

上海实业环境控股有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券信用评级报告

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 10 月 22 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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评级结果维持、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 [2020]3824D 号

上海实业环境控股有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“上海实业环境控股有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行人公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级¹为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十月二十二日

¹ 指长期优偿无抵押债券的信用等级（下同）。

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
上海实业环境控股有限公司	不超过人民币 100.00 亿元（含 100.00 亿元），采取分期发行，首期发行计划不超过 50 亿元	不超过 5 年（含 5 年）	每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付	扣除相关发行费用后拟使用 75 亿元用于偿还存量债务，不超过 25 亿元用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定上海实业环境控股有限公司（以下简称“上实环境”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“上海实业环境控股有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司水务板块规模处于行业领先水平，盈利能力较强且稳步增长以及融资渠道通畅，融资手段多样等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司财务杠杆率控制情况以及受限资产占比较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

上实环境（合并口径）	2017	2018	2019	2020.6
资产总额（亿元）	256.49	297.19	323.67	325.63
权益总额（亿元）	102.44	109.14	118.60	120.97
负债总额（亿元）	154.06	188.05	205.07	204.66
总债务（亿元）	111.48	133.79	145.68	146.48
收入（亿元）	46.39	53.13	59.60	26.40
年内利润（亿元）	6.84	6.84	7.54	3.91
EBITDA（亿元）	16.69	18.09	20.45	10.22
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金	5.98	21.83	21.19	4.16
经营活动产生（所用）现金净额（亿元）	-11.62	-3.87	1.52	-3.71
毛利率(%)	29.88	29.82	32.44	34.70
资产负债率(%)	60.06	63.28	63.36	62.85
总资本化比率(%)	52.12	55.07	55.12	54.77
总债务/EBITDA(X)	6.68	7.39	7.12	7.17
EBITDA 利息倍数(X)	3.29	3.10	2.99	2.90

注：1、公司各期财务报表均按照香港财务报告准则编制，2020 年半年报未经审计；2、半年报中总债务/EBITDA 为年化数据。

正面

■ **水务板块规模处于行业领先水平。**公司为国内领先的水务、环保行业投资者及运营商，近年来，公司相关项目数量持续增加，供水及污水处理能力逐年提升，处于行业领先水平。

同行业比较

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）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入/收入（亿元）	净利润/年内利润（亿元）	于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金（亿元）	经营活动净现金流/经营活动产生（所用）现金净额（亿元）
上实环境	1,045.40	26.27	323.67	63.36	59.60	7.54	21.19	1.52
首创股份	2,804.58	31.38	798.72	64.68	149.07	10.92	--	33.33

注：1、“首创股份”为“北京首创股份有限公司”简称；2、设计处理能力及年实际处理量指标为自来水及污水处理业务相关指标加总，其中自来水按年供水总量统计；设计处理能力数据为已运营项目数据；3、首创股份“设计处理能力”指标包含参股企业数据，“年实际处理量”指标仅包含控股企业数据。

资料来源：中诚信国际整理

■ **盈利能力较强且稳步增长。**从相关指标来看公司盈利能力较强，且近年受益于相关项目产能利用率的提升及价格调升，整体盈利能力呈稳步增长态势。

■ **融资渠道通畅，融资手段多样。**公司为新加坡、香港两地上市公司，融资渠道畅通，为项目建设资金需求提供了良好保障。

关注

■ **财务杠杆率控制情况。**截至 2020 年 6 月末，公司财务杠杆率处于中上水平，但公司在建拟建项目仍需投入较多资金，未来财务杠杆率控制情况值得关注。

■ **受限资产占比较高。**2020 年 6 月末，公司受限资产合计 134.38 亿元，占总资产的 41.27%，在一定程度上限制了公司的再融资能力。

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。

■ **可能触发评级下调因素。**公司对子公司管控能力显著弱化，供水及污水处理项目运营区域或业务量大幅减少，财务杠杆率大幅提升，盈利能力大幅下降，偿债指标大幅下滑，债务压力骤增等。

发行主体概况

公司是 2002 年 11 月 19 日在新加坡注册成立的私人有限公司。2005 年 1 月 31 日，公司改制为公众有限公司，更名为“亚洲水务科技有限公司”（以下简称“亚洲水务”），并于 3 月 4 日于新交所凯利板上市，股票代码为 BHK.SG。2010 年，上海实业控股有限公司（以下简称“上实控股”，股票代码为 00363.HK）收购亚洲水务并启动一系列债务重组。2012 年 11 月，公司从新交所凯利板转移至新交所主板上市，并更名为“上海实业环境控股有限公司”。2018 年 3 月 23 日，公司在香港联交所挂牌上市，股票代码为 00807.HK，成为新加坡、香港两地上市公司。

截至 2020 年 6 月末，公司股本为 59.47 亿元，上实控股直接及间接持有公司 48.74% 的股权，系公司控股股东，公司实际控制人为上海市人民政府国有资产监督管理委员会。

公司是一家在中国水务及环保市场具有领先地位的综合性企业，主营业务涉及污水处理、供水、污泥处理及固废焚烧发电，主要通过南方水务、复旦水务、龙江环保、武汉公司、联熹水务和上实环境水务股份开展业务管理，具体运营主体为项目所在地的下属项目子公司。

表 1：公司重要子公司

全称	简称
南方水务有限公司	南方水务
上海复旦水务工程技术有限公司	复旦水务
龙江环保集团股份有限公司	龙江环保
上实环境控股（武汉）有限公司	武汉公司
联熹水务（香港）有限公司	联熹水务
上实环境水务股份有限公司	上实环境水务股份

注：上述子公司中，除武汉公司外，其余主体非公司一级子公司，但实际管理中，公司按照上述主体划分标准对各区域业务开展管理。

资料来源：公司提供

本期债券概况

表 2：本期债券基本条款

	基本条款
发行主体	上海实业环境控股有限公司
债券名称	上海实业环境控股有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券

发行规模	本次债券发行总规模不超过人民币 100.00 亿元（含 100.00 亿元），采取分期发行，首期发行计划不超过 50 亿元。
票面金额和发行价格	本次债券面值 100 元，按面值平价发行。
债券期限	本次债券期限为不超过 5 年（含 5 年）。可以设计含投资者回售权、公司调整利率选择权等条款。本次债券可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种。公司在发行前将根据市场情况和资金需求情况确定本次发行的公司债券的具体期限构成和各期限品种的发行业务。
还本付息方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
债券利率及其确定方式	本次债券票面年利率采用固定利率形式，票面利率将根据簿记建档结果确定。
发行方式与发行对象	本次债券向专业投资者公开发行；具体发行方式、发行对象和配售规则安排请参见发行公告。
募集资金用途	本次债券的募集资金扣除相关发行费用后，拟使用 75 亿元用于偿还存量债务，不超过 25 亿元用于补充营运资金。本次债券募集资金均为中国境内使用。

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍

可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑稳增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及

宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020 年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年 GDP 依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业分析

我国人均水资源短缺且分布不均，近年水环境污染整治初见成效；未来优化水资源配置格局以及改善用水水质依然是供水行业的发展重点

我国水资源具有人均水资源短缺、分布不均匀等特点。在水资源量上，2018 年，我国水资源总量为 27,462.5 亿立方米，与多年平均值基本持平，比 2017 年减少 4.5%；人均水资源量仅为 2,008 立方米，比 2017 年减少 3.31%，按照水资源稀缺程度标准，人均水资源介于 2,000~3,000 立方米之间为轻度缺水；供水总量 6,015.5 亿立方米，比 2017 年减少 0.46%。在分布上，我国水资源呈夏秋多、冬春少，南方多、北方少的分布，在宁夏、甘肃、陕西等西北地区，以及河南、山东、山西、河北等中部地区水资源量极为匮乏。

大力推进南水北调等引水工程和节水是满足不同地区用水需求的主要渠道。南水北调系通过规划东线、中线和西线三条调水线路与长江、黄河、淮河和海河四大江河建立联系，构成以“四横三纵”为主体的总体布局，以利于实现中国水资源南北调配、东西互济的合理配置格局。

节水方面，2017 年 1 月，国家发展改革委、水利部和住房城乡建设部联合发布《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资【2017】128 号），该

规划将节水措施具体到农业、工业、城市用水、非常规水源利用等各个板块；以及东北、华北、西北、西南、华中、东南等各个区域，目标明确，措施有力。

在水资源不足的情况下，我国水环境污染也较为严重。为解决相关问题，2015年4月16日，国务院正式发布《水污染防治行动计划》（国发【2015】17号，以下简称“水十条”）。“水十条”是我国目前最严格的水资源管理制度，内容包括用水总量控制制度、用水效率控制制度、水功能区限制纳污制度、水资源管理责任和考核制度等，包含10条35款、76项238条具体措施。计划提出，到2020年，全国用水总量控制在6,700亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内；全国水环境质量将得到阶段性改善，污染严重水体将大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到2030年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。

在法律层面上，2018年1月1日，新修正的《中华人民共和国水污染防治法》正式实施，该法规明确了责任主体（县级以上人民政府），规定水环境质量标准与水污染物排放标准，扩大水污染的监控范围，提倡公众参与和信息公开，加大了惩罚力度，使水资源管理从法律层面上得到了较高保障。

随后2018年3月，生态环境部（原环境保护部）和水利部联合发布《全国集中式饮用水水源地环境保护专项行动方案》（环环监【2018】25号），其中明确要求2019年年底以前，所有县级及以上城市完成水源地环境保护专项整治。2019年5月和9月，生态环境部先后两次开展水源地专项督查，确保水源地整治任务完成。

在强有力的法律和措施下，我国水质不断提升。除下表所列类别外，2018年，我国共评价1,045个

集中式饮用水水源地水质，全年水质合格率在80%及以上的水源地占评价总数的83.5%，较2017年上升1.2个百分点；共评价6,779个水功能区，满足水域功能目标的占评价总数的66.4%，较2017年上升3.9个百分点。

表3：2017年和2018年我国部分类别水质情况(%)

类别	I~III类占比		IV~V类占比		劣V类占比	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
河流水质	78.5	81.6	13.2	12.9	8.3	5.5
湖泊水质	26.0	25.0	54.5	58.9	19.5	16.1
水库水质	86.4	87.3	11.3	10.1	2.3	2.6
省界断面水质	67.0	69.9	20.1	21.1	12.9	9.0
浅层地下水水质	--	23.9	--	29.2	--	46.9

注：2017年浅层地下水质量综合评价结果显示，水质优良的测站比例为0.9%，水质良好的测站比例为23.5%，无水质较好的测站，水质较差的测站比例为60.9%，水质极差的测站比例为14.6%。

资料来源：2017年和2018年中国水环境公报，中诚信国际整理

总的来看，水资源分布不均匀和水环境治理是关系国计民生的重要课题，未来优化水资源配置格局以及改善用水水质依然是供水行业的发展重点。

近年来，我国污水处理能力大幅提升，但配套管网建设落后制约了处理能力的释放；“十三五”期间，新建污水处理设施、配套管网、现有污水处理设施和管网改造、雨污河流管网改造仍是行业的发展重点

在环保产业投资高速增长的带动下，我国城市污水处理行业快速发展，污水处理能力和处理率大幅提高。2015年~2018年末，我国城市污水处理厂日处理能力从16,065.40万立方米增加到18,145.22万立方米，县城污水处理厂日处理能力从2,999.00万立方米增加到3,367.00万立方米，城市和县城的污水处理率也持续上升。但是，污水配套管网建设相对滞后，导致污水处理厂运行负荷不高，污水处理能力大量闲置，同时部分处理设施不能完全满足环保新要求，多数污泥尚未得到无害化处理。

2016年12月，国家发展改革委和住房城乡建设部联合印发《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（以下简称“《规划》”）。《规划》提出污水处理设施建设要“提质增效”、“泥水并

重”、“再生利用”，到2020年，城市污水处理率达到95%；地级及以上城市污泥无害化处理率达到90%，其他城市达到75%，县城力争达到60%；地级及以上城市建成区黑臭水体比例控制在10%以内；再生水利用率进一步提高，京津冀地区不低于30%，缺水城市不低于20%，其他城市和县城力争达到15%。“十三五”期间将新增污水管网12.59万公里，老旧污水管网改造2.77万公里，合流制管网改造2.88万公里，新增污水处理设施规模5,022万立方米/日，提标改造污水处理设施规模4,220万立方米/日，新增污泥（以含水80%湿污泥计）无害化处置规模6.01万吨/日，新增再生水利用设施规模1,505万立方米/日，新增初期雨水治理设施规模831万立方米/日。“十三五”城镇污水处理及再生利用设施建设共需投资约5,644亿元，其中完善污水收集系统、提升污水处理设施能力、污泥无害化处理及再生水利用是污水处理行业发展的主要任务。

中诚信国际认为，在经历了大规模的污水处理厂建设后，设市城市现有的污水处理能力基本能够满足需要，但配套管网建设落后制约了处理能力的释放。各类法律和政策的颁布，将为我国污水处理行业发展提供有力的政策保障。

我国水价处于较低水平且各地差异较大，建立反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制是水价调整的发展方向

水务行业具备很强的公益性、基础性和战略性，关系居民生活、企业生产和生态环境保护。因此，与完全竞争行业相比较，水务行业受到更多的政府市场监管的影响。其中，水价是政府宏观调控的主要手段。我国水价改革大致经历了公益性无偿供水、政策性低价供水、按成本核算计收水费和按商品价格管理四个阶段。总体来看，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联合出台《关于加快建立完善城镇居民用水阶

梯价格制度的指导意见》（发改价格【2013】2676号），对全面实行城镇居民阶梯水价做出部署，要求2015年底前，设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度。

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。通知强调2016年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于0.95元，非居民不低于1.4元。污水处理收费定价程序较自来水收费相对简化，有利于提高污水处理市场化程度和处理效率。

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。

中诚信国际认为，阶梯水价的实行对提高“全民节水”意识起到了一定的积极作用，但归根结底更多地是一种“计费模式”的转变，切实做到水务企业成本的彻底审计和完全公开，才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，外资和民营企业为辅；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。同时，经过多年的发展，在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。以北京首创股份有限公司（以下简称“首创股份”）、北控水务集团有限公司（以下简称“北控水务”）为代表的国有企业，在传统供水和污水处理行业占据较高的市场份额，市场格局较为稳定，仍占据市场主导地位；以深圳市水务（集团）有限公司（以下简称“深圳水务”）为代表的区域供水企业积极拓展异地供排水业务；以 Veolia Environnement（以下简称“威立雅环境”）为代表的外资企业和北京碧水源科技股份有限公司（以下简称“碧水源”）为代表的一批具有技术优势的民营企业在行业中亦稳步发展。

表 4：2018 年我国水务市场龙头企业概况

公司	供水能力 (万立方米/日)	污水处理能力 (万立方米/日)	水务总收入 (亿元)
北控水务	822.27	1,344.35	69.87
首创股份	1,402.92	1,226.00	35.78
深圳水务	812.60	367.90	70.78
威立雅环境	供水量超 90 亿立方米/年 污水处理量超 50 亿立方米/年		
碧水源	超过 200 家合资公司，处理能力超过 2,000 万吨/日		

资料来源：中诚信国际整理

水务企业的核心竞争优势在于其水费收入的稳定性，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，基础设施投资加剧，水务企业投融资压力亦逐步上升。但不同于传统供水和污水处理项目布局，新开发项目存在区域经济体量有限，综合财力较弱的问题，近两年大力发展的水环境综合治理项目主要依赖于政府购买服务的方式。

截至 2020 年 3 月末，财政部 PPP 项目库中，项目总数为 12,667 个，其中水利建设项目数量为 562 个，占库内项目总数的 4.44%；库内项目总投资金额为 181,282.20 亿元，其中水利建设项目的投资总额为 4,812.65 亿元，占库内项目总投资金额的 2.65%。库内水利建设类 PPP 项目以黑臭水体综合整治、海绵工程、流域治理等工程项目为主。

因水环境综合治理的投资模式区别于传统水

务项目，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，参与水环境治理项目程度较高的水务企业存在较高的资金压力。在我国地方政府债务压力大的大环境下，大量承接该类项目的水务企业的现金回流不确定性加大，后期现金回流情况值得关注。

中诚信国际认为，资本实力、融资能力、运营能力和政府资源仍然是决定水务企业竞争实力的关键要素，资金实力雄厚、水务产业链完整、运营经验丰富的国有水务企业具备较强的竞争优势，技术领先、融资渠道畅通的民营水务企业亦能够在激烈的市场竞争中占据一席之地。在 PPP 模式的政策环境引导下，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大，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。

业务运营

凭借十余年的发展经验，公司已成为环保行业积极活跃的投资者与运营者。目前，公司在中国拥有超过 200 个污水处理与供水项目、固废焚烧发电项目以及污泥处理项目，分布山东、广东、湖北、湖南、江苏、上海、浙江、江西、安徽、福建、广西、宁夏、河南、辽宁、内蒙古、山西、四川、吉林和黑龙江 19 个省市及自治区。

公司以污水处理和供水业务为主，以污泥处理、固废发电及其他业务为辅，主营业务突出。公司大部分业务均签署特许经营协议，运营期限一般为 20 年~30 年。公司收入主要分为建设收入、服务特许经营安排运营维护收入（无保底结算量及部分保底和超保底结算量）、服务特许经营安排财务收入（有保底量项目按照实际利率法摊销的收益）和服务收入（委托运营收入），近年来工程收入波动性较小，同时受益于污水处理及供水业务量价齐升，服务特许经营安排运营维护收入及服务特许经营安排财务收入规模总体保持快速增长趋势。

表 5：公司收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.6
1、建设收入	20.54	22.29	21.72	8.15
其中：建设	0.07	0.09	--	--
污水处理	18.73	20.07	19.35	5.55
污泥处理	0.94	0.05	0.09	0.01
供水	0.05	1.54	1.56	0.74
固废发电	0.74	0.54	0.72	1.86
2、服务特许经营安排运营维护收入	15.28	18.43	24.03	11.95
其中：污水处理	8.38	10.92	15.67	8.16
污泥处理	0.60	0.61	1.06	0.62
供水	5.71	6.45	6.58	2.82
固废发电	0.60	0.45	0.72	0.35
3、服务特许经营安排财务收入	7.37	8.59	9.45	4.97
其中：污水处理	6.79	8.02	8.86	4.55
污泥处理	0.46	0.48	0.49	0.25
固废发电	0.12	0.09	0.10	0.18
4、服务收入	1.26	1.65	1.65	0.66
其中：污水处理	0.98	0.97	0.93	0.34
供水	0.29	0.68	0.72	0.33
5、其他	1.93	2.17	2.74	0.66
合计	46.39	53.13	59.60	26.40
占比	2017	2018	2019	2020.6
1、建设收入	44.26	41.96	36.45	30.87
其中：建设	0.14	0.17	--	--
污水处理	40.38	37.77	32.48	21.01
污泥处理	2.03	0.09	0.15	0.03
供水	0.12	2.90	2.62	2.79
固废发电	1.59	1.02	1.21	7.04
2、服务特许经营安排运营维护收入	32.94	34.69	40.32	45.28

营维护收入				
其中：污水处理	18.05	20.56	26.30	30.92
污泥处理	1.29	1.14	1.77	2.35
供水	12.31	12.14	11.04	10.70
固废发电	1.29	0.85	1.21	1.31
3、服务特许经营安排财务收入	15.89	16.17	15.86	18.84
其中：污水处理	14.63	15.09	14.87	17.23
污泥处理	1.00	0.91	0.82	0.93
固废发电	0.27	0.16	0.16	0.67
4、服务收入	2.73	3.10	2.77	2.51
其中：污水处理	2.10	1.82	1.55	1.27
供水	0.62	1.28	1.21	1.24
5、其他	4.17	4.08	4.60	2.51
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：合计数与分项之和尾数差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理为公司的核心业务，近年来，公司不断加强业务拓展力度，污水处理收入和毛利率不断提升；在建拟建项目较为充足，能够为建设收入提供一定保障，但也为公司带来一定的资金压力

运营主体：公司污水处理业务主要由武汉公司、南方水务、复旦水务、龙江环保、联熹水务和上实环境水务股份负责管理，具体运营主体为下属项目公司。公司污水处理业务分布湖北、宁夏、浙江、广东、河南、湖南等十余个省份，项目覆盖区域主要为市级、县级及工业园区等，业务分布范围广泛。

表 6：截至 2020 年 6 月末污水处理业务运营主体情况

分部名称	项目所在区域	污水厂数量（个）	污水处理能力（万吨/日）
武汉公司	湖北、宁夏、浙江	14	111.00
上实环境水务股份	广东、河南、湖南、辽宁、山东、上海	31	148.35
南方水务	福建、广东、广西、湖南、江苏	27	167.05
复旦水务	广东、河南、湖北、江苏、上海、浙江	23	131.60
龙江环保	黑龙江、吉林、安徽	54	312.38
联熹水务	辽宁、江西、安徽	13	25.45
合计	--	162	895.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运营模式：公司污水处理项目模式主要为 BOT、TOT 及 BOO 等，部分项目采用 O&M 模式进行运营及维护，具体业务模式由政府确定，公司污水处理项目均签署了特许经营权协议。

业务概况：公司通过并购、新建以及改扩建等多种方式不断扩张，近年来，污水处理能力稳步提升。

公司污水处理项目多约定了保底结算量，有效保障了项目运营的持续性和稳定性，实际运营中，绝大多数项目的实际处理量高于保底量。由于下游客户污水处理需求较强，近年公司实际污水处理量持续增长。在污水处理项目增多、污水处理量自然增长及平均处理价格提高等多种因素驱动下，公司污水

处理收入逐年提升。

表 7：近年来公司污水业务运营情况

	2017	2018	2019	2020.6
污水厂个数(个)	115	126	152	162
污水处理能力(万吨/日)	777.45	813.85	878.90	895.83
污水处理量(亿吨)	17.96	20.20	21.86	10.98
实际结算量(亿吨)	19.71	22.19	23.95	12.37
污水处理收入(亿元)	16.14	19.91	25.46	13.05
污水处理毛利率(%)	44.42	46.34	50.02	50.66

注：1、污水处理量指标为每年据实统计的处理量，实际结算量指标对低于保底量的项目按照保底量统计，超过保底量的项目按实际量统计；2、污水处理收入和毛利率计算口径为服务特许经营安排运营维护收入、服务特许经营安排财务收入及服务收入中的污水部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理价格：公司各地污水处理项目的结算价格存在一定差异，且每年污水处理价格按特许经营协议及实际情况有所调整。2017年~2019年及2020年

1~6月，公司平均污水处理结算价格分别为0.83元/吨、0.91元/吨、1.10元/吨和1.19元/吨，整体呈上涨趋势。

项目建设：截至2020年6月末，公司在建污水处理项目大部分采用特许经营模式，预计总投资14.55亿元，尚需投入8.43亿元，项目建设完成后预计污水处理能力可增加14.85万吨/日，其中提标改造项目总投资9.27亿元，尚需投入5.71亿元；拟建污水处理项目预计总投资23.99亿元，项目建成后预计可新增污水处理能力74.25万吨/日。总体来看，公司污水处理在建拟建项目较为充足，能够为建设收入提供一定保障，但也为公司带来一定的资金压力。

表 8：截至 2020 年 6 月末公司主要在建污水处理项目情况（万吨/日）

项目名称	运营主体	新增污水处理能力
在建项目		
锡林浩特市污水厂 BOT 项目	龙江环保	4.00
肇东市第二污水处理厂项目	龙江环保	3.00
鹤岗市污水处理项目（西区扩建）	龙江环保	3.00
小计	--	10.00
提标改造项目		
哈尔滨市文昌污水处理厂升级改造工程	龙江环保	--
哈尔滨市信义沟污水处理厂	龙江环保	--
奉新工业园区污水处理项目提标扩建	联熹水务	--
银川苏银产业园污水处理厂项目 2.5 万吨工艺改造	武汉公司	--
江西南昌小蓝经济开发区污水处理厂（一期）项目一级 A 提标	联熹水务	--
小计	--	--
合计	--	10.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2020 年 6 月末公司主要拟建污水处理项目情况（万吨/日）

项目名称	运营主体	新增污水处理能力
平湖市东片污水处理厂项目三期扩建	复旦水务	13.50
银川苏银产业园污水处理厂远期项目	武汉公司	10.00
余姚市（小曹娥）城市污水处理厂提标改造三期扩建工程	复旦水务	7.50
青浦第二污水处理厂项目扩建项目	上实环境水务股份	6.00
鹤岗市污水处理及再生水利用项目（西区二期）	龙江环保	5.00
靖江市新港园区污水处理三期项目	南方水务	4.00
鹤岗市污水处理及再生水利用项目（东区二期）	龙江环保	3.00
巴彦县兴隆镇污水处理厂扩建工程项目	龙江环保	3.00
安溪县龙门镇污水处理厂 BOT 远期项目	南方水务	2.50
浙江省化学原料基地临海园区污水处理厂及配套管网工程项目扩建工程	武汉公司	2.50
合计	--	57.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司供水收入总体保持增长；2020年初新冠疫情对公司供水收入增速及毛利率造成一定影响；未来项目建设资金需求不高

运营主体：公司供水业务主要由武汉公司、上实环

境水务股份、复旦水务和龙江环保负责管理，具体运营主体为下属项目公司。公司供水项目数量分布于湖北、山西、山东、湖南、河南和黑龙江的部分地级市或县市级地区。

表 10：截至 2020 年 6 月末供水业务运营主体情况

分部名称	供水区域	下辖水厂数量（个）	供水能力（万吨/日）
武汉公司	湖北省武汉市、山西省吕梁市	4	27.50
上实环境水务股份	山东省潍坊市、湖南省益阳市	7	74.00
复旦水务	河南省驻马店市遂平县	2	4.00
龙江环保	黑龙江省佳木斯市、牡丹江市	4	61.00
合计	--	17	166.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运营模式：公司与当地政府签署了特许经营协议，负责项目融资建设及运营维护，并在特许经营期内收取水费，特许经营期满后项目移交政府。此外，公司少量供水项目模式为受托运营。

业务概况：供水业务方面，2019年，因湖北省天门一水厂及二水厂第一期工程对外出售，公司水厂数量减少，供水能力有所下降。截至2020年6月末，公司共运营17个水厂，供水能力为166.50万吨/日。2017年~2019年，公司供水量及售水量呈稳定增长趋势，供水收入不断增加，其中2018年增幅较大还得益于当期收到一次性政府补贴，但因2019年的运营项目减少以及2020年初的新冠疫情，对公司供水收入增速有所影响，同时业务毛利率有所下滑。

从供水及售水情况来看，近年来，公司售水量低于供水量，主要是由于某些项目管网磨损及老化，水表精度较差，消防用水未计售水量等因素影响。未来公司将通过管网升级改造等方式逐步改

善。

表 11：近年来公司供水业务运营情况

项目	2017	2018	2019	2020.6
水厂个数（个）	19	19	17	17
供水能力（万吨/日）	186.50	186.50	166.50	166.50
供水量（亿吨）	4.06	4.21	4.41	2.07
售水量（亿吨）	2.49	2.60	2.85	1.30
供水收入（亿元）	6.00	7.13	7.30	3.15
供水毛利率(%)	35.45	36.30	33.91	29.63

注：供水收入和毛利率计算口径为服务特许经营安排运营维护收入及服务收入中的供水部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

供水价格：公司按照项目所在地政府价格主管部门批准的价格进行收费，各地区水价存在一定差异。2017年~2019年及2020年1~6月，公司整体平均水价分别为2.40元/吨、2.61元/吨、2.58元/吨和2.48元/吨。

项目建设：截至2020年6月末，公司在建及拟建供水项目均采用特许经营模式，总投资合计5.82亿元，尚需投入资金3.64亿元，未来资本支出压力较小。

表 12：截至 2020 年 6 月末公司在建及拟建供水项目情况（万吨/日）

项目名称	运营主体	项目状态	新增供水能力
益阳市城市供水项目第四水厂	上实环境水务股份	在建	20.00
前川水厂五期改扩建工程	武汉公司	在建	6.00
武汉市黄陂区新武湖水厂二期	武汉公司	拟建	15.00
合计	--	--	41.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司污泥处理业务规模较小，收入逐年增长，可对公司收入形成一定补充；未来项目建设资金需求不

高

运营主体：公司污泥处理业务主要由复旦水务、龙

江环保和武汉公司负责管理，具体运营主体为下属项目公司。公司污泥处理主要是对污水处理过程中产生的污泥残余物进行处置与清理，该业务规模相

对较小，分布于河南省、黑龙江省和湖北省的部分地级市或县市级地区。

表 13: 截至 2020 年 6 月末污泥处理业务运营主体情况

分部名称	项目所在区域	下辖污泥厂数量 (个)	污泥处理能力 (万吨/日)
复旦水务	河南省新乡市、南阳市	2	0.05
龙江环保	黑龙江省哈尔滨市、佳木斯市、牡丹江市	6	0.13
武汉公司	湖北省武汉市	1	0.03
合计	--	9	0.21

注：合计数与分项之和尾数差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运营模式：公司作为污泥处置专业化公司参与项目所在地的污泥处理招投标，中标后与当地府签署特许经营权协议。公司污泥处理项目多以 BOT 模式开展，公司负责项目的融资、建设、运营和维护，特许经营期满后协议终止，相关土地及设备资产将移交政府。

业务概况：从运营情况来看，公司污泥处理规模相对较小，截至2020年6月末，公司共有污泥处理厂9个，污泥处理能力为0.21万吨/日。污泥处理与污水处理协同性较强，近年来，由于污水处理量的不断增长及出水水质标准要求的不断提高，污泥处理量相应增加。近年来，公司的污泥实际结算量均达到了保底结算量结算单价有所波动。在污泥量价变动的综合作用下，近年来，公司污泥处理收入整体保持增长趋势，对营业收入形成一定补充。

表 14: 近年来公司污泥处理业务运营情况

	2017	2018	2019	2020.6
污泥厂个数 (个)	7	9	9	9
污泥处理能力 (万吨/日)	0.19	0.22	0.22	0.22
污泥处理量 (万吨)	43	53	58	32
污泥处理收入 (亿元)	1.06	1.09	1.55	0.87
污泥处理毛利率 (%)	32.60	21.39	31.99	38.06

注：污泥处理收入和毛利率计算口径为服务特许经营安排运营维护收入及服务特许经营安排财务收入中的污泥处理部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目建设：截至 2020 年 6 月末，公司无在建污泥处理项目；拟建项目为南阳市污水处理厂污泥处理处置二期工程，项目建成后预计可新增污泥处理能力 100 吨/日。

公司现有固废发电业务尚处于发展阶段，近年来收入有所波动，业务毛利率持续下降；公司有一定的项目储备量，项目建成后运营能力将有所提升

运营主体：公司积极开拓固废发电业务，通过投资、收购等方式扩大在固废发电行业的影响力。公司固废发电业务的运营主体主要为所在地的项目公司，如五莲新能环保发电有限公司、达州佳境环保再生资源有限公司以及其他合营公司，已运营项目主要位于山东省日照市、四川省达州市。

运营模式：公司主要以特许经营模式从事城市生活垃圾焚烧发电业务，以BOT模式为主。

项目概况：垃圾处理方面，截至 2020 年 6 月末，公司已投入运营的垃圾发电厂共有 4 个，垃圾处理能力为 3,150 吨/日。近年来，公司垃圾实际结算量均达到了保底量，期间受业务调整影响有所波动，但整体呈增长趋势。

垃圾处置单价根据公司与相应地方政府签订的协议而定，并根据国家环保政策、产业政策、物价指数等变化而有所调整，对于低于保底量的部分政府将进行补偿。2017 年~2019 年，公司垃圾处理平均结算单价分别为 56.63 元/吨、61.15 元/吨、82.91 元/吨和 74.65 元/吨，保持上升趋势，2020 年上半年有所下降，主要系 2019 年下半年新项目投产引起价格波动。

发电业务方面，公司将垃圾焚烧产生的热量用于发电，公司上网电价按国家 2012 年 3 月 28 日发布的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格

政策的通知》(发改价格[2012]801号)执行,该通知规定,垃圾焚烧发电项目接入厂垃圾处理量折算成上网电量,折算比例为每吨生活垃圾280千瓦时,未超过上述电量的部分执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时0.65元(含税);超过上述电量的部分执行当地同类燃煤发电机组上网电价。

收入和毛利率方面,公司固废发电收入整体呈增长趋势,其中2017年收入较高主要系公司收到垃圾处理补贴,2019年垃圾处理能力大幅提高带动固废发电收入增长显著。

表 15: 近年来公司固废发电业务运营情况

	2017	2018	2019	2020.6
垃圾发电厂个数(个)	3	3	4	4
垃圾处理能力(万吨/日)	0.29	0.29	0.32	0.32
垃圾处理量(万吨)	29.14	26.63	31.42	20.89
发电量(万千瓦时/日)	8,317	8,226	9,956	5,954
固废发电收入(亿元)	0.72	0.54	0.82	0.52
固废发电毛利率(%)	62.84	43.81	37.85	34.13

注:固废发电收入和毛利率计算口径为服务特许经营安排运营维护收入及服务特许经营安排财务收入中的固废发电部分。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

项目建设:截至2020年6月末,公司在建及拟建固废发电项目预计总投资37.81亿元,已投资4.52亿元,在建及拟建项目完工后,预计公司将新增垃圾处理能力5,650吨/日,业务规模稳步增长。

表 16: 截至2020年6月末公司主要在建及拟建固废发电项目情况(吨/日)

项目名称	运营主体	项目状态	新增垃圾处理能力
上海市宝山再生能源利用中心项目	上海上实宝金刚环境资源科技有限公司	在建	3,800
莘县垃圾焚烧发电项目	莘县上实环保能源有限公司	拟建	1,200
合计	--	--	5,000

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

战略规划及管理

公司未来仍以水务行业为主,继续发展优质项目并持续升级已建项目,同时将积极布局海外市场

污水处理及供水是公司的主营业务,未来公司将继续紧随国家战略方针,与地方政府密切合作,争取打造更多高质量及优质项目并持续升级现有的污水处理项目等,以满足政府对城镇污水处理厂制定的更严格的排放标准。此外,公司将深化领域合作,加强技术研发,提升创新水准,继续在环保行业进行产业链延伸,响应国家“一带一路”倡议,积极布局海外市场。

法人治理结构完善,内控体系较为健全

治理结构:股东大会是公司的权利机构,决定公司相关事宜。公司设立董事会,董事会设有5个委员会,分别为审计、提名、薪酬、风险及投资管理和执行委员会。董事会由1名非执行董事、5名执行董事及3名独立董事构成。此外,公司严格按照《香港企业管治守则》、《上市手册》等规章制度执行一

系列企业治理事务。

管理制度:公司业务方面主要是通过执行委员会及派出董事参与子公司决策进行管控;财务方面是通过财务管理制度、年度内审和外审、季度业绩审阅、年度预算决算管理;投资管理方面是由公司总部投资评审委员会集中审批投资项目、通过后报公司董事会执行委员会审批;资金管理方面,总部对子公司的资金管理通过财务管理制度,对所有子公司银行账户的开户、银行额度审批、担保、贷款提取均需通过总部批准,并报总部公司董事会执行委员会审批;此外,公司还成立了风险管理委员会对风险进行集中统一管控。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤·关黄陈方会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2017年~2019年三年连审财务报表及未经审计的2020年半年度财务报表,各期财务报表均按香港财务报告准则编制,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。

盈利能力

近年来公司营业收入快速增长，营业毛利率稳中有升；整体盈利能力较强

随着建设项目和运营项目的不断增加，近年来公司收入保持增长，毛利率总体稳中有升。具体来看，公司建造收入参考 BOT 等模式项目建设阶段交付的施工服务的公允价值，按成本加成参数并参考市场毛利率估计得出，近年来的建设收入及毛利率波动较小，总体保持稳定趋势；服务特许经营安

排运营维护收入主要来自无保底结算量及部分保底和超保底结算量部分的污水处理、污泥处理、供水、固废发电项目运营收入，得益于污水处理量和结算单价的逐年提升，该项收入和毛利率保持快速增长趋势；服务特许经营安排财务收入系有保底量的污水处理、污泥处理及固废发电项目按照实际利率法摊销的收益，毛利率维持 100%；服务收入来自污水处理及供水业务委托运营项目的运营收益，其他收入来自与供水有关的安装工程、EPC 项目以及污水处理及供水项目有关的咨询等业务，服务收入和其他收入的毛利率整体呈下滑趋势，但由于收入占比较小，对公司毛利率影响有限。

表 17：近年来公司收入及毛利率情况（亿元、%）

	2017		2018		2019		2020.6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
1、建设收入	20.54	14.67	22.29	12.32	21.72	12.06	8.15	11.99
其中：建设	0.07	40.52	0.09	69.22	--	--	--	--
污水处理	18.73	14.83	20.07	12.16	19.35	12.41	5.55	11.81
污泥处理	0.94	12.00	0.05	12.00	0.09	12.00	0.01	12.00
供水	0.05	12.00	1.54	11.10	1.56	8.34	0.74	13.30
固废发电	0.74	12.00	0.54	12.00	0.72	10.84	1.86	12.00
2、服务特许经营安排运营维护收入	15.28	15.06	18.43	17.62	24.03	25.45	11.95	24.55
其中：污水处理	8.38	0.75	10.92	8.19	15.67	22.83	8.16	24.45
污泥处理	0.60	-19.64	0.61	-41.37	1.06	0.39	0.62	13.52
供水	5.71	35.47	6.45	38.06	6.58	35.30	2.82	30.21
固废发电	0.60	55.19	0.45	32.99	0.72	29.47	0.35	0.31
3、服务特许经营安排财务收入	7.37	100.00	8.59	100.00	9.45	100.00	4.97	100.00
其中：污水处理	6.79	100.00	8.02	100.00	8.86	100.00	4.55	100.00
污泥处理	0.46	100.00	0.48	100.00	0.49	100.00	0.25	100.00
固废发电	0.12	100.00	0.09	100.00	0.10	100.00	0.18	100.00
4、服务收入	1.26	33.21	1.65	27.07	1.65	27.29	0.66	20.67
其中：污水处理	0.98	32.71	0.97	32.27	0.93	31.98	0.34	19.40
供水	0.29	34.92	0.68	19.69	0.72	21.30	0.33	21.98
5、其他收入	1.93	38.98	2.17	37.55	2.74	25.44	0.66	20.93
合计	46.39	29.88	53.13	29.82	59.60	32.44	26.40	34.70

注：合计数与分项之和尾数差系四舍五入所致。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由行政开支及财务费用构成，近年来，因业务扩张导致行政开支有所增长；同时利息支出随融资规模增加，财务费用亦不断增长。受益于营业收入的同步提升，近年来公司期间费用率保持稳定。

除主营业务产生的毛利外，公司税前利润还来

自其他收入和其他收益及亏损，其中其他收入主要是增值税退税、供水项目的政府补助以及银行结余利息收入等，各年对税前利润贡献相对稳定；其他收益及亏损方面，2017 年主要是出售粤丰环保电力有限公司 2.8% 股权所获得的处置收益，2018 年主要是出售下属子公司取得的收益。

盈利指标方面，近年来公司主营业务稳定向好发展，带动 EBIT 和 EBITDA 呈增长趋势，相关利润率指标整体维持稳定且处于较好水平；结合资产规模来看，公司总资产盈利能力处于适当水平。

表 18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.6
期间费用合计	9.49	10.97	12.24	5.62
期间费用率	20.45	20.65	20.54	21.30
其他收入	2.64	2.69	2.74	1.23
其他收益及亏损	1.30	1.22	-0.01	0.002
税前利润	8.79	9.21	10.20	4.97
年内利润	6.84	6.84	7.54	3.91
EBIT	13.86	15.04	17.03	8.49
EBITDA	16.69	18.09	20.45	10.22
EBIT 利润率	29.88	28.31	28.57	32.16
EBITDA 利润率	35.97	34.05	34.32	38.70
总资产收益率	5.70	5.43	5.48	5.23

注：半年报中总资产收益率为年化数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产质量较好，债务结构合理，但近年来债务规模不断增长，财务杠杆率处于中上水平

近年来，公司资产规模随项目量的增加而持续增长，截至 2020 年 6 月末，公司总资产为 325.63 亿元，其中非流动资产占比 83.08%。从构成来看，非流动资产方面，公司将约定了保底量的污水处理及垃圾焚烧发电项目计入服务特许经营安排项下应收款项-非流动部分，而将未约定保底量的供水相关项目计入无形资产，上述两项内容是公司非流动资产的最主要构成。此外，非流动资产中还有预付款项中的预付 BOT 项目基建款，物业、厂房及设备，长期应收款中的项目暂停建设后针对已投入资金的应收补偿款、对合营及联营企业的权益以及收购子公司形成的合并商誉等，均为与主营业务相关的经营性资产，资产质量较好。

流动资产方面，公司流动资产主要是现金及现金等价物、贸易及其他应收款项。截至 2019 年末，公司贸易应收款项为 16.16 亿元，账龄多为一年以内，主要是应收项目所在地政府的自来水费或污水处理费，款项回收风险可控，其中前五大应收对象

的应收金额合计 5.46 亿元，占贸易应收款项的比重为 33.79%，应收对象相对分散；其他应收款项 7.20 亿元，主要是应收第三方的免息款项、应收税项、可退回押金、增值税退税及应收政府补助等。此外，公司流动资产还包括一定的已抵押银行存款、存货及服务特许经营安排项下应收款项-流动部分，金额相对较小。

为满足项目建设或收购的资金需求，近年来公司加大了融资力度，同时因项目建设产生的贸易及其他应付款项规模亦不断增加，在有息债务和应付工程建设款的推动下，负债规模持续增长。此外，递延税项负债主要核算应纳税暂时性差异，占负债总额比重约为 10%。

债务方面，近年来公司债务规模逐年增长，债务结构以长期债务为主，与投资回收期限较长的行业特征相匹配。财务杠杆率方面，截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 62.85% 和 54.77%，未来需关注控制情况。

权益方面，近年来公司股本规模略有减少，随着公司稳健的运营及业务的合作扩展，保留盈利及非控股权益亦呈逐年增长趋势。2017 年~2019 年，公司分别分配股息 1.11 亿元、1.31 亿元和 1.32 亿元。

表 19：近年来公司资本结构相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.6
现金及现金等价物	14.02	21.33	23.75	18.00
已抵押银行存款	1.31	1.19	2.35	0.53
贸易及其他应收款项	18.33	22.87	23.36	25.00
存货	0.96	1.21	1.59	1.83
服务特许经营安排项下应收款项-流动部分	2.61	3.62	4.77	4.83
流动资产总额	38.83	53.72	59.39	55.10
预付款项	3.90	0.67	5.01	3.04
服务特许经营安排项下应收款项-非流动部分	129.92	154.85	171.93	181.01
物业、厂房及设备	2.06	3.16	3.18	3.02
无形资产	64.67	67.03	67.42	66.65
长期应收款项	3.61	3.63	3.50	3.51
于合营企业的权益	7.14	7.37	5.33	5.42
合并商誉	4.57	4.57	4.57	4.57
非流动资产总额	217.67	243.47	264.27	270.53
资产总额	256.49	297.19	323.67	325.63

贸易及其他应付款项	23.76	32.53	36.15	34.50
银行及其他借款（流动负债）	36.61	42.86	52.84	55.69
银行及其他借款（非流动负债）	69.51	82.36	90.66	89.05
递延税项负债	17.40	18.91	20.10	20.62
负债总额	154.06	188.05	205.07	204.66
总债务	111.48	133.79	145.68	146.48
股本	59.52	59.52	59.47	59.47
保留盈利	15.92	19.43	23.56	24.89
非控股权益	27.31	30.69	35.14	36.39
权益总额	102.44	109.14	118.60	120.97
短期债务/总债务	34.37	34.62	37.56	39.20
资产负债率	60.06	63.28	63.36	62.85
总资本化比率	52.12	55.07	55.12	54.77

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年来公司于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金表现为大额净流入，但因每年维持较高的项目建设支出，经营活动产生（所用）现金净额多为净流出状态；债务规模较大，相关偿债指标一般

近年来，公司于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金表现为大额净流入，扣除当期建设成本、购买水处理设施成本及缴纳的税款等后得到经营活动净现金流。近年来，受公司每年在污水处理、供水以及固废发电项目建设上维持很大投入规模影响，经营活动产生（所用）现金净额多表现为净流出。投资活动方面，公司投资活动所用现金流入主要来自从合营公司获取的股息，现金流出主要用于收购子公司、投资联营公司以及购买物业厂房设备等资产，因近年来投资力度较大，投资活动所用现金持续表现为净流出。公司资金缺口主要依靠融资活动补足，其中融资活动产生的现金流入主要来自银行借款及少数股东权益出资，现金流出主要系偿还债务本息及分配股息等。

债务到期分布方面，2020年下半年、2021年及2022年，公司到期应偿还债务金额分别为42.88亿元、19.19亿元和11.93亿元。截至2020年6月末，公司账面保有一定的现金及现金等价物，但对短期债务的覆盖倍数不高。

偿债指标方面，由于近年来公司融资力度较大，债务规模增长较快，于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金和EBITDA对债务的保障能力一般，但能够有效覆盖利息支出。

表 20：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.6
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金	5.98	21.83	21.19	4.16
经营活动产生（所用）现金净额	-11.62	-3.87	1.52	-3.71
投资活动所用现金净额	-4.81	-4.14	-5.48	-1.33
融资活动产生（所用）现金净额	14.46	15.42	6.15	-0.72
经营活动产生（所用）现金净额/总债务	-0.10	-0.03	0.01	-0.05
经营活动产生（所用）现金净额利息覆盖倍数	-2.29	-0.66	0.22	-1.05
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金/总债务	0.05	0.16	0.15	0.06
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	1.18	3.74	3.10	1.18
总债务/EBITDA	6.68	7.39	7.12	7.17
EBITDA 利息覆盖倍数	3.29	3.10	2.99	2.90
现金及现金等价物/短期债务	0.37	0.46	0.43	0.31

注：半年报中经营活动产生（所用）现金净额/总债务、于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金/总债务及总债务/EBITDA 为年化数据。
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司具备一定的备用流动性；受限资产规模相对较高；无对外担保；过往债务履约情况良好

截至2020年6月末，公司获得银行授信总额168.59亿元，尚未使用额度39.19亿元，可为公司提供一定的备用流动性支持。

截至2020年6月末，公司受限资产合计134.38亿元，占总资产41.27%，其中已抵押银行存款0.53亿元，抵押物业、厂房及设备0.12亿元，子公司股权1.50亿元、无形资产13.55亿元、土地使用权0.01亿元、贸易应收款项1.78亿元、服务特许经营安排项下应收款项116.89亿元，上述资产抵押主要用于融资。

截至2020年6月末，公司无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》，截至2020年9月19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

公司市场化程度较高，对股东支持依赖性较小；供排水业务及固废发电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

公司是环保行业积极活跃的投资者与运营者，其控股股东为上实控股。上实控股是上海实业（集团）有限公司（以下简称“上实集团”）多元化业务的综合运营平台，业务范围包括基础设施、房地产和消费品，其中，基础设施中水务板块运营平台主要为上实环境。上实集团承担了上海国有大型境外企业集团和香港中资企业的双重使命，为上海引进境外技术和资金、推动城市建设和社会发展、推动国资国企改革、培养国际化人才，以及推进沪港两地交流和合作和维护香港繁荣稳定作出了独特贡献，在上海市国资体系中的地位较为重要。上实集团业务涵盖医药医疗、基建环保、房地产和区域开发、消费品、金融服务和投资五大领域，运营能力和经济实力较强。依托集团强大的股东背景、丰富的国内外资源和多元化的业务布局，上实环境获得了快速的发展，规模迅速增长，在中国水务环保行业的市场份额不断提高，服务中国 19 个省、自治区及直辖市，综合处理能力位居中国行业前三。

同时，公司经营的供排水业务及固废焚烧发电业务涉及基础民生，在项目运营过程中享受到一定的政府补助与税收优惠政策，2017 年~2019 年，公司“其他收入”中政府补贴分别为 1.71 亿元、1.75 亿元和 1.76 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，中诚信国际评定上海实业环境控股有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“上海实业环境控股有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于上海实业环境控股有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

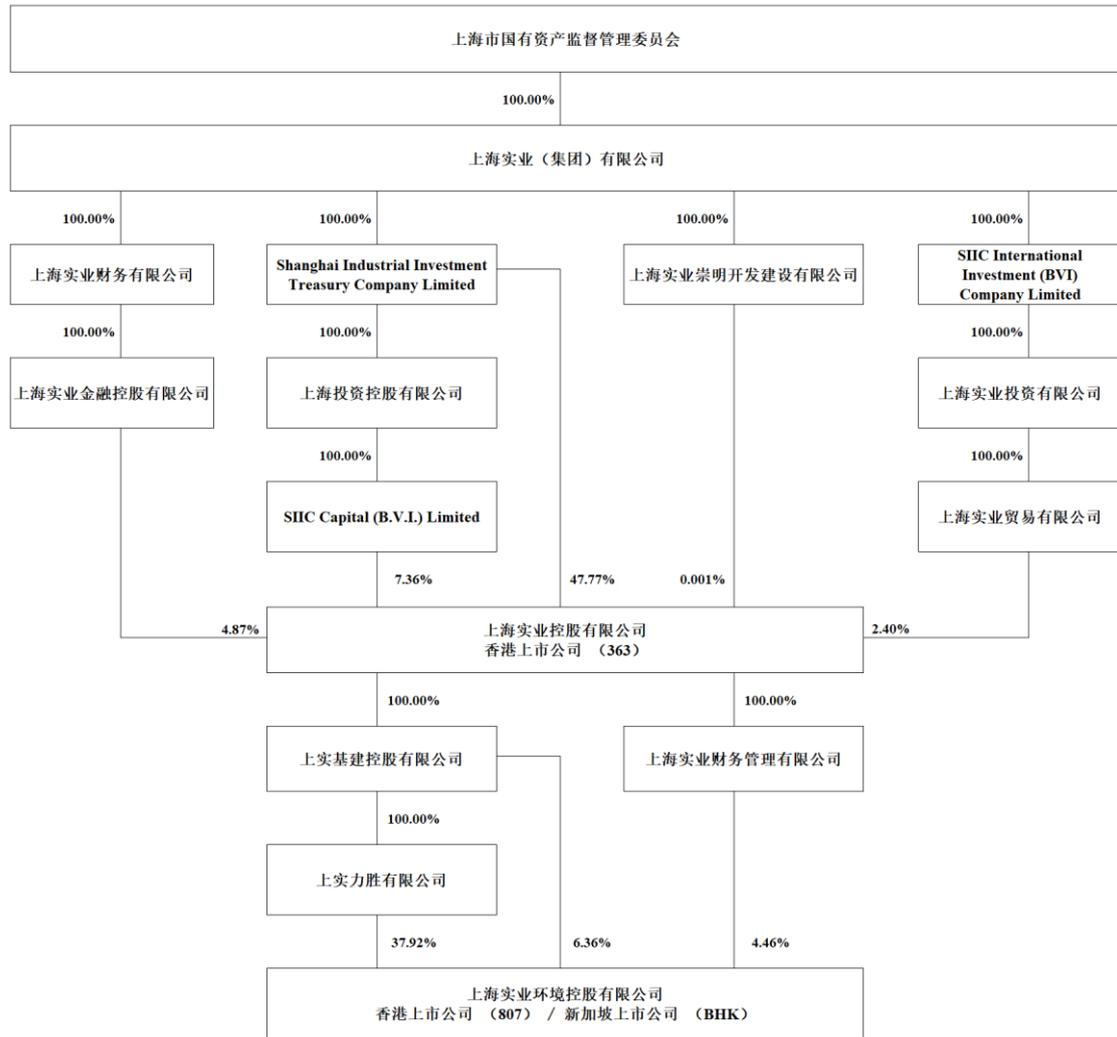
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

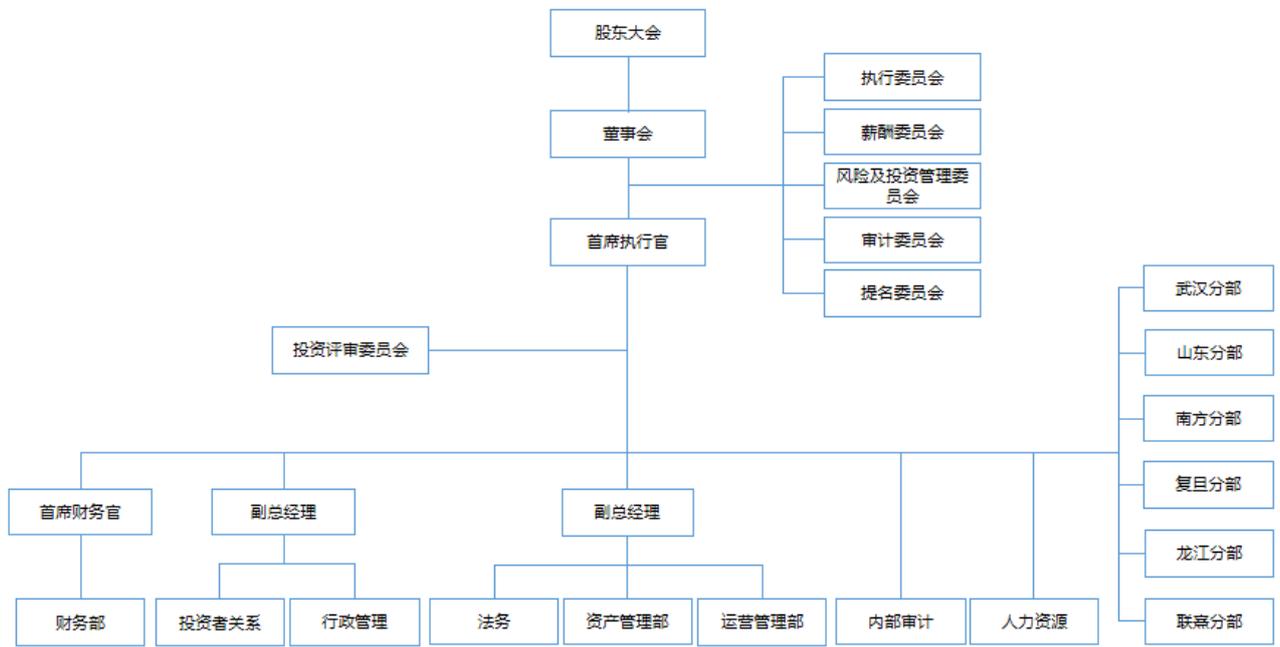
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 10 月 22 日

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 2020 年 6 月末）



一级子公司	持股比例 (%)	
	直接	间接
键盛有限公司	100.00	--
上实环境控股(北海)有限公司	55.00	--
昂兴有限公司	100.00	--
奋发有限公司	100.00	--
茂隆有限公司	100.00	--
亚洲水务投资私人有限公司	100.00	--
上实环境控股(武汉)有限公司	78.65	21.35
武汉凯迪水务工程有限公司	75.00	25.00
武汉汉西污水处理有限公司	43.00	37.00
上实环境(银川)污水处理有限公司	48.97	51.03
银川上实环境滨河污水处理有限公司	70.00	30.00
上海浦城热能资源有限公司	50.00	--
上海实业环境科技(香港)有限公司	100.00	--
Global Envirotech Investment Ltd.	100.00	--



资料来源：公司提供

附二：上海实业环境控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：千元人民币）	2017	2018	2019	2020.6
现金及现金等价物	1,402,104	2,133,225	2,374,770	1,800,467
贸易及其他应收款项	1,832,883	2,286,958	2,336,371	2,500,447
流动资产总额	3,882,516	5,371,561	5,939,262	5,510,324
服务特许经营安排项下应收款项-非流动部分	12,991,865	15,484,851	17,193,272	18,101,072
无形资产	6,466,660	6,702,690	6,741,574	6,664,520
非流动资产总额	21,766,780	24,347,184	26,427,371	27,053,157
资产总额	25,649,296	29,718,745	32,366,633	32,563,481
贸易及其他应付款项	2,376,262	3,253,304	3,615,054	3,450,257
银行及其他借款（流动负债）	3,660,906	4,285,898	5,283,615	5,569,193
流动负债合计	6,244,531	8,010,427	9,246,204	9,299,351
银行及其他借款（非流动负债）	6,950,833	8,235,639	9,066,342	8,904,583
非流动负债合计	9,161,174	10,794,648	11,260,699	11,166,856
负债总额	15,405,705	18,805,075	20,506,903	20,466,207
短期债务	3,831,495	4,631,674	5,472,103	5,741,311
长期债务	7,316,981	8,747,641	9,095,738	8,906,584
总债务	11,148,476	13,379,315	14,567,841	14,647,895
股本	5,951,889	5,951,793	5,947,420	5,947,420
非控股权益	2,730,694	3,068,874	3,514,211	3,639,110
权益总额	10,243,591	10,913,670	11,859,730	12,097,274
收入	4,639,274	5,313,344	5,959,521	2,639,636
税前利润	878,528	920,681	1,019,567	496,724
年内利润	684,155	684,253	754,393	391,305
EBIT	1,386,400	1,504,361	1,702,626	848,775
EBITDA	1,668,818	1,809,241	2,045,160	1,021,635
费用化利息支出	507,872	583,680	683,059	352,051
资本化利息支出	0	0	0	0
于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金	598,220	2,183,250	2,118,565	416,493
经营活动产生（所用）现金净额	-1,162,498	-386,601	151,934	-370,811
投资活动所用现金净额	-480,927	-414,046	-548,061	-133,245
融资活动产生（所用）现金净额	1,446,294	1,542,460	615,224	-71,944
财务指标	2017	2018	2019	2020.6
毛利率(%)	29.88	29.82	32.44	34.70
短期债务/总债务(X)	0.34	0.35	0.38	0.39
总资产收益率(%)	5.70	5.43	5.48	5.23
资产负债率(%)	60.06	63.28	63.36	62.85
总资本化比率(%)	52.12	55.07	55.12	54.77
总债务/EBITDA(X)	6.68	7.39	7.12	7.17
EBITDA 利息倍数(X)	3.29	3.10	2.99	2.90
经营活动产生（所用）现金净额利息保障倍数(X)	-2.29	-0.66	0.22	-1.05
经营活动产生（所用）现金净额/总债务(X)	-0.10	-0.03	0.01	-0.05
现金及现金等价物/短期债务(X)	0.37	0.46	0.43	0.31

注：1、公司各期财务报表均按照香港财务报告准则编制，2020年半年报未经审计；2、半年报中总资产收益率、总债务/EBITDA 和经营活动产生（所用）现金净额/总债务指标为年化数据。

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	=应付予银行的票据+流动负债中的银行及其他借款+与分类为持作出售的资产直接相关的负债中的带息债务+贸易及其他应付款项中的带息债务
	长期债务	=非流动负债中的银行及其他借款+非流动负债中的融资租赁+其他非流动负债中的带息债务
	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+权益总额)
盈利能力	毛利率	=(收入-销售成本)/收入
	期间费用合计	=销售及分销成本+行政开支+上市开支+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 (2017 年和 2018 年不含金融收入) + 折旧及摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年收入	
偿债能力	于服务特许经营安排专案前经营活动产生的现金	=经营活动产生(所用)现金净额+服务特许经营安排项下应收款项增加
	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)现金净额利息覆盖倍数	=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。