

武汉市水务集团有限公司

2019 年度第一期中期票据

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010180】

评级对象: 武汉市水务集团有限公司 2019 年度第一期中期票据

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2019 年 2 月 22 日

计划发行: 20 亿元

本期发行: 15 亿元

存续期限: 5 年

发行目的: 偿还有息债务本息

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	14.84	4.88	3.69	3.16
刚性债务	33.53	33.24	27.02	22.78
所有者权益	17.75	17.95	20.13	22.93
经营性现金净流入量	-0.02	-3.98	8.95	-2.98
合并口径数据及指标:				
总资产	192.60	219.69	261.59	267.80
总负债	122.01	146.06	185.46	187.84
刚性债务	91.80	85.51	98.31	110.83
所有者权益	70.59	73.62	76.13	79.96
营业收入	33.78	33.52	37.47	41.28
净利润	2.29	2.01	2.62	3.91
经营性现金净流入量	-1.11	28.10	12.44	-12.96
EBITDA	12.00	11.68	12.67	—
资产负债率[%]	63.35	66.49	70.90	70.14
权益资本与刚性债务 比率[%]	76.89	86.10	77.4	72.15
流动比率[%]	94.47	97.56	98.71	95.12
现金比率[%]	42.32	43.06	39.32	26.62
利息保障倍数[倍]	2.12	1.95	2.10	—
净资产收益率[%]	3.47	2.79	3.50	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-1.56	32.77	11.44	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-9.29	14.68	-2.02	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.75	4.22	3.97	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.13	0.14	—

注: 根据武汉水务经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第三季度财务数据整理、计算。

分析师

陈溢文 cyw@shxsj.com

林巧云 lqy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

<http://www.shxsj.com>

评级观点

主要优势:

- **良好的外部环境。**武汉水务业务主要集中在武汉市开展, 近年来武汉市经济快速提升, 为武汉水务的经营发展提供了良好的外部经营环境。
- **区域垄断性。**武汉水务是武汉地区集供排水和水务工程建设等为一体的水务龙头企业, 具有较强的区域垄断性, 区域地位稳固。
- **融资渠道畅通。**武汉水务综合实力强, 与多家商业银行保持着较密切的合作关系, 子公司武汉控股已在上海证券交易所上市, 可通过发行股份等方式融资, 公司融资渠道畅通, 可为其业务发展助力。
- **货币资金充裕。**武汉水务供水业务获现能力较强, 政府补助也可为其提供良好补充, 且公司通过销售金沙泊岸等房地产项目获得较多预售款, 货币资金相对充裕, 可为债务的偿付提供一定的保障。

主要风险:

- **行业政策变动风险。**自 2015 年 7 月 1 日起, 我国污水处理业务免增值税的政策被取消, 对行业内企业的盈利水平造成一定的不利影响。
- **成本持续上升, 盈利周期性波动。**武汉水务的核心主业具有成本上升的持续性和价格调整的阶段性特征, 盈利的周期性波动较明显。
- **污水处理费回收存在时滞。**武汉水务污水处理费回收流程和时间长, 在一定程度上影响公司经营性现金流。
- **投融资压力较大。**武汉水务资本性支出规模较大且投资回收期较长, 积聚了一定的投资压力, 融资环境变动对公司盈利及现金流的影响较大。

评级关注

- **九桥一隧盈利机制变化。**自 2018 年 1 月 1 日起，武汉市停止征收武汉市“九桥一隧一路”车辆通行费，武汉水务负责运营的武汉长江隧道盈利机制暂未发生变化，仍由武汉市政府提供运营补贴和资本金补贴。本评级机构将持续关注“九桥一隧一路”停止收费后武汉长江隧道盈利机制可能发生的调整。
- **重大资产重组。**2016 年 10 月，武汉水务上市子公司武汉控股发布重大资产重组公告，内容主要涉及武汉水务核心主业的整体上市，但由于无法完成供水特许经营签署及供水盈利机制建立等工作，该计划于 2017 年 4 月中止。2018 年 7 月，公司对此前提出的同业竞争承诺履行期限进行了延长。本评级机构将持续关注公司重大资产重组进展。

➤ 未来展望

通过对武汉水务及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性很强，并给予本期中期票据 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



武汉市水务集团有限公司 2019 年度第一期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

武汉市水务集团有限公司（简称“武汉水务”、“该公司”或“公司”）是经武汉市委办公厅武办发[2002]15 号文批准，于 2002 年 10 月在原武汉市三镇基建发展有限责任公司的基础上组建而成的国有独资有限责任公司，注册资本为 12.70 亿元，控股股东为武汉市城市建设投资开发集团有限公司（简称“武汉城投”），武汉城投隶属于武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“武汉市国资委”），武汉市国资委为公司实际控制人。

该公司是武汉市自来水供应和污水处理龙头企业集团，具有供排水一体、厂网一体和产业链完备的特点，规模优势和区域垄断优势较明显。截至 2018 年 9 月末，公司共有 11 座水厂，自来水日供水能力为 385 万吨，供水服务区域 1176 平方公里，服务人口 693 万人；拥有 9 家污水处理厂，日处理能力为 191 万吨。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经该公司董事会审议批准，公司拟注册 20 亿元中期票据，本期发行 15 亿元，发行期限为 5 年，所募集资金拟全部用于偿还有息债务本息。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	武汉市水务集团有限公司 2019 年度第一期中期票据
总发行规模:	20 亿元人民币
本期发行规模:	15 亿元人民币
本次债券期限:	5 年
债券利率:	固定利率，为 Shibor 基准利率加上基本利差
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
增级安排:	无

资料来源：武汉水务

截至 2019 年 2 月 1 日，该公司合并口径债券存续金额 20 亿元，发行主体主要为公司和上市子公司武汉三镇实业控股股份有限公司（简称“武汉控股”）

¹，还本付息情况正常。

图表 2. 公司合并口径已发行尚在存续期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付情况
16 武汉水务 MTN001	5.0	3 年	3.09	2016-09-20	2019-09-20	付息情况正常，尚未开始偿还本金
18 武水务 CP001	5.0	365 天	5.19	2018-03-13	2019-03-13	尚未开始还本付息
14 武控 01	6.5	3+2 年	4.70	2014-11-05	2019-11-05	正常
14 武控 02	3.5	5 年	3.60	2016-06-24	2021-06-24	正常
合计	20.0	-	-	-	-	-

资料来源：公开信息

(2) 募集资金用途

偿还有息债务

该公司拟将本期债券募集资金全部用于偿还有息债务本息，以调整公司刚性债务结构，优化融资成本。

(3) 信用增进安排

无。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政

¹ 截至 2018 年 9 月末，该公司持有武汉控股 55.18% 的股份，所持股份均未质押。

策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适

度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

近年来，我国供水领域随着最严格水资源管理制度的落实，开始出现供水总量增速趋缓甚至下降现象，但污水处理领域需求仍不断增长。在近年来持续的政策推动下，黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域需求快速增长，未来将成为水务市场的重点发展领域，市场前景广阔。我国水价受限，总体价格水平不高，导致行业内企业盈利能力偏弱。但近年来全国居民用水价格逐步上调，预计未来水务企业盈利能力将逐步提升。

A. 行业概况

目前我国正处于高速城市化和工业化的发展阶段，截至2017年末，城镇常住人口占总人口的比重达到58.52%，较上年末提高1.17个百分点；同时，2017年我国GDP总量达到82.71万亿元，较上年增长6.9%。在城市化和经济增长的持续推动下，我国水务市场容量不断增长。

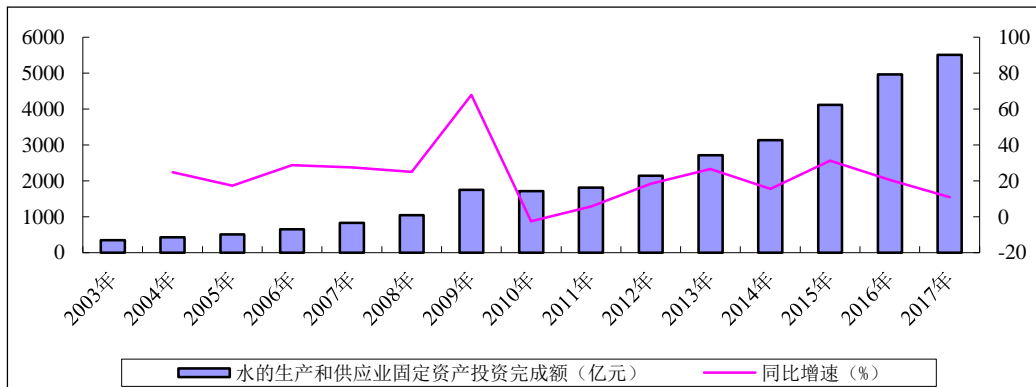
供水方面，我国供水总量在 2013 年达到前期峰值，之后开始出现供水总量增速趋缓甚至下降现象，主要是随着国务院和各省区的一系列最严格水资源管理制度政策出台，省市县全覆盖的“三条红线”控制指标体系基本建立，用水总量控制、用水效率控制、水功能区限制纳污“三条红线”指标逐级分解到省市县三级行政区，农业和工业用水效率逐步提升。2015-2017 年，全国供水总量分别为 6103.20 亿吨、6040.20 亿吨和 6043.4 亿吨，其中 2017 年生活用水、工业用水、农业用水和人工生态环境补水占用水总量的比重分别为 13.9%、21.1%、62.3%和 2.7%，近三年用水格局基本稳定。具体来看，2016 年全国用水总量较上年减少 63.0 亿吨，其中农业用水量减少 84.2 亿吨，工业用水量减少 26.8 亿吨，生活用水量及人工生态环境补水量分别增加 28.1 亿吨和 19.9 亿吨；2017 年全国用水总量较上年小幅增加 3.2 亿吨，其中农业用水量和工业用水量分别减少 1.6 亿吨和 31.0 亿吨，生活用水量及人工生态环境补水量则继续分别增加 16.5 亿吨和 19.3 亿吨。

污水处理方面，近年来我国污水排放总量逐年增加，增幅主要来自生活污水排放，其受城镇化程度和人口数量影响较大，呈快速增长状态；工业污水排放量于 2007 年达到了前期峰值，之后在国家大力实施产业结构调整、淘汰落后产能及积极推广节能减排等政策的作用下，呈逐步下降趋势。根据环保部于 2017 年 2 月发布的《全国环境统计公报（2015 年）》，2015 年我国废水排放总量 735.3 亿吨，其中城镇生活污水排放量 535.2 亿吨，工业废水排放量 199.5 亿吨。2014-2016 年，我国城市年污水处理总量分别为 401.52 亿吨、428.83 亿吨和 448.80 亿吨，城市污水处理率分别为 90.18%、91.90%和 93.44%，城市污水处理效率逐年提高。

随着我国国民环保意识的提升，其对生活品质和环境要求有所提高，并且在相关政策的推动下，除供水和污水处理两大传统领域之外，我国黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域的需求快速增长，未来将成为水务行业的重要利润增长点。黑臭水体治理方面，根据规划，地级及以上城市建成区需于 2017 年底前实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口，于 2020 年底前完成黑臭水体治理目标；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。海绵城市建设方面，根据《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》（国办发【2015】75 号），“十三五末”海绵城市建设总投资据测算将突破 1 万亿元。农村水环境治理方面，“十三五”期间，结合水质改善要求和国家重大战略部署，我国农村环境综合整治范围将涉及各省（区、市）的 14 万个建制村。预计上述领域的资金投入需求较大。

² 最新数据尚未公布。

图表 3. 2003 年以来水的生产和供应业固定资产投资完成额



数据来源：Wind 资讯

从固定资产投资情况来看，自 2010 年以来，水务行业固定资产投资完成额整体呈快速增长态势，但其增速受政策的周期性影响有所波动，近三年投资增速趋于放缓，其中 2017 年行业固定资产投资完成额共 5509.15 亿元，同比增长约 11%。整体上，从规模和增速来看，传统领域的城市供水项目投资逐步趋于饱和，但随着污水处理、黑臭水体治理、海绵城市建设等方面政策出台，预计未来两年行业投资规模仍将处于较高水平。

作为水务行业市场化改革的核心，水价水平直接影响行业内企业的运营能力，并对拓宽水务市场融资渠道及改革现行供排水管理体制至关重要。我国到户水价主要由水资源费、供水价格和污水处理费三部分组成。其中，供水价格由政府主导定价，采用价格听证会制度，根据加成成本保证水务企业合理的利润空间，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的供水价格分别为 2.04 元/吨、2.14 元/吨、2.19 元/吨和 2.22 元/吨。根据《城市供水价格管理办法》，供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率 8-10%；其中主要靠政府投资的，企业净资产利润率不得高于 6%；主要靠企业投资的，还贷期间净资产利润率不得高于 12%，还贷结束后恢复到平均值水平。我国污水处理费按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，一般每三年核定一次。根据发改价格〔2015〕119 号《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，2016 年底前，设市城市污水处理收费每吨调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇每吨调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元；相关收费已达最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；至于未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为 0.88 元/吨、0.89 元/吨、0.97 元/吨和 0.97 元/吨。

总体来说，从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价仍然偏低，现行水价既不能反映市场供求关系，也不能反映资源稀缺程度和环境污染成本，但是在资源品价格改革以及节能减排的大趋势下，水的资源属性将逐渐

得以体现。同时，近年来我国对自来水生产企业出水质量要求不断提高，2015年11月原环保部公布《城镇污水处理厂污染物排放标准》（征求意见稿），预计未来我国污水处理厂排放标准也将全面提高，水质标准的提高也将促使水务企业不断加大自身投入，提升服务质量。

B. 政策环境

近年来，我国不断出台推动水利水务事业的相关规划，预计将推动行业投资规模进一步提升。

在传统水务领域，国务院于2016年12月发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，对“十三五”期间新增管网、污水处理设施、污泥无害化处置、再生水利用设施、初期雨水治理设施以及提标改造污水处理设施等的规模和投资额作出了具体规划。在黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域，相关规划文件也已出台，虽然文件中并未明确十三五期间的计划投资规模，但若需实现文件中提出的建设或治理目标，黑臭水体治理领域市场空间预计超过1500亿元，海绵城市建设投资市场空间预计在1.5万亿元左右³，农村水环境治理的市场空间预计超过500亿元。同时，2017年10月17日，原国家环保部、国家发改委、水利部联合印发《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》（简称“规划”），《规划》落实“水十条”编制实施七大重点流域水污染防治规划的要求，将“水十条”水质目标分解到各流域，明确了各流域污染防治重点方向和京津冀区域、长江经济带水环境保护重点，第一次形成覆盖全国范围的重点流域水污染防治规划。

随着行业运营模式从原本的单个供水、污水处理项目的点源治理逐步向黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等面源治理过渡，单个项目的投资规模大幅提高，对项目参与方的资金实力和融资能力也提出了更高要求。因此，政府也在项目融资方面出台相应政策，以确保项目顺利开展。其中，2015年财政部、原环保部两部门印发了《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作（PPP）的实施意见》，2017年国家财政部、原环保部等四部委联合印发《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》（简称《通知》），分别在相关领域鼓励和推进PPP模式。值得注意的是，《通知》强调政府参与PPP项目的风险隔离，这有利于缓解政府债务压力，有助于提高政府参与效率，且规范化的要求有利于PPP模式可持续发展。此外《通知》要求在污水、垃圾处理领域全方位引入市场机制，快速建立污水垃圾处理领域基于绩效的PPP项目收益机制，强化绩效考核和按效付费制度。根据上述安排，预计有丰富PPP经验的专业公司承接PPP项目绩效更佳，专业公司有望逐渐提升市场占有率，实现快速成长。

³ 根据《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》（国办发【2015】75号），海绵城市建设将综合采取“渗、滞、蓄、净、用、排”等措施，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将70%的降雨就地消纳和利用，到2020年城市建成区20%以上的面积达到目标要求；到2030年，城市建成区80%以上的面积达到目标要求。按每个城市平均25亿元左右的投资测算，海绵城市的建设将拉动超过1.5万亿左右的投资。

图表 4. 2018 年以来国家出台的水务行业主要政策及事件

发布时间	政策/会议	主要内容
2018/3	2018 年政府工作报告	2018 年要加大污水处理设施建设力度，完善收费政策。实施重点流域和海域综合治理，全面整治黑臭水体。
2018/4	2018 年中央财经委员会第一次会议	研究打好三大攻坚战的路径和举措。提出打赢蓝天保卫战，打好柴油货车污染治理、城市黑臭水体治理、渤海综合治理、长江保护修复、水源地保护、农业农村污染治理攻坚战，确保 3 年时间明显见效。
2018/4	2018 年黑臭水体整治和城镇、园区污水处理设施建设专项行动方案	生态环境部将联合住房城乡建设部于 5 月初启动 2018 年黑臭水体整治环境保护专项行动，以 2017 年需完成的《水十条》目标任务为重点，督促各地打好污染防治三年攻坚战，确保完成 2020 年工作目标。
2018/5	乡村振兴战略规划（2018-2022 年）	首次建立了乡村振兴指标体系，其中有关农村环境治理的重大工程有 22 项，包括农业废弃物资源化利用、农村垃圾治理、农村生活污水治理、厕所革命、湿地保护与修复、重点流域综合治理等。
2018/6	2018-2019 年蓝天保卫战重点区域强化督查方案	6 月 11 日启动强化督查，持续到 2019 年 4 月 28 日结束。生态环境部将对“2+26”城市总体安排 200 个左右的督查组，汾渭平原 11 个城市总体安排 90 个左右的督查组，每个督查组由 3 人组成，主要从地方环保系统和生态环境部直属单位抽调。
2018/9	江苏省环境保护厅联合印发《关于深入推进绿色金融服务生态环境高质量发展的实施意见》	共三十三条，针对包括绿色信贷、绿色证券、绿色担保、绿色基金、绿色保险、环境权益交易市场等在内的绿色金融各主要环节，且提出有明确幅度的对绿色信贷、绿色债券进行贴息及补偿等支持措施。

资料来源：公开信息，新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

近年来持续的政策推动提高了水务行业内企业发展的积极性，部分实力较强的全国性水务投资集团快速扩张，2015 年以来，我国水务行业集中度不断提升。据了解，目前重资产水务投资集团正成为我国水务投资和运营的重要力量，其运营供水能力占全国的 12.8%，污水处理能力占全国的 30.7%，二者合计共占全国污水处理和供水能力总量的 18.7%，这一比例伴随着 PPP 的深化还在继续增加中。

图表 5. 行业内核心样本企业 2017 年度基本数据概览（单位：亿元，万立方米/日）

核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）				
		营业收入	综合毛利率%	年末供水能力	年末污水处理能力	总资产	资产负债率%	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
北控水务集团有限公司*	全国	211.92	30.50	1869.58	1210.52 ⁴	1004.61	67.11	0.65	44.41	-67.14
北京首创股份有限公司	全国	92.85	31.40	1217.58	1090.04	509.94	66.40	0.76	7.02	24.89
上海实业环境控股有限公司	全国	46.39	29.88	219.50	908.40	256.49	60.06	0.92	6.84	-0.13
天津创业环保集团股份有限公司	天津市	21.48	39.90	64.00	471.30	124.53	56.53	2.04	5.19	9.12
中国光大水务有限公司*	山东、江苏、东北等	35.92	34.26	—	381.50	180.48	52.67	1.28	5.81	-2.64
重庆康达环保产业(集团)有限公司	山东、河南、安徽等	24.90	38.25	—	302.40	182.27	72.39	0.50	5.12	-9.72

资料来源：新世纪评级整理（*单位为亿港元）。

目前，我国重资产水务投资集团第一梯队主要集中在北控水务集团有限公司、北京首创股份有限公司（简称“首创股份”）、天津创业环保集团股份有限公司、上海实业环境控股有限公司和中国光大水务有限公司等，上述企业资本实力、融资优势、运营管理能力和政府资源均处于行业领先水平，因资金实力

⁴ 含委托运营项目。

雄厚、水务产业链较完整、运营经营丰富而具备较强的竞争优势。上述企业的业务区域已涵盖全国主要省份，其所在区域内存在一定的进入壁垒。

D. 风险关注

易受融资环境变化的影响。近年来水务市场空间持续增长，我国水务行业基础设施投资加速，水务企业投融资压力大，非筹资性现金流持续净流出，融资能力对于企业现金流的维持有重要作用。此外，由于行业存在资本密集性特征，融资成本也在一定程度上影响水务企业的盈利能力。2018 年以来，国内融资环境相对放松，各期限国债收益率基本呈波动下行态势，但债券市场风险事件不断，对发债企业而言，融资环境仍较复杂。

项目回款不确定性加大。水务企业核心竞争优势在于稳定的项目回款周期。近年来随着水务企业“跑马圈地”，传统的供水和污水处理领域优质项目已基本布局完毕，新开发项目存在区域经济体量小，区域财力偏弱的问题，水环境综合治理等新领域项目回款则主要为政府购买服务的方式，项目回款高度依赖于地方政府财力和支付意愿，而我国地方政府债务压力大，2018 年 1 月已首现地方政府融资平台债务违约事件，水务企业未来项目回款不确定性加大。

市场竞争加剧。近年来我国水务行业政策推动力度大，凭借相对稳定的投资回报率和相对较低的技术门槛，大量企业携资本进入，行业竞争加剧，使得部分水务企业在项目拓展时面临风控标准和盈利空间下降的风险。

项目运营成本上升。近年来陆续出台的水务行业政策对水务企业，尤其是污水处理企业的出水标准提出了较高的要求，对于违规企业处罚力度也大幅提高，但在另一方面，污水处理企业在其服务区域内，仍面临当地部分工业企业偷排超标水，导致其污水处理厂进水水质超标的问题，在此环境下，污水处理企业通过增加药剂使用量或处理工序以实现出水水质达标，导致运营成本上升。

(3) 区域市场因素

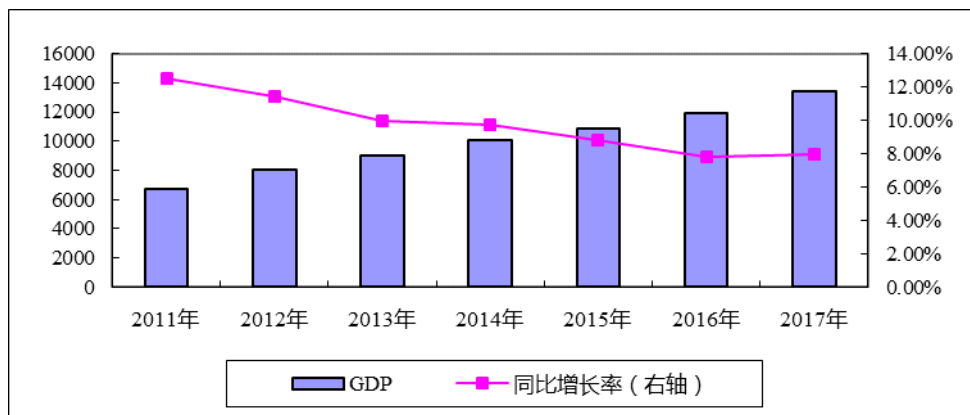
武汉市是我国中西部地区的中心城市，全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽。近年来，武汉市经济实力快速提升，人均收入水平逐年提高，工业基础较雄厚且发展态势良好，为武汉市水务行业发展奠定了良好的社会和经济基础。

武汉市是我国湖北省省会，全市总面积 8494 平方公里，常住人口 1060.77 万人（2016 年末），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，全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽。

2015-2017 年，武汉市分别实现地区生产总值 10905.60 亿元、11912.61 亿

元和 13410.34 亿元⁵，按可比价格计算，同比分别增长 8.80%、7.80%和 8.00%。从三次产业完成情况看，第一产业增加值分别为 359.81 亿元、390.62 亿元和 408.20 亿元，同比分别增长 4.8%、3.4%和 2.8%；第二产业增加值分别为 4981.54 亿元、5227.05 亿元和 5861.35 亿元，同比分别增长 8.2%、5.7%和 7.1%；第三产业增加值分别为 5564.25 亿元、6294.94 亿元和 7140.79 亿元，同比分别增长 9.6%、9.9%和 9.2%。经济结构持续优化，2017 年三次产业结构由上年 3.3: 43.9: 52.8 调整为 3.0: 43.7: 53.3，第三产业比重较上年提高了 0.5 个百分点。2018 年前三季度，武汉市地区生产总值同比增长 8.3%至 10579.50 亿元，其中，第一产业增加值同比增长 2.7%，第二产业同比增长 7.7%，第三产业同比增长 9.0%，三次产之比为 2.6: 43.1: 54.3。

图表 6. 2011-2017 年武汉地区生产总值及增速（单位：亿元）



资料来源：历年武汉市国民经济和社会发展统计公报

2015-2017 年，武汉市完成固定资产投资分别为 7725.26 亿元、7039.79 亿元和 7871.66 亿元，同比增幅分别为 10.3%、-2.6%和 11.0%，其中完成民间投资分别为 4340.99 亿元、3839.49 亿元和 4040.01 亿元，同比增幅为 6.8%、-10.3%和 5.2%。从投资产业结构看，第一产业完成投资分别为 34.12 亿元、44.83 亿元和 45.35 亿元，同比分别增长 52.8%、31.4%和 1.2%；第二产业完成投资分别为 2844.65 亿元、2263.36 亿元和 2508.70 亿元，增幅分别为 7.6%、-13.1%和 10.8%；第三产业完成投资分别为 4802.12 亿元、4731.60 亿元和 5263.16 亿元，增幅分别为 11.8%、2.8%和 11.2%。2018 年前三季度，武汉市固定资产投资同比增长 10.7%，其中民间投资增长 10.0%，占全市投资比重 51.4%，比重较年初提高 4.8 个百分点。

2015-2017 年，武汉市全体居民人均可支配收入分别为 32478 元、35383 元和 38642 元，同比增长 9.60%、8.94%和 9.21%，其中城镇常住居民人均可支配收入为 36436 元、39737 元和 43405 元，同比分别增长 9.50%、9.06%和 9.23%；农村常住居民人均可支配收入 17722 元、19152 元和 20887 元，同比分别增长 9.70%、8.07%和 9.06%。2017 年以来，武汉市人民生活水平的提高和工业的快速发展，为武汉市水务行业发展奠定良好的社会和经济基础。2018 年前三季度，武汉市城乡居民人均可支配收入为 31070 元，同比增长 9.12%；

⁵ 数据来源：武汉市统计局。

其中城镇常住居民人均可支配收入 34668 元，农村常驻居民人均可支配收入 17656 元，同比分别增长 9.20% 和 8.55%。

随着经济的增长，武汉市财政收入保持增长态势，财政实力较强。2015-2017 年武汉市公共财政预算收入分别为 2231.67 亿元、2423.2 亿元和 2677.66 亿元，同比分别增长 17.6%、11.8% 和 10.5%；其中地方一般公共预算收入分别为 1245.63 亿元、1322.10 亿元和 1402.93 亿元，分别同比增长 12.0%、10.1% 和 11.2%；在地方一般公共预算收入中，税收收入分别为 1015.91 亿元、1091.9 亿元和 1178.77 亿元，分别同比增长 12.0%、7.5% 和 14.3%。2018 年前三季度，武汉市公共财政预算收入为 2422.62 亿元，其中地方一般公共预算收入 1263.77 亿元，同比分别增长 11.6% 和 12.2%。

就该公司服务范围内供水现状来看，武昌地区水厂水源单一，抗水源风险能力差，现状水厂、加压站多已达到或超过设计规模，供水主干系统也有待完善，随着未来城、左岭新城等区域内大型项目入驻建设，用水量缺口较大，局部地区用水紧张；汉阳地区同样存在水厂实际生产能力接近设计规模的情况，存在供水安全风险，由于部分关键管道未实施，局部如四新地区、鹦鹉大道沿线及末端区域供水条件紧张；汉口地区宗关水厂供水量占区域总供水量的 70%，单一水厂供水比重过高，存在供水安全隐患，局部如谏家矶、幸福苑区域以及汉口老城区供水设施薄弱。此外公司供水范围内存在大量老旧管道，武昌、汉口地区老旧管道问题尤为突出，除造成漏损外，还存在爆管和水质隐患。总体来看，公司供水压力日渐增大，需从扩建水厂、新建供水主干管和改造老旧管道等多方面改善供水环境，提高城市整体供水安全性，满足居民用水需求。

2017 年，武汉市出台《武汉市“四水共治”工作方案（2017—2021 年）》，为武汉市“四水共治”排出时间表，按照 5 年行动计划，武汉市将调整供水布局、提升制水工艺和改造供水管网，全面推进“防洪水、排涝水、治污水、保供水”。根据《武汉市 2018 年政府工作报告》，2017 年武汉市实施治水项目 347 个，投资 230 亿元，增长 95%；16 项重点排涝工程汛前投用，中心城区新增抽排能力 490 立方米/秒，比上年提升 50%；城镇生活污水、工业园区废水、农业面源污染等治理全面加强，19 条黑臭水体基本完成整治；561 处“三无”老旧社区二次供水设施完成改造；农村饮水安全工程提档升级，受益人口近百万；国家海绵城市三年试点任务全面完成。2018 年，武汉市持续推进“四水共治”，防洪水方面，强化两江干堤、连江支堤、中小河流、水库山洪、湖泊民垸等防线，重点提升主要连江支流防洪能力；排涝水方面，深入推进海绵城市建设，新改扩建城排泵站 12 座，中心城区抽排能力新增 400 立方米/秒；治污水方面，推进老旧城区雨污分流改造，实施工业污染源全面达标排放计划，强化东湖、南湖、黄孝河、机场河等水体综合整治；保供水方面，完成堤角、白鹤嘴等水厂扩建改造，分区域开展直饮水试点，积极开展中水回用试点，继续推进老旧社区二次供水设施改造，加强应急水源地建设。“四水共治”的持续推进有利于改善武汉市的水环境，加强了该公司的业务运营

保障，其中政府在治污水和保供水方面的支持为公司对污水处理厂和供水厂的投建和升级改造创造了背景，公司未来或继续拓展业务，加大对污水处理项目和供水项目的投资建设。

2. 业务运营

该公司主要从事武汉市的自来水供应、污水处理以及水务工程建设等业务，水务产业链完整，主业开展情况较稳定。除水务主业外，公司还从事房地产开发业务，此外，公司在建的供水和污水处理项目较多，存在一定的投融资压力。

该公司以水务为主业，拥有包括制水、供水及污水处理的厂网一体化的体系，主营业务较为突出，产业链较完整。此外，公司还运营水务工程建设和房地产开发等业务。2015-2017年和2018年前三季度，公司实现营业收入分别为33.78亿元、33.52亿元、37.47亿元和41.28亿元，2018年前三季度，因金沙泊岸房产开发项目结转收入，当期收入较上年同期增长75.50%。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
供水	武汉市	规模/资本/资产/成本/政策
污水处理	武汉市	规模/资本/资产/成本/政策
工程建设	武汉市	成本/技术/管理/品牌
房地产	武汉市	政策/资本/成本

资料来源：新世纪评级整理

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

业务	2015年		2016年		2017年		2018年 前三季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
收入								
供水	11.12	32.92	11.79	35.19	12.30	32.82	9.57	23.18
污水处理	9.51	28.15	9.71	28.96	10.25	27.36	8.70	21.08
工程建设	10.60	31.37	8.32	24.83	9.96	26.59	5.92	14.34
房地产	0.65	1.93	2.28	6.80	3.39	9.05	15.73	38.11
其他	1.90	5.63	1.41	4.22	1.57	4.18	1.36	3.29
合计	33.78	100.00	33.52	100.00	37.47	100.00	41.28	100.00
毛利率								
供水		16.84		11.07		10.21		13.28
污水处理		45.34		41.16		39.58		45.82
工程建设		14.01		12.14		11.70		13.78
房地产		56.16		44.30		50.13		49.21
其他		-18.19		-40.33		-43.22		-29.94
综合		22.76		20.14		20.02		32.64

注：武汉水务提供，新世纪评级整理（尾差系四舍五入所致）

A. 供水业务

供水业务为该公司的核心业务之一，公司的供水业务在武汉市处于垄断地位，除武钢集团有限公司自建供水系统以外，武汉主城区的供水均由公司负责。其中，自来水公司负责汉口、武昌、东湖高新和汉阳地区的供水；上市子公司武汉控股从事汉口等区域的自来水生产；武汉新洲阳逻供水实业有限公司（简称“阳逻供水公司”）、武汉长江供水实业有限公司（简称“长江供水公司”）则分别负责武汉阳逻经济开发区、武汉经济技术开发区内的供水。近年来随着金口水厂、白沙洲水厂和余家头水厂新建或扩建工程逐步完成，公司供水能力逐步提升，截至 2018 年 9 月末，公司共有 11 座水厂，DN100 以上管道长 5643 公里，DN50 及以上阀门 9.70 万座，自来水日供水能力为 385 万吨，供水服务区域 1176 平方公里，服务人口 693 万人。

图表 9. 公司下属水厂情况

水厂名	所在区域	权益比例	生产能力
			(万吨/日)
宗关	汉口	100.00%	105
堤角	汉口	100.00%	16
白鹤嘴	汉口	100.00%	25
国棉	汉阳	100.00%	4
琴断口	汉阳	100.00%	30
平湖门	武昌	100.00%	20
白沙洲	武昌	100.00%	80
余家头	武昌	100.00%	40
长江供水	沌口开发区	71.01%	30
阳逻供水	阳逻开发区	89.56%	10
金口水厂	武昌	100.00%	25
合计	--	--	385

注：新世纪评级整理

该公司年售水量和售水收入总体呈稳定增长态势，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司分别实现售水量 7.24 亿吨、7.49 亿吨、7.81 亿吨和 5.88 亿吨，实现售水收入分别为 11.12 亿元、11.79 亿元、12.30 亿元和 9.57 亿元。2015-2017 年，公司管网漏损率分别为 17.84%、18.52% 和 16.04%。此外，受成本持续上升等因素影响，2015-2017 年供水业务毛利率持续下降。同期，公司供水业务毛利率为 16.84%、11.07%、10.21% 和 13.28%。

图表 10. 近三年及一期公司供水具体情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
日供水能力（万吨）	375	375	385	385
供水总量（亿吨）	9.74	10.14	10.42	8.14
售水总量（亿吨）	7.24	7.49	7.81	5.88
其中：居民	5.04	5.03	5.13	3.80
工业	0.79	0.82	0.83	0.67
管网漏损率（%）	17.84	18.52	16.04	-

资料来源：武汉水务

从供水结构看，2015-2017 年和 2018 年前三季度，居民用水占该公司售水总量的比例分别为 69.61%、67.16%、65.69% 和 64.63%，居民是公司主要用水群体。近年来，受益于城市区域的扩张和人口的增长，公司居民用水售水量稳定增长。非居民用水方面，随着武汉工业结构调整的不断深入，武汉市区范围内生产型企业数量有所下降，加上企业节水意识增强，公司工业用水供水量增长乏力，导致 2013 年以来公司非居民用水售水量增速较慢。目前武汉市东湖高新、沌口等区域工业发展趋势较好，且武汉城市化进程继续推进，有望带动公司售水量继续小幅增长。

供水价格方面，2016 年 2 月及以前，武汉市执行水价为 2013 年 2 月调整的水价。此前供水价格已有 6 年未进行调整，水价在国内属于较低水平。2016 年 2 月起，根据《市发改委关于暂停征收武汉市中心城区供水价格中城市公用事业附加费的通知》（武发改委价格【2016】29 号），武汉市暂停征收城市公用事业附加费，2015 年 10 月 1 日至 2016 年 1 月 31 日期间用户已缴纳的城市公用事业附加费，将采取冲抵水费方式退还用户。价格调整后，武汉市一般居民用水三级价格分别为 1.37 元/立方米、2.05 元/立方米和 2.74 元/立方米，因公用事业附加费原并未计入该公司收入，故该价格调整不会对公司盈利能力产生负面影响。

图表 11. 武汉市供水价格调整情况表（单位：元/立方米，元）

用水类别	2013 年 2 月起供水价	2016 年 2 月 1 日起供水价	增减金额
居民生活用水 ¹	1.52	1.37	-0.15
居民生活用水 ²	2.28	2.05	-0.23
居民生活用水 ³	3.04	2.74	-0.30
非居民生活用水	2.35	2.12	-0.23
特殊用水	9.00	8.10	-0.90

注：1、资料来源：武汉水务

2、居民生活用水¹：户月用水量中（户籍人口 4 人及以下，下同）25 立方米（含本级）以内的水量；月人均用水量中（户籍人口 5 人及以上，下同）6.25 立方米（含本级）以内的水量。

3、居民生活用水²：户月用水量中 25 立方米（不含本级）至 33 立方米（含本级）的水量；月人均用水量中 6.25 立方米（不含本级）至 8.25 立方米（含本级）的水量。

4、居民生活用水³：户月用水量中超过 33 立方米（不含本级）的水量；月人均用水量中超过 8.25 立方米（不含本级）的水量。

供水成本主要包括折旧、维修、人工、动力和矾、氯等药剂成本等。2017 年末，得益于金口水厂及管道转固等影响，该公司固定资产总额较上年末增长 3.95%，导致累计折旧增加。2018 年前三季度，公司供水业务成本为 8.30 亿元，同期供水业务毛利率为 13.28%，供水业务毛利率处于行业较低水平。

该公司水源地为长江和汉江，由于武汉市位于长江和汉江两江交汇处，市内湖泊众多，水资源相对丰富。长江武汉段水面宽度一般在 1000-2000 米之间，市域多年平均入境水量 6493 亿立方米，长江武汉段绝大部分水指标满足国家颁发的《地表水环境质量标准》三类标准以上，水质较好；汉江武汉段是集中

式饮用水水源二级保护区，执行国家颁发的《地表水环境质量标准》三类标准，经多年监测，汉江武汉段水质保持三类水质，水质较好。近年来，公司出厂水质综合合格率和压力合格率均在 99% 以上，供水管网水质合格率达到 100%。

B. 污水处理业务

污水处理业务是该公司核心主业之一，主要由下属孙公司武汉市城市排水发展有限公司（简称“排水公司”，武汉控股的全资子公司）运营。截至 2018 年 9 月末，公司拥有 9 家污水处理厂，日处理能力为 191 万吨，相应的污水泵站 26 座、污水收集管网 197.5 公里。随着新建污水处理厂投运及原有污水处理厂产能的提升，2017 年公司污水处理业务范围扩大至武汉市中心城区除沌口新城、黄金口污水处理厂服务范围以外的区域。2016 年和 2017 年公司污水处理量分别占武汉市区污水处理量的 73.00% 和 96.00%。

2015-2017 年，该公司累计污水处理结算量分别为 5.23 亿吨、5.63 亿吨和 6.03 亿吨。同期，公司实现污水处理费收入为 9.51 亿元、9.71 亿元和 10.25 亿元；污水处理业务毛利率分别为 45.34%、41.16% 和 39.58%，2017 年同比下降 1.58 个百分点，主要系根据环保要求以及污水处理厂实际情况，部分污水处理厂尾水排放标准由一级 B 提升为一级 A，为更好的出水水质排放，公司采取多项辅助措施，如加大投放药剂，加大排泥等，增加了污泥量，致污泥处理成本提高。2018 年前三季度，公司污水处理量为 5.09 亿吨；同期污水处理业务收入为 8.70 亿元，毛利率为 45.82%，成本压力略有缓解。

图表 12. 截至 2018 年 9 月末公司运营的污水处理厂（单位：万吨）

项目名称	二郎庙	沙湖	落步嘴	龙王嘴	南太子湖	三金潭	黄家湖	黄浦路	汤逊湖	合计
合约生效期	2012.1	2013.9	2012.1	2012.1	2012.1	2012.1	2012.1	2012.1	2012.1	—
污水处理能力 (万吨/日)	24	15	12	30	20	50	20	10	10	191
出水水质	一级 B	一级 B	一级 B	一级 A	一级 A	一级 A	一级 A	一级 A	一级 A	—
污水处理量：2015 年	8554	5644	2214	9506	7370	11743	3006	1544	2685	52264
2016 年	8692	5732	2707	9248	6802	14401	3255	1508	3640	56254
2017 年	9218	5723	3640	9253	7547	15210	3660	2363	3670	60283
2018 年前三季度	6824	4338	2943	7067	6394	13934	4654	2159	2597	50910
运营期限	30 年	至 2042 年 1 月	30 年	30 年	30 年	30 年	30 年	30 年	30 年	—
运营模式	特许经营	特许经营	特许经营	特许经营	特许经营	特许经营	特许经营	特许经营	特许经营	—
现行收费标准	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	1.99 元/吨	—

注：根据武汉水务提供资料整理

根据该公司与武汉市政府签订的污水处理特许经营协议（简称“协议”），武汉市人民政府授权批准将武汉市主城区污水处理系统中的污水处理设施和政府方（即市水务局）确定由排水公司运行维护管理的污水处理设施纳入排水公司名下，服务区域包括黄浦路、三金潭、南太子湖、二郎庙、龙王嘴、黄家湖、落步嘴、汤逊湖等污水处理厂的污水处理服务区域及政府方确定的其他服务区域⁶，项目运营期限为自协议签署正式生效之日起计算至第三十（30）

⁶ 沙湖污水处理厂是在该公司于 2013 年重大资产重组（公司于本次资产重组合并了武汉市城市排水发展有限公司）

个周年日止，污水处理服务费初始支付单价为 1.99 元/吨。目前公司污水处理平均价格仍为 1.99 元/吨，公司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。公司污水处理价格虽已多年未调整，但排水公司净资产收益率仍保持较好水平。

该公司污水处理服务费原由武汉市财政局委托市城建基金办支付，2019 年起由武汉市水务局支付，支付周期为每季度支付一次，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司实际收到污水处理服务费分别为 5.76 亿元、6.19 亿元、6.63 亿元和 5.39 亿元，分别占污水处理收入的 60.62%、63.75%、64.67% 和 61.95%，公司污水处理服务费的资金回收周期较长。

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。2017 年，折旧、药剂等成本有所上升，拉动污水处理业务平均成本小幅上升 1.22% 至 1.03 元/吨。2018 年前三季度，人工成本、污泥处置费用和其他生产成本下降导致污水处理业务平均成本下降 9.71% 至 0.93 元/吨。

图表 13. 公司污水处理业务成本构成情况

	单位	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
污水处理平均成本	元/吨	0.99	1.02	1.03	0.93
其中：电	%	20.55	18.22	17.72	18.32
药剂及消毒剂	%	3.80	4.34	4.50	4.97
折旧费	%	32.53	37.18	33.87	36.54
人工成本	%	17.08	16.92	17.77	15.92
污泥处置费用	%	9.48	9.88	12.46	12.69
其他生产成本	%	16.56	13.46	13.68	11.57

注：根据武汉水务提供资料整理

C. 工程建设

该公司的水务工程建设业务主要是供排水工程，由武汉市水务建设工程公司（简称“工程公司”）承接，工程公司具备市政公用工程施工壹级资质。作为武汉市主要的供排水工程施工企业，武汉水务建工在武汉市市场占有率高。此外，近年来公司相继承接了成都、坦桑尼亚、约旦、宁波、红安、海南等国内外多项给排水工程，市场知名度不断提高。

该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。2015-2017 年和 2018 年前三季度，水务工程建设业务分别实现收入 10.60 亿元、8.32 亿元、9.96 亿元和 5.92 亿元；同期毛利率分别为 14.01%、12.14%、11.70% 和 13.78%。受工程收入和成本结算周期等因素影响，水务工程建设业务毛利率存在一定波动。总

发生之前已拥有的存量资产，后续为便于管理，公司将沙湖污水处理厂划入武汉市城市排水发展有限公司，故沙湖污水处理厂合约生效期与其他污水处理厂不同。

体而言，公司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，但由于该项业务盈利水平不高，对公司盈利贡献度较小。

D. 房地产

该公司逐步介入房地产开发，近年来主要开发了“都市假日”、“都市经典”、“武汉控股大厦”和“都市经典二期（金沙泊岸）”等项目。

“都市假日”项目为住宅项目，位于武汉市东西湖区，总投资 2.20 亿元，可售面积 9.22 万平方米，已全部销售完毕，平均销售价格为 3140 元/平方米，实现销售收入约为 2.87 亿元。

“都市经典”为住宅项目，分两期开发。“都市经典”一期第 1、2 组团于 2002 年开始销售，现已基本完成销售，销售收入也已于 2012 年之前结转。“都市经典”一期 3、4 组团总投资 5.54 亿元，可供出售面积 10.84 万平方米，截至 2018 年 9 月末已全部出售，3、4 组团平均销售价格约为 7500 元/平方米，“都市经典一期”项目已全部实现销售，总计回笼现金 11.14 亿元，项目收益情况较好。

武汉控股大厦项目为商铺、写字楼项目，位于武汉市武昌区中北路 P(2009)039 号地块，该地块位于武汉市武昌中北路，东侧临 60 米宽的城市主干道中北路，北侧临规划道路秦园路东段，西临武重专用铁路线。武汉控股大厦总投资 3.4 亿元，可供出售面积为 2.4 万平方米（不包括车位），于 2016 年开盘预售，计划 94.05% 用于出售，5.95% 自用。截至 2018 年 9 月末，该项目已出售 1.80 万平方米，累计结转收入 3.62 亿元，销售情况较好，关注未出售部分销售情况。

都市经典二期（金沙泊岸）项目位于武汉市洪山区余家湖村，为高档住宅项目，由 9 栋住宅楼及一所配套学校组成。项目背靠已建成的都市经典一期住宅区，南靠沙湖和秦园路，西为武汉市园林局绿化用地，东临规划路。项目总投资 46.51 亿元，规划净用地面积 14.46 万平方米，规划用地性质为城镇住宅用地，出让年限为 70 年，容积率控制在 2.4 以内，建筑密度不大于 20%。项目设计总建筑面积 50.45 万平方米（其中地下室 1-2 层 15.18 万平方米，地上 1-53 层 34.67 万平方米），可售面积 31.36 万平方米。截至 2018 年 9 月末，该项目已完成建设，并取得竣工验收备案手续，已销售 31.07 万平方米，累计结转收入 18.40 亿元。

图表 14. 截至 2018 年 9 月末公司在售房地产项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目	占用土地面积	类别	总投资	可销售建筑面积		累计结转收入
				总面积	已销售	
武汉控股大厦	0.60	商用	3.40	3.91	1.80	3.62
金沙泊岸项目	14.46	住宅	46.51	31.36	31.07	18.40
合计	15.06	-	49.91	35.27	32.87	22.02

注：根据武汉水务提供资料整理

图表 15. 截至 2018 年 9 月末公司在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目	物业类型	总投资额	截至 2018 年 9 月末已投资额	2019 年计划投资额	2020 年计划投资额
黄陂区 P179 项目	住宅	19.0	6.79	6.09	5.00
合计	-	19.0	6.79	6.09	5.00

注：根据武汉水务提供资料整理

该公司在建项目主要为黄陂区 P(2017)179 号地块项目，由武汉三镇实业房地产开发有限责任公司（简称“三镇地产”，公司的全资子公司）、武汉临空香廷置业有限公司（简称“临空香廷”）和武汉华发置业有限公司等 5 家公司通过项目公司（武汉崇鸿裕业房地产开发有限公司）进行合作开发。项目规划净用地面积 11.86 万平方米，用地性质为住宅和科教，主要由住宅楼及配套学校构成，其中公司持股 30%、临空香廷持股 20%、其他股东持股 50%，项目总投资约 17.7 亿元。2018 年 7 月 2 日，该合作项目已经正式签约，并完成项目公司的工商变更手续。2018 年 7 月 23 日，公司完成投资及股东借款约 2.30 亿元，其他股东方也在同日按照持股比例完成资金投入。截至 2018 年 9 月末，项目累计投资额为 6.79 亿元，2019-2020 年计划投资额分别为 6.09 亿元和 5 亿元。该项目预计 2020 年完成销售，2021-2022 年实现交房。

E. 其他业务

该公司其他业务主要为武汉长江隧道运营和水表销售等业务。武汉控股投资武汉长江隧道建设有限公司（简称“隧道公司”）6.40 亿元，持有其 80% 的股权。隧道公司负责投资建设武汉长江隧道工程，工程预算总投资 22.56 亿元，实际到位建设资金 21.18 亿元，已于 2008 年 12 月运行试通车。根据协议，公司在长江隧道不具备单独收费条件时，将获得武汉市人民政府城市建设基金管理办公室给予政府营运补贴和资本金补贴，营运补贴用于隧道公司运营成本费用支出⁷，资本金补贴为隧道公司股东投入的项目资本金每年 4.4%（所得税后）⁸。2011 年，武汉市出台了《武汉市贷款建设的城市道路桥梁隧道车辆通行费征收管理办法》及其实施细则，公司发布公告称由于目前长江隧道仍不具备单独收费条件，武汉市政府仍将按照原有协议对公司提供政府运营补贴和资本金补贴。2015-2016 年公司因武汉长江隧道收到的运营费用和财务费用合计补贴分别为 1.40 亿元和 1.29 亿元，同期，公司隧道运营业务成本分别为 1.10 亿元和 1.09 亿元；2017 年，公司收到隧道运营补贴 1.25 亿元（计入其他收益）和隧道公司资本投入补贴 0.28 亿元（计入营业外收入），公司隧道运营成本为 1.12 亿元，补贴收入总体可覆盖运营成本⁹；2018 年前三季度，公司收到隧道运营补贴 0.88 亿元¹⁰。

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

⁷ 按《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》执行。

⁸ 按武政[2005]23 号《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》的文件执行。

⁹ 由于营业外收入中除包括隧道运营业务成本外，还含有财务利息、税金、股东补贴等内容，故 2015-2017 年公司因武汉长江隧道收到的营业外收入超过同期隧道运营业务成本。

¹⁰ 2018 年前三季度该公司收到的隧道运营补贴大幅减少主要系统计口径不一致导致。2018 年前三季度隧道运营成本为 0.88 亿元，根据 2010 年 2 月 10 日武汉市人民政府城市建设基金管理办公室发出的《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》应确认 2018 年隧道运营补贴收入 1.21 亿元（计入其他收益），该部分含收到直接运营成本 0.35 亿和非直接运营成本折旧等），公司收到的补贴预计能覆盖成本。

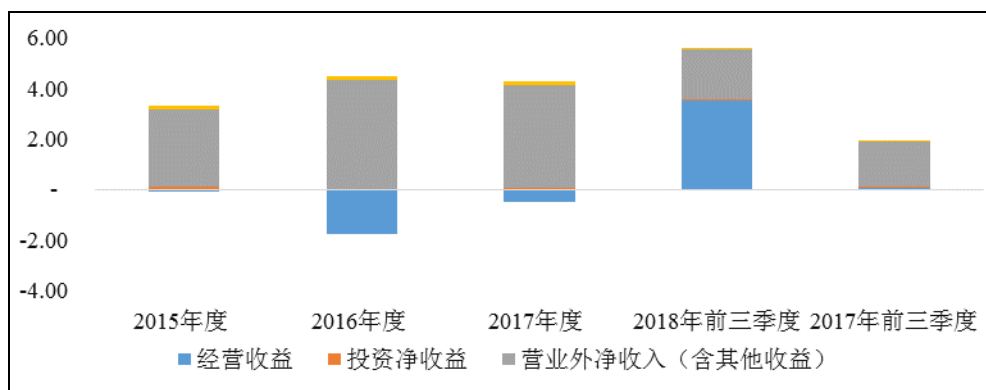
路”车辆通行费的通告》(以下简称“政府通告”),自2018年1月1日零时起,停止征收武汉市“九桥一隧一路”车辆通行费。自2017年9月12日起至2018年1月1日零时止,通行武汉市“九桥一隧一路”车辆,仍需按相关规定缴纳通行费。根据上述通告,该公司2017年隧道补贴收入及经营业绩未受到影响。但停止征收车辆通行费将减少该部分武汉市政府收入,负担该部分补贴的政府资金来源未定,且政府通告中未明确自2018年起隧道公司原有营运模式及盈利机制是否调整,新世纪评级将持续关注武汉长江隧道运营模式和盈利机制的调整状况及对公司造成的影响。

F. 其他

2016年10月,武汉控股通过了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案(修订稿)》及其摘要等涉及重大资产重组预案调整事项的有关议案,根据该议案,武汉控股拟以发行股份及支付现金方式收购该公司持有的武汉自来水100%股权、武汉市水务建设工程有限公司100%股权、武汉汉水计量科技有限公司100%股权、武汉市新洲区阳逻供水实业有限公司(简称“阳逻公司”)89.56%股权和武汉长江供水实业股份有限公司71.91%股权(67135980股)(其中交易对价中的11.00亿元以现金支付,剩余部分以股份支付);并以发行股份方式收购武汉阳逻经济开发区建设开发有限公司持有的阳逻公司10.44%股权及其所属的供水管网相关资产。但由于供水特许经营中盈利机制建立涉及部门较多,牵涉面广,协调量大,目前无法达成一致。武汉控股认为目前已无法完成供水特许经营签署及供水盈利机制建立等工作,无法保证重组标的资产的盈利能力满足上市公司的要求,基于谨慎性原则和对交易各方及投资者负责的态度,于2017年4月6日中止了本次重大资产重组。2018年7月,公司对此前提出的同业竞争承诺履行期限进行了延长,承诺自此次承诺变更事项获得武汉控股股东大会批准后5年内,在公司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,武汉控股有权按合理价格优先收购该等业务资产,从而实现公司自来水业务的整体上市。本评级机构将持续关注公司重大资产重组进展。

(2) 盈利性

图表 16. 公司盈利来源结构 (亿元)



资料来源:根据武汉控股所提供数据绘制。

注:经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司以水务为主业，拥有包括制水、供水及污水处理的厂网一体化的体系，主营业务较为突出，产业链较完整。此外，公司还运营水务工程建设和房地产开发等业务。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司营业收入分别为 33.78 亿元、33.52 亿元、37.47 亿元和 41.28 亿元，各项业务运营较稳定，同期，综合毛利率分别为 22.76%、20.14%、20.02% 和 32.64%，2018 年前三季度，因结转金沙泊岸项目收入导致毛利率波动较大。

2016 年以来，为保障城市安全优质供水，该公司投入大量建设改造资金，提升水厂供水品质，导致供水业务毛利率小幅下降。根据环保要求以及污水处理厂实际情况，公司部分污水处理厂尾水排放标准由一级 B 提升为一级 A，为更好的出水水质排放，公司采取多项辅助措施，如加大投放药剂，加大排泥等，增加了污泥量，致污泥处理成本提高，导致 2017 年公司污水处理业务毛利率有所下降；工程建设业务受限于行业特征，毛利率不高，受工程类型不同影响，年度间毛利率有所波动。此外，公司的“其他”类业务主要为长江隧道运营，因不具备单独收费条件，因此仅计成本而不计收入。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计（亿元）	33.78	33.52	37.47	41.28	23.52
毛利（亿元）	7.69	6.75	7.50	13.47	5.35
期间费用率（%）	18.11	20.49	16.34	13.28	17.57
其中：财务费用率（%）	6.95	8.91	5.23	6.36	6.09
全年利息支出总额（亿元）	2.53	2.77	3.19	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.42	0.08	0.26	-	-

资料来源：根据武汉水务所提供数据整理。

2015-2017 年和 2018 年前三季度，该公司期间费用分别为 6.12 亿元、6.87 亿元、6.12 亿元和 5.48 亿元，期间费用率分别为 18.11%、20.49%、16.34% 和 13.28%。公司期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用构成。同期，公司销售费用分别为 1.66 亿元、2.01 亿元、2.29 亿元和 1.61 亿元，其中 2017 年同比增长 13.78%，主要系随着金沙泊岸项目的开盘预售，公司销售费用有所增长；管理费用分别为 2.11 亿元、1.87 亿元、1.87 亿元和 1.25 亿元，波动较小；财务费用分别为 2.35 亿元、2.99 亿元、1.96 亿元和 2.62 亿元，2017 年同比下降 34.39% 主要系由于房地产项目开盘预售，公司现金储备增加，利息收入大幅增长以及实现 0.40 亿元汇兑损益（主要来自排水公司外币借款）所致。2015-2017 年和 2018 年前三季度，公司营业税金及附加分别为 0.63 亿元、0.78 亿元、1.14 亿元和 3.96 亿元，2018 年前三季度较上年末大幅增长主要系金沙泊岸项目营业收入增加导致计提的土地增值税增加所致。

该公司投资收益的规模较小，2015-2017 年及 2018 年前三季度分别为 0.11 亿元、0.02 亿元、0.09 亿元和 0.05 亿元。公司的投资收益主要来自于投资的武汉汉西污水处理有限公司和武汉碧水科技有限责任公司产生的收益。

作为武汉长江隧道的运营方，该公司持续收到武汉市政府拨付的运营补贴和资本金补贴，2015-2017 年公司收到的隧道公司资本投入均为 0.28 亿元（均计入营业外收入），收到的隧道公司运营补贴分别为 1.40 亿元、1.29 亿元和 1.25 亿元（于 2017 年开始计入其他收益）。2017 年公司取得增值税退税补贴 0.46 亿元、稳岗就业补贴 0.07 亿元等，均计入其他收益；取得捐赠利得 0.35 亿元和青山区政府“三旧改造”征收房屋补偿款 1.64 亿元，计入营业外收入。2018 年前三季度，公司实现其他收益 1.15 亿元和营业外收入 0.62 亿元，非经营性收入对公司利润形成了较好补充。

2015-2017 年，该公司分别实现净利润 2.23 亿元、2.01 亿元和 2.62 亿元，同期，公司总资产报酬率分别为 3.05%、2.62% 和 2.78%，净资产收益率分别为 3.47%、2.79% 和 3.50%，盈利水平仍然偏低。2018 年前三季度，公司净利润为 3.91 亿元，同比增长 214.17%，受益于房地产项目销售收入的实现，盈利水平有所提高。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
投资净收益（亿元）	0.11	0.02	0.09	0.05	0.02
其中：长期股权投资收益（亿元）	0.11	0.02	0.09	0.05	0.02
营业外收入（亿元）	3.18	4.38	2.28	0.62	0.56
其中：隧道公司营运成本费用补贴（亿元）	1.40	1.29	-	-	-
隧道公司资本投入补贴（亿元）	0.28	0.28	0.28	-	-
增值税退税（亿元）	0.58	0.60	-	-	-
其他利得（亿元）	0.38	1.63	1.65	-	-
其他收益（亿元）	-	-	1.78	1.15	1.26
其中：隧道公司营运成本费用补贴（亿元）	-	-	1.25	-	-
-公允价值变动损益（亿元）	0.14	0.15	0.14	0.01	0.01
其中：按公允价值计量的投资性房地产（亿元）	0.14	0.15	0.14	-	-

资料来源：根据武汉水务所提供数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

该公司在建项目主要为污水处理项目，供水项目相对较少。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 2018 年 9 月末，公司在建项目主要包括北湖污水处理厂及配套工程、汤逊湖污水处理厂改扩建工程（三期）和黄家湖污水处理厂三期扩建工程项目等；拟建项目主要包括汤逊湖污水处理厂新增 5 万吨设备配套工程，在建和拟建项目计划总投资 63.94 亿元，截至 2018 年 9 月末已投资 30.36 亿元，后续仍存在一定的投融资压力。公司未来计划通过发行债券、自有资金及银行借款满足资金需求。

图表 19. 截至 2018 年 9 月末公司主要在建及拟建污水处理项目（单位：万元）

工程名称	项目概况	资金来源	计划总投资	截至 2018 年 9 月末已完成投资	2018 年 10-12 月投资额	2019 年计划投资
在建项目						
北湖污水处理厂及配套工程	新建北湖污水处理厂及附属工程，收集沙湖、二郎庙、落步嘴及白玉山污水系统污水集中处理，近期 80 万吨/日，远期 150 万吨/日	自筹	455178.33	280359.40	46805.00	102411.00
北湖污水处理厂配套污泥项目	湿污泥处理能力 460 吨/日	自筹	22170.72	3251.00	2676.00	12000.00
汤逊湖污水处理厂改扩建工程（三期）	新增 10 万吨/日处理能力	自筹	32002.79	19940.00	6375.00	2990.00
黄家湖污水处理厂三期扩建工程	新增 20 万吨/日处理能力	自筹	114757.09	80.00	2420.00	30000.00
宗关水厂 6 号净水系统改造工程	拆除原 6 号净水系统，在原址新建 16 万吨/日规模的高密度澄清池、高速滤池及反冲洗设备间一座	自筹	9317.00	213.00	470.00	8000.00
拟建项目						
汤逊湖污水处理厂新增 5 万吨设备配套工程	新增 5 万吨设备配套	自筹	6000.00	0	0	4800.00
合计	-	-	639425.93	303843.40	58746.00	160201.00

注：根据武汉水务提供资料整理

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司是国有独资企业，武汉市国资委为公司的实际控制人。公司产权结构清晰。

（1）产权关系

该公司为武汉城投的全资子公司，截至 2018 年 9 月末，武汉城投持有公司 100% 股权，武汉市国资委是公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

（2）主要关联方及关联交易

2017 年，该公司关联交易主要系向关联方销售商品，关联交易规模很小，对公司基本无影响。

（3）公司治理

该公司根据相关法律法规的要求，建立了较完善的法人治理结构。公司不设立股东会和监事会，建立了董事会等组织机构，董事会为公司的决策机构，对武汉城投负责，向其报告工作。根据公司章程，公司董事会成员 7 名，董事

长由武汉城投从董事会成员中指定，董事每届任期三年。公司高层管理人员均在水务行业服务多年，具有丰富的经营管理经验。公司近年来董事会成员及高级管理层团队未发生重大变化，有利于业务的持续稳定运作。另外，公司建立了相关的高层管理人员的考核奖惩办法，作为对公司高层管理人员考核和奖惩的依据，为高管人员履行职责提供了必要保障。

2. 运营管理

该公司根据自身经营管理和发展要求设置了较为合理的内部组织结构，业务管理部门设置满足目前生产经营需要，并建立了相应的管理制度，能够为未来发展提供有效的组织和制度保障。

(1) 管理架构/模式

该公司目前设有办公室、计划部、财务部、纪检监察室等 18 个职能部门，组织架构相对稳定，基本适应了近年来不断强化内部管理的需要。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

近年来，该公司根据《公司法》等相关法律法规的要求，逐步改进经营体系，不断加强内部管理制度建设。近年来，公司先后制定了《武汉市水务集团有限公司招标工作管理制度》、《武汉市水务集团有限公司营业管理制度》、《供水热线服务系统管理规定（试行）》和《水务集团融资及担保管理办法》等制度，进一步完善了业务管理。

在成本控制方面，2007 年该公司出台了《武汉市水务集团有限公司成本费用管理试行办法》，以成本计划为标准，以成本核算、成本分析为手段，通过生产调度、技术革新等方式控制成本费用。由公司财务部负责对成本控制的日常工作进行管理和指导。

在销售管理方面，该公司近年来就营业收费管理等方面实施了一系列有效措施，并取得了一定的成效。目前，公司在武汉三镇设有 11 个营业点，负责水费收缴、“抄表到户”报装等工作。自 2002 年起，公司采用营业所收费网点与邮政、银行代收费网点相结合的方式，形成了较为完善的营业收费网络，实现了同城跨区实时缴费。

在工程招标方面，该公司规定必须依法公开进行的招标项目，严格按照国家、省、市相关规定实施。重点项目必须招标，未列入重点项目的市政、消防、用户工程等项目，由工程管理单位直接委托，工程管理单位须建立管理监督机制，并报集团审计监察部备案。

在股权投资管理方面，2007 年该公司出台了《武汉市水务集团有限公司股权投资管理办法》，明确了投资发展部为股权投资管理部门，负责起草《股权投资方案》、实施股权投资项目、跟踪管理被投资公司经营状况以及组织股权

投资处置工作等，并对股权投资的审批及实施、被投资公司的管理及股权投资的处置等方面做出明确的规定。同时审计监察部采用专项审计等方式对公司被投资企业的经营活动进行监督。

在内部审计方面，该公司内部审计部门重点就职能部门、事业部及子公司经济责任、建设项目、经营预算执行情况等进行审计。随着公司管理制度的进一步完善，公司内部审计部门的职能和作用将有所加强。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司财务部主要负责公司资金调度、融资安排，并下设事业部财务科室进行成本核算以控制成本。公司对主要子公司实行财务负责人委派制度。另外，公司还逐步建立起资金集中管理系统，对供水事业部所辖工厂或子公司实施“收支两条线”管理，对各下属单位按照当月成本计划拨款。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》披露信息，公司无债务违约记录，信用状况良好。

图表 20. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019-1	无	1 ¹¹	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019-2-3	无	无	无	不涉及

资料来源：根据武汉水务所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司资产仍以供水管网等固定资产为主，流动资产规模相对较小，且其中包含在建房地产项目和关联占款等，流动资产质量一般。截至 2018 年 9 月末，公司债务期限结构依然偏短期，但公司货币资金较为充裕，短期偿债压力不大。

1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015-2017 年度财务报表进行了审计，并出具无保留的审计意见。公司执行企业会计准则（2006 版）、

¹¹ 该公司曾存在一笔 39.00 万元的欠息，主要为节假日银行扣款递延，对公司无实质影响，已于 2006 年 10 月 23 日结清。

企业会计制度及其补充规定。

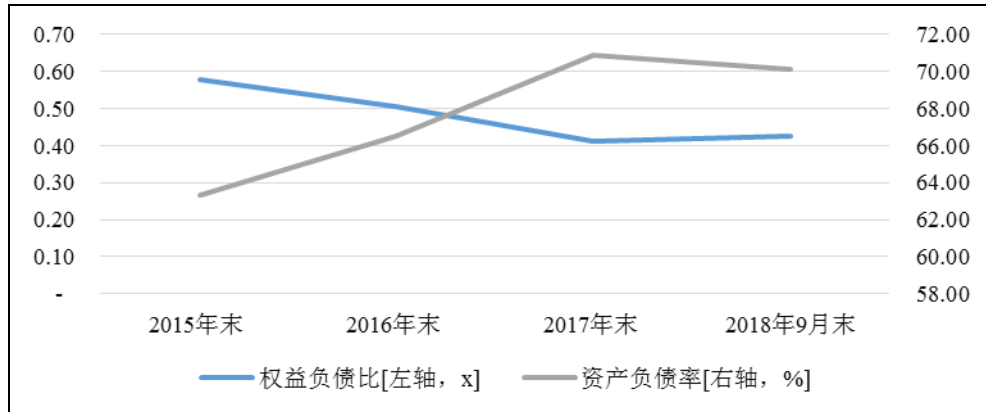
截至 2017 年末，该公司合并口径下仍为 4 家全资子公司和 3 家控股子公司，较 2016 年末未发生变化。

2017 年 4 月 28 日，财政部发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，自 2017 年 5 月 28 日起施行；5 月 10 日，财政部发布了修改后的《企业会计准则第 16 号-政府补助》，自 2017 年 6 月 12 日起施行。该公司自 2017 年 1 月 1 日起执行上述新发布的会计准则。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据武汉水务所提供数据绘制。

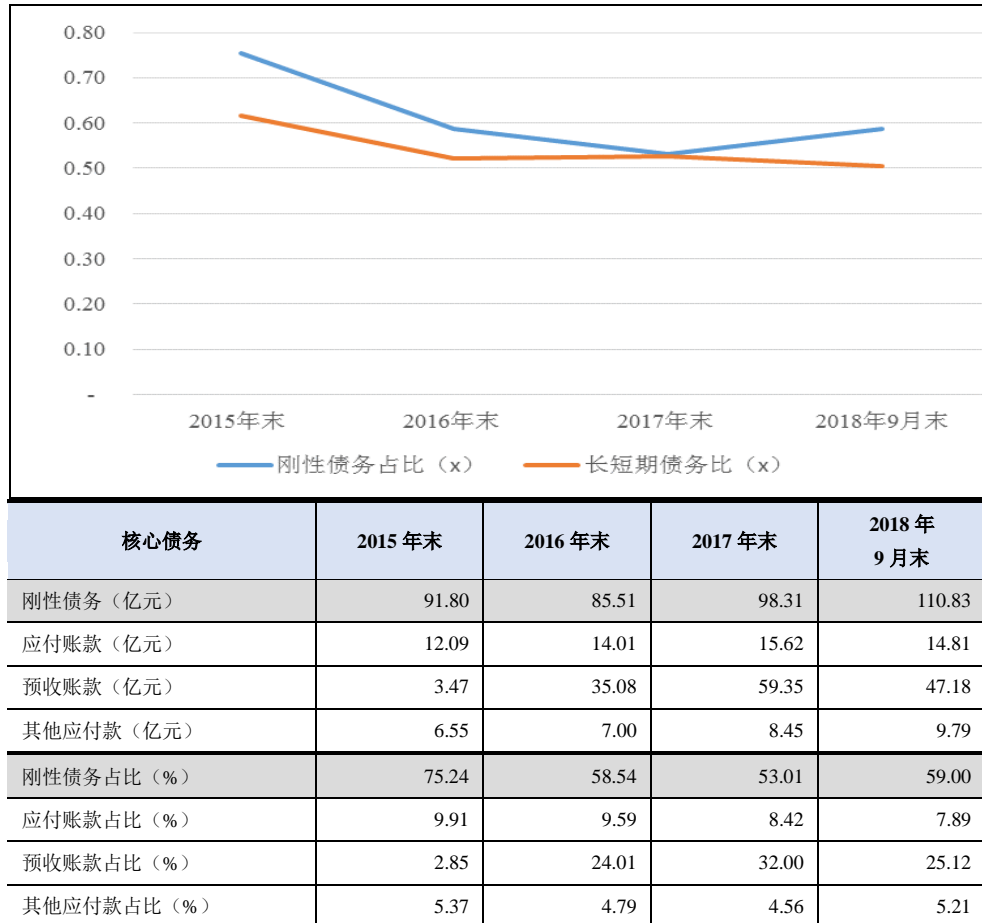
2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司所有者权益分别为 70.59 亿元、73.62 亿元、76.13 亿元和 79.96 亿元，公司所有者权益集中于实收资本、资本公积、少数股东权益和未分配利润等。同期末，公司实收资本均为 12.70 亿元，主要为武汉城投投入的注册资本；资本公积分别为 33.01 亿元、34.51 亿元、34.68 亿元和 34.74 亿元，主要为政府拨入的项目建设资金和补助资金；公司少数股东权益分别为 22.23 亿元、23.37 亿元、24.57 亿元和 25.45 亿元，主要为少数股东对公司控股子公司的投入；未分配利润分别为 1.31 亿元、1.71 亿元、2.85 亿元和 5.72 亿元，受益于持续盈利，公司未分配利润规模逐年增长。

近年来，该公司对自来水厂和管网进行改扩建以及新建污水处理厂，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、发行债券、世界银行和外国政府贷款以及国债转贷款满足资金需求，使得公司负债规模逐年上升。2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司负债总额分别为 122.01 亿元、146.06 亿元、185.46 亿元和 187.84 亿元；同期末资产负债率分别为 63.35%、66.49%、70.90%和 70.14%，但公司负债中包含大量房地产项目预售款，该部分并无实际偿付压力，若剔除预收款项影响，同期末，公

司资产负债率¹²分别为 62.68%、60.12%、62.36%和 63.76%，实际负债经营程度尚可。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据武汉水务所提供数据绘制。

从负债结构期限来看，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司长短期债务比分别为 61.55%、52.15%、52.64%和 50.53%，债务以流动负债为主。

从负债构成来看，该公司负债以刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款等为主，并以刚性债务和预收账款居多。2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司刚性债务分别为 91.80 亿元、85.51 亿元、98.31 亿元和 110.83 亿元，2017 年以来增长较快，主要系公司在建工程较多，资金需求较大而借入较多款项所致。同期末，公司应付账款分别为 12.09 亿元、14.01 亿元、15.62 亿元和 14.81 亿元，主要为因工程未决算而尚未支付的工程款；预收账款分别为 3.47 亿元、35.08 亿元、59.35 亿元和 47.18 亿元，主要为房地产项目预售款等，2017 年同比增长 69.21%主要系收到金沙泊岸等房地产项目预售款；其他应付款分别为 6.55 亿元、7.00 亿元、8.45 亿元和 9.79 亿元，主要为相关工程款和用户材料款等。

¹² 剔除预收账款的资产负债率= (负债总额-预收账款) / (资产总额-预收账款) *100%

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	49.38	35.72	34.63	48.89
其中: 短期借款	33.89	20.60	21.28	21.63
应付票据	0.18	0.52	0.95	0.76
一年内到期长期借款	4.82	9.13	11.92	21.50
短期融资券	10.12	5.05	-	5.00
其他短期刚性债务	0.38	0.42	0.48	-
中长期刚性债务合计	42.42	49.80	63.68	61.94
其中: 长期借款	35.95	29.39	42.16	46.30
应付债券	6.47	15.01	14.54	9.56
其他中长期刚性债务	-	5.40	6.97	6.07

资料来源: 根据武汉水务所提供数据整理。

随着污水处理在建项目和房地产项目的推进, 该公司资金需求不断增加。2015-2017 年末及 2018 年 9 月末, 公司刚性债务分别为 91.80 亿元、85.51 亿元、98.31 亿元和 110.83 亿元。其中公司银行短期借款分别为 33.89 亿元、20.60 亿元、21.28 亿元和 21.63 亿元, 一年内到期的长期借款分别为 4.82 亿元、9.13 亿元、11.92 亿元和 21.50 亿元, 长期借款分别为 35.95 亿元、29.39 亿元、42.16 亿元和 46.30 亿元; 从公司借款方式看, 公司借款为保证、信用和质押借款, 质押物主要为公司的污水处理收费权。从银行借款利率来看, 截至 2018 年 9 月末, 公司尚在存续期的银行借款利率介于 4.13%-5.88% 之间 (不包括政府债置换和外币借款), 融资成本控制在较好水平。

除银行借款外, 该公司及子公司武汉控股通过发行债券的方式直接融资。其中公司于 2016 年发行一期中票, 期限为 3 年, 募集资金 5.00 亿元, 发行利率为 3.09%; 于 2018 年 3 月发行一期短期融资券“18 武水务 CP001”, 期限为 1 年, 发行规模 5.00 亿元, 发行利率为 5.19%; 武汉控股分别于 2014 年 11 月和 2016 年 6 月发行公司债“14 武控 01”和“14 武控 02”, 期限分别为 5 (3+2) 年和 5 年, 分别募集资金 6.50 亿元和 3.50 亿元, 发行利率分别为 4.70% 和 3.60%。从发行利率来看, 公司合并口径下发行债券筹资成本均介于 3%-6% 之间, 筹资成本尚可。

此外, 自 2016 年以来, 该公司持续获得地方债置换, 截至 2017 年末, 公司合计获得地方政府置换债券 6.97 亿元, 其中 10 年期的部分每半年计息, 10 年期以下的部分每年计息。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
营业周期 (天)	222.81	222.78	267.60	377.36	446.35	-
营业收入现金率 (%)	95.90	80.40	73.76	169.11	151.27	60.76
业务现金收支净额 (亿元)	2.70	2.48	-1.53	28.11	18.76	-2.06
其他因素现金收支净额 (亿元)	3.54	3.78	0.43	-0.01	-6.31	-10.90
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	6.23	6.26	-1.11	28.10	12.44	-12.96
EBITDA (亿元)	4.00	9.83	12.00	11.68	12.67	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.07	0.15	0.15	0.13	0.14	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	1.29	3.26	4.75	4.22	3.97	-

资料来源：根据武汉水务所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司供水业务的现金回笼能力较强，但污水处理费等受财政拨付周期等因素影响而有所滞后，主业实际收现能力一般。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司营业收入现金率分别为 73.76%、169.11%、151.27% 和 60.76%，2016-2017 年营业收入现金率较高，主要系当期收到较多的金沙泊岸等房地产项目预售款所致。同期，公司经营性现金流量净额分别为-1.11 亿元、28.10 亿元、12.44 亿元和-12.96 亿元，波动幅度较大，主要系受房地产项目销售周期影响。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出、固定资产折旧和无形资产及其他资产摊销构成，2015-2017 年 EBITDA 分别为 12.00 亿元、11.68 亿元和 12.67 亿元，EBITDA/刚性债务分别为 0.15 倍、0.13 倍和 0.14 倍，对刚性债务的保障程度一般，EBITDA/利息支出分别为 4.75 倍、4.22 倍和 3.97 倍，公司 EBITDA 可对利息支出形成有效覆盖。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	0.05	0.01	-0.46	0.02	-	-
其中：与主业有关的投资净额	0.04	0.00	-0.46	0.00	-	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-4.43	-9.67	-10.46	-8.93	-15.97	-11.98
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.28	1.66	1.85	0.48	0.18	0.07
投资环节产生的现金流量净额	-3.09	-8.01	-9.07	-8.43	-15.79	-11.97

资料来源：根据武汉水务所提供数据整理。

近年来该公司水务项目投资力度较大，先后完成二郎庙、落步嘴污水处理厂和宗关水厂等项目的改扩建工程。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司投资性现金净流出额分别为 9.07 亿元、8.43 亿元、15.79 亿元和 11.97 亿元，公司供水和污水处理业务在建项目较多，预计未来一年内投资支出将维持在较高水平。

(3) 筹资环节

该公司项目投资的资金缺口主要通过银行借款和发行债券等方式解决，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司取得借款收到的现金分别为 68.53 亿元、56.63 亿元、61.52 亿元和 37.64 亿元，偿还债务支付的现金为 43.25 亿元、66.20 亿元、48.15 亿元和 24.49 亿元，同期公司筹资性现金净流量分别为 21.37 亿元、-10.29 亿元、9.79 亿元和 10.31 亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	47.72	52.81	71.35	93.66	119.93	118.69
	32.93	33.28	37.04	42.63	45.85	44.32
其中：现金类资产（亿元）	18.19	20.76	31.96	41.34	47.78	33.22
应收款项（亿元）	5.41	6.82	12.19	19.14	23.23	26.66
预付款项（亿元）	1.29	1.25	0.25	0.51	1.44	2.08
存货（亿元）	9.47	10.45	13.12	17.22	22.19	19.66
其他应收款（亿元）	13.26	13.44	13.80	14.05	21.85	33.20
其他流动资产（亿元）	0.06	0.06	0.02	1.42	3.44	3.87
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	97.21	105.87	121.26	126.03	141.66	149.11
	67.07	66.72	62.96	57.37	54.15	55.68
其中：固定资产（亿元）	73.92	75.38	84.59	94.61	98.35	95.17
在建工程（亿元）	15.45	22.49	25.81	17.33	28.93	39.56
可供出售金融资产（亿元）	0.07	0.07	0.08	0.07	0.07	0.07
投资性房地产（亿元）	1.79	1.76	1.90	1.94	2.09	2.13
长期股权投资（亿元）	0.34	0.39	0.89	0.92	1.00	1.05
无形资产（亿元）	4.35	4.44	6.52	9.64	9.61	9.47
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.55	0.71	0.73	0.79	0.82	0.11
受限资产账面余额/总资产（%）	0.38	0.45	0.38	0.36	0.32	0.04

资料来源：根据武汉水务所提供数据整理。

近年来，该公司资产规模持续扩张。2015-2017 年及 2018 年 9 月末，公司资产总额分别为 192.60 亿元、219.69 亿元、261.59 亿元和 267.80 亿元。从构成看，公司资产以非流动资产为主，其中，非流动资产分别为 121.26 亿元、126.03 亿元、141.66 亿元和 149.11 亿元，分别占资产总额的 62.96%、57.37%、54.15% 和 55.68%。整体来看，公司非流动资产主要体现为固定资产、在建工

程和无形资产等，与水务企业特征相符。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产等构成。2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司固定资产分别为 84.59 亿元、94.61 亿元、98.35 亿元和 95.17 亿元，其中固定资产主要为供水管网、长江隧道工程和房屋建筑物；在建工程分别为 25.81 亿元、17.33 亿元、28.93 亿元和 39.56 亿元，主要包括北湖污水处理厂新建项目、南太子湖四期扩建项目、琴断口水厂升级改扩建工程和堤角水厂升级改扩建工程，在建工程逐年增长主要系公司新增较多供水及污水处理项目所致，其中 2018 年 9 月末同比增长 36.77% 主要系新增北湖项目、南太子湖四湖扩建项目和琴断口水厂升级扩建项目等；无形资产分别为 6.52 亿元、9.64 亿元、9.61 亿元和 9.47 亿元，主要为土地使用权。

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司的流动资产分别为 71.35 亿元、93.66 亿元、119.93 亿元和 118.69 亿元，分别占资产总额的 37.04%、42.63%、45.85% 和 44.32%，主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产等。同期末，货币资金分别为 31.96 亿元、41.34 亿元、47.78 亿元和 33.22 亿元，2017 年末受限货币为 0.82 亿元，主要为各种受限的保证金，受限程度较低，公司货币资金较充裕；2015-2017 年及 2018 年 9 月末，应收账款分别为 12.19 亿元、19.14 亿元、23.23 亿元和 26.66 亿元，主要为应收武汉市财政局的污水处理费和应收自来水水费，污水处理费回收流程和时间长，回收存在时滞，在一定程度上影响公司经营现金流；同期末其他应收款分别为 13.80 亿元、14.05 亿元、21.85 亿元和 33.20 亿元，主要为与土地竞拍保证金、武汉市城市建设投资开发集团等机构的往来款和代垫的工程款等，2018 年 9 月末同比增长 51.90% 主要系房地产业务支付土地竞拍保证金所致；同期末，存货分别为 13.12 亿元、17.22 亿元、22.19 亿元和 19.66 亿元，其中 2017 年末同比增长 28.91% 主要系受房地产项目推动所致；公司其他流动资产分别为 0.02 亿元、1.42 亿元、3.44 亿元和 3.87 亿元，2017 年末同比增长 143.22% 主要系金沙泊岸项目销售预交税款约 3.14 亿元。

图表 27. 截至 2018 年 9 月末公司前五大其他应收款客户明细

债务人名称	账面余额(亿元)	账龄(年)	占比(%)
武汉市公共资源交易管理办公室	15.79	1 年以内	47.56
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	9.30	1-3 年	28.01
武汉市人民政府城市建设基金管理办公室	3.00	1 年以内	9.04
武汉崇鸿裕业房地产开发有限公司	2.26	1 年以内	6.81
武汉市人民政府	0.88	3 年以上	2.64
合计	31.22	-	94.06

资料来源：根据武汉水务所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	73.74	79.53	94.47	97.56	98.71	95.12
速动比率 (%)	57.11	61.90	76.77	79.10	79.26	77.69
现金比率 (%)	28.12	31.27	42.32	43.06	39.32	26.62

资料来源：根据武汉水务所提供数据整理。

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司流动比率分别为 94.47%、97.56%、98.71% 和 95.12%，速动比率分别为 76.77%、79.10%、79.26% 和 77.69%，流动资产对流动负债的覆盖水平尚可，但公司流动资产中应收账款和其他应收款较多，相关款项的回收效率将对流动资产的实际质量产生较大影响。公司账面货币资金余额较高，同期末分别为 31.96 亿元、41.34 亿元、47.78 亿元和 33.22 亿元，现金比率分别为 42.32%、43.06%、39.32% 和 26.62%，且公司货币资金中受限部分较低，2015-2017 年末和 2018 年 9 月末，受限部分分别为 0.73 亿元、0.79 亿元、0.82 亿元和 0.11 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和履约保证金。随着公司债务的逐步到期，公司货币资金对短期债务仍有一定的保障能力。

6. 表外事项

2012 年 10 月 23 日，该公司的下属隧道公司收到武汉仲裁委员会《仲裁通知书》[(2012)武仲受字第 00899 号]和《仲裁申请书》：长江隧道工程项目设计采购施工总承包单位中铁隧道集团有限公司联合体（以下简称“联合体”）成员之一的中铁隧道集团有限公司（以下简称“中隧集团”）已将其与长江隧道公司建设工程施工合同的纠纷事项向武汉仲裁委员会提出仲裁申请。

2004 年 11 月 26 日，联合体与长江隧道公司签订了《武汉长江隧道工程设计采购施工总承包合同书》，承担武汉长江隧道工程设计采购施工总承包工作。中隧集团认为其在实施武汉长江隧道工程过程中，由于市场的异常波动，出现了材料、人工等生产要素大幅涨价以及其它一些双方人力不可控制的因素，导致工程费用大幅增加，远超过其承受能力，因此就其自身分劈部分工程款的结算事宜独立向武汉仲裁委员会提出仲裁申请。申请事项：（1）判令长江隧道公司向中隧集团支付拖欠工程款 17604.99 万元；（2）由长江隧道公司承担本案的仲裁费用。目前该案尚在审理过程中。

截至 2018 年 9 月末，该公司暂无对外担保及诉讼事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

2015-2017 年和 2018 年前三季度，该公司本部分别实现收入 13.47 亿元、0.09 亿元、0.05 亿元和 0.03 亿元，公司本部收入规模较小。同期末，公司本

部资产总额分别为 61.83 亿元、58.52 亿元、53.60 亿元和 51.32 亿元，主要由货币资金、其他应收款、长期股权投资和投资性房地产等构成，其中货币资金分别为 14.84 亿元、4.88 亿元、3.69 亿元和 3.16 亿元；公司本部负债总额分别为 44.09 亿元、40.56 亿元、33.47 亿元和 28.39 亿元。其中，流动负债总额分别为 39.06 亿元、30.26 亿元、14.89 亿元和 15.52 亿元，非流动负债总额分别为 5.02 亿元、10.30 亿元、18.58 亿元和 12.87 亿元，公司本部刚性债务分别为 33.59 亿元、33.30 亿元、27.08 亿元和 16.78 亿元。2015-2017 年末，资产负债率分别为 71.30%、69.32% 和 62.44%，总体来看，公司本部或面临一定偿债压力。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司为国有独资企业，武汉城投持有公司 100% 股权，武汉城投隶属于武汉市国资委，武汉市国资委是公司实际控制人。公司是武汉地区集供排水和水务工程建设等为一体的水务龙头企业，具有较强的区域垄断性，区域地位稳固，业务规模逐年稳步增长，公司能持续得到武汉市政府的资金支持。

2. 国有大型金融机构支持

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 2018 年 9 月末，公司从各大金融机构获得的授信总额为 168.12 亿元，已使用额度为 76.99 亿元，尚可使用的授信额度为 91.13 亿元。此外，子公司武汉控股已在上海证券交易所上市，可通过发行股份等方式融资，公司融资渠道畅通，可为其业务发展助力。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	已使用授信
全部（亿元）	168.12	168.12	76.99
工农中建交五大商业银行（亿元）	30.46	30.46	21.81
其中：大型国有金融机构占比（%）	18.12	18.12	28.33

资料来源：根据武汉水务所提供数据整理（截至 2018 年 9 月 30 日）

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

无。

2. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

2015-2017 年和 2018 年前三季度，该公司分别实现营业收入 33.78 亿元、33.52 亿元、37.47 亿元和 41.28 亿元，实现净利润分别为 2.29 亿元、2.01 亿元、2.62 亿元和 3.91 亿元，整体盈利水平良好。公司供水和污水处理主业盈利状况虽受水价调整周期影响存在波动，但整体来看，受益于武汉市良好的经济发展水平和较强的财政实力，公司主业盈利水平有保障。

(2) 现金储备充裕

截至 2018 年 9 月末，该公司货币资金余额 33.22 亿元，其中受限资金 0.11 亿元，现金储备充裕，可为短期刚性债务的偿付提供一定保障，即期偿付能力强。

(3) 融资能力强

凭借较强的股东背景及良好的自身业务发展状况，该公司与多家商业银行保持着密切的合作关系。截至 2018 年 9 月末尚可使用的授信额度为 91.13 亿元，可使用授信规模大。公司下属子公司武汉控股已在上海证券交易所上市，可通过发行股份等方式融资，公司持有其 55.18% 股份且均未质押，所持股份市值约 23 亿元（以 2019 年 2 月 1 日武汉控股收盘价计算）。整体来看，公司融资能力强。

评级结论

该公司主要从事武汉市的自来水供应、污水处理以及水务工程建设等业务，水务产业链完整，主业开展情况较稳定。除水务主业外，公司还从事房地产开发业务，在开发项目投资规模较大，存在一定的资金压力，此外，公司在建的供水和污水处理项目较多，存在一定的投融资压力。

该公司资产仍以给排水管网等固定资产为主，流动资产规模相对较小，且其中包含在建房地产项目和关联占款等，流动资产质量一般。截至 2018 年 9 月末，公司债务期限结构依然偏短期，但货币资金较为充裕，短期偿债压力不大。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

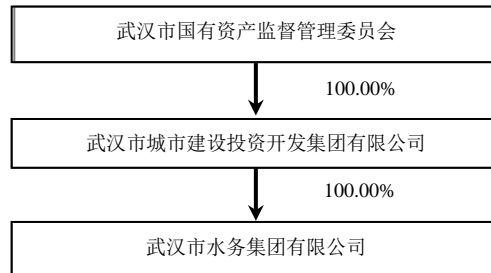
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

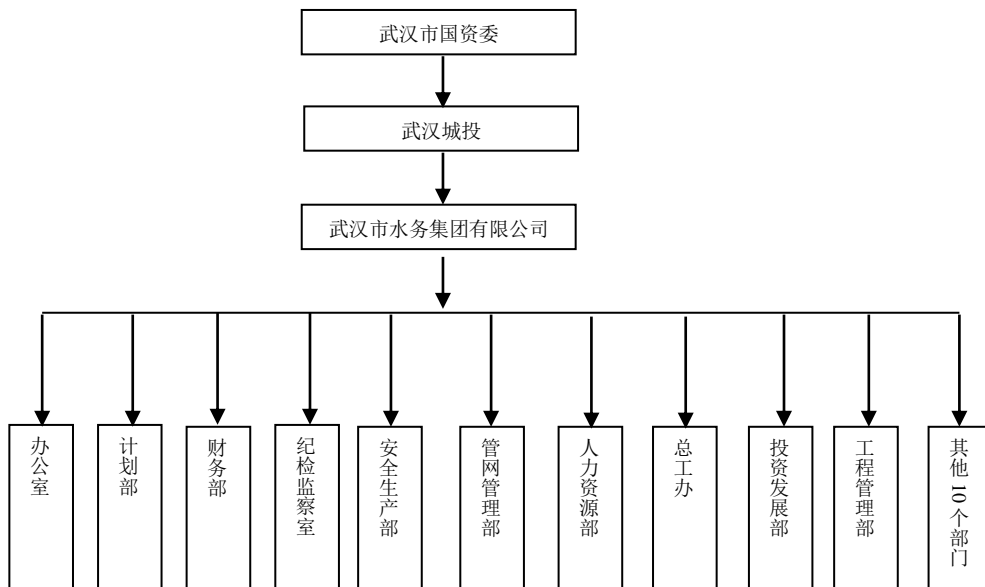
公司与实际控制人关系图



注：根据武汉水务提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据武汉水务提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年 (末) 主要财务数据 (亿元)					备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	武汉城投	母公司	—	城投	1554.68	852.45	129.67	11.81	16.42	
武汉市水务集团有限公司	武汉水务	本级	—	投资管理等	27.08	20.13	0.05	2.18	8.95	
武汉三镇实业控股股份有限公司	武汉控股	核心子公司	55.18	污水处理、供水	38.21	50.23	12.51	3.24	1.52	
武汉三镇实业房地产开发有限责任公司	三镇房开	子公司	100.00	房地产开发及销售	0.00	6.32	4.16	1.17	11.16	
武汉新洲阳逻供水实业有限公司	阳逻供水	子公司	89.56	供水	0.00	-0.22	0.63	-0.02	0.18	
武汉汉水计量科技有限公司	汉水计量	子公司	100.00	水表制造	0.00	0.09	0.54	0.03	0.02	
武汉市自来水有限公司	武汉自来水	子公司	100.00	供水	32.20	18.09	14.67	-3.06	-2.30	
武汉市水务建设工程有限公司	工程公司	子公司	100.00	工程建设	1.12	2.38	6.59	0.33	-1.36	
武汉长江供水实业有限公司	长江供水	子公司	100.00	供水工程建设	0.00	3.27	1.65	0.26	0.09	

注：根据武汉水务 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	192.60	219.69	261.59	267.80
货币资金 [亿元]	31.96	41.34	47.78	33.22
刚性债务[亿元]	91.80	85.51	98.31	110.83
所有者权益 [亿元]	70.59	73.62	76.13	79.96
营业收入[亿元]	33.78	33.52	37.47	41.28
净利润 [亿元]	2.29	2.01	2.62	3.91
EBITDA[亿元]	12.00	11.68	12.67	—
经营性现金净流入量[亿元]	-1.11	28.10	12.44	-12.96
投资性现金净流入量[亿元]	-9.07	-8.43	-15.79	-11.91
资产负债率[%]	63.35	66.49	70.90	70.14
权益资本与刚性债务比率[%]	76.89	86.10	77.44	72.15
流动比率[%]	94.47	97.56	98.71	95.12
现金比率[%]	42.32	43.06	39.32	26.62
利息保障倍数[倍]	2.12	1.95	2.10	-
担保比率[%]	3.26	3.12	-	-
营业周期[天]	267.60	377.36	446.35	-
毛利率[%]	22.76	20.14	20.02	32.64
营业利润率[%]	0.49	-4.79	4.06	12.00
总资产报酬率[%]	3.05	2.62	2.78	-
净资产收益率[%]	3.47	2.79	3.50	-
净资产收益率*[%]	1.40	1.16	2.23	-
营业收入现金率[%]	73.76	169.11	151.27	60.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.56	32.77	11.44	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.29	14.68	-2.02	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.75	4.22	3.97	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.13	0.14	-

注：表中数据依据武汉水务经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、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]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 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

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

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）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。

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。

评级声明

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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。