分行、中国农业银行股份有限公司四川省分行、光大银行股份有限公司成都分行、成都红旗连锁股份有限公司等，代收网点已超过三千个，同时开通了支付宝、微信、天府市民云、财付通等网上缴费方式，方便客户缴纳水费，众多收费网点的设置，保证了公司水费的及时收缴。

总体来看，公司凭借丰富的自来水供应经验，通过积极布局管网建设，落地自来水厂等措施，自来水供应业务呈现良好增长态势。

受益于污水处理厂的投产，2018 年公司污水处理服务业务收入平稳增长

目前公司主要负责成都市中心城区的污水处理业务，近年来还进行了异地拓展，在兰州、银川、西安、巴中、深圳、宁东等地拥有一定的污水处理业务。2018 年受益于污水处理量的增长，公司污水处理服务业务收入为 11.82 亿元，较上年增长 8.29%。

截至 2018 年末，公司总计污水处理能力为 289.75 万吨/日，较上年增加 9.76 万吨/日，主要系成都市第十净水厂、安德园区工业污水处理厂和团结镇第二污水处理厂投产。其中，公司在成都市拥有 11 座污水处理厂，污水处理能力 203.75 万吨/日，较上年增加了 8.75 万吨/日，基本实现了对成都市中心城区污水处理的全覆盖；此外，公司在兰州、银川、西安、巴中、深圳和宁东等地合计具备 86.00 万吨/日的污水处理能力，较上年增加 1.01 万吨/日的污水处理能力。

截至 2018 年末，公司在建的污水处理厂项目主要有巴中市第二污水处理厂工程项目和成都合作污水处理厂三期工程，上述项目预计投资分别为 3.01 亿元和 5.97 亿元，已投资分别为 2.39 亿元和 3.34 亿元，预计随着污水处理厂的建设完工，公司的污水处理能力将会有一定程度的增加。

随着污水处理行业的持续发展以及公司新增污水处理厂等，公司污水处理量得到进一步的释

放，2018 年公司污水处理量为 9.54 亿吨，较上年增长 5.18%，其中当年成都市污水处理量为 6.65 亿吨，占当期污水处理量的 69.71%。

表 5：2016~2018 年公司污水处理业务运营情况

指标	2016	2017	2018
污水处理能力（万吨/日）	276.99	279.99	289.75
其中：成都（万吨/日）	195.00	195.00	203.75
污水处理量（亿吨）	8.20	9.08	9.54
其中：成都（亿吨）	5.49	6.32	6.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司从事的污水处理业务采用“政府特许、政府采购、企业经营”的商业经营模式，即公司的污水处理服务采取政府采购的形式。污水处理服务结算价格每 3 年核定一次，2017 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，成都市区污水处理服务结算价格为 1.63 元/吨。

总体来看，得益于公司丰富的污水处理经验和污水处理厂的投产，公司的污水处理规模稳步提升。

公司环保板块收入平稳增长，其中受垃圾渗滤液处理量下降影响，公司垃圾渗滤液处理收入有一定程度下滑；得益于成都市万兴环保发电厂稳步经营，公司上网电量大幅增加，垃圾焚烧发电收入增长明显

公司的环保业务主要包括垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电、污泥处置和中水服务等。2018 年公司环保业务收入为 4.35 亿元，较上年增长 11.63%。

垃圾渗滤液处理业务方面，公司目前拥有 2 座垃圾渗滤液处理厂，垃圾处理能力为 2,300 吨/日，公司拥有该项目 20 年特许经营权。2018 年公司垃圾渗滤液处理量（主要为日常的垃圾渗滤液量，未包含应急处置渗滤液量）68 万吨，较上年的 84 万吨，同比较少 19.05%。垃圾渗滤液处理由政府购买服务，定价每三年核定一次，2017 年 1 月 1 日起，执行政府采购价 163.50 元/吨。2018 年，公司垃圾渗滤液处理收入为 1.16 亿元，较上年减少 18.33%。

垃圾焚烧发电业务方面，截至 2018 年末，公司有两座发电厂，分别为成都市万兴环保发电厂和彭州市隆丰环保发电厂，其中成都市万兴发电厂于 2017 年 3 月开始投入运营，主要负责成华区、锦江

区等区域的垃圾焚烧，设计日处理生活垃圾 2,400 吨/日；彭州市隆丰环保发电厂于 2018 年底点火试运行，主要负责彭州市和都江堰市等区域的垃圾焚烧，设计日处理生活垃圾 1,500 吨/日。2018 年公司上网电量为 31,474.87 万度，较上年增长 66.75%；当期实现垃圾焚烧发电收入 2.14 亿元，较上年增长 53.59%。目前公司有两座在建的发电厂，分别为成都市万兴环保发电厂项目二期工程和成都天府新区直管区大林环保发电厂，上述在建项目预计分别投资 20.93 亿元和 24.74 亿元，截至 2018 年末，分别已投资 1.30 亿元和 1.64 亿元，未来存在一定的资本支出压力。

污泥处理方面，公司旗下成都市第一城市污水污泥处理厂拥有成都市中心城区污水污泥 400 吨/日的处理服务特许经营权，经营期 30 年，采用“半干化+焚烧”和“干法+湿法”烟气处理工艺对污水污泥进行处理。2018 年，公司处理污泥 14.88 万吨，较上年增长 2.01%；实现污泥处置收入 0.93 亿元，较上年小幅减少 3.29%。目前在建的二期工程，设计日处理能力为 200 吨/日，建设期为 2017 年 11 月至 2019 年 12 月，项目预计投资 2.96 亿元，截至 2018 年末，已投资 0.57 亿元。

中水服务方面，2014 年 10 月 31 日，公司与成都市水务局签订了《成都市中心城区中水服务特许经营权协议》，期限为 2014 年至 2038 年。截至 2018 年末，公司中水服务规模为 30 万吨/天，2018 年中水实际销售量为 4,884 万吨，较上年度减少 0.60%。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年合并财务报告，2016 年和 2017 年数据分别为 2017 年审计报告和 2018 年审计报告期初数。

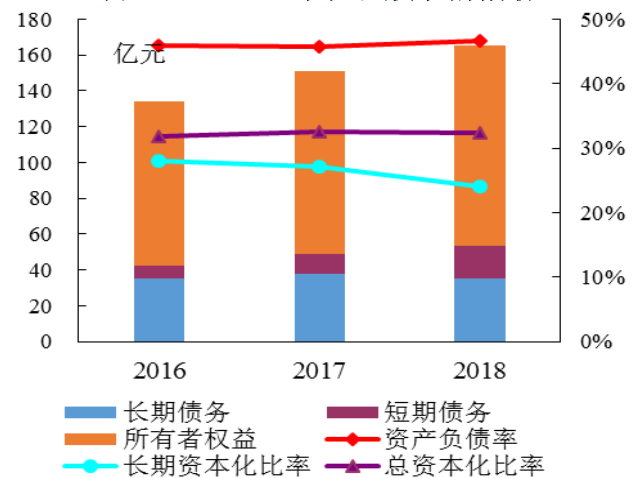
资本结构

2018 年，公司各板块业务继续稳步推进，同时，公司对自来水供应、管网和污水处理服务等继续投资，2018 年公司资产和负债规模均保持稳步增长。截至 2018 年末，公司资产总额为 209.22 亿元，同

比增长 11.55%；同期，负债总额为 97.69 亿元，同比增长 13.98%；受益于经营积累和少数股东权益的增加，公司所有者权益保持稳健增长，截至 2018 年末，公司所有者权益为 111.53 亿元，同比增长 9.51%。

财务杠杆方面，2018 年公司财务杠杆比率相对稳定，仍保持在合理水平，当年资产负债率为 46.69%，较上年上升 0.99 个百分点；总资本化比率为 32.47%，与上年基本持平。

图 3：2016~2018 年末公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成看，公司资产以非流动资产为主，截至 2018 年，公司流动资产占总资产的比重为 18.58%，非流动资产占总资产的比重为 81.42%。流动资产方面，截至 2018 年末，公司流动资产为 38.87 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成，上述科目占当期流动资产的比重分别为 58.89%、20.94%和 13.06%。货币资金为 22.89 亿元，主要系银行存款 22.56 亿元和其他货币资金 0.33 亿元，其中 0.47 亿元的资金使用权受到限制；应收账款为 8.14 亿元，账龄主要在一年以内，前五名应收账款合计占总应收账款的比重为 38.17%，欠款单位较为分散且应收账款单位主要以成都市财政局和巴中市水务局等政府单位和国有企业为主，应收账款回收风险相对较小；存货为 5.08 亿元，主要系建造合同形成的已完工未结算资产 3.05 亿元和工程施工 1.16 亿元。

非流动资产方面，截至 2018 年末，公司非流动资产为 170.34 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，上述科目占当期非流动资产的比

重分别为 47.06%、20.01%和 24.40%。固定资产为 80.16 亿元，主要系供水和污水处理等管网资产 46.42 亿元、房屋建筑物资产 19.98 亿元和机器设备资产 13.24 亿元，固定资产较上年增加 6.76 亿元，主要系当年将完工的自来水厂和污水处理厂项目转入固定资产；在建工程为 34.08 亿元，主要系在建的彭州市隆丰环保发电厂项目、绕城高速给水输水管线工程、巴中兴蓉第二污水处理厂和成都合作污水处理厂三期工程等；无形资产为 41.56 亿元，主要为特许经营权 29.35 亿元和土地使用权 12.14 亿元。

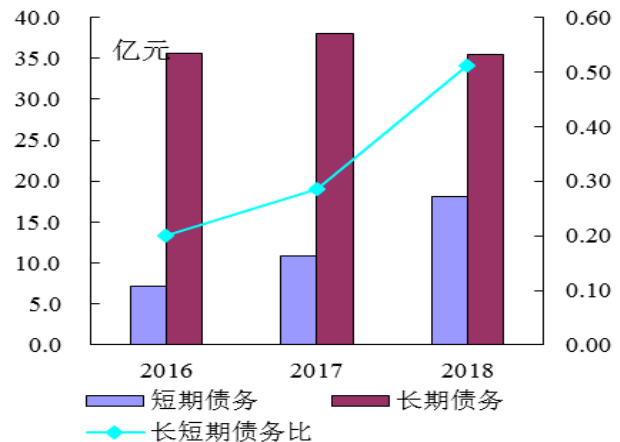
从负债结构来看，截至 2018 年末，公司的流动负债占负债总额的比重为 59.88%，非流动负债占负债总额的比重为 40.12%。流动负债方面，截至 2018 年末，公司的流动负债为 58.50 亿元，主要由短期借款、应付账款、预收账款和一年内到期的非流动负债构成，上述科目占当期流动负债的比重分别为 10.26%、43.43%、10.69%和 20.16%。短期借款为 6.00 亿元，全部为信用借款，其中对中国建设银行成都第八支行 4 亿元的借款年利率为 4.1325%，对中国银行成都金牛支行 1 亿元的借款年利率为 4.04%；应付账款为 25.41 亿元，账龄在 1 年以内的金额为 13.21 亿元；预收账款为 6.25 亿元，账龄在 1 年以内的金额为 4.73 亿元；一年内到期的非流动负债为 11.79 亿元，主要系一年内到期的“14 兴蓉 01”债券。

非流动负债方面，截至 2018 年末，公司非流动负债为 39.19 亿元，主要系长期借款和应付债券，上述科目占当期非流动负债的比重分别为 29.93%和 48.32%。长期借款为 11.73 亿元，主要系保证借款和信用借款；应付债券为 18.94 亿元，主要系 2016 年发行的 11.00 亿元公司债、2017 年发行的 3.00 亿元中期票据和 2018 年发行的 5.00 亿元中票。

债务结构方面，随着公司业务的发展，公司的债务规模亦有一定程度的增长，截至 2018 年末，公司总债务规模为 53.58 亿元，较上年度增长 9.42%；2018 年长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.51 倍，较上年增加了 0.22 倍，公司债务以长期债务为主，债务结构相对合理，但短期偿债压力

有所增加。

图 4：2016~2018 年末公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务到期期限来看，截至 2018 年末，公司有息债务规模为 53.58 亿元，其中 2019~2021 年公司分别需要偿还有息债务为 20.28 亿元、2.64 亿元和 13.82 亿元。

表 6：截至 2018 年末，公司债务到期分布情况

单位：亿元			
分布期限	2019	2020	2021
金额	20.28	2.64	13.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着公司自来水供应、污水处理和环保业务等业务的发展，2018 年公司总资产和所有者权益均有增长，财务杠杆水平保持相对稳定且较为适中。公司债务以长期债务为主，债务结构相对合理，但短期偿债压力有所增加。

盈利能力

跟踪期内，公司各板块业务经营正常，公司各业务规模均有所增长，2018 年公司实现营业收入 41.60 亿元，较上年增长 11.48%。分板块来看，得益于售水量的进一步增加，2018 年自来水供应业务收入 24.21 亿元，较上年增长 10.65%；得益于污水处理量的提高，2018 年污水处理服务及管网工程收入 11.82 亿元，较上年增长 8.29%；得益于垃圾焚烧发电的稳定经营，2018 年环保业务收入 4.35 亿元，较上年增长 11.63%。

毛利率方面，2018 年自来水供应业务毛利率为 43.89%，较上年增长 0.11 个百分点，公司自来水供应业务毛利率较高主要系成都区域内水质优良，且主要为地表水，制水净化成本较低；成都市地形西

高东低，有利于水的运输和降低管网维护成本。污水处理服务及管网工程业务的毛利率由 2017 年的 39.41% 下降 1.31 个百分点至 2018 年的 38.10%。2018 年环保行业的毛利率为 32.27%，较上年增加 2.71 个百分点。2018 年公司营业毛利率较上年下降 0.40 个百分点至 40.79%，虽然公司毛利率略有下滑，但是整体毛利率水平仍较高。

表 7：2017~2018 年公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%

分行业	2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率
自来水供应	21.88	43.78	24.21	43.89
污水处理服务及管网工程	10.92	39.41	11.82	38.10
环保行业	3.90	29.56	4.35	32.27
其他	0.62	54.01	1.22	35.78
合计	37.31	41.19	41.60	40.79

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 4.88 亿元，较上年增长 11.71%。其中，销售费用为 1.10 亿元，较上年增长 4.56%，主要系职工薪酬的增加；管理费用为 2.85 亿元，较上年增加 13.05%，主要系人工成本增加；财务费用为 0.86 亿元，较上年增长 21.89%，主要系利息费用的支出的增加。2018 年，费用收入占比为 11.74%，较上年增加 0.02 个百分点。

表 8：2016~2018 年末公司期间费用分析

单位：亿元、%

	2016	2017	2018
销售费用	0.90	1.05	1.10
管理费用	2.19	2.22	2.85
财务费用	0.70	0.70	0.86
研发费用	-	0.10	0.08
费用合计	3.79	4.37	4.88
营业总收入	30.58	37.31	41.60
费用收入占比	12.38	11.72	11.74

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：费用收入占比=费用合计/营业总收入

从利润总额构成情况来看，公司的利润总额主要由经营性业务利润和其他收益构成，2018 年公司利润总额为 12.02 亿元，较上年增加 1.13 亿元。其中经营性业务利润为 11.41 亿元，较上年增加 1.00

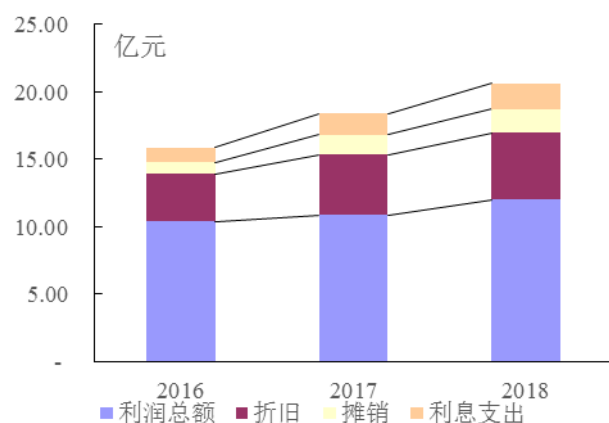
亿元；其他收益主要系增值税即征即退款，2018 年增值税即征即退款为 0.92 亿元，较上年增加 0.12 亿元。

总体来看，跟踪期内公司各业务板块发展情况良好，各业务收入出现不同程度的上涨，整体的毛利率保持相对稳定，且仍处于较高水平，公司整体盈利能力较强。

偿债能力

从债务规模来看，随着公司自来水供应、污水处理服务以及垃圾焚烧发电项目的投资，债务规模有所增长。截至 2018 年末，公司总债务为 53.58 亿元，其中短期债务为 18.13 亿元，较上年增加 7.22 亿元；长期债务为 35.45 亿元，较上年减少 2.61 亿元。获现能力方面，公司的 EBITDA 主要由利润总额、计入财务费用的利息支出和折旧构成，截至 2018 年末，公司 EBITDA 为 20.64 亿元，较上年增加 2.22 亿元，其中折旧较上年增加 0.50 亿元至 2018 年的 4.96 亿元，利润总额较上年增加 1.13 亿元至 2018 年的 12.02 亿元，计入财务费用的利息支出增加 0.29 亿元至 2018 年的 1.90 亿元。偿债指标方面，2018 年公司总债务/EBITDA 为 2.60 倍，较上年下降 0.06 倍；EBITDA 利息保障倍数为 9.75 倍，较上年增加 0.50 倍，总体来看公司 EBITDA 对债务利息的保障能力有所增强。

图 5：2016~2018 年末公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从经营活动现金流方面来看，水务行业的特性决定了公司具有稳定的获现能力。2018 年公司经营性活动产生净现金流量为 19.11 亿元，较上年增长 15.31%。2018 年公司经营活动净现金流/总债务为

0.36 倍，较上年增加了 0.02 倍；经营活动净现金流/利息支出为 9.02 倍，较上年增加了 0.70 倍。整体来看，公司经营活动净现金流大幅度增加，经营活动净现金流对债务本息的保障能力很强。

表 9：2016~2018 年公司偿债能力分析

财务指标	2016	2017	2018
总债务（亿元）	42.68	48.97	53.58
EBITDA（亿元）	15.88	18.42	20.64
资产负债率（%）	45.90	45.70	46.69
长期资本化比率（%）	27.97	27.20	24.12
总资本化比率（%）	31.80	32.47	32.45
EBITDA 利息倍数（X）	9.74	9.25	9.75
总债务/EBITDA（X）	2.69	2.66	2.60
经营净现金流/总债务（X）	0.33	0.34	0.36
经营活动净现金/利息支出（X）	8.71	8.32	9.02

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司共有银行授信额度 136.86 亿元，已使用银行授信 17.77 亿元，尚未使用银行授信为 119.09 亿元，备用流动性充足；同时，公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道顺畅。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额为 207.85 万欧元（折合人民币 1,631.05 万元）。

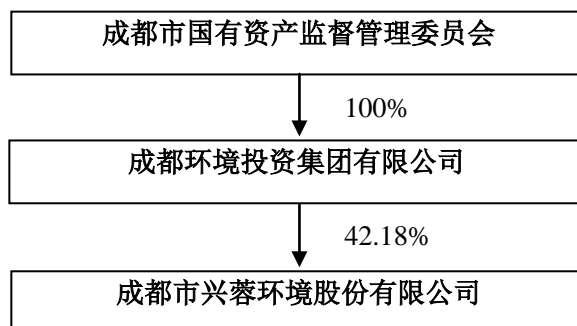
受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产总计 4,719.60 万元，均由受限货币资金构成。

总体来看，跟踪期内，公司的售水量和污水处理量持续增长，自来水供应业务、污水处理服务业务和环保业务收入均有一定程度增长，净利润增长较为稳健，整体盈利能力很强。同时公司资产规模稳步扩张，目前负债水平适中，债务结构相对合理，且较强的获现能力可为公司债务本息的偿付提供良好保障，公司整体偿债能力很强。

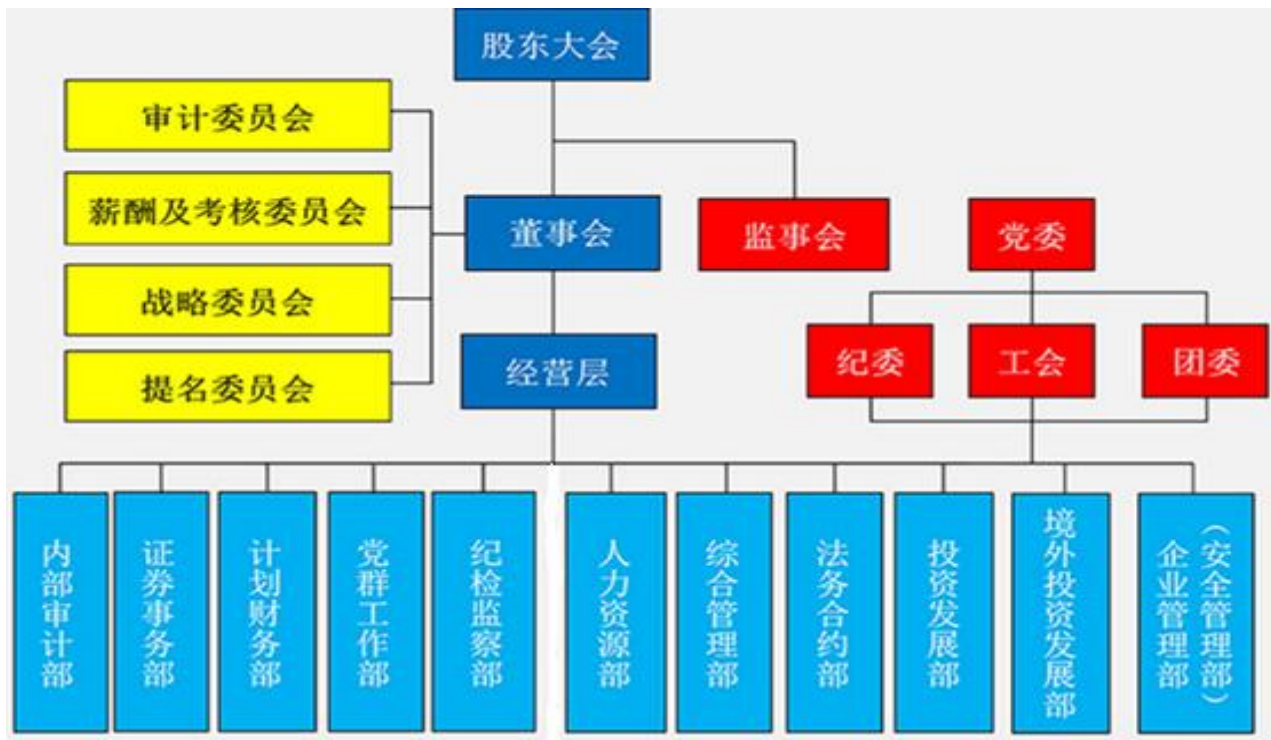
结 论

综上，中诚信证评维持成都市兴蓉环境股份有限公司主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“成都市兴蓉环境股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”信用等级 AAA。

附一：成都市兴蓉环境股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：成都市兴蓉环境股份有限公司组织架构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附三：成都市兴蓉环境股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	167,057.73	240,296.63	228,923.03
应收账款净额	51,633.37	73,812.53	81,402.30
存货净额	25,501.41	36,135.08	50,778.12
流动资产	272,729.11	376,581.40	388,735.43
长期投资	0.00	30.30	0.00
固定资产（合计）	1,050,098.51	977,469.51	1,142,391.79
总资产	1,691,933.57	1,875,465.61	2,092,173.99
短期债务	71,421.23	109,105.82	181,336.78
长期债务	355,362.71	380,572.15	354,477.58
总债务	426,783.95	489,677.98	535,814.37
总负债	776,642.25	857,046.61	976,884.32
所有者权益（含少数股东权益）	915,291.32	1,018,419.00	1,115,289.67
营业总收入	305,833.55	373,114.50	415,965.00
三费前利润	124,088.95	147,832.11	162,976.11
投资收益	0.00	492.73	-5.01
净利润	87,175.65	91,613.88	100,871.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	158,833.51	184,216.60	206,423.20
经营活动产生现金净流量	141,992.91	165,727.03	191,092.02
投资活动产生现金净流量	-280,140.69	-103,946.91	-215,116.14
筹资活动产生现金净流量	59,970.33	7,789.57	13,779.07
现金及现金等价物净增加额	-78,161.19	69,569.69	-10,245.05
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	41.95	41.19	40.79
所有者权益收益率（%）	9.52	9.00	9.04
EBITDA/营业总收入（%）	51.93	49.37	49.63
速动比率（X）	0.64	0.77	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	0.33	0.34	0.36
经营活动净现金/短期债务（X）	1.99	1.52	1.05
经营活动净现金/利息支出（X）	8.71	8.32	9.02
EBITDA 利息倍数（X）	9.74	9.25	9.75
总债务/EBITDA（X）	2.69	2.66	2.60
资产负债率（%）	45.90	45.70	46.69
总资本化比率（%）	31.80	32.47	32.45
长期资本化比率（%）	27.97	27.20	24.12

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；其他流动负债中的有息债务调入短期债务，长期应付款中的有息债务调入长期债务；公司应付票据为无息应付票据，不纳入短期债务核算。

附四：基本财务指标计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。