

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 (2021)

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：张雪飘 xpzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 18 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0780 号

成都市兴蓉环境股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 兴蓉 01”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十八日

评级观点：中诚信国际维持成都市兴蓉环境股份有限公司（以下简称“兴蓉环境”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 兴蓉 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了成都市经济增长为公司水务业务发展提供良好外部环境、公司盈利能力和偿债能力均很强、备用流动性充足、股权融资渠道通畅等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到面临一定的投资压力，盈利空间依赖区域价格政策等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

兴蓉环境（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	209.22	253.37	308.80	308.05
所有者权益合计（亿元）	111.53	119.95	131.44	134.46
总负债（亿元）	97.69	133.43	177.37	173.59
总债务（亿元）	53.58	77.16	99.11	101.35
营业总收入（亿元）	41.60	48.38	53.71	11.88
经营性业务利润（亿元）	12.54	13.75	15.83	3.81
净利润（亿元）	10.09	11.01	13.23	2.98
EBITDA（亿元）	20.64	22.42	26.26	--
经营活动净现金流（亿元）	19.11	18.81	27.51	0.33
收现比(X)	1.10	0.96	1.03	0.81
营业毛利率(%)	40.79	38.93	40.02	42.46
应收类款项/总资产(%)	9.86	11.00	12.21	13.04
资产负债率(%)	46.69	52.66	57.44	56.35
总资本化比率(%)	32.45	39.14	42.99	42.98
总债务/EBITDA(X)	2.60	3.44	3.77	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.75	8.11	7.44	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度报表整理；2、企业未提供 2021 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效。

正面

■ **成都市经济增长为公司水务业务发展提供良好外部环境。**公司供水和污水处理业务在成都市中心城区处于区域垄断地位，

同行业比较

部分水生产和供应业公司主要指标对比表

公司名称	设计能力 (万立方米/日)	年实际业务量 (亿立方米)	资产总额 (亿元)	资产负债率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
兴蓉环境（2020）	647.52	20.85	308.80	57.44	53.71	13.23	27.51
北京排水（2020）	423.00	12.18	866.62	53.10	90.44	5.00	17.56
重庆水务（2020）	601.40	18.88	245.34	36.45	63.50	17.77	23.01
深圳水务（2020）	1,247.22*	33.31*	282.65	60.86	93.01	4.51	24.49

注：1、“深圳水务”为“深圳市水务（集团）有限公司”简称，“北京排水”为“北京城市排水集团有限责任公司”简称，“重庆水务”为“重庆水务集团股份有限公司”简称；2、设计能力、年实际业务量为供水及污水处理业务数值加总；3、“*”为 2019 年数据。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 兴蓉 01	AAA	AAA	2020/5/25	11.00	10.77	2016/07/28~2021/07/28 (3+2)	附第 3 年末公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权

近年来成都市经济实力继续提升，人口规模不断增长，为公司水务业务发展提供了良好外部环境。

■ **盈利能力和偿债能力均很强。**公司盈利指标和偿债指标在行业内均处于高水平，为利息支出提供了很强的保证。

■ **备用流动性充足，股权融资渠道通畅。**截至 2021 年 3 月末，公司未使用银行授信 183.56 亿元，备用流动性较为充足，同时公司为上市公司，股权融资渠道通畅。

关注

■ **投资压力。**公司在建项目较多，且 PPP 项目投资规模较大、期限较长，面临一定的项目资金投入压力。

■ **盈利空间依赖区域价格政策。**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。

评级展望

中诚信国际认为，成都市兴蓉环境股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**市场地位大幅下滑，供排水业务范围大幅收缩；供排水收入明显下降、盈利能力大幅下滑、债务规模大幅增加等。

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定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16 兴蓉 01”发行金额 11 亿元，期限 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后已全部用于补充公司营运资金和优化公司债务结构。

“16 兴蓉 01”发行时票面利率为 2.95%，2019 年 7 月 28 日公司行使调整票面利率选择权，将票面利率调整至 4.05%，同时回售“16 兴蓉 01”23,405,000 元本金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，

但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国

有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

供水行业处于平稳发展阶段，优化格局及改善水质是行业发展重点；污水处理行业进入快速发展期，配套设施建设和改造进程或将加快

我国供水行业处于平稳发展阶段，2019 年供水总量 6,021.2 亿立方米，较 2018 年增加 5.7 亿立方米。继续推进南水北调等引水工程有利于实现中国水资源南北调配、东西互济的合理配置格局。《水污染防治行动计划》和《中华人民共和国水污染防治法》为改善用水水质提供了制度和法律保障。

在环保产业投资高速增长带动下，我国污水处理行业进入快速发展期。“十四五”期间，伴随着水处理系统化治理的升级，在控源截污、点源治理、面源治理的要求下，污水处理设施和排水管网建设、提标改造需求以及污泥减量化与无害化需求等加速释放。据测算，预计到 2025 年，我国污水处理厂处理能力将增至 2.64 亿吨/日。《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019~2021）》要求尽快实现污水管网全覆盖、全收集、全处理，“十四五”期间管

网的建设、修复市场将被大量释放。

中诚信国际认为，未来优化格局及改善水质是供水行业发展重点；城镇污水设施、配套管网建设和提标改造进程或将进一步加快。

建立反映供水成本、激励提升供水质量的动态定价机制是水价调整的发展方向

水价改革呈现价格水平不断上升、水价分类不断简化、逐步推行阶梯式水价等特征。

2013 年 12 月，国家发展改革委和住房城乡建设部对全面实行城镇居民阶梯水价做出部署。2015 年 1 月，国家发展改革委、财政部和住房城乡建设部联合发布《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格【2015】119 号）。通知要求合理制定和调整收费标准，规定了城市污水处理收费的最低标准，并实行差别化收费政策，鼓励社会资本投入。

2018 年 6 月，国家发展改革委出台《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》（发改价格规【2018】943 号），要求建立健全补偿成本、合理盈利、激励提升供水质量、促进节约用水的价格形成和动态调整机制，保障供水工程和设施良性运行，促进节水减排和水资源可持续利用。要求加快构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制，推进污水处理服务费形成市场化，逐步实现城镇污水处理费基本覆盖服务费用。

2019 年 4 月，《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019~2021）》提出要加大财政力度，地方各级人民政府要尽快将污水处理费标准调整到位，原则上应当补偿污水处理和污泥处理处置设施正常运营成本。

中诚信国际认为，发挥政府财政作用并完善价格调整机制是提高水价的资源配置能力、缓解我国水资源供需矛盾的关键着眼点。

水务行业中国企业仍占据主导地位，部分以 PPP 模式参与环境综合治理工程的水务企业资本支出

压力增大

由于水务行业的公共属性，各地多以地方国有控股水务公司运营当地供排水及水利设施投资等业务。国有水务企业凭借其资金、资源优势不仅具备较强的异地扩张能力，而且通过水务衍生行业的拓展，逐渐成为全国性的综合服务商。

近年来水务企业跑马圈地，传统的供水和污水处理领域的项目基本布局完毕。在政策的引导下，水务企业的投资重点逐步转向以 PPP 模式参与环境综合治理工程。环境综合治理项目前期投入大、回款期长，以及其项目资金回笼对地方政府财政实力和支付意愿依赖程度较高，参与环境治理项目程度较高的水务企业存在较高的资金压力。

中诚信国际认为，近年来水务公司以 PPP 模式参与环境综合治理工程的力度加大，部分企业资本支出压力增加，其回款情况主要依赖于地方政府的财力和支付意愿，企业的现金回流情况亦存在较大压力。

2020 年成都市经济保持增长、人口规模大，为公司水务业务发展提供良好外部环境

成都市是四川省省会、副省级市、特大城市、成都市圈核心城市、中国西部地区重要的中心城市，地理位置重要。截至 2020 年 11 月，成都市下辖 12 个市辖区、3 个县、代管 5 个县级市，总面积 14,335 平方千米，建成区面积 949.6 平方公里，常住人口 20,937,757 人。

近年来，成都市区域经济保持较快发展。2018 年~2020 年，成都市地区生产总值（GDP）分别为 15,342.77 亿元、17,012.65 亿元和 17,716.7 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 8.0%、7.8% 和 4.0%。2020 年，成都市第一产业增加值 655.2 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 5,418.5 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 11,643.0 亿元，增长 3.6%。三次产业结构为 3.7：30.6：65.7。

成都持续增长的经济及较大规模的人口基数

为公司水务业务发展提供了良好发展环境。

2020 年公司供水能力保持增长，中心城区水价未发生变化；供排水管网工程业务运营平稳

2020 年，公司自来水供应业务运营主体仍主要为成都市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”），供水范围在成都市中心城区（不包括武侯区金花镇）、成都天府新区直管区（564 平方公里，不包括协议签订之日时双流岷江水厂的供水服务范围）、郫县（郫筒县、犀浦镇等九个镇）、金堂县（部分地区）、海南和江苏等地的基础上，新增汶川、米亚罗镇、桃坪镇，供水服务范围进一步扩大，总体看公司供水能力位居西部首位，属区域性水务龙头企业。

截至 2021 年 3 月末，公司在运营 15 个水厂，日供水能力合计达 327.10 万吨，供水能力较 2019 年末有所提升，主要为沛县供水项目投产带来的增长。2020 年，受疫情影响，公司供水量小幅下降，得益于产销差有所控制，售水量保持增长。

表 1：2018 年~2021 年 3 月公司自来水板块业务指标

指标	2018	2019	2020	2021.3
日供水能力（万吨/日）	302.30	303.60	327.10	327.10
供水量（亿吨）	9.82	10.58	10.56	2.66
售水量（亿吨）	8.19	8.89	8.97	2.21

资料来源：公司提供

水价方面，2013 年，根据成发改价格【2013】1071 号文及成发改价格【2013】1183 号文，由于水资源费和水利工程水费调整，公司供水范围内的自来水终端价格按规定实施同步同幅度联动调整，自 2013 年 12 月 20 日起终端水价上调 0.09 元/立方米，其中新增 0.06 元/立方米的水资源费并将水利工程水费由原来的 0.21 元/立方米上调至 0.24 元/立方米。2014 年 12 月 27 日，公司发布公告，根据成发改价格【2014】1090 号文要求将再次进行终端供水价格于水资源费的联动调整。此次调整分两步执行：2015 年 1 月 1 日起上调 0.02 元/立方米，2015 年 12 月 1 日起再次上调 0.02 元/立方米，调整后终端水价将随水资源费联动上调 0.04 元/立方米。2015

年，根据成发改价格[2015]1067号文，成都市实施中心城区居民用水阶梯价格。截至2020年末，成都市中心城区自来水价格较2019年末无变化，其中2020年2~3月，公司根据《成都市人民政府关于印发有效应对疫情稳定经济运行20条政策措施的通知》的相关精神，对属于批发业、零售业、餐饮业、住宿业的非居民用水价格按原价格90%结算。

结算方式上，公司目前仍主要通过自建收费点或依托银行、超市等网点进行水费的收缴或代扣，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。

表 2：2020 年末成都市主城区、郫都区水价构成情况（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	一户一表执行阶梯水价（吨/户表·年）	第一阶梯：0-216 吨	1.74	0.24	0.10	0.95	3.03
		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
	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	
非居民生活用水	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

截至2020年末，公司自来水供应业务暂无明确拟建项目；在建项目尚需投入8.86亿元，投资压力较小。

表 3：截至 2020 年末公司自来水供应业务重大在建项目（亿元）

项目	总投资	已投资
绕城高速给水输水管道工程	12.29	5.09
岳池县嘉陵江水源供水工程	4.97	3.31
合计	17.26	8.40

资料来源：公司提供

供排水管网工程业务方面，该业务主要由成都环境水务建设有限公司运营，该公司以市政管线建设为主业，着力拓展水务环保项目设计与施工、技术咨询与开发、供排水管网探测等业务。公司拥有工程设计市政行业（给水工程）专业甲级资质、工程设计市政行业（排水工程）专业乙级资质、市政工程总承包二级资质等相关资质，公司以“服务城市，打造品质工程”为执行标准，提供安全放心的施工建设一体化服务。2020年，公司供排水管网工程收入8.66亿元，较2019年增长8.63%，业务毛利率17.06%，整体较为平稳。

2020 年公司污水处理能力进一步增长；在建项目仍面临一定投资压力；污水处理结算价格核定尚未完成，需持续关注

公司污水处理服务业务主要由成都市排水有限责任公司（以下简称“排水公司”）运营，业务范围主要为成都市中心城区。此外，公司在兰州、银川、西安、巴中、深圳、宁东等地通过BOT、TOT和PPP模式开展一定规模的污水处理业务。

截至2021年3月末，公司在成都市运营13个污水处理厂，合计污水处理能力215.25万吨/日，较2019年末无较大变化；在异地运营23个污水处理厂，合计污水处理能力104.87万吨/日，较2019年末增加18.63万吨/日，主要增长为石家庄经济技术开发区污水处理厂、巴中市污水处理厂等。

表 4：2018 年~2021 年 3 月公司污水处理业务运营情况

指标	2018	2019	2020	2021.3
污水处理能力（万吨/日）	288.74	302.30	320.42	320.12
其中：成都	203.75	215.55	215.55	215.25
污水处理量（亿吨）	9.54	9.88	10.29	2.52

其中：成都	6.65	7.09	7.21	1.71
-------	------	------	------	------

资料来源：公司提供

结算方面，异地污水处理项目按协议约定价格进行结算。成都市中心城区污水处理项目采用“政府特许、政府采购、企业经营”的模式，即公司的污水处理服务采取政府采购的形式。成都市的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，成都市中心城区污水处理服务结算价格为1.63元/吨。2020年初，因《四川省岷江、沱江流域水污染排放标准》正式实施，第四期污水处理服务费价格待提标项目投运后再行核定，2020年污水处理服务费单价暂增加0.20元/吨，按1.83元/吨结算，待第四期价格核定后，以新核定单价对2020年实际支付费用实施多退少补。中诚信国际将对上述结算价格核定情况保持关注。

截至2020年末，公司供水处理业务在建项目尚需投入18.89亿元，仍面临一定投资压力。

表 5：截至 2020 年末污水相关重大在建项目（亿元）

项目	总投资	已投资
成都市中和污水处理厂二期工程	18.45	11.58
成都市第六七九净水厂提标改造项目	14.58	5.18
宁东兴蓉鸳鸯湖项目	4.80	3.85
西南航空港组团工业集中发展区第六期工业污水处理厂一期项目	3.99	2.32
合计	41.82	22.93

资料来源：公司提供

2020 年公司环保业务规模进一步提升，收入保持增长；在建项目投资压力较小

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。

垃圾渗滤液业务：该业务主要由全资子公司成都市兴蓉再生能源有限公司（以下简称“再生能源公司”）负责，再生能源公司根据相关特许经营协议的约定收取垃圾渗滤液处理服务费。截至2020年末，公司运营的垃圾渗滤液处理项目规模为5,630吨/日，较2019年无变化；2020年，公司垃圾渗滤液处理总量为127万吨，实现收入2.61亿元，收入同比增长47.46%，主要系成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容（三期）工程于2019年10月

投入运营后处理量快速增长所致。毛利率方面，由于2020年渗滤液处理结算价暂按第三期（2017~2019）结算价163.50元/立方米进行结算，未完全体现当年业务成本，业务毛利率小幅下降。

垃圾焚烧发电业务：该业务主要由再生能源公司负责，再生能源公司根据相关特许经营协议的约定获得垃圾处理服务费和发电收入。截至2020年末，公司运营及在建的垃圾焚烧发电项目规模为6,900吨/日；2020年，公司垃圾焚烧发电量为52,926万度，实现收入2.79亿元，较2019年增长7.31%。

污泥处置业务：该业务主要由排水公司子公司成都市兴蓉污泥处置有限责任公司负责运营，该公司根据相关特许经营协议的约定收取污水污泥处理费。截至2020年末，公司运营及在建的污泥处置项目规模为1,480吨/日，较2019年末增长400吨/日；2020年，污泥处理总量为20万吨，实现收入1.31亿元，同比增长42.39%，主要系成都市第一城市污水污泥处理厂（二期）项目投入运营后处理量快速增长所致。毛利率方面，近年来该板块的毛利率逐年上涨，主要系内部技术革新，产能得到有效利用，使得污泥处置业务盈利能力增强。

中水服务业务：该业务主要由成都市兴蓉环境股份有限公司中水分公司负责运营，该公司在特许经营权范围内提供相应服务并向相关政府收取中水服务费。截至2020年末，公司运营及在建的中水利用项目规模为95万吨/日，较2019年末增加10万吨/日。2020年，公司中水售水总量为10,852万吨。

在建项目方面，截至2020年末，公司环保业务在建项目为成都市万兴环保发电厂项目二期工程，总投资21.26亿元，已投资17.47亿元，投资压力较小。

财务分析

以下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2018年~2020年财务报表和公司提供的未经

审计的 2021 年一季度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数或当期数。

2020 年，公司营业总收入继续稳定增长，营业毛利率小幅提升，盈利能力保持很强水平

近年来，随着公司新增特许经营、提标改造等项目投产，公司营业总收入持续增长，营业毛利率小幅波动。2020 年，公司营业毛利率小幅提升，主要系毛利率较高的污水处理业务收入提升所致。2021 年一季度，公司实现营业收入 11.88 亿元，同比增长 20.75%，毛利率为 42.46%。

表 6：2018 年~2021 年 3 月公司营业总收入和营业毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
自来水制售	18.52	49.45	19.91	49.52	20.00	49.49	4.85	49.30
污水处理服务	11.82	38.10	13.19	38.69	15.83	40.20	4.00	39.08
供排水管网工程	5.69	25.81	7.97	17.63	8.66	17.06	1.02	17.44
垃圾渗滤液处理	1.16	38.00	1.77	43.33	2.61	37.91	0.69	40.78
污泥处置	0.93	19.96	0.92	20.29	1.31	30.26	0.42	42.76
垃圾发电	2.14	34.48	2.60	32.02	2.79	35.84	0.68	39.03
其他	1.33	35.48	2.02	33.74	2.51	54.49	0.23	82.81
合计	41.60	40.79	48.38	38.93	53.71	40.02	11.88	42.46

注：因四舍五入原因，合计数和加总数可能存在不一致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，近年来公司管理费用随相关人员职工薪酬的增长而小幅上升，财务费用随利息支出的增加而有所增长，但受益于公司营业总收入的增长，期间费用率逐年下降，公司期间费用控制情况较好。

公司利润总额主要来自经营性业务利润。公司获现能力和盈利指标均较好，整体盈利能力很强。

表 7：近年公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
期间费用合计	4.88	5.43	5.83	1.22
期间费用率	11.74	11.23	10.86	10.28
经营性业务利润	12.54	13.75	15.83	3.81
利润总额	12.02	13.11	15.66	3.52
EBIT	13.91	15.18	18.15	4.14
EBITDA	20.64	22.42	26.26	--
EBIT 利润率	33.45	31.38	33.80	34.85
EBITDA 利润率	49.63	46.35	48.89	--
总资产收益率	7.01	6.56	6.46	5.37

注：企业未提供 2021 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产以水务相关经营性资产为主，质量较好；债务结构合理，财务杠杆水平适中

资产方面，2021 年 3 月末，公司资产主要以输水管网、房屋、专用设备固定资产，完工 BOT 项

目形成的特许使用权等无形资产，各类在建项目成本，银行存款，PPP 项目形成的长期应收款以及应收国网四川省电力公司、巴中市水务局等主营业务回款构成，整体资产质量较好。2021 年 3 月末，公司在建工程、无形资产和长期应收款分别较 2019 年末增加 28.50 亿元、12.18 亿元和 7.30 亿元，增长主要为成都市中和污水处理厂二期工程、成都市万兴环保发电厂项目二期工程等项目的投入和江苏沛县 PPP 供水项目在建工程转入。

负债方面，除有息债务外，公司负债主要为应付账款中尚未到结算期的工程款；长期应付款中专项用于污水处理项目和垃圾处置项目建设的成都市政府专项债券资金，以及各类项目的专项应付款。2021 年 3 月末，公司长期应付款较 2019 年末增加 20.02 亿元，主要为政府专项债资金的增长。

债务方面，2021 年 3 月末，公司债务以长期债务为主，长期债务由长期借款、应付债券和长期应付款中的专项债以及应付国开发展基金有限公司 2.87 亿元的股权回购款构成。2020 年，公司债务增长主要来自政府专项债以及新发行的 14 亿元“20 兴蓉 01”。总体上看，公司债务结构合理，财务杠

杆虽有提升，但仍处于适中水平。

所有者权益方面，近年来，公司所有者权益合计增长主要来自利润累积。2018年~2020年，公司年度分配预案含税现金分红总额分别为1.97亿元、3.45亿元和2.97亿元。2019年和2020年，公司分别按2018年和2019年含税预案现金分红总额进行了利润分配。

表 8：近年公司资产相关指标情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	209.22	253.37	308.80	308.05
货币资金	22.89	29.49	33.98	25.17
应收账款	8.14	10.95	12.50	14.99
长期应收款	11.16	15.78	23.16	23.08
固定资产	80.16	87.62	86.67	85.30
在建工程	34.08	32.67	57.14	61.17
无形资产	41.56	61.57	74.03	73.75
总负债	97.69	133.43	177.37	173.59
短期借款	6.00	7.01	3.00	2.30
应付账款	25.41	35.07	48.16	43.52
一年内到期的非流动负债	11.79	2.44	13.53	14.34
长期借款	11.73	23.70	20.05	22.18
应付债券	18.94	36.72	36.98	36.99
长期应付款	6.33	8.04	28.09	28.06
所有者权益合计	111.53	119.95	131.44	134.46
股本	29.86	29.86	29.86	29.86
资本公积	17.80	17.80	17.80	17.80
盈余公积	3.43	4.04	4.65	4.65
未分配利润	53.16	61.39	71.10	74.07
少数股东权益	7.08	7.48	8.69	8.75
总债务	53.58	77.16	99.11	101.35
短期债务/总债务	33.84	13.28	17.56	17.28
资产负债率	46.69	52.66	57.44	56.35
总资本化比率	32.45	39.14	42.99	42.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司经营活动净现金流继续保持稳定大幅净流入，相关指标对利息支出覆盖有所下降，但覆盖倍数继续保持较高水平

公司经营活动现金流入流出均与经营活动相关，现金流入主要为收到的主营业务回款、包含在水费中的各类代收款和各种保证金等，现金流出主要为支付的原料成本、人员工资、利息外的其他期间费用、包含在水费中的各类代收款和各种保证金等，近年来公司经营活动现金流均保持大额净流入。

入。投资活动现金流方面，公司每年均保持一定的项目投资支出，且逐年有所增长，投资活动现金流表现为大额净流出。筹资活动现金流方面，近年公司现金流入主要来自银行借款、政府专项债和发行债券，流出主要为偿还债务本息和分红。

偿债指标方面，近年来公司 EBITDA 和 FFO 逐年上升，增幅小于利息增长，对利息支出保障能力小幅下降，但覆盖能力仍保持很强水平；2021 年 3 月末，公司货币资金亦可对短期债务形成覆盖，总体看公司偿债能力较强。

表 9：近年公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
收现比	1.10	0.96	1.03	0.81
付现比	0.58	0.51	0.51	0.74
经营活动净现金流	19.11	18.81	27.51	0.33
投资活动净现金流	-21.51	-30.11	-39.94	-10.25
其中：资本支出	22.41	29.92	39.78	10.32
筹资活动净现金流	1.38	17.86	16.94	1.14
总债务/EBITDA	2.60	3.44	3.77	--
EBITDA 利息覆盖倍数	9.75	8.11	7.44	--
FFO	18.46	20.08	22.90	--
FFO/总债务	0.34	0.26	0.23	--
FFO 利息覆盖倍数	8.72	7.26	6.49	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	9.02	6.81	7.79	0.54
货币资金/短期债务	1.26	2.88	1.95	1.44

注：企业未提供 2021 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充足，受限资产和对外担保规模小

银行授信：截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 211.58 亿元，其中未使用额度 183.56 亿元，备用流动性较为充足，同时公司为上市公司，股权融资渠道相对通畅，截至 2020 年末，公司前十大股东均未将持有的公司股权进行质押。

受限资产：截至 2021 年 3 月末，公司受限货币资金 4,389.05 万元，主要为保函保证金及项目专项资金。

对外担保：截至 2021 年 3 月末，公司对外担保一笔，为自来水公司于 1993 年 6 月 26 日为成都市燃气有限责任公司（以下简称“成都燃气公司”）法国政府贷款 1,193.76 万欧元提供的担保，

其中法国国库贷款 615.96 万欧元，贷款期限 30 年；出口信贷为 577.81 万欧元，贷款期限 10 年。截至 2021 年 3 月末，自来水公司对该笔贷款担保余额 132.21 欧元（折合人民币 1,018.36 万元）。为化解自来水公司对成都燃气公司担保潜在的债务风险，公司控股股东成都环境投资集团有限公司（以下简称“成都环境集团”）承诺全额承担因该项担保产生的任何经济损失。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2021 年 5 月 24 日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

公司股东实力较强；主营业务具有较强的基础性，每年可获得一定政府补助，对利润形成补充

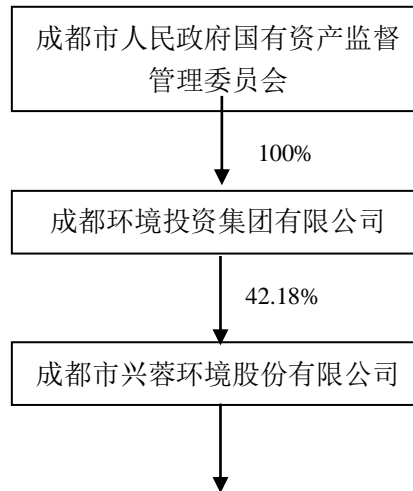
公司为国内领先的水务环保综合服务商，拥有中国西部排名第一的供排水规模，区域内垄断性较强。公司股东成都环境集团是国有独资公司，作为成都市水务资产运营主体、水环境综合整治的投融资主体，现已形成了以供水业务、污水处理业务、工程施工及监理和相关环保业务为补充的经营格局，截至 2020 年末，成都环境集团总资产 596.11 亿元，当期实现营业收入 84.13 亿元，公司股东经营实力很强。

同时，公司主营业务涉及基础民生，在运营过程中享受到一定的政府补助与税收优惠政策，2018 年~2020 年，公司“其他收入”中政府补贴分别为 1.06 亿元、0.88 亿元和 0.71 亿元，主要为增值税退税及水费补助等，对公司利润起到一定补充作用。

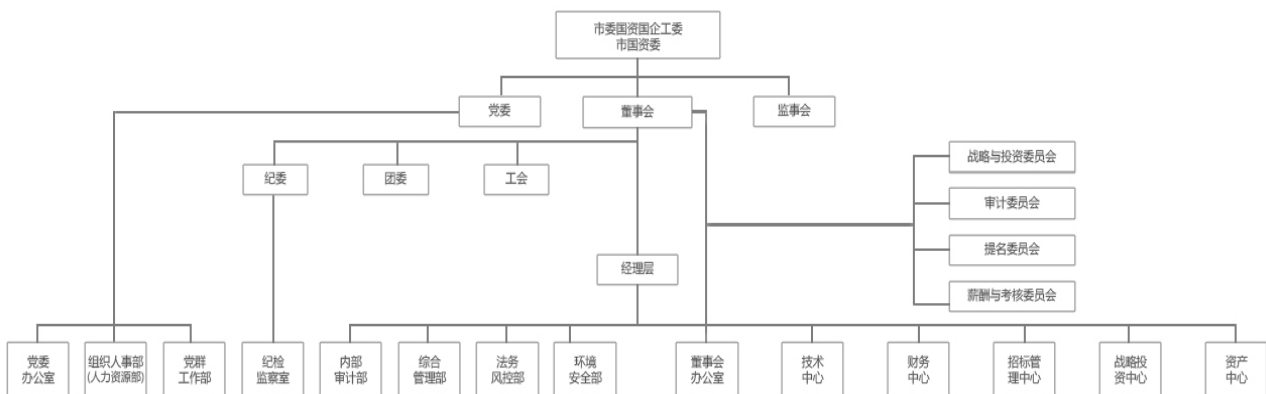
评级结论

综上所述，中诚信国际维持成都市兴蓉环境股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 兴蓉 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：成都市兴蓉环境股份有限公司股权结构图和股权结构图(截至 2020 年末)



一级子公司名称	持股比例 (%)
成都市自来水有限责任公司	94.89
成都市排水有限责任公司	100.00
成都市兴蓉再生能源有限公司	100.00
成都环境水务建设有限公司	100.00
成都市新蓉环境有限公司	51.00
沛县兴蓉水务发展有限公司	90.00
宁夏宁东兴蓉水处理有限责任公司	59.00
四川阿坝州兴蓉环境有限公司	51.00
成都市温江兴蓉柳投环保工程有限公司	99.99
成都蓉实环境科技有限公司	51.00
成都市西汇水环境有限公司	70.00
成都空港新城水务投资有限公司	60.00
成都市双流区航空港成环水务有限责任公司	93.00
简阳市成环水务有限责任公司	100.00
岳池兴蓉自来水有限责任公司	98.00
彭州市成环水务有限责任公司	83.00
新津县成环水务有限责任公司	73.00
石家庄兴蓉环境发展有限责任公司	98.00



资料来源：公司提供

附二：成都市兴蓉环境股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	228,923.03	294,911.97	339,768.47	251,729.22
应收账款	81,402.30	109,493.08	125,013.29	149,866.64
其他应收款	13,411.63	11,342.49	20,500.57	20,933.03
存货	50,778.12	80,933.84	39,873.29	41,956.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	340,785.35	326,684.33	571,376.07	611,691.61
无形资产	415,618.73	615,667.93	740,323.09	737,547.80
总资产	2,092,173.99	2,533,749.92	3,088,033.10	3,080,527.24
其他应付款	54,068.85	51,004.61	60,746.46	62,568.08
短期债务	181,336.78	102,467.65	174,056.03	175,149.87
长期债务	354,477.58	669,095.72	817,004.05	838,386.24
总债务	535,814.37	771,563.37	991,060.08	1,013,536.11
总负债	976,884.32	1,334,261.09	1,773,665.90	1,735,881.73
费用化利息支出	18,986.35	20,776.07	24,919.07	6,234.77
资本化利息支出	2,190.45	6,868.95	10,392.70	0.00
实收资本	298,621.86	298,621.86	298,621.86	298,621.86
少数股东权益	70,847.28	74,832.63	86,893.98	87,506.96
所有者权益合计	1,115,289.67	1,199,488.83	1,314,367.21	1,344,645.51
营业总收入	415,965.00	483,802.50	537,061.43	118,787.66
经营性业务利润	125,448.14	137,452.83	158,288.49	38,099.15
投资收益	-5.01	0.00	0.00	0.00
净利润	100,871.50	110,053.21	132,316.56	29,753.16
EBIT	139,142.81	151,833.25	181,542.92	41,401.74
EBITDA	206,423.20	224,227.24	262,592.01	--
销售商品、提供劳务收到的现金	456,047.94	466,345.05	555,511.84	95,684.92
收到其他与经营活动有关的现金	90,800.81	112,552.84	119,547.33	25,436.33
购买商品、接受劳务支付的现金	142,356.22	149,432.77	165,106.99	50,485.71
支付其他与经营活动有关的现金	99,945.90	110,076.32	113,274.60	24,410.50
吸收投资收到的现金	12,250.00	275.00	10,826.84	584.51
资本支出	224,087.87	299,211.82	397,787.22	103,211.20
经营活动产生现金净流量	191,092.02	188,144.38	275,137.95	3,345.07
投资活动产生现金净流量	-215,116.14	-301,125.81	-399,390.21	-102,463.56
筹资活动产生现金净流量	13,779.07	178,610.11	169,443.34	11,435.47
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	40.79	38.93	40.02	42.46
期间费用率(%)	11.74	11.23	10.86	10.28
应收类款项/总资产(%)	9.86	11.00	12.21	13.04
收现比(X)	1.10	0.96	1.03	0.81
总资产收益率(%)	7.01	6.56	6.46	--
资产负债率(%)	46.69	52.66	57.44	56.35
总资本化比率(%)	32.45	39.14	42.99	42.98
短期债务/总债务(X)	0.34	0.13	0.18	0.17
FFO/总债务(X)	0.34	0.26	0.23	--
FFO 利息倍数(X)	8.72	7.26	6.49	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	9.02	6.81	7.79	0.54
总债务/EBITDA(X)	2.60	3.44	3.77	--
EBITDA/短期债务(X)	1.14	2.19	1.51	--
货币资金/短期债务(X)	1.26	2.88	1.95	1.44
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	9.75	8.11	7.44	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、将公司“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将“应付票据”中的无息负债调出短期债务核算，将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、企业未提供 2021 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效。

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	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。