

---

武汉三镇实业控股股份有限公司

2014 年公司债券（第一期）及（第二期）

**跟踪评级报告**

主体信用等级:	AA <sup>+</sup> 级
14 武控 01:	AA <sup>+</sup> 级
14 武控 02:	AA <sup>+</sup> 级
评级时间:	2018 年 4 月 11 日



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.*

**武汉三镇实业控股股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）及（第二期）跟踪评级报告**
**概要**

编号：【新世纪跟踪[2018]100027】

**存续期间**

14 武控 01：3+2 年期债券 6.5 亿元人民币，2014 年 11 月 5 日-2019 年 11 月 5 日

14 武控 02：5 年期债券 3.5 亿元人民币，2016 年 6 月 24 日-2021 年 6 月 24 日

	本次		前次		首次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
14 武控 01	AA <sup>+</sup> /稳定/AA <sup>+</sup>	2018 年 4 月	AA <sup>+</sup> /稳定/AA <sup>+</sup>	2017 年 4 月	AA <sup>+</sup> /稳定/AA <sup>+</sup>	2014 年 9 月
14 武控 02	AA <sup>+</sup> /稳定/AA <sup>+</sup>	2018 年 4 月	AA <sup>+</sup> /稳定/AA <sup>+</sup>	2017 年 4 月	AA <sup>+</sup> /稳定/AA <sup>+</sup>	2016 年 6 月

**主要财务数据**

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位：人民币亿元			
<b>发行人母公司数据：</b>			
货币资金	2.57	3.56	2.02
刚性债务	6.47	10.07	11.63
股东权益	40.92	41.01	41.16
经营性现金净流入量	0.62	0.94	0.25
<b>发行人合并数据及指标：</b>			
总资产	79.73	86.22	104.72
总负债	34.08	38.43	54.49
刚性债务	21.86	24.46	38.21
所有者权益	45.65	47.78	50.23
营业收入	11.99	11.98	12.51
净利润	3.41	3.01	3.24
经营性现金净流入量	2.81	2.06	1.52
EBITDA	7.73	7.38	7.83
资产负债率[%]	42.75	44.58	52.03
权益资本与刚性债务比率[%]	208.79	195.36	131.47
流动比率[%]	88.36	105.16	87.40
现金比率[%]	39.87	31.38	23.10
利息保障倍数[倍]	5.54	5.00	4.00
净资产收益率[%]	7.68	6.44	6.60
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.50	5.67	3.28
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.30	-7.19	-24.62
EBITDA/利息支出[倍]	8.76	8.94	6.86
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.32	0.25

注：根据武汉控股经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

**分析师**

陈溢文 单玉柱

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
 Tel: (021)63501349 63504376  
 Fax: (021)63500872  
 E-mail: mail@shxsj.com  
 http://www.shxsj.com

跟踪期内，该公司主业经营状况稳定，区域垄断优势仍较明显，得益于良好的经营业绩，公司资本实力逐步增强，但公司应收账款增幅明显，经营性现金流有所弱化；公司外部融资渠道畅通，财务弹性较大，可为债券到期偿付提供良好保障，但公司仍面临一定的成本上升压力及较大的资本性支出压力。

- 跟踪期内，武汉市经济实力及财政实力快速提升，城市化进程继续推进，发展态势良好，武汉控股的业务发展仍具备良好的外部环境。
- 武汉控股是武汉地区污水处理行业的龙头企业，区域垄断经营优势较为明显，市场地位稳固。
- 水务行业为公用事业，水价调整政策性较强，且易受物价水平等因素影响而不能及时调整，武汉控股的核心业务具有成本上升的持续性和价格调整的阶段性特征，盈利周期性波动较明显。
- 跟踪期内，武汉控股应收账款增幅大，主要为应收武汉财政局的款项，导致经营性现金流弱化，流动性压力有所上升，需关注应收账款回收期限。
- 污水处理征收增值税对武汉控股业务毛利率产生持续负面影响。
- 武汉控股近年来的资本性支出规模较大且投资回收期较长，集聚了一定的刚性债务压力，且后续项目建设仍需要较多资金的投入，存在较大的融资压力。
- 跟踪期内，武汉市人民政府发布了《关于停止征收“九桥一隧一路”车辆通行费的通告》，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，武汉控股所管辖的武汉长江隧道未来运营模式存在不确定性。

**评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司**

## 跟踪评级报告

按照武汉三镇实业控股股份有限公司（以下简称“武汉控股[600168.SH]”、“该公司”或“公司”）2014年公司债券（第一期）及（第二期）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据武汉控股提供的经审计的2017年财务报表及相关经营数据，对武汉控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息的收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

### 一、债券发行情况

经中国证券监督管理委员会[2014]1076号文批准，该公司获准发行不超过人民币10亿元（含10亿元）的公司债券，并于2014年11月公开发行了武汉三镇实业控股股份有限公司2014年公司债券（第一期）（简称“14武控01”），发行总额为人民币6.50亿元，期限5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，前三年票面利率4.70%；2017年11月6日，14武控01债券持有人有效回售申报数量为43002手，回售价格为债券面值100元，回售金额为0.43亿元，自同日起公司将14武控01第4年和第5年的票面利率调整为4.95%。公司于2016年6月发行武汉三镇实业控股股份有限公司2014年公司债券（第二期）（简称“14武控02”），发行总额为3.50亿元，期限为5年，存续期内票面利率为3.60%。截至2017年末，公司待偿还债券本金余额为9.57亿元。

“14武控01”募集资金中的3.50亿元用于补充流动资金，2亿元用于偿还银行借款，1亿元用于固定资产项目投资。其中固定资产项目投资包括了黄家湖污水处理厂改扩建项目、汤逊湖污水处理厂改扩建项目和南太子湖污水处理厂升级改造项目。截至2017年末，募集资金已全部使用完毕。

“14武控02”募集资金全部用于补充流动资金，以满足该公司的日常生产经营需求。截至2017年末，募集资金已全部使用完毕。

## 二、跟踪评级结论

### (一) 公司管理

截至目前，武汉市水务集团有限公司（简称“武汉水务”）和北京碧水源科技股份有限公司分别持有该公司 55.18% 和 5.04% 的股份，持股比例均与 2016 年末持平，仍为公司前两大股东<sup>1</sup>，公司实际控制人仍为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会。

跟踪期内，该公司总经理周强先生由于工作变动原因，于 2017 年 6 月 15 日申请辞去公司总经理职务，但仍继续担任公司董事，其辞职申请自送达董事会之日起生效。经公司 2017 年 6 月 16 日第七届董事会第十五次会议审议，同意在公司总经理空缺期间，推举董事、副总经理张勇先生代为履行总经理职务。2018 年 3 月 19 日，公司董事会收到董事、副总经理张勇先生的书面辞职申请。张勇先生由于工作变动原因，申请辞去公司董事、副总经理职务，并不再代为履行总经理职务，同时也不再担任公司及其子公司任何职务。经公司 2018 年 3 月 20 日第七届董事会第二十二次会议审议，同意在公司总经理空缺期间，推举董事长黄思先生代为履行总经理职务。

此外，为明确国有企业党组织在该公司法人治理结构中的法定地位，公司将党建工作加入《公司章程》中。原《公司章程》新增第四章“党建工作”，其他条款内容不变。除上述总经理辞职事项及公司章程修订变动外，公司产权结构、组织架构和内部管理制度等均未发生重大变动。

### (二) 经营环境

#### 1. 水务行业

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

<sup>1</sup> 截至 2017 年末，该公司持股比例大于 5% 的股东所持股份均未被质押。

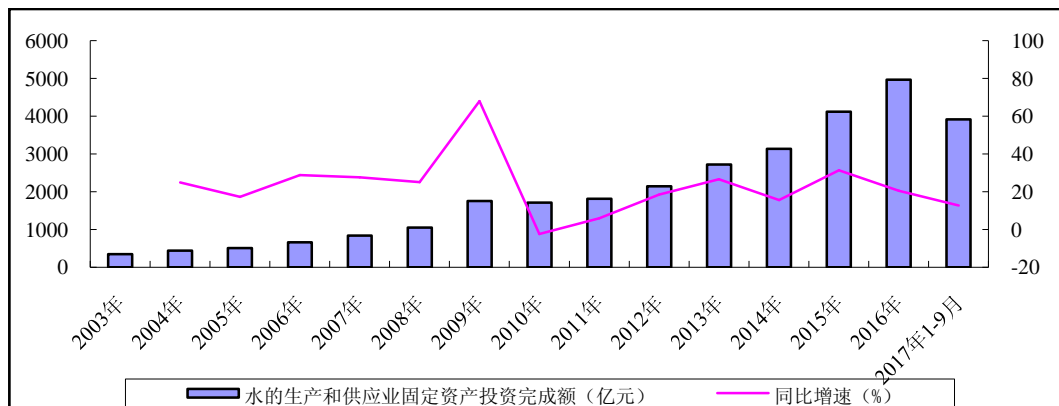
目前我国正处于高速城市化和工业化的发展阶段，截至 2016 年末，城镇常住人口占总人口的比重达到 57.35%，年复合增长率为 4.18%；同时，2016 年我国 GDP 总量达到 74.41 万亿元，较上年增长 6.7%。在城市化和经济增长的持续推动下，我国水务市场容量不断增长。

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。2014 年起，国家水利部联合国务院九部门对最严格的水资源管理制度进行了考核，当年度全国供水总量同比下降 1.43%；2015 年我国供水总量为 6103 亿立方米，同比略有上升；2016 年，全国深入落实最严格水资源管理制度，全面启动水资源消耗总量和强度双控行动，用水效率进一步提升，全年供水总量 6040.2 亿立方米，较 2015 年减少 63.0 亿立方米。

污水处理方面，我国污水排放总量逐年增加。其中生活污水排放量受城镇化程度和人口数量影响较大，近年来呈快速增长状态，带动了总量的上升；工业废水排放量于 2007 年达到前期峰值，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 亿立方米，其中城镇生活污水排放量 535.2 亿立方米，工业废水排放量 199.5 亿立方米。基于污水排放量与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，预计未来我国污水排放总量将继续保持增长。

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，未来其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。

图表 1. 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

从固定资产投资来看,受益于不断的政策推动作用,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,但增速受政策的周期性影响而有所波动。2016 年,水务行业固定资产投资完成额 4963.52 亿元,自 2010 年(1711.94 亿元)起以年复合增长率 19.41%的增速增长;2017 年前三季度,水务行业固定资产投资完成额 3910.51 亿元,同比增长 12.74%。

供水设施方面,截至 2016 年末<sup>2</sup>,我国城市、县城累计供水管道长度从 2002 年末的 39 万公里增至 97 万公里,增长约 1.5 倍。同时,截至 2016 年末,我国城市和县城供水综合生产能力分别达到 3.03 亿立方米/日和 0.54 亿立方米/日,分别较上年末增长 2.2%和减少 6.0%;全国城市和县城用水普及率分别达到 98.42%和 90.5%,分别较上年末增加 0.35 个百分点和 0.54 个百分点。从大趋势看,近几年全国城镇供水总量保持基本稳定,保持 2-3%的增长速度,我国供水设施建设已趋近饱和。

污水处理设施方面,截至 2016 年末,我国城市共有污水处理厂 2039 座,比上年末增加 95 座;排水管道长度 57.7 万公里,比上年末增长 6.9%;污水厂日处理能力 14910 万立方米,比上年末增长 6.2%。2016 年,我国城市污水处理总量 448.8 亿立方米,城市污水处理率 93.44%,比上年上升 1.54 个百分点,其中污水处理厂集中处理率 89.80%,比上年增加 1.83 个百分点。从大趋势看,我国污水处理行业增速逐渐放缓,基本稳定在 5-6%左右,但城市污水处理率增长空间有限。

整体上,近年来从规模和增速来看,传统的供水和污水处理项目投资逐步趋于饱和,2016 年以来投资增速有所放缓,但随着黑臭水体治理、

<sup>2</sup> 本两段数据来源为住建部《2016 年城乡建设统计公报》

海绵城市建设等方面政策出台，预计未来两年行业投资增速将有所回升。

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。目前，我国水价由政府主导定价，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。2000年以来，我国城市居民用水价格不断提高，但提速较慢，污水处理价格总体处于上升趋势，但上升速度缓于居民用水价格。基于以上原因，许多水务企业在经营方式上形成了“低水价+亏损+财政补贴”的模式，进而导致全行业经营效率不高、整体盈利能力不佳的局面。根据中国城镇供水排水协会数据，截至2017年9月末，我国水的生产和供应业企业1766个，其中亏损企业441家，亏损企业占比为24.97%，较上年末下降1.33个百分点。

2016年，在全国27个省会城市（未包括台湾省）和4个直辖市中，有5个城市上调了居民用水价格，分别为沈阳、合肥、成都、拉萨和郑州；2017年1-9月，福州上调了居民用水价格。污水处理价格方面，2016年，仅石家庄上调了污水处理费价格；2017年1-9月，污水处理价格密集上调，共12个城市上调，行业内企业盈利状况有望好转。

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 万亿元以上，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，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、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、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。

**图表 2. 2017 年以来国家出台的水务行业相关政策汇总**

发布时间	文件名称	主要内容
2017/1/17	发改委、水利部、住建部《节水型社会建设“十三五”规划》	全国用水总量控制在 6700 亿立方米以内；万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量较 2015 年分别降低 23% 和 20%，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上。
2017/2/14	住建部《住房城乡建设部村镇建设司 2017 年工作要点》	全面部署“十三五”农村黑水治理等工作。深入推进农村污水治理百县示范，基本建成污水处理设施，初步建立运营机制，带动一批省级示范县。制定农村生活污水处理设施等技术标准。
2017/2	环保部《全国农村环境综合整治“十三五”规划》	结合水质改善要求和国家重大战略部署，“十三五”期间，全国农村环境综合整治重点为“好水”和“差水”周边的村庄，涉及 1805 个县（市、区）12.82 万个建制村，约占全国整治任务的 92%；其中，涉及国家扶贫开发工作重点县 284 个 2.46 万个建



发布时间	文件名称	主要内容
		制村，约占全国整治任务的 18%。
2017/7/18	财政部、住建部、环保部、农业部《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》	政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式。
2017/10/19	环保部、发改委、水利部《重点流域水污染防治规划（2016-2020）》	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。

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。行业新进入者携资本进入，传统巨头持续扩张，加剧行业竞争的同时，也倒逼行业内现有企业不断完善自身管理运营体制，提高服务水平，对行业整体发展起到一定的推动作用。

图表 3. 水务行业核心样本企业数据概览（单位：亿元，%，亿立方米）

序号	核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标				核心财务数据			
			营业收入	综合毛利率	2016 年供水量	2016 年污水处理量	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
1	重庆市水务资产经营有限公司	重庆市	91.87	35.68	7.15	8.93	961.75	48.21	18.30	28.60
2	广州市水务投资集团有限公司	广州市	85.18	23.31	15.06	9.98	839.66	57.65	4.41	38.41
3	北控水务(中国)投资有限公司	全国	38.68	48.75	5.68	31.19	479.90	64.01	13.51	3.86
4	北京首创股份有限公司	全国	95.04	32.31	17.34	18.84	473.05	67.00	7.17	37.29
5	深圳市水务(集团)有限公司	深圳市	74.94	26.61	16.19	10.25	181.42	45.60	6.83	27.10
6	成都市兴蓉环境股份有限公司	成都市	35.62	39.96	8.49	5.49	178.94	44.12	8.68	13.44
7	中国水务投资有限公司	全国	40.78	32.25	7.72	2.73	205.51	64.95	16.21	17.07
8	武汉市水务集团有限公司	武汉市	36.26	20.43	10.14	5.63	248.15	69.88	2.12	36.49

序号	核心样本企业名称	主要业务区域	核心经营指标				核心财务数据			
			营业收入	综合毛利率	2016年供水量	2016年污水处理量	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
9	天津创业环保集团股份有限公司	天津市	20.26	43.74	--	13	114.61	53.75	5.22	4.65
10	西安水务(集团)有限责任公司	西安市	18.50	24.24	4.93	--	136.74	71.92	-0.92	9.80
11	重庆康达环保产业(集团)有限公司	全国	23.86	39.66	--	9.09	134.22	69.04	4.25	2.68
12	安徽国祯环保节能科技股份有限公司	全国	19.85	29.28	--	--	67.19	71.49	1.72	-4.64
13	江西洪城水业股份有限公司	南昌市	33.08	23.78	3.14	5.7	78.22	55.83	2.95	7.11

资料来源：新世纪评级整理（2016Q4-2017Q3，期间数为年化数据，其余为2017年9月末数据）

短期来看，近年来水务行业政策推动仍将维持一定力度，行业增长将维持在较快速度，同时行业竞争也将继续加剧；而我国融资环境趋紧，企业融资成本继续上升，预计将对水务企业盈利水平产生负面影响。长期来看，我国水务行业所处的宏观经济形势继续向好，全国GDP稳定增长，城镇化率稳步提高，有助于提高水务企业资产运营效率，工业增加值增速逐步提高，可有效拉动工业用水需求；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，黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等行业新领域市场前景广阔，考虑到行业的弱周期属性，预计长期内水务行业发展态势稳定向好。

#### D. 风险关注

行业融资环境收紧推高水务企业融资成本。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。2016年下半年以来，国内融资环境收紧，债券市场利率持续上行，对水务企业的现金流和盈利能力造成一定负面影响。

行业内的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。

行业内大量企业携资本进入，行业竞争加剧。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。

行业监管政策趋严推高项目运营成本。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。

## 2. 武汉市经济及水务现状

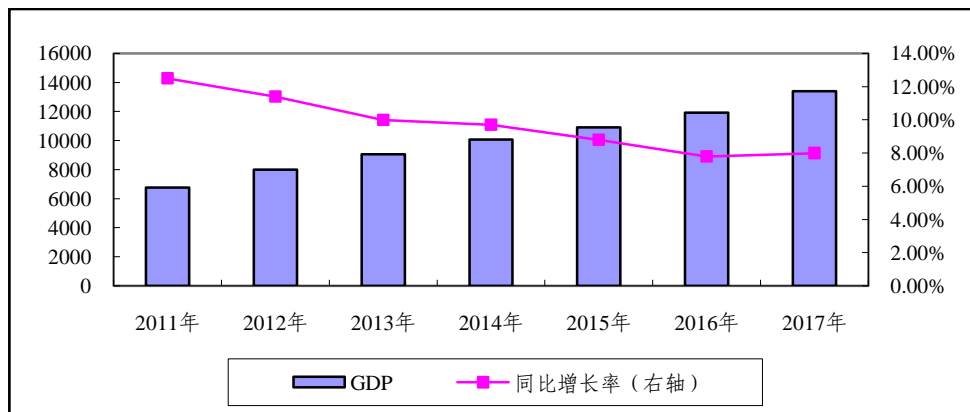
武汉市是我国中西部地区的中心城市，全国重要的工业基地、科教基地和综合交通枢纽。近年来，武汉市经济实力及财政实力快速提升，人均收入水平逐年提高，工业基础较雄厚且发展态势良好，为武汉市水务行业发展奠定了良好的社会和经济基础。武汉市供水需求不断增长，但供给端面临管网老化、水质恶化等问题，区域水务资产运营压力较大。

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。

2017 年，武汉市实现地区生产总值 13410.34 亿元<sup>3</sup>，较上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 408.20 亿元，同比增长 2.8%；第二产业增加值 5861.35 亿元，同比增长 7.1%；第三产业增加值 7140.79 亿元，同比增长 9.2%。全年一般公共预算总收入 2677.66 亿元，同比增长 10.5%；地方一般公共预算收入 1402.93 亿元，同比增长 11.2%。

<sup>3</sup> 数据来源：武汉市统计局。

图表 4. 2011-2017 年武汉地区生产总值及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 1.2011-2016 年数据来自历年武汉市国民经济和社会发展统计公报

2.2017 年数据来自武汉市统计局公布的 2017 年度武汉市国民经济主要指标

2017 年, 武汉市全体居民人均可支配收入 38642 元, 同比增长 9.21%, 其中城镇常住居民人均可支配收入 43405 元, 同比增长 9.23%; 农村常住居民人均可支配收入 20887 元, 同比增长 9.06%。规模以上工业增加值同比增长 7.7%; 规模以上工业总产值同比增长 13.2%。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。

从武汉市供水情况看, 武昌区供水能力已达到饱和, 随着武汉科技新城、大桥新区、武汉火车站等新需求区域的形成以及长江新城规划建设启动, 供需矛盾日渐突出; 汉口地区供水管网的损坏、老化程度较严重, 管网亟待得到改造; 汉阳地区管网系统不够完善, 部分高地势处的水量、水压都不能满足用户用水要求; 老城区的用水需求已基本饱和, 但新城区用水量却增加迅速, 其中经济技术开发区的水量缺口较大。总体来看, 武汉市供水的压力日渐增大, 居民对供水的需求随着城市的发展不断增长。

从武汉市水质情况来看, 武汉市位于长江中游江汉平原东部, 区域内河流湖泊密布, 形成了庞大发达的河湖水网。目前武汉市湖泊水面率达 10% 左右, 居全国各大城市首位。但是, 随着长江上游城市化进程快速发展, 以及农牧业的深度开发, 长江水源作为排污的唯一通道, 水质呈下降趋势。汉江是武汉市的优质水源, 但目前水质也在恶化。因此, 武汉市虽然水源丰富, 但仍存在饮用水水源水质恶化的危机, 对污水处理的需求随着水质的恶化也不断提高。

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，武汉市将持续推进“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。

### （三）业务运营

该公司主要从事武汉市的污水处理及汉口地区自来水供水业务。跟踪期内，公司业务整体发展良好，但由于公司污水处理及供水业务具有价格阶段性和成本上升持续性的特征，并且国家开征增值税对污水处理业务毛利产生负面影响等因素，整体盈利状况有所波动。

该公司主要从事武汉市主城区的污水处理及汉口地区自来水供应业务。公司污水处理业务为区域特许经营，是武汉市污水处理行业的龙头企业。2015-2017年公司实现营业收入分别为11.99亿元、11.98亿元和12.51亿元。得益于武汉市良好的经济发展状况，跟踪期内公司主业开展情况基本稳定。公司其他业务主要为公司租赁收入、代管污水设施维护收入和环保工程收入，其中2017年环保工程收入为0.09亿元，同

比下降 80.65%，主要系部分合同由于结转手续未完成，未能及时签订并最终实施，故而审计未能确认所致。

图表 5. 2015-2017 年公司营业收入及成本构成情况（单位：亿元，%）

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
自来水生产与供应	1.72	16.07	1.75	14.69	1.69	10.48
城市污水处理	9.51	45.34	9.71	41.16	10.25	39.58
隧道运营	-	—	-	—	-	-
其他业务收入	0.76	36.16	0.53	24.54	0.57	13.25
合计（综合）	11.99	31.38	11.98	27.44	12.51	25.47

注：根据武汉控股提供资料整理

### 1. 污水处理业务

污水处理业务是该公司核心主业，主要由下属子公司武汉市城市排水发展有限公司（简称“排水公司”）运营。截至 2017 年末，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 191 公里，污水处理能力较上年末提升 10 万吨/日，主要系黄家湖污水处理厂产能扩大所致。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%。

2017 年，该公司累计污水处理结算量为 6.03 亿吨，同比增长 7.16%。同期，公司实现污水处理费收入为 10.25 亿元，同比增长 5.62%；污水处理业务毛利率为 39.58%，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所致。

图表 6. 截至 2017 年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: 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
营运期限	30 年	至 2042 年	30 年	30 年	30 年	30 年	30 年	30 年	30 年	—

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
		1月								
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：根据武汉控股提供资料整理

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<sup>4</sup>，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）个周年日止，污水处理服务费初始支付单价为 1.99 元/吨。跟踪期内，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，公司暂无调价计划，后续将继续跟踪调价事宜。

该公司污水处理服务费由武汉市财政局委托市城建基金办支付，支付周期为一个季度支付一次，2015-2017 年，公司实际收到污水处理服务费分别为 5.76 亿元、6.19 亿元和 6.63 亿元，分别占污水处理收入的 60.62%、63.75% 和 64.67%，公司污水处理服务费的资金回收效率较低。

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。跟踪期内，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。

图表 7. 公司污水处理业务成本构成情况

	单位	2015 年	2016 年	2017 年
污水处理平均成本	元/吨	0.99	1.02	1.03
其中：电	%	20.55	18.22	17.72
药剂及消毒剂	%	3.80	4.34	4.50

<sup>4</sup> 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）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并纳入特许经营范围，故沙湖污水处理厂合约生效期与其他污水处理厂不同。

	单位	2015年	2016年	2017年
折旧费	%	32.53	37.18	33.87
人工成本	%	17.08	16.92	17.77
污泥处置费用	%	9.48	9.88	12.46
其他生产成本	%	16.56	13.46	13.68

注：根据武汉控股提供资料整理

## 2. 供水业务

跟踪期内，供水业务仍是该公司主要业务之一，截至 2017 年末，公司拥有自来水厂 2 座，供水能力为 130 万吨/日，与上年末持平，供水区域仍主要为汉口等区域，公司自来水业务占汉口地区供水 90% 以上的市场份额。根据公司与母公司武汉水务下属子公司武汉市自来水公司（简称“武汉自来水”）签订的《自来水代销合同》（简称“合同”），公司将符合国家生活饮用水标准和城市供水水质规划要求的自来水供应给武汉自来水，再由武汉自来水向终端进行销售，代销期为 50 年，始于 1998 年 4 月 17 日，止于 2048 年 4 月 16 日；代销价格为 0.55 元/吨，并按自来水销售收入的 1% 向武汉自来水支付代销费用，公司可根据自来水及其衍生产品的成本、自身经营状态及业绩检讨收费标准，依据并参照国务院公布的通胀指数、物价综合指数等因素每三年提出收费调整的建议，经双方同意后调价，2002 年 12 月 18 日双方签订补充协议，将代销费用修改为自来水销售收入的 4%；武汉自来水代销付款以月为单位，于次月 10 日前支付给公司。公司自来水业务原水均取自于汉江，水量较为充沛，可有效保障公司自来水供应。公司自来水厂采用“反应-沉淀-过滤”技术工艺，主要水质指标较好，近三年水质合格率均保持在 99% 以上。

图表 8. 截至 2017 年末公司水厂情况（单位：万吨/天）

供水厂名称	运营方式 (BOT/TOT/ 自有等)	特许经营 期限	供水 能力	供水范围	供水价格 (元/吨)	供水量		
						2015年	2016年	2017年
宗关	自有	无	105	汉口古田地区及常青花园至天河机场部分区域	0.55	25038	25951	25132
白鹤嘴	自有	无	25	西起简易路东至长江二桥黄路，南起汉江北至常青花园	0.55	7181	6741	6537
合计	-	无	130	-	0.55	32219	32692	31669

注：根据武汉控股提供资料整理



跟踪期内，该公司供水量及供水业务收入较为稳定，2017 年公司实现供水量为 3.17 亿吨，同比减少 3.14%；实现供水业务收入 1.69 亿元，均同比减少 3.14%，供水量及收入减少的原因主要为汉口地区部分工业厂商搬迁或因经营不善关停，导致用水需求减少所致。同期，公司平均售水成本为 0.478 元/吨，同比增长 4.83%。

**图表 9. 2015-2017 年末公司供水业务情况**

项目	单位	2015 年	2016 年	2017 年
供水能力	万吨/日	130	130	130
供水总量 <sup>5</sup>	万吨	32217	32697	31669
售水总量	万吨	32217	32697	31669
平均日供水量	万吨/日	88.27	89.58	86.77
平均售水价格	元/吨	0.55	0.55	0.55
平均售水成本	元/吨	0.449	0.456	0.478
水质合格率	%	99.98	99.90	99.90

注：根据武汉控股提供资料整理

### 3. 在建项目

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 2017 年末，公司在建项目主要包括南太子湖污水处理厂扩建工程、北湖污水处理厂及配套工程、北湖污水处理厂配套污泥项目等；拟建项目主要包括汤逊湖污水处理厂改扩建工程（三期）、黄家湖污水处理厂三期扩建工程等，在建和拟建项目计划总投资 72.96 亿元，截至 2017 年末已投资 23.52 亿元。根据规划，2018 年公司下属排水公司污水处理厂改扩建工程等项目建设计划支出为 25.24 亿元，后续仍存在较大的投融资压力。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 10. 截至 2017 年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 2017 年末已完成投资	2018 年计划投资
<b>在建项目</b>					
南太子湖污水处理厂扩建工程	新增 15 万吨/日处理能力	自筹	53332	23000	30332
北湖污水处理厂	新建北湖污水处理厂及附	自筹	455178	169981	170000

<sup>5</sup> 该公司无供水管网，生产的自来水均销售给武汉水务，由其负责对外销售，因此公司供水量与销售水量相同。

工程名称	项目概况	资金来源	计划总投资	截至2017年末 已完成投资	2018年计划投资
及配套工程	属工程，近期 80 万吨/日， 远期 150 万吨/日				
北湖污水处理厂 配套污泥项目	日处理湿污泥 460 吨	自筹	22067	750	10000
白鹤嘴水厂改造 工程	实施白鹤嘴现状 25 万吨/ 日工艺升级、改造	自筹	20961	12093	5800
亚行三期污泥处 置（黄家湖、三金 潭污泥处置，研发 中心设备及运输 车辆）	黄家湖新增日处理污泥能 力 120 吨；三金潭新增日 处理污泥能力 200 吨	自筹	25364	25346	-
南太子湖污水处 理厂尾水工程	南太子湖污水处理厂尾水 工程	自筹	6668	3500	2000
<b>拟建项目</b>					
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	32003	500	25302
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	100000	-	500
南湖周边污水 泵站改扩建工程	扩建桂子花园泵站，改扩 建民院污水泵站	自筹	1588	-	500
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 万立方米/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	12394	-	8000
<b>合计</b>	-	-	<b>729555</b>	<b>235170</b>	<b>252434</b>

注：根据武汉控股提供资料整理

#### 4. 其他

除上述业务外，该公司还从事武汉长江隧道的运营、管理业务。公司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<sup>6</sup>，资本金补贴为隧

<sup>6</sup> 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。

道公司股东投入的项目资本金每年 4.4%（所得税后）<sup>7</sup>。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 1.68 亿元和 1.57 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<sup>8</sup>。

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。

2016 年 10 月，该公司通过了《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，公司拟以发行股份及支付现金方式收购武汉水务持有的武汉自来水 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。公司认为目

<sup>7</sup> 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。

<sup>8</sup> 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。

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。此次重大资产重组中止不会对公司现有的日常经营和财务状况产生影响，但公司若在未来与相关部门协商后，成功建立合适的供水特许经营盈利机制，该重大资产重组仍可能继续推进。

#### (四) 财务分析

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015-2017 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 104.72 亿元，所有者权益合计 50.23 亿元（归属于母公司所有者权益为 48.12 亿元）；2017 年实现营业收入 12.51 亿元，净利润 3.24 亿元（归属母公司所有者的净利润 3.28 亿元），经营性净现金流 1.52 亿元。

截至 2017 年末，纳入该公司合并报表范围的子公司共 7 家，与 2016 年末合并范围一致。

该公司为武汉市污水处理的特许经营公司，得益于武汉市良好的经济发展状况，跟踪期内公司主业开展情况基本稳定，但受排放标准提高致污水处理成本上升影响，2017 年毛利率略有下滑；公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，得益于外币借款的汇兑收益增加，2017 年期间费用率大幅降低；公司隧道业务的资本补贴和运营补贴收入较为稳定，总体盈利水平较上年变化不大。

2013 年，武汉市主城区污水处理业务整体注入该公司，污水处理结算价格为 1.99 元/吨，公司收入规模及盈利能力得到大幅改善，近年来较为稳定。截至 2017 年末，污水价格仍然为 1.99 元/吨。2017 年，公司实现营业收入 12.51 亿元，同比增长 4.41%；实现毛利率 25.47%<sup>9</sup>，较 2016 年下降 1.97 个百分点，主要系污水处理量增加和排放标准提高导致污泥处置量和污泥处理成本提高所致。

<sup>9</sup> 该公司负责长江隧道运营，但因不具备单独收费条件，因此仅计入成本而无收入，故综合毛利率包含了隧道的运营成本但未计入补贴收入，剔除隧道运营成本的 2017 年实际综合毛利率为 34.46%，与 2016 年实际综合毛利率相比下降了 2.12 个百分点。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主，销售费用相对较少，符合水务行业企业的特征。2017 年，得益于人民币升值，公司外币借款取得的汇兑收益增多<sup>10</sup>，公司财务费用为 0.58 亿元，同比减少 50.49%，同期管理费用率、财务费用率和销售费用率分别为 4.29%、4.62% 和 0.62%，期间费用率同比下降 5.31 个百分点，期间费用对公司利润的侵蚀程度较低。

2017 年该公司投资收益为 0.09 亿元，同比增长 272.56%，主要系武汉汉西污水处理有限公司盈利情况大幅好转，公司对其的投资收益增加所致。

2017 年该公司营业外收入为 0.28 亿元（均为隧道公司资本投入补贴），同比减少 87.20%，主要系公司根据财政部于 2017 年 5 月 10 日新修订的《企业会计准则第 16 号》规定，将与公司日常经营活动相关的政府补助列入其他收益核算所致<sup>11</sup>，计入其他收益后公司收到政府补贴合计 2.00 亿元，较上年末减少 8.89%，主要系公司提前偿还早期建设长江隧道向中国农业银行贷入的借款，故当期隧道板块财务费用降低，致当期运营费用补贴下降。

2017 年，该公司实现净利润 3.24 亿元，同比增长 7.60%；同期，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 6.60% 和 4.78%，分别较上年上升 0.16 个百分点和下降 0.19 个百分点，盈利水平较上年变动不大。

**跟踪期内，随着污水改扩建项目规模的扩大，该公司负债规模增幅明显，资产负债率小幅增长，财务杠杆虽仍较合理，但公司对短期负债的保障能力趋弱，短期偿债压力较大；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因素影响而有所滞后，总体回款效率较低。**

跟踪期内，随着污水改扩建项目规模的扩大，该公司负债规模增幅明显。2017 年末，公司负债总额为 54.59 亿元，较上年末增长 41.77%，公司负债主要体现为刚性债务、应付账款和其他应付款等，2017 年末三者合计占债务总额的 97.97%，其中，应付账款余额 9.15 亿元，较上年末增长 15.49%，主要系相关污水处理工程未支付的工程款和质保金

<sup>10</sup> 截至 2017 年末，排水公司外币借款债务余额为 6.55 亿元，主要用于亚行一期项目建设 3.99 亿元，年利率 2.02%，借款期限 25 年；用于亚行二期项目建设 2.06 亿元，年利率 2.02%，借款期限 25 年；用于亚行三期项目建设 0.42 亿元，年利率 1.65%，借款期限 25 年。

<sup>11</sup> 2017 年该公司收到其他收益 1.72 亿元，包括隧道公司成本运营费用补贴 1.25 亿元、增值税退税补贴 0.46 亿元、稳定岗位就业补贴 0.01 亿元等。

增长所致；其他应付款余额为 6.03 亿元，较上年末增长 25.23%，主要为武汉市城市建设基金管理办公室代公司支付给武汉城投转借国家开发银行贷款的本金及利息 3.32 亿元<sup>12</sup>及应付武汉水务重组土地瑕疵款和代垫费、土地租金 0.47 亿元。期末公司刚性债务余额 38.21 亿元，其中中长期刚性债务余额 24.99 亿元，债务期限结构较为合理。公司刚性债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成，其中长期借款余额为 14.47 亿元，较上年末增长 72.24%，主要为质押借款 0.95 亿元（借款利率为 4.90%）<sup>13</sup>、保证借款 3.80 亿元（借款利率为 4.90%）<sup>14</sup>和信用借款 9.72 亿元（借款利率区间为 3.60%-5.195%）；长期应付款余额为 0.97 亿元，主要为公司子公司排水公司将国家开发银行的借款置换为地方债所致<sup>15</sup>，较上年末减少 59.51%，系公司期末将一年内到期的债权转到一年内到期的非流动负债内列报所致。随着利润的积累，2017 年末公司所有者权益较上年末增长 5.12% 至 50.23 亿元。同期末，公司资产负债率上升至 52.03%，较上年末上升 7.45 个百分点，但财务杠杆仍较合理。

**图表 11. 2017 年末公司银行借款情况（单位：亿元）**

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
质押/抵押借款	--	0.05	0.95	<b>1.00</b>
保证借款	--	--	3.80	<b>3.80</b>
信用借款	9.80	1.43	9.72	<b>20.96</b>
<b>合计</b>	<b>9.80</b>	<b>1.48</b>	<b>14.47</b>	<b>25.76</b>

注：根据武汉控股提供资料整理、编制

截至 2017 年末，该公司无对外担保。

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款付周期因素影响而有所滞后。2017 年，公司营业收入现金率为 75.82%，

<sup>12</sup> 按照武政[2005]23 号文件，在长江隧道不具备单独收费条件期间，隧道公司将持续性营运补贴，隧道公司全部运营成本费用均由营运补贴予以支持，该项应付款也将随着还本付息金额逐年减少后自行从未来获取的营运补贴中消化。

<sup>13</sup> 该公司子公司武汉市济泽污水处理有限公司以其所属的东西湖区污水处理厂一期特许经营权，评估价值 2.01 亿元为质押，于 2017 年 6 月及 7 月从中国工商银行股份有限公司武汉江汉支行合计取得借款 1 亿元，该项借款根据还款计划分期还款，本期末公司将一年内到期应归还的 500 万元列入一年内到期的非流动负债内列报。

<sup>14</sup> 该公司子公司排水公司由公司为其提供担保，于 2017 年 10 月 30 日取得由中国光大银行股份有限公司武汉分行作为牵头行、中国进出口银行湖北省分行及中国建设银行股份有限公司武汉硚口支行作为联合牵头行、中国光大银行股份有限公司武汉分行作为主代理行、中国建设银行股份有限公司武汉硚口支行作为副代理行的 3.8 亿元的银团贷款。

<sup>15</sup> 地方政府置换债于 2015 年 6 月和 2016 年 10 月分别置换国家开发银行贷款金额为 1.43 亿元和 0.97 亿元，以地方债计息，债务期限为三年，由排水公司偿还。置换事项并未新增公司贷款。

较上年同期上升 1.80 个百分点，但仍处于较低水平。同期，公司实现经营性现金净流入 1.52 亿元，同比减少 25.88%，主要因为成本上升，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增加及支付职工薪酬增加所致。2017 年公司对北湖污水处理厂及配套工程、南太子湖污水处理厂扩建工程和亚行三期污泥处置等工程项目投资力度较大，当年投资性现金流量净流出 12.97 亿元。公司项目投资的资金缺口主要通过银行借款及直接融资等方式解决，2017 年公司继续扩大对污水处理改扩建项目的投入，当期通过银行借款取得资金 24.99 亿元，2017 年筹资性现金净流入为 12.94 亿元。

该公司资产以非流动资产为主，2017 年末非流动资产合计 79.05 亿元，占总资产的 75.49%，公司非流动资产主要体现为固定资产和在建工程，与水务企业特征相符。2017 年末，公司固定资产和在建工程分别为 58.31 亿元和 13.50 亿元，其中固定资产主要为长江隧道工程、房屋建筑物和机器设备；在建工程期末余额较上年末增长 107.38%，主要系当年新增南太子湖扩建项目、三金潭配套污泥项目和南太子湖尾水工程和北湖污水处理厂、白鹤嘴厂改造工程等项目的持续投入所致。公司的流动资产主要包括货币资金和应收账款，2017 年末公司货币资金余额为 6.55 亿元，占流动资产的 25.54%，无使用受限制的资金；应收账款净额为 17.55 亿元，占流动资产的 68.36%，较上年末增长 38.86%，主要系财政支付流程未及时认定，存在一定时间差异未能及时结算，致公司子公司武汉市城市排水发展有限公司应收武汉市财政局的污水处理服务费增加所致。2017 年末，公司流动比率、速动比率、现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 87.40%、86.69%、23.10% 和 51.33%，分别较上年末下降 17.76、18.22、8.28 和 97.63 个百分点，流动资产对流动负债的保障能力同比有所减弱，短期偿债压力较大。

该公司根据中国证监会颁布的《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》（证监发〔2012〕37 号）、《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》（中国证监会公告〔2013〕43 号）等相关规定，修改完善了《公司章程》中有关利润分配政策的条款，规定“公司最近三年以现金方式累计分配的利润应不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”。具体每个年度的分红比例由董事会根据公司当年盈利状况和公司发展需要提出分配预案，报经公司股东大会审议决定。2015-2017 年，公司现金分红（含税）分别为 1.01 亿元、0.91 亿元和 0.99

亿元，分别占公司当年未分配利润的 5.26%、4.29%和 4.21%，分红对公司所有者权益的影响较小。

### （五）外部支持

该公司作为市政公用企业，污水处理业务在武汉市处于垄断经营地位，经营状况稳定，与多家商业银行保持着较密切的合作关系，间接融资渠道较为畅通。截至 2017 年末，公司获得银行授信额度合计为 92.70 亿元，已使用授信额度 18.26 亿元，剩余授信额度为 74.44 亿元，能够为公司运营资金周转提供必要的支持。

该公司作为上市公司，在必要时可以通过直接融资方式在资本市场筹集资金以满足经营发展需要，能够在一定程度上增强公司财务弹性。

### （六）公司过往债务履约情况

根据该公司 2018 年 3 月 22 日提供的《企业信用报告》，公司暂无信用违约记录。

截至 2018 年 3 月 1 日，该公司合并口径已发行尚在存续期债券余额 9.57 亿元，还本付息情况正常。

图表 12. 公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期日	还本付息情况
14 武控 01 <sup>16</sup>	6.50	3+2 年	4.70	2014.11.5	2019.11.5	付息情况正常，投资者已回售本金 0.43 亿元
14 武控 02	3.50	5 年	3.60	2016.6.24	2021.6.24	付息情况正常，尚未开始偿还本金
合计	10.00	--	--	--	--	--

资料来源：Wind 资讯

### （七）结论

综上所述，该公司主要从事武汉市的污水处理及汉口区自来水供水业务，跟踪期内，公司业务整体较为稳定；但由于公司污水处理及供水业务具有价格调整的阶段性和成本上升的持续性特征，同时国家开征增值税对污水处理业务毛利有持续的负面影响，加上水质标准提高导致处理成本上升等因素，整体盈利状况有所波动。随着污水处理改扩建项目

<sup>16</sup> 2017 年 11 月 6 日，14 武控 01 债券持有人有效回售申报数量为 43002 手，回售价格为债券面值 100 元，回售金额为 0.43 亿元，存续金额为 6.07 亿元；自同日起公司将 14 武控 01 第 4 年和第 5 年的票面利率调整为 4.95%。



规模的扩大，为满足资金需求，公司增加较多借款，财务杠杆虽仍较合理，但公司对短期负债的保障能力趋弱，短期偿债压力较大；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因素影响而有所滞后，回款效率在业内水平较低。

本评级机构仍将关注：（1）该公司水务业务成本上升压力；（2）公司资本性支出所带来的资金压力；（3）公司应收账款回收情况；（4）武汉长江隧道运营模式调整情况；（5）污水处理业务和供水业务行业定价及价格调整能力。

附录一：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额[亿元]	79.73	86.22	104.72
货币资金[亿元]	6.04	5.06	6.55
刚性债务[亿元]	21.86	24.46	38.21
所有者权益 [亿元]	45.65	47.78	50.23
营业收入[亿元]	11.99	11.98	12.51
净利润 [亿元]	3.41	3.01	3.24
EBITDA[亿元]	7.73	7.38	7.83
经营性现金净流入量[亿元]	2.81	2.06	1.52
投资性现金净流入量[亿元]	-4.23	-4.66	-12.97
资产负债率[%]	42.75	44.58	52.03
长期资本固定化比率[%]	103.07	98.68	104.91
权益资本与刚性债务比率[%]	208.79	195.36	131.47
流动比率[%]	88.36	105.16	87.40
速动比率[%]	88.08	104.91	86.69
现金比率[%]	39.87	31.38	23.10
利息保障倍数[倍]	5.54	5.00	4.00
有形净值债务率[%]	81.75	89.02	119.21
营运资金与非流动负债比率[%]	-11.13	4.34	-14.74
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	2.11	1.17	0.83
存货周转速度[次]	325.14	358.60	90.11
固定资产周转速度[次]	0.23	0.22	0.22
总资产周转速度[次]	0.15	0.14	0.13
毛利率[%]	31.38	27.44	25.47
营业利润率[%]	15.03	9.46	26.25
总资产报酬率[%]	6.31	4.97	4.78
净资产收益率[%]	7.68	6.44	6.60
净资产收益率*[%]	7.90	6.72	6.99
营业收入现金率[%]	70.46	74.02	75.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.00	12.02	6.50
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.50	5.67	3.28
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-9.60	-15.24	-48.76
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.30	-7.19	-24.62
EBITDA/利息支出[倍]	8.76	8.94	6.86
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.32	0.25

注：依据武汉控股经审计的 2015-2017 年财务报表整理、计算。

附录二：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产及商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/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%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初负债总额+期末负债总额]/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(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

附录三：

## 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）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。