

新加坡證券交易所有限公司、香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



CHINA EVERBRIGHT WATER LIMITED

中國光大水務有限公司

(於百慕達註冊成立之有限公司)

(香港股份代號：1857)

(新加坡股份代號：U9E)

海外監管公告

本海外監管公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條而刊發。

茲載列中國光大水務有限公司(「本公司」)在上海證券交易所網站刊登日期為二零二零年五月二十一日之「中國光大水務有限公司及其發行的G17光水1、G18光水1、18光水01與19光水01跟蹤評級報告」公告。

承董事會命
中國光大水務有限公司
執行董事兼總裁
安雪松

香港，二零二零年五月二十一日

於本公告日期，本公司董事會成員包括：(i)一名非執行董事－王天義先生(董事長)；(ii)兩名執行董事－安雪松先生(總裁)及羅俊嶺先生；以及(iii)四名獨立非執行董事－翟海濤先生、林御能先生、鄭鳳儀女士及郝剛女士。

中国光大水务有限公司
(于百慕大注册成立之有限公司)

及其发行的 G17 光水 1、G18 光水 1、18 光水 01 与 19 光水 01

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020) 100056】

评级对象: 中国光大水务有限公司及其发行的 G17 光水 1、G18 光水 1、18 光水 01 与 19 光水 01

	G17 光水 1	G18 光水 1	18 光水 01	19 光水 01
	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	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 19 日			
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 24 日			
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2017 年 7 月 14 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 7 月 17 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 7 月 17 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 12 月 24 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 亿港元			
母公司口径数据:			
货币资金	0.28	0.32	2.14
刚性债务	34.34	45.65	55.71
所有者权益	99.72	97.70	99.60
合并数据及指标:			
总资产	180.48	195.84	226.83
总负债	95.06	109.21	131.34
刚性债务	66.76	76.66	91.65
所有者权益	85.42	86.64	95.49
营业收入	35.92	47.68	55.51
净利润	5.81	7.37	8.85
经营性现金净流入量	-2.64	-10.16	-10.58
EBITDA	11.81	14.32	16.40
资产负债率[%]	52.67	55.76	57.90
权益资本与刚性债务比率[%]	127.95	113.02	104.19
流动比率[%]	137.45	116.21	107.88
现金比率[%]	79.83	55.50	45.52
利息保障倍数[倍]	4.50	4.61	4.36
净资产收益率[%]	7.38	8.56	9.72
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-8.84	-26.70	-24.44
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.99	-10.47	-9.91
EBITDA/利息支出[倍]	4.89	4.92	4.62
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.20	0.19

注: 根据光大水务经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

分析师

楼雯仪 lwy@shxsj.com
陈溢文 cyw@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对中国光大水务有限公司(简称“光大水务”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 G17 光水 1、G18 光水 1、18 光水 01 与 19 光水 01 的跟踪评级反映了 2019 年以来大水务在业务规模、盈利能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在资本性支出、资金回笼、管理等方面仍面临的压力和风险。

主要优势:

- **行业前景向好。**近年来,随着我国经济的持续发展和环保意识的提升,国内传统污水处理领域存在提标改造需求,且海绵城市建设、水环境治理等新领域的需求也显著提升,光大水务主业行业前景向好。
- **规模优势明显。**截至 2019 年末,光大水务业务主要包括水环境综合治理、海绵城市建设、污水处理等,业务遍及山东、江苏、辽宁等地区,业务规模处于行业内领先水平。
- **融资优势。**光大水务现为新加坡及香港两地上市公司,具备在新加坡、香港资本市场融资的能力,且公司仍有大额授信额度未使用,畅通的融资渠道为公司快速扩张和业务的正常开展提供了资金保障。
- **集团支持优势。**光大水务的控股股东为光大国际,实际控制人为光大集团。公司作为光大集团在中国境内水务项目的运营平台,能够在资源协同、项目管理、政府关系和融资等方面得到控股股东和实际控制人的支持。

主要风险:

- **行业政策变动风险。**2015 年 6 月,国家财政部和国家税务总局印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》,其中提到污水处理劳务、

再生水劳务自 2015 年 7 月 1 日起征收增值税,后分别返还 70%和 50%,这意味着污水处理、再生水等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。

- **资本性支出压力持续增加。**光大水务在建水环境治理项目规模较大,且公司仍处于业务扩张期,后续还将有一定规模的项目拓展规划,公司资本性支出压力将持续增加。
- **投资回收期较长,资金回笼速度较慢。**光大水务主业在建设期需投入大量资金,于项目运营期回笼资金,投资回收期较长。
- **项目质量控制风险。**2015 年光大水务收购东达水务,向经济发展水平、地方财力偏弱的区域拓展,该区域项目排放标准和收费标准较公司其他区域项目的标准偏低。
- **管理风险。**光大水务于 2014 年完成有关汉科环境的反向收购,2015 年收购东达水务,外延并购后在文化整合、人员整合、运营模式整合等经营管理上存在一定难度。同时,随着业务规模的扩大,未来项目公司数量将继续增长,项目管理难度或将提高。

➤ 未来展望

通过对光大水务及其发行的 G17 光水 1、G18 光水 1、18 光水 01 与 19 光水 01 主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为上述债券还本付息安全性极高,并给予上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中国光大水务有限公司

及其发行的 G17 光水 1、G18 光水 1、18 光水 01 与 19 光水 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中国光大水务有限公司 2017 年公开发行公司债券(第一期)(简称“G17 光水 1”)、2018 年公开发行公司债券(第一期)(品种一) (简称 “G18 光水 1”)、2018 年公开发行公司债券(第一期)(品种二) (简称 “18 光水 01”) 及 2019 年公开发行公司债券(第一期) (简称 “19 光水 01”) 信用评级的跟踪评级安排, 本评级机构根据光大水务提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据, 对光大水务的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析, 并结合行业发展趋势等方面因素, 进行了定期跟踪评级。

2017 年 6 月 22 日经中国证监会【2017】973 号文核准, 该公司获准公开发行不超过人民币 25 亿元 (含 25 亿元) 的公司债券, 2017 年 7 月以来已在额度内全部发行完毕, 即为本次跟踪债券。此外 2020 年 4 月, 公司在中国银行间债券市场交易商协会注册了 30 亿元中期票据发行额度 (中市协注 [2020]MTN446 号)。公司 2017 年以来注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2017 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
G17 光水 1	10.00	5 (3+2)	4.55	2017-07-24	不超过 25 亿元 (含 25 亿元) /2017 年 6 月 22 日	正常付息, 尚未还本
G18 光水 1	4.00	5 (3+2)	4.60	2018-08-16		正常付息, 尚未还本
18 光水 01	4.00	5 (3+2)	4.58	2018-08-16		正常付息, 尚未还本
19 光水 01	7.00	5 (3+2)	3.89	2019-01-21		正常付息, 尚未还本

资料来源: 光大水务

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来, 在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下, 境外金融

市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推

进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

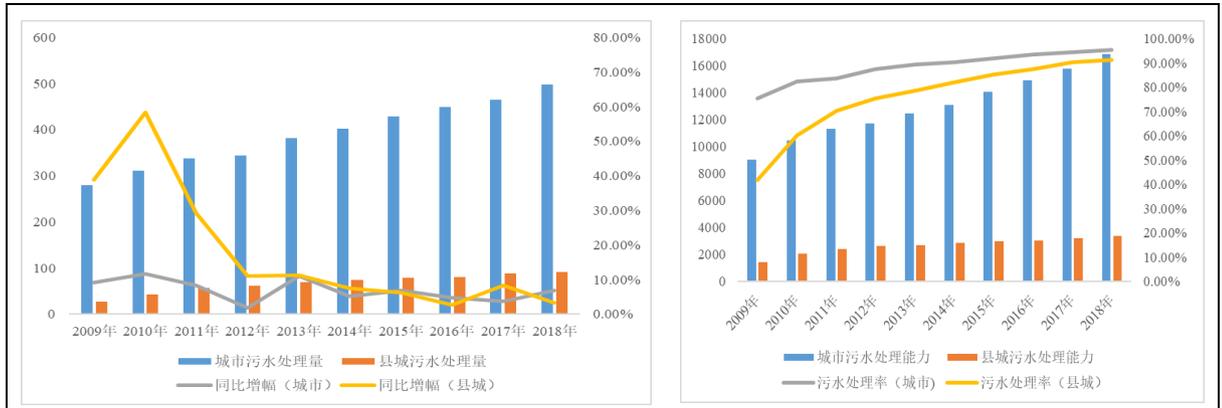
水务行业的传统领域包括供水和污水处理两个子行业，作为弱周期性行业，行业发展程度与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，近年来我国城市及县城污水处理量保持稳定增长的趋势，行业运营基础稳定。固定资产投资方面，污水处理方面因相关政策的推动，预计未来在新增管网、处理设施以及提标改造等方面仍将保持较大的投资需求。此外，随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理的需求升级，在持续的政策的支持下，黑臭水体治理、海绵城市建设、农村等水环境治理类新兴领域的需求正快速增长，市场发展潜力较大。2020年初我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，为加强防控工作，各地方政府相继出台有关疫情防控的交通管制措施与隔离措施，受此影响，水务行业企业面临污水处理量减少、项目运营成本提高、水环境综合治理业务施工暂停等风险。

A. 行业概况

2016-2018年¹，我国城市污水排放量分别为480.03亿吨、492.39亿吨和521.12亿吨，污水处理量分别为448.79亿吨、465.49亿吨和497.61亿吨，污水处理率分别为93.44%、94.54%和95.49%；同期，我国县城污水排放量分别为92.72亿吨、95.07亿吨和99.40亿吨，污水处理量分别为81.02亿吨、87.77亿吨和90.64，污水处理率分别为87.38%、90.21%和91.16%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长，但增速均呈放缓趋势。从污水处理率角度看，城市和县城污水处理率均已处于较高水平，但仍有一定上升空间。

¹ 以下二段数据取自国家住建部于2020年3月公布的《2018年城乡建设统计年鉴》。

图表 2. 2009-2018 年城市和县城污水处理量和污水处理能力（单位：亿吨、万吨/日）



数据来源：《2018 年城乡建设统计年鉴》

固定资产投资方面，2016-2018 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 489.9 亿元、450.8 亿元和 802.6 亿元，县城污水处理及其再生利用固定资产投资分别为 114.6 亿元、104.7 亿元和 168.0 亿元。截至 2018 年末，我国城市共有污水处理厂 2321 座，比上年末增加 112 座，日污水处理能力为 16881 万吨，同比增长 7.23%；县城共有污水处理厂 1598 座，比上年末增加 26 座，日污水处理能力为 3367 万吨，同比增长 4.63%。根据 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》（简称“《建设规划》”），“十三五”期间将新建污水处理设施规模 5022 万吨/日、污水处理管网 12.59 万公里，提标改造污水处理设施规模 4220 万吨/日，新增污泥处理处置规模 2194 万吨/年、再生水设施规模 1505 万吨/日等。根据《建设规划》配套的设施建设规模及投资核算说明，估算上述城镇污水处理及再生利用设施建设共投资约 5644 亿元。2020 年为“十三五”的最后一年，在《建设规划》的推动下，污水处理行业仍有较大的投资需求。

从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价相对于国外水平仍然偏低，其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，预计水的资源属性将逐渐体现。

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。我国水价主要由水资源费²、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，根据加成本保证水务企业合理的利润空间，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的供水价格分别为 2.19 元/吨、2.26 元/吨、2.29 元/吨和 2.30 元/吨³。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

² 根据财政部、税务总局、水利部联合发布的《扩大水资源税改革试点实施办法》，2017 年 12 月 1 日起，继河北之后（2016 年试点），北京、天津、山西、内蒙古、山东、河南、四川、陕西、宁夏等 9 个省份相继试点水资源费征收管理，原水资源费停止征收。

³ 数据来源：国家发改委价格监测中心，下同。

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。2017-2019 年末及 2020 年 3 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 0.97 元/吨、0.98 元/吨、0.98 元/吨和 0.98 元/吨。

水务行业作为生产和提供生活必需品的行业，在疫情期间，供水、污水处理等业务仍照常运营，自身基础性业务的开展不受停复工政策影响，但仍然存在工业用水量和污水处理量下降、运营成本上升、在建项目延期以及提标改造投入压力增大等风险。

2020 年初我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，为加强防控工作，各地方政府相继出台有关疫情防控的交通管制措施与隔离措施，此类措施导致在春节假期延长后，重点工业企业延迟复工，对水务企业最直接的影响便是供水量和污水处理量的减少，预计对水务企业 2020 年第一季度甚至全年的盈利和经营性现金流状况产生一定影响。

此外，生态环境部于 2020 年 2 月 1 日印发《关于做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情医疗污水和城镇污水监管工作的通知》（简称“通知”）。《通知》明确要求，对城镇污水处理厂，要督促其加强消毒工作，确保出水粪大肠菌群数指标达到相关排放标准要求。在出水环节，出于确保病菌指标达标的考虑，污水处理环节均需进行一定程度的加强。消毒部分的投入，成为了疫情期间污水厂成本上升的重点，此外在消毒标准加强的同时，在全国交通不畅、物资渠道受限、生产能力不足的情况下，生产耗材的供应价格也随之上升。处理环节药剂量价齐升，在一定程度上推高水务企业的运营成本。

工程建设方面，因疫情防控需要，目前国内交通、物流、复工限制等方面面临较多限制，导致项目建设物资调配、施工人员组织等存在困难，预计将对工程进度的顺利推进产生较大阻力，进而影响后续融资进度，该情况在 2020 年第一季度最为明显，但待疫情缓解并复工后，企业可能加快项目建设进度，预计可在一定程度上弥补第一季度的进度。而且，在疫情因素影响下，预计国内水厂提标改造将加速实施，水务企业后续投融资规模或将出现阶段性显著扩张。

本次疫情期间，北京、陕西、湖北、海南、深圳等多地政府针对小微企业发布支持政策，采用中小企业减免/返还污水处理费的方式为企业减负。我国

污水处理费采用收支两条线，政府向居民和企事业单位收取的污水处理费先作为政府财政收入，此后政府再按照与污水处理企业签署的协议支付污水处理费。政府免去部分污水处理费的政策，暂不对水务企业造成影响。但在经济下行、政府支付能力下降的情况下，污水处理企业的污水处理费回收的不确定性将有所加大。

B. 政策环境

2019 年以来，水务行业相关政策推动力度持续，长江保护修复开启导致水环境治理领域市场进一步扩容，同时 PPP 相关政策继续出台，进一步规范行业投融资。

2019 年 1 月，生态环境部、发改委发布《长江保护修复攻坚战行动计划》（简称“行动计划”）提出，到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于 III 类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能（劣于 V 类）的国控断面比例低于 2%。长江经济带沿线 11 个省市的地区生产总值占全国比重超过 45%，是中国重要的工业基地和经济走廊，长江生态保护工作的启动，是我国水环境治理市场的进一步扩容。

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，包括 2015 年的《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 年的《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》。2019 年 3 月，财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，进一步规范 PPP 项目实施。根据上述安排，预计有丰富 PPP 经验的和较强融资能力的公司有望逐渐提升市场占有率，实现快速成长。

图表 3. 2019 年以来国家出台的水务行业相关的主要政策及事件

发布时间	政策/会议	主要内容
2019/1	城市排水防涝设施建设中央预算内投资专项管理暂行办法	本专项用于支持中部、西部、东北地区地市级及以下城市的排水防涝设施建设，补助比例原则上按中部、西部、东北地区分别不高于项目总投资(不包括征地拆迁费用)的 45%、60%、60%控制。
2019/1	长江保护修复攻坚战行动计划	到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于 III 类）的国控断面比例达到 85% 以上，丧失使用功能(劣于 V 类)的国控断面比例低于 2%。
2019/3	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	新规以严控债务和规范发展为目的，强调资本金出资原则，拓宽进入和退出渠道；新规要求付费与完全的产出绩效挂钩，对项目实施分类指导，推进项目落地；新规强调入库不为项目合规“背书”、不作为商贷条件；以 5%、7% 和 10% 划定多条红线、风险线。
2019/4	国家节水行动方案	行动方案分别提出了近期和远期目标，即到 2020 年万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量比 2015 年分别降低 23% 和 20%，节水效果初步显现；到 2022 年用水总量控制在 6700 亿立方米以内，节水型生产和生活方式初步建立；到 2035 年用水总量严格控制在 7000 亿立方米以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平。
2019/5	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）的通知	目标经过 3 年努力，地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村、老旧城区和城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，城市生活污水集中收集效能显著提高。
2019/6	水污染防治资金管理暂行办法	加强水污染防治资金使用管理

发布时间	政策/会议	主要内容
2019/11	推进农村生活污水治理的指导意见	到 2020 年东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区，农村生活污水治理率明显提高，村庄内污水横流、乱排乱放情况基本消除，运维管护机制基本建立；中西部有较好基础、基本具备条件的地区，农村生活污水乱排乱放得到有效管控，治理初见成效；地处偏远、经济欠发达等地区，农村生活污水乱排乱放现象明显减少。
2020/4	关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见	按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，完善长江经济带污水处理成本分担机制、激励约束机制和收费标准动态调整机制，健全相关配套政策，建立健全覆盖所有城镇、适应水污染防治和绿色发展要求的污水处理收费长效机制。
2020/5	关于印发《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》的通知	通过逐步建立黄河流域生态补偿机制，实现黄河流域生态环境治理体系和治理能力进一步完善和提升，河湖、湿地生态功能逐步恢复，水源涵养、水土保持等生态功能增强，生物多样性稳步增加，水资源得到有效保护和节约集约利用，干流和主要支流水质稳中向好，全流域生态环境保护取得明显成效，建立健全生态产品价值实现机制，增强自我造血功能和自身发展能力。

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。

图表 4. 行业内核心样本企业 2019 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	281.93	36.06	1394.25	2278.65	1511.61	69.22	0.76	58.43	-42.30
北京首创股份有限公司	全国	149.07	29.62	1417.01	1387.57	798.72	64.68	0.80	10.92	33.33
上海实业环境控股有限公司	全国	59.60	32.44	212.50	961.93	323.67	63.36	0.82	6.00	1.52
天津创业环保集团股份有限公司	全国	28.51	31.97	31.50	534.91	179.91	60.30	1.21	5.29	8.85
中国光大水务有限公司*	全国	55.51	34.09	-	433.56	226.83	57.90	1.04	8.85	-10.58

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

2019 年以来，水务行业项目呈大型化、综合化，对行业内企业的融资能力提出了更高的要求，负债经营的模式导致水务企业易受融资环境变化影响，同时大型项目回款周期长，加大了项目回款的不确定性。行业竞争仍然激烈，叠加物价水平涨幅扩大导致的水价调升承压，项目盈利空间提升难度较大。

项目盈利空间提升难度较大。近年来国内供水和污水处理价格持续缓慢提升，但我国水价相对于国外水平仍然偏低，导致大量行业内企业亏损，2019 年以来我国经济增长压力加大，增速放缓，物价水平涨幅有所扩大，在此背景

下，预计短期内水价调升压力加大。随着 2019 年《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019-2021 年）》和《推进农村生活污水治理的指导意见》等政策的出台，预计污水处理企业出水的高标准严要求仍将持续，水务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，势必继续推高运营成本，此外对农村地区生活污水处理设施和管网的投资将有所提高，而该类投资在未来的收益情况存在较大不确定性。

PPP 项目回款周期长，不确定性大。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、财力偏弱问题，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，2020 年初爆发新冠疫情后，各地政府纷纷出台税收减免政策，同时疫情防控方面财政支出增加，政府财政压力加大，水务企业未来项目回款不确定性加大。

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。2019 年以来，国内融资环境有所改善，水务企业债券发行数量大幅增长，发行利率整体下行，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。

市场竞争激烈。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。

2. 业务运营

该公司是光大国际旗下唯一的水务运营平台，业务包括水环境综合治理、海绵城市建设、污水处理等，收入主要来源于特许经营项目。跟踪期内，受益于污水处理项目的新建、扩建和提标改造以及水环境综合治理和供水项目的建设，公司建造服务收入持续增长，加之若干项目水价上调带动营运收入增长，公司收入规模进一步扩大，整体盈利水平保持增长，但需持续关注在手 PPP 项目的垫资压力及交易对手风险。同时，建造服务业务毛利率相对偏低，公司业务盈利水平较以前年度有所趋弱。未来随着行业政策的持续推动和公司项目管理能力的提高，预计公司规模优势将逐步显现。

该公司是光大集团旗下唯一水务运营平台。截至 2019 年末，公司建成投运项目 101 个，主要包括 90 个污水处理项目（含 1 个委托运营项目）、5 个中水回用项目、2 个污水源热泵项目、2 个供水项目和 1 个水环境治理项目等，另在建项目 14 个、筹建项目 16 个。其中，在运营的污水处理项目设计日处理能力合计为 433.56 万立方米，处于行业前列。

2019年，该公司实现营业收入55.51亿港元，其中污水处理业务仍是公司的核心主业，当年收入占比约为76%。从收入增速来看，2019年公司营业收入同比增长16.41%，增幅主要来自污水处理业务，在若干项目的扩建、提标改造、水价上调以及两个污水处理项目追溯往年水价调整产生一次性收入影响下，当年污水处理业务收入同比增长约19%至42.33亿港元。水环境综合治理业务收入占营业收入的比重约为14%，基本维持上年水平。从项目收入构成分类来看，服务特许权安排的建造服务仍为公司第一大收入来源。

2020年初我国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，该公司第一季度工程建设进度不及预期，污水处理项目运营则因新项目陆续投运而受损较小，目前随着疫情缓解并复工后，公司已一定程度上弥补了第一季度滞后的项目建设进度。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
污水处理	山东、江苏、辽宁等	横向规模化	资本/规模/政策等
水环境综合治理	江苏、湖北、广西等	横向规模化	技术/资本/政策等

资料来源：光大水务

(1) 主业运营状况/竞争地位

该公司在污水处理业务运营过程中主要采用特许经营模式，其中包括建设-运营-移交（简称“BOT”）模式和转让-运营-移交（简称“TOT”）模式。根据《香港会计准则解释公告12号：特许经营安排》，在特许经营安排下，公司建造服务收入按建造期公允价值确认，其公允价值参考业内可比公司的市场毛利率并经专业机构进行评估确定，按完工百分比确认收入，确认时点为特许经营协议签订后、公司开始项目建造时；运营收入确认时点为提供运营服务的开始时点，其中BOT模式下通常为项目建设结束进入运营期后；金融收入确认时点为项目开始建造的时点。已确认的与“服务特许金融权”相关的收入包括上述三项收入的合计，后续回款安排按照特许经营协议约定的期限安排。

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2017年度	2018年度	2019年度
营业收入合计（单位：亿港元）	35.92	47.68	55.51
按业务分类			
其中：核心业务营业收入（亿港元）	34.64	41.83	49.97
在营业收入中所占比重（%）	96.45	87.72	90.03
其中：污水处理业务收入（亿港元）	23.29	35.59	42.33
在核心业务收入中所占比重（%）	67.23	85.08	84.71
水环境综合治理业务收入（亿港元）	11.35	6.24	7.64
在核心业务收入中所占比重（%）	32.77	14.92	15.29

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
按项目收入构成分类 ⁴ （亿港元）			
（1）服务特许权安排的运营收入	8.78	12.38	15.20
其中：污水处理项目运营收入	8.34	11.78	14.44
（2）服务特许权安排的建造服务	21.11	27.09	30.08
其中：污水处理项目建造收入	9.22	17.39	21.08
（3）服务特许权安排的融资收入	6.01	7.21	7.96
其中：污水处理项目融资收入	5.73	6.42	6.81
毛利率（%）	34.26	34.05	34.09
按业务分类			
其中：污水处理业务	41.36	34.66	35.45
水环境综合治理业务收入	20.98	30.06	30.32
按项目收入构成分类			
其中：服务特许权安排的运营收入	17.80	22.02	20.03
服务特许权安排的建造服务	22.58	21.32	24.44
服务特许权安排的融资收入	100.00	100.00	100.00

资料来源：光大水务（因四舍五入存在一定尾差）

A. 污水处理业务

目前，该公司的核心主业是污水处理业务，主要由下属项目公司通过 BOT、TOT 模式和股权收购等方式获取污水处理项目经营权，特许经营项目期限一般为 20-30 年，并进行设计、建造、提标改造、经营和维护。公司早期项目集中在山东、江苏地区，2015 年收购东达集团旗下东达水务的 90% 股权⁵，其业务领域拓展至东北市场。目前，公司污水处理业务服务范围涵盖山东、江苏、辽宁、陕西、河南、内蒙古、北京、湖北、广西和浙江等省市自治区，涵盖逾 40 个区县市，并通过四个区域总部（即山东省济南及淄博、江苏省南京、辽宁省大连）进行管理。

截至 2019 年末，该公司在运营污水处理项目共 90 个，设计日处理能力合计为 433.56 万立方米，自 2017 年以来处于稳步增长态势。2019 年，公司实际污水日处理量 392.82 万立方米/日，随着济南污水处理项目一厂四期扩建、二厂三期扩建等项目的正式投入运营，日污水处理量增长幅度较大。

图表 7. 近三年公司污水处理项目概况

项目	2017 年末/年	2018 年末/年	2019 年末/年
运营项目数量（个）*	68	77	91
运营项目设计污水处理能力（万立方米/日）	383.50	386.50	433.56
污水处理量（万立方米/日）	289.33	348.29	392.82
污水处理费回收率（%）	102	93	93

⁴ 该公司在建设期内，根据事务所评估污水处理厂改扩建工程等建造合同、服务特许权安排产生的占用资金利息的毛利，分别确认“服务特许权安排的建造服务”和“服务特许权安排的融资收入”；“服务特许权安排的运营收入”实际为运营期内，每期扣除金融资产的摊余成本、利息收入后倒挤确认。运营期和建设期确认的合计总收入，与公司在项目特许经营期内可获得的收入总额一致。

⁵ 2019 年收购东达水务余下 10% 股权，东达水务现已更名为光大水务（大连）有限公司。

项目	2017 年末/年	2018 年末/年	2019 年末/年
污水处理的每吨平均价格（含增值税）（元）	1.61	1.88	/

注：根据光大水务提供资料整理（/：未提供）

*：此处统计口径为证照齐全的项目，且扩建和提标作为单独项目统计。

该公司污水处理项目前期投入大、对资金要求高，公司作为新加坡和香港两地上市公司，直接融资渠道通畅，可有效降低资金成本，扩大项目的选择范围。在项目拓展前期，公司可在光大国际、光大集团内获协同效应，在市场拓展方面具有优势。在选择项目时，公司主要对所在地经济社会发展情况、项目基本情况和进度要求等方面进行综合考量，并规定项目尽调的边界条件，以确保项目收益和风险在可接受范围内。2019 年，公司新增 13 个污水处理项目，主要是对原有项目的迁建、扩建和提标改造等，合计项目投资额约 32.56 亿元⁶。

从处理规模来看，该公司污水处理项目集中在山东和江苏地区。截至 2019 年末，公司位于山东省的在运营污水处理项目共 39 个，设计日处理能力合计为 222.00 万立方米，项目总投资合计 60.12 亿元，分布于青岛、淄博、济南、滨州、德州、莒县等区域，其中约 75% 的项目排放标准达一级 A，其余基本为一级 B 标准；公司位于江苏省的污水处理项目共 22 个，设计日处理能力合计为 92.50 万立方米，项目总投资合计 40.98 亿元，集中于南京、苏州、扬州、徐州、连云港、无锡、昆山，其中约 80% 的项目排放标准达到一级 A 标准，其余为二级标准；公司下属子公司在辽宁和内蒙古共拥有 21 个污水处理项目，设计日处理能力合计为 86.50 万立方米，总投资额 30.48 亿元，其中约 50% 的项目排放标准达到一级 A，约 35% 的项目排放标准为一级 B，其余为二级。整体来看，公司在运营项目后续仍有提标空间。

图表 8. 公司污水处理项目按区域分类情况（单位：万立方米，元/立方米，%）

项目	鲁东区域			鲁西区域			江苏区域			辽宁、内蒙古区域		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
已建成日处理规模	87.00	87.00	87.00	141.50	146.50	184.00	77.50	76.82	78.50	83.50	85.50	88.50
实际日处理规模	62.73	68.47	71.12	131.60	140.13	160.76	67.71	69.71	75.51	62.86	70.90	76.84
产能利用率	72.00	79.00	82.00	93.00	96.00	87.00	87.00	91.00	96.20	75.00	83.00	87.00

资料来源：光大水务（注：鲁西区域包括北京、河南、咸阳）

该公司污水处理项目业主要主要为当地政府，处理的污水主要为市政污水，双方在特许经营协议中约定污水处理价格、基本水量和污水厂进水水质等要素。通常情况下，公司污水处理价格 2-3 年调整一次，若污水处理成本升高超过一定幅度，污水处理价格可根据协议约定的调价公式向市政公用事业局上报作书面调价申请，市政公用事业局会同市财政局和物价局根据调价公式和调价公式涉及的相应参数⁷完成调价论证及审核。其中，2019 年，公司有 10 个污水

⁶ 该公司财务报表以港币列报，但业务开展集中于中国，人民币为其功能货币。

⁷ 调价公式涉及的参数主要与生产成本相关。

处理项目获批水价上调，幅度介于 4%-61% 之间，另有 9 个项目拟在 2020 年申请调价。另外，合同协议分别约定污水处理厂改扩建完工进入运营调试期、调试期结束进入商业运营、竣工结算这些不同时期的污水处理价格。基本水量与公司运营月收取的污水处理费相关，公司根据合同约定，在实际处理水量与基本水量之间分配百分比，乘以污水处理价格后作为收取污水处理费的主要组成部分。基本水量实际上为公司与当地政府约定的保底水量，目前公司大部分项目均约定了保底水量，为公司污水处理业务持续稳定发展提供良好基础。

该公司污水处理业务按照合同协议约定的方式进行资金结算，一般按月或按季进行结算。辽宁地区污水处理厂主要分布在大连、鞍山、丹东等地，其中大连地区的水费根据协议大部分按季度收取，水费均能按时到账；鞍山和丹东等地由于经济发展水平及地方财政原因，存在欠费多、欠费时间长的历史情况，公司在 2015 年 11 月完成收购后已有改善⁸。江苏地区各项目公司因区域经济发展水平较好，收款状况良好。山东地区整体收款情况良好，但个别项目存在水费不能及时到账问题，公司管理层已经与当地政府及有关部门协商，状况已经逐渐好转。2019 年，公司污水处理费回收率为 93%，主要是受投运后的水环境综合治理业务每半年/年的回款周期影响所致。

跟踪期内，该公司运营成本仍主要包括折旧和摊销、水电费、员工费用和化学药剂费，还有少部分维修费与污泥处置费。2019 年，折旧和摊销占运营成本的比重约为 38%，水电费占比约 18%，员工费用占比约 9%，化学药剂费占比约 21%，维修费与污泥处置费占比约 9%，其他费用占比约 5%。运营成本中水电费、化学药剂费及污泥处置费受进水水量和水质影响较大，同时受污水处理厂改扩建和提标改造工程对出水水质的要求影响，目前公司通过节省电耗、关注进水水质变化以调整工艺、集中采购等措施以降低运营成本。

处理技术方面，该公司运营的污水处理项目现主要采用 CASS、A2/O 技术。2017 年以来，公司新增了 MBR 工艺（包括膜生物反应器工艺与曝气生物滤池工艺），该工艺是一种由活性污泥法与膜分离技术相结合的新型水处理技术，其中膜生物反应器工艺可将生物反应器中的水力停留时间和污泥龄完全分离，有利于有机污染物、氮污染物的降解；曝气生物滤池工艺是一种采用颗粒滤料固定生物膜的好氧或缺氧生物反应器的新型水处理技术。整体来看公司采用的污水处理技术均较为成熟，有利于稳定项目出水水质。

截至 2019 年末，该公司共申请专利 244 项，其中发明专利 59 项，实用新型专利 159 项，外观专利 3 项；拥有授权专利 144 项，其中发明专利 11 项，实用新型专利 129 项，外观专利 3 项；另有 73 项专利处于实质审查阶段。公司自主掌握的关键工艺，可有效提升其污水处理效率和污水综合治理全流程解决方案的技术实力。此外，为加强对各污水处理厂运行状况的了解，公司现已基本建立并运行项目运营中央监控系统，通过各种分散式的信息采集、传感设备，测得水质、水量、溶解氧浓度、回流比等运行关键参数，依托互联网进行数据通信和信息交换，实现对水质指标的超限判定、数据发布、模型运算、定

⁸ 截至 2019 年 4 月末，应收鞍山和丹东地区账款余额分别为 847.5 万元和 12485 万元。

量评估、监测预测、控制管理等，从整体上提升公司的运营管理水平。2020年，公司将升级运营管理系统，并计划在2021年实现系统的全面普及。

B. 水环境综合治理及供水业务

随着行业水环境综合治理领域的需求增加，2016年以来该公司新拓展了水环境综合治理项目，并且近两年有陆续在供水、原水保护领域开拓。截至2019年末，公司主要在建2个水环境综合治理项目，合计项目投资额28.51亿元，已累计投资11.25亿元，计划于2020年完成投资7.86亿元。此外，公司拟建项目总投资32.92亿元，具体投资安排将视项目实际进展而定。上述项目的运营模式为PPP模式，公司以全资或控股方式作为社会资本方。目前，公司所有参与项目的资本金通常在30%左右。

图表 9. 截至 2019 年末主要在建水环境综合治理项目概况（单位：亿元）

项目	总投资额	持股比例 (%)	开工时间	预计完工时间	累计已投资	2020 年计划投资额
镇江海绵城市 PPP 项目	13.85*	70.00	2016/8	2020/12	5.99	7.86
南宁水塘江综合整治 PPP 项目	14.66	79.65	2017/09	2021/10	5.26	—
合计	28.51	—	—	—	11.25	7.86

注：根据光大水务提供资料整理（*：另有12亿中央财政专项投资）（因四舍五入存在一定尾差）。

图表 10. 截至 2019 年末主要拟建水环境综合治理项目概况（单位：亿元，%）

项目	总投资额	持股比例	开工时间	预计完工时间	2020 年计划投资
随州府河两岸景观绿化项目	1.62	78.40	待定	待定	待定
随州漂水公园一期工程项目	4.26				待定
莱阳水环境治理子项目	3.71	—	2020/03	2020/12	3.71
章丘白云水厂一期工程项目	10.80	80.00	待定	待定	待定
桐乡西部饮用水源保护建设工程 PPP 项目	12.53	79.90	2020/3	2021/4	6.25
合计	32.92	—	—	—	—

注：根据光大水务提供资料整理

镇江市海绵城市 PPP 项目是该公司首个中标海绵城市项目，也是中国第一个落地的海绵城市 PPP 项目，且为第二批国家示范项目，将在江苏省镇江市辖属的陆地面积 22 平方公里和水域面积 11.5 平方公里的试点区进行海绵城市项目建设、改造以及运营。该项目预计总投资 25.85 亿元，其中中央财政专项投资 12 亿元，用于包括低影响开发及改造、生态修复、管网工程和易涝地区达标工程，由项目公司提供工程管理服务；项目公司投资 13.85 亿元（项目公司注册资本 4.62 亿元，公司持股 70%），包括建设、运营征润州污水处理厂（包括一座设计处理能力每日 7.5 万立方米、排放标准达国家一级 B 的污水处理扩建项目⁹以及一座设计处理能力每日 20 万立方米、排放标准达国家一级 A 的深度污水处理设施）和一系列雨水泵站、排涝管道、雨水调蓄池以及河流整治工程，项目公司承担建设及运营工作，特许经营期为 23 年。项目公司按合同约定

⁹ 其中，子项目污水处理扩建项目已于 2019 年 1 月投运，污水处理费按照扩建工程 7.5 万吨/日和深度处理工程 15 万吨/日计算，单价分别为 0.37 元/吨和 0.11 元/吨，每月合计收入约为 132.75 万元，按季收取。

定每年可获政府购买服务费，包括收取污水处理费、雨水泵站和达标工程等运营服务费，以及获政府对其注册资本金的一定投资回报。

2017年，该公司在广西壮族自治区开拓了水环境治理市场，中标了广西南宁水塘江综合整治工程 PPP 项目（简称“南宁 PPP 项目”）。南宁 PPP 项目总投资 14.66 亿元（项目资本金 4.89 亿元，公司持股 79.65%），是第四批次国家示范项目，项目建设内容包括水塘江规划红线范围内的河道整治工程、河道截污工程、河道生态恢复工程、海绵城市建设工程、环境景观工程及信息化管理工程，并建设运营日处理规模为 4 万立方米的污水处理厂，是南宁市黑臭水体整治的重点项目，合作期限 22 年（含 2 年建设期）；项目回报机制包括政府付费（可用性服务费和运营维护服务费）、停车场和其他商业开发收入。

2017年，该公司中标了湖北随州高新技术产业园区漂水及府河流域水环境综合整治 PPP 项目（简称“随州 PPP 项目”），随州 PPP 项目总投资 9.56 亿元（项目公司注册资本 2.60 亿元，公司持股 78.40%），为随州市入库项目，建设内容包括府河两岸景观绿化项目、淅河镇污水厂及配套管网项目以及漂水公园一期工程项目，项目总投资分别为 1.62 亿元、2.72 亿元和 4.26 亿元，合作期限分别为 13 年（含 2 年建设期）、25 年（含 1 年建设期）和 13 年（含 3 年建设期），项目以政府支付可用性服务费及运营维护费方式回收项目建设投资、运营等成本并获得合理回报，现已纳入随州市高新区财政年度预算管理。其中，污水厂及配套管网项目主要以工业污水为主，已于 2019 年 3 月 1 日正式运营，一期设计日处理能力为 1 万立方米，出水标准为一类 A，处理费为 7.63 元/立方米（含税）。

章丘供水一体化项目位于山东省济南市，是该公司于 2017 年中标的首个城乡供水一体化项目，项目涉及若干子工程项目，将采用 MC、BOT 及 TOT 多种方式运作，经营期限为 30 年（含建设期）。该项目预计总投资 30.56 亿元（项目公司注册资本 10.19 亿元，公司持股 80%），主要包括章丘区引黄调水补源工程项目涉及投资额约 3.93 亿元，日处理能力为 10 万立方米；章丘区白云水厂供水工程项目设计日供水规模 20 万立方米，其中一期工程项目涉及投资额约 10.8 亿元，设计日供水规模 10 万立方米；章丘区城东工业供水工程项目涉及投资额约 0.5 亿元，为水源地向城东工业园的供水工程，涉及供水管线共约 7.7 公里。城乡居民生活供水、工业及其他供水采用使用者付费，当使用者付费不能满足投资回报时按法定程序通过合理调整水价给予补偿，仍不能满足时由政府方给予可行性补贴。

2018 年 11 月，该公司中标莱阳经济开发区水环境综合治理 PPP 项目，该项目总投资约 4.84 亿元，经营期限为 20 年，其中水环境子项目总投资约 3.71 亿元¹⁰（建设期 3 年、运营期 17 年），建设内容主要为七星河及其支流综合治理工程、污水收集管网工程和海绵型道路路网工程；污水处理子项目总投资约 1.13 亿元（建设期 1 年，运营期 19 年），包括建设处理规模 1.5 万立方米/日的污水处理厂（工程远期设计总处理规模 6 万立方米/日，近期处理规模 3 万立

¹⁰ 水环境可用性绩效服务费回报率为 6.48%，水环境运维绩效服务费利润率为 7.6%。

方米/日，先期建设处理规模 1.5 万立方米/日），出水标准为国家一级 A 标准，处理出水将全部回用于七星河河道景观用水。

2019 年 5 月，该公司中标浙江省桐乡西部饮用水源保护建设工程 PPP 项目，项目总投资 12.53 亿元，公司持股 79.90%，对应投资金额为 10.01 亿元，主要包括水源生态湿地、取水泵站及原水管线工程两大主要建设内容，采用 BOT 方式运作，合作期限分别为 20 年（含 2 年建设期）。水源生态湿地工程建成后将会作为桐乡市集中饮用水源地，以改善水厂原水水质，提高水厂抗风险能力。该项目位于洲泉镇、大麻镇，红线总面积 359.06 万平方米，其中红线内可用面积 334.19 万平方米，湿地区总计 303.82 万平方米，设计湿地处理水量为 60 万吨/日；取水泵站及原水管线工程建成后将成为同福水厂及运河水厂原水输送常用系统，项目涉及到洲泉镇、崇福镇、石门镇、凤鸣街道，其中取水泵房位于洲泉镇（水源生态湿地末端），泵站用地约 50 亩。该项目开工时间和投资计划暂未确定。

2016 年以来，该公司新增较多 PPP 项目，此类项目前期投入大，通常在建设期收取合同款较少，主要通过特许经营期内的运营、由政府购买服务的方式回笼资金，特许经营期通常为 13-30 年，回款期长，将使公司承担较大的资金压力。此外，由于此类项目的交易对手为地方政府，回款情况高度依赖地方政府财政实力和支付意愿，公司在签订 PPP 协议时通常会要求将项目回款纳入当地财政预算，回款相对有保障。但在我国地方政府债务压力大的大环境下，公司 PPP 项目的未来收款情况仍然存在不确定性。

C. 其他业务

该公司非核心业务主要为中水回用、污水源热泵和污泥项目的建设和运营，此类业务主要为污水处理的下游产业，可有效依托公司已有的污水处理项目开展。2019 年，上述业务合计实现运营收入为 0.44 亿港元，与上年基本持平。

该公司中水回用项目集中在山东和江苏，项目主要将污水处理项目的处理出水直接或制成超纯水供电厂循环利用。截至 2019 年末，公司中水回用项目共 5 个，合计总投资额 3.07 亿元，总设计规模 12.16 万立方米/日。

图表 11. 截至 2019 年末公司在运营的中水回用项目情况

项目	投资类别	总投资额 (亿元)	设计日处理规模 (万立方米)	日供中水量 (万立方米)	投运时间
山东省淄博中水回用项目	BOO	0.52	0.96	276	2011 年 9 月
山东省济南历城中水项目	BOO	0.30	4.20	660	2011 年 9 月
江苏省江阴中水项目	BOO	0.73	1.00	208	2013 年 1 月
南京浦口中水一期	BOT	0.46	2.00	460	2017 年 4 月
普兰店中水回用项目	ROT	1.06	4.00	/	2019 年 12 月
合计	—	3.07	12.16	—	—

资料来源：光大水务（/：未提供）

该公司污水源热泵项目是以污水处理厂出水为基础，提取污水内的低品位

热能，为周边建筑提供冬季供暖和夏季制冷服务，属于节能环保类工程。截至 2019 年末，公司在运营的污水源热泵项目共 2 个，均位于山东省淄博市，项目总投资 1.41 亿元，合计服务范围 29.50 万平方米。

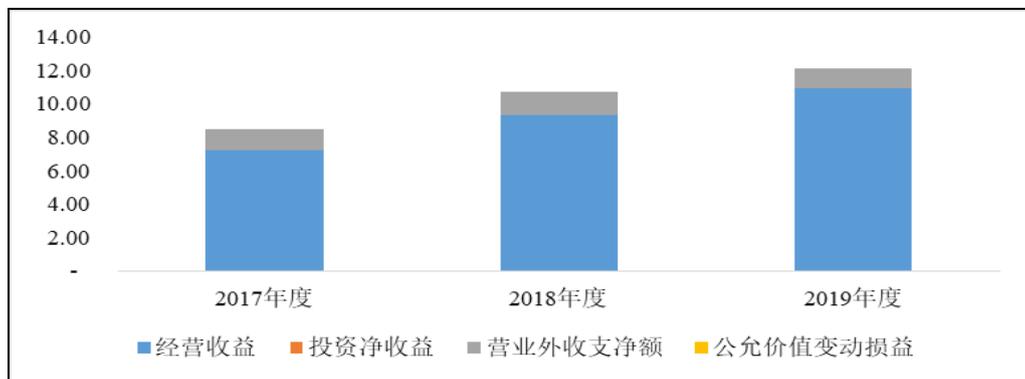
图表 12. 截至 2019 年末公司在运营的污水源热泵项目情况

项目	投资类别	总投资额 (亿元)	商业运营日	服务面积 (万平方米)
山东省淄博污水源热泵项目一期	BOO	0.55	2011 年 12 月	12.50
山东省淄博陶瓷园热泵项目	BOO	0.86	2013 年 11 月	17.00
合计	—	1.41	—	29.50

资料来源：光大水务

(2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构 (单位: 亿港元)



资料来源：根据光大水务所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2019 年，该公司实现营业收入 55.51 亿港元，其中来自于污水处理业务 42.33 亿港元。按项目分类来看，当年确认的运营收入和建造服务收入分别为 15.20 亿港元和 30.08 亿港元，分别同比增长约 23%和 11%，进一步带动营业收入同比增长 16.41%。毛利率方面，运营服务毛利率较上年下降 1.99 个百分点至 20.03%，变化较小；建造服务毛利率为 24.44%，较上年上升 3.12 个百分点，该业务按建造合同的完工程度、第三方评估公司评估的项目公允价值确认收入，每个项目的业务毛利率不尽相同，业务毛利率虽有一定波动但整体相对稳定。但因建造服务占营业收入的比重约为 55%、运营服务占比约为 27%，2019 年公司综合毛利率与上年基本持平，为 34.09%。

2019 年，该公司期间费用¹¹为 7.98 亿港元，期间费用率为 14.37%，费用控制压力总体维持在较低水平。2019 年，公司包括薪金和工资、福利和其他利益等在内的行政及其他经营费用 4.77 亿港元；财务费用 3.55 亿港元，此外公司货币资金相对充裕，可获得利息收入 0.20 亿港元。

¹¹ 此处期间费用和期间费用率统计口径已剔除了该公司计入行政及其他经营费用的汇兑损失。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿港元）	35.92	47.68	55.51
毛利（亿港元）	12.31	16.24	18.92
期间费用率（%）	14.25	14.53	14.37
其中：财务费用率（%）	6.37	5.74	6.03
利息支出总额（亿港元）	2.41	2.91	3.55

资料来源：根据光大水务所提供数据整理。

从收益结构看，除营业毛利之外，该公司 2019 年发生汇兑损失 0.14 亿港元。此外，公司每年可获得用于补贴公司污水处理、中水处理的政府补助、增值税退税¹³和杂项收入，2019 年共获 0.86 亿港元，其中所获的增值税退税占比约 65%。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素（亿港元）	2017 年度	2018 年度	2019 年度
计入其他经营费用的汇兑损失	0.04	0.20	0.14
其他收入	1.30	1.41	1.13
其中：政府补助	0.11	0.24	0.22
增值税退税	1.14	0.99	0.57

资料来源：根据光大水务所提供数据整理。

2019 年，该公司实现净利润 8.85 亿港元，同比增长 20.08%，其中归属于母公司的净利润 8.33 亿港元，同比增长 23.21%；公司当年总资产报酬率为 7.34%，净资产收益率为 9.93%，较上年分别增长 0.20 个百分点和 1.37 个百分点。

(3) 运营规划/经营战略

除在建的水环境综合治理建设项目外，该公司其他在建项目主要为污水处理项目。截至 2019 年末，公司主要在建污水处理类项目 8 个，项目总投资 21.46 亿元，已累计投资 7.30 亿元，计划 2020 年投资 11.60 亿元，完工后实现污水日处理量 24.20 万立方米。拟建项目方面，截至 2019 年末，公司计划筹建主要污水处理类项目总投资 23.72 亿元，计划于 2020 年投资 14.08 亿元，完工后实现污水日处理量 38.80 万立方米。整体来看，公司未来存在一定的投资压力。

图表 16. 截至 2019 年末公司主要在建污水处理项目（单位：亿元，万立方米）

项目	省份	投资类别	预计投资额	累计已投资	预计商业运营日	2020 年计划投资	日污水处理量
莱阳水环境项目-污水厂子项	山东	BOT	1.13	0.01	2020 年 6 月	1.12	1.50
浦口区珠江污水处理厂中水厂二期工程项目	江苏	BOT	2.00	1.50	2020 年 6 月	0.50	1.20
淄博水务二厂提标项目	山东	BOT	1.09	0.38	2020 年 12 月	0.71	—
济南东站片区污水处理厂项目	山东	BOT	5.60	1.73	2020 年 9 月	3.87	10.00
淄博一厂迁建项目	山东	BOT	8.55	2.17	2021 年 5 月	3.82	5.00

¹³ 根据 2015 年最新规定，污水、垃圾及污泥处理劳务在缴纳增值税后返还 70%。

项目	省份	投资类别	预计投资额	累计已投资	预计商业运营日	2020年计划投资	日污水处理量
海门市达源水务有限公司污水处理提标改造特许经营项目	江苏	ROT	0.84	0.66	2020年6月	0.18	1.00
淮安淮阴区东城污水处理厂项目	江苏	BOT	1.56	0.65	2020年5月	0.91	5.00
张店化工园项目	山东	BOO	0.69	0.20	2020年8月	0.49	0.50
合计	—	—	21.46	7.30	—	11.60	24.20

资料来源：光大水务（因四舍五入存在一定尾差）

图表 17. 截至 2019 年末公司拟建污水处理项目（单位：亿元，万立方米）

项目	省份	投资类别	总投资	2020年计划投资	日处理/供水量
淄博北郊污水处理厂扩建项目	山东	BOT	0.83	0.83	2.00
庄河市污水处理项目二期	辽宁	TOT	1.40	1.40	5.00
江阴污水处理项目（滨江二厂）及配套管网项目	江苏	BOT	2.29	2.29	4.00
江阴临港经济开发区西利中心污水处理厂及配套管网泵站项目	江苏	BOT	4.78	4.78	5.00
莒县城市污水处理项目	山东	TOT	1.39	1.39	8.00
南京浦口工业废水处理项目二期	江苏	BOT	8.59	—	5.00
莒县城北污水处理厂扩建项目一期	山东	PPP	1.05	—	2.00
济南唐冶新区污水处理 PPP 项目	山东	PPP	3.13	3.13	4.50
江阴澄西污水处理厂中水回用工程	江苏	BOT	0.26	0.26	3.30
合计	—	—	23.72	14.08	38.80

资料来源：光大水务

根据该公司未来发展规划，未来公司计划形成以水环境综合治理与水资源综合利用业务、工业废水源头治理业务和污泥无害化处理业务为拓展方向的细分领域。水环境综合治理与水资源综合利用业务包括河流生态修复与城市污水处理一体化业务、海绵城市业务、城市污水处理厂网一体化业务、水资源综合利用业务等，并在海绵城市与河流生态修复领域具有核心竞争能力。工业废水源头治理业务的方向为工业园区、中大型工业企业废水治理，发展目标是拥有核心技术、EPC 总承包能力、运营管理能力及核心装备的制造能力。污泥无害化处理业务方向为城市污水处理厂污泥处置。公司在发展模式上将投资为导向，以技术研究、核心产品制造、工程建设总承包为支撑，通过设计院收购，业务模式由现有 PPP、BOT 及 TOT 项目模式延伸增加 EPC 模式，构建形成工程建设从方案设计到最终项目运营管理的“全链条”服务能力。公司未来融资计划以常规贷款为主，主要包括项目贷款和流动资金贷款等常规融资业务，以及在资本市场公开发行人公司债券、开展资产证券化等新型融资业务，通过常规融资和新型融资并进的方式，为公司业务规模扩大提供资金支持。

管理

该公司的控股股东为光大国际，实际控制人是光大集团，公司股权结构清晰。作为上市公司，公司的治理结构完善，能为其稳定发展提供保障。

截至 2019 年末，该公司股本为 28.61 亿港元，光大国际拥有约 72.87% 的股份和投票权。跟踪期内，公司控股股东仍为光大国际，实际控制人仍为光大集团，公司股权结构清晰。治理结构方面，公司董事会成员仍为 7 人，公司法人治理结构等方面无重大变动。

根据该公司 2019 年年报披以及公开露信息，2019 年公司无债务违约记录，信用状况良好。

图表 18. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	光大国际	光大集团	母公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020-4-24	无重大不良	无法提供	无重大不良
各类债券还本付息	公开信息披露	2020-4-24	无	无	无
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2020-4-24	无重大不良	无重大不良	无重大不良
工商	公司反馈	2020-4-24	无重大不良	无重大不良	无重大不良
质量	公司反馈	2020-4-24	无重大不良	无重大不良	无重大不良
安全	公司反馈	2020-4-24	无重大不良	无重大不良	无重大不良

资料来源：根据光大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：“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯。

财务

跟踪期内，该公司业务发展稳定，新建、扩建和提标改造的污水处理项目以及水环境综合治理项目整体保持有序增长，资金需求也随之上升，预计未来投融资规模仍将维持增长态势。目前，公司资产负债率处于同行业中等水平，财务杠杆尚有一定弹性；同时，公司污水处理主业创现能力强且稳定，现金储备充裕，融资渠道通畅，可为业务的持续发展奠定基础。

1. 数据与调整

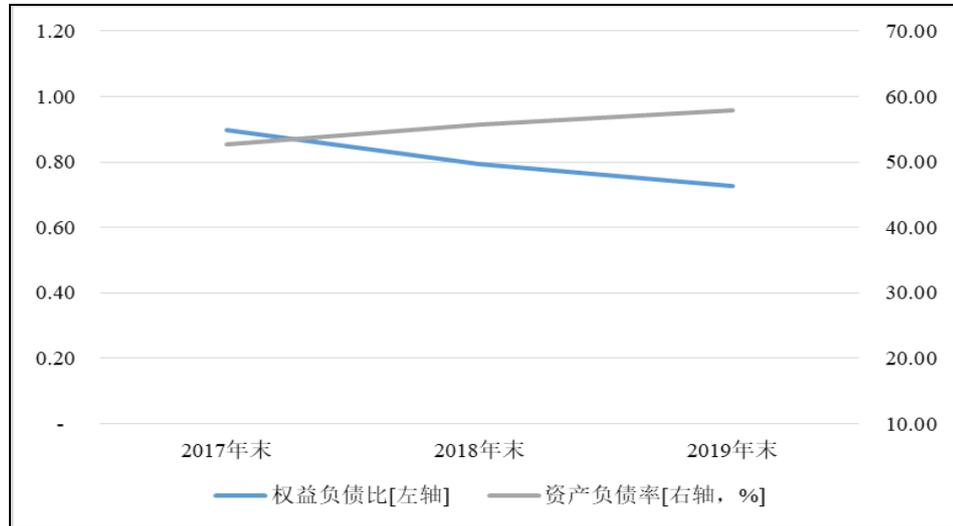
安永会计师事务所对该公司 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行国际会计准则理事会颁布的《国际财务报告准则》。

截至 2019 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 226.83 亿港元，所有者权益为 95.49 亿港元（其中归属于母公司股东权益合计为 88.10 亿港元）；2019 年公司实现营业收入 55.51 亿港元，净利润 8.85 亿港元（其中归属于母公司股东的净利润为 8.33 亿港元），经营活动产生的现金流量净额为-10.58 亿港元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据光大水务所提供数据绘制。

2019年5月，该公司于香港联合交易所有限公司主板上市，发售股份约为1.04亿股（视超额配股权行使与否而定），实际每股发售价为2.99港元（不包括1%经纪佣金、0.0027%证监会交易会费及0.005%香港联交所交易费），募集净额约2.52亿港元。此次香港上市成功之后，公司融资渠道进一步拓宽，资本实力有所增强。截至2019年末，公司所有者权益较上年末增长10.22%至95.49亿港元，其中股本、股份溢价合计为44.61亿港元，占所有者权益的比重为46.71%，资本稳定性一般；保留盈利35.02亿港元，占所有者权益的比重为36.67%，未来利润分配将对所有者权益产生一定影响。同时，随着主业的良好发展，公司负债规模也逐渐扩大，2019年末负债总额较上年末增长20.27%至131.34亿港元，资产负债率小幅上升2.14个百分点至57.90%，但仍处于行业内适中水平。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2017年末	2018年末	2019年末
刚性债务（亿港元）	66.76	76.66	91.65
应付账款及其他应付款项（亿港元）*	14.87	17.59	23.39
刚性债务占比（%）	70.23	70.19	69.78
应付账款及其他应付款项（%）	15.64	16.11	17.81

资料来源：根据光大水务所提供数据绘制。

*：根据审计报告披露，2017-2019年末数据剔除应付股利、应付利息、应付税项部分，并将应付利息计入该公司刚性债务。

该公司债务结构以非流动负债为主，2019 年末长短期债务比为 188.39%，债务构成上主要由刚性债务、应付账款及其他应付款项等构成。2019 年末，公司刚性债务余额 91.65 亿港元，占负债总额的比重为 69.78%，较上年末增长 19.56%。同期末，应付账款及其他应付款项余额 23.39 亿港元，较上年末增长 32.96%，其中应付账款较上年末增长 33.11%至 19.60 亿港元，主要是公司建造服务下应付工程款增加；其余主要是其他应付款及应计费用 3.70 亿港元和应付预收款项 0.09 亿港元。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿港元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	19.48	22.25	20.95
其中：贷款—即期	19.04	21.60	9.05
应付利息	0.44	0.65	0.85
公司债券—即期	—	—	11.06
中长期刚性债务合计	47.28	54.40	70.69
其中：贷款—非流动	35.47	34.05	54.12
公司债券	11.81	20.35	16.57

注：根据光大水务提供数据整理。

2019 年末，该公司刚性债务 91.65 亿港元，其中短期刚性债务 20.95 亿港元，占刚性债务总额的 22.86%，短期刚性债务现金覆盖率为 99.02%；长期刚性债务 70.69 亿港元。整体来看，公司即期偿债压力尚可。

从债务融资渠道来看，该公司以银行借款为主，另在 2017 年以来陆续发行公司债券，融资渠道进一步拓宽。截至 2019 年末，公司银行借款余额为 63.17 亿港元。从借款类型来看，公司在中国境内获得的污水处理项目特许经营权具有相对较高的质押价值，公司银行借款方式主要为以服务特许经营权安排相关的收入、合约资产、应收账款、无形资产以及若干附属公司股权做抵押，2019 年末有抵押的银行借款余额 15.32 亿港元。此外水务项目现金获取能力相对较强且稳定，可为公司融资提供一定便利。

图表 22. 公司 2019 年末银行借款综合融资成本与期限结构（单位：亿港元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	0.09	—	—	—	—
3%~4%（不含 4%）	1.21	3.88	10.86	—	—
4%~5%（不含 5%）	18.78	16.38	13.51	12.80	13.28
5%~6%（不含 6%）	—	—	—	—	—
合计	20.08	20.26	24.37	12.80	13.28

资料来源：光大水务

整体来看，近年来由于公司业务不断发展，资金需求也随之增长，预计未来公司融资规模仍将维持增长态势。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	45.07	44.70	55.76
经营环节产生的现金流量净额（亿港元）	-2.64	-10.16	-10.58
其中：合约资产增加（亿港元）	-19.15	-22.33	-27.56
EBITDA（亿港元）	11.81	14.32	16.40
EBITDA/刚性债务（倍）	0.20	0.20	0.19
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.89	4.92	4.62

资料来源：根据光大水务所提供数据整理。

该公司服务特许权安排的建造服务在建设期需投入大量资金，而特许经营权项目产生的经营性现金流入则在项目特许经营期限内逐年收回，故公司确认的建造服务收入与实际回笼资金之间存在一定的时间差。2019 年，公司经营现金流净额为-10.58 亿港元，其中合约资产¹⁴增加所产生的现金流出为 27.56 亿港元，随业务的拓展及部分项目改扩建、提标改造导致建造支出大幅上升，2019 年经营活动现金流仍净流出。若剔除该因素影响，当年公司经营活动现金流净额为 16.98 亿港元。

2019 年，该公司 EBITDA 为 16.40 亿港元，主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，当年 EBITDA 对刚性负债的覆盖程度与上年持平。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿港元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
三个月以上定期存款及金融机构结余净流入额	-1.73	1.78	5.49
购买与处置物业、厂房、设备及无形资产形成的净流入额	-2.31	-1.92	-2.47
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.12	-0.39	-4.36
投资环节产生的现金流量净额	-3.91	-0.54	-1.34

资料来源：根据光大水务所提供数据整理。

2019 年，该公司投资活动现金流净流出 1.34 亿港元，其中资本性支出 2.47 亿港元，与上年相比变化不大，此外公司于 2019 年赎回上年定期存款和金融机构结余 5.49 亿港元，并购买香港金融机构发行的理财产品¹⁵致其他金融资

¹⁴ 相关介绍请见资产质量部分。同时，国内企业一般将其纳入投资活动产生的现金流。

¹⁵ 该公司理财产品无固定期限，浮动收益。

产增加 4.52 亿港元，当期其他因素对投资环节现金流量净流出 4.36 亿港元。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿港元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	2.15	-0.60	2.86
债务类净融资额	10.67	8.42	12.77
其中：现金利息支出	1.99	2.68	3.33
筹资环节产生的现金流量净额	12.81	7.82	15.63

资料来源：根据光大水务所提供数据整理（因四舍五入存在一定尾差）。

2019 年，该公司筹资性现金净流量为 15.63 亿港元，在业务发展的稳步推进下仍维持较大规模的筹资性现金流入。未来，随着现有项目建设的推进以及新项目的投建，预计公司筹资活动现金流仍将呈净流入趋势。

整体来看，该公司污水处理项目的创现能力较强且相对稳定，为建造服务和新建项目的推进奠定了良好基础，目前公司主要通过银行贷款和发行债券方式来弥补资金缺口，同时香港主板上市进一步增强了公司的整体融资能力。

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	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿港元，在总资产中占比%）	48.21	47.65	49.17
	26.71	24.33	21.68
其中：现金及现金等价物（亿港元）	27.17	22.76	20.75
合约资产（亿港元）	12.01	14.24	13.89
应收账款及其他应收款项（亿港元）	8.06	10.25	14.14
非流动资产（亿港元，在总资产中占比%）	132.27	148.19	177.66
	73.29	75.67	78.32
其中：合约资产（亿港元）	103.14	117.28	141.44
无形资产（亿港元）	14.90	15.36	16.58
商誉（亿港元）	12.60	12.43	12.14
期末全部受限资产账面金额（亿港元）	58.16	58.73	37.27
期末抵质押融资余额（亿港元）	27.08	25.16	15.32
受限资产账面余额/总资产（%）	32.23	29.99	16.44

资料来源：根据光大水务所提供数据整理。

2019 年末，该公司资产总额为 226.83 亿港元，因业务发展而较 2018 年末增长 15.82%。作为光大国际投资运营环保水务项目的运营主体，公司资产主要分布于非流动资产，2019 年末公司非流动资产 177.66 亿港元，占资产总额 78.32%。

该公司非流动资产主要由与合约资产¹⁶、无形资产和商誉等构成。2019年末，公司合约资产 141.44 亿港元，较上年末增长 20.61%，是公司运营 BOT/TOT 业务项目时，合同授予方承诺在服务特许权限内支付相应金额款项（尚未到期）的公允价值，并以服务特许权安排的运营期间内所产生的服务收入逐步结算；无形资产 16.58 亿港元，较上年末增长 7.96%，主要为特许经营权 16.42 亿港元；商誉 12.14 亿港元，主要包括 2014 年合并汉科环境产生的商誉 10.44 亿港元和 2015 年合并东达水务产生的商誉 2.72 亿港元，另有一部分汇兑调整。

该公司流动资产主要由现金及现金等价物、合约资产、应收账款及其他应收款项等构成。2019 年末，公司现金及现金等价物 20.75 亿港元，较上年末小幅下降 8.82%，其中受限银行存款 0.23 亿港元，整体货币资金相对充裕；合约资产 13.89 亿港元，主要是服务特许经营权资产，较上年末下降 2.45%；应收账款及其他应收款项 14.14 亿港元，较上年末增长 38.01%，其中应收账款 9.72 亿港元，为来自运营服务的收入以及合约资产已发生款项¹⁷。

2019 年末，该公司全部受限资产账面价值为 37.30 亿港元，主要是与服务特许经营权相关的金融应收款项和无形资产等，占期末总资产比例为 16.44%，受限资产规模整体维持在可控范围内。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	137.45	116.21	107.88
速动比率 (%) ¹⁸	132.71	112.71	105.17
现金比率 (%)	79.83	55.50	45.52

资料来源：根据光大水务所提供数据整理。

近年来，该公司流动比率和速动比率均维持在 100% 以上，其中 2019 年末速动比率为 105.17%，资产流动性良好。此外，2019 年末公司现金比率为 45.52%，现金储备相对充足。

6. 表外事项

根据该公司年报披露，截至 2019 年末，公司暂无对外担保及诉讼事项等重大事项。

¹⁶ 即为国际财务报告准则第 12 号服务特许经营安排项下的合约资产，为以前年度该公司与服务特许经营权相关的金融应收款项。

¹⁷ 初始计量时，根据项目建造的初始投资及在未来特许经营期限的收费安排，确认为合约资产。当项目建成投入运营后，合约资产将被运营期收取的污水处理费每年平均冲销，进而逐年转化为应收账款，同时根据特许经营安排，与当地政府进行结算。

¹⁸ 本文具体指标已根据该公司审计报告附注进行科目拆分调整。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主要以全资或控股方式对子公司进行管理，集团本部起到战略决策、资金统筹安排和工作部署等功能。2019 年末，公司本部资产总额为 156.16 亿港元，其中 80% 左右为附属公司权益。同期末，公司本部刚性债务为 55.71 亿港元，资产负债率为 36.21%。

外部支持因素

该公司目前已与多家商业银行保持良好的合作关系，能获得资金支持以保障公司的正常周转。截至 2019 年末，公司获得的境内银行授信总额为 47.79 亿元，未使用授信为 23.91 亿元；境外银行授信总额为 56.69 亿港元，未使用授信为 17.42 亿港元。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	授信额度	已使用	尚可使用	利率区间 (%)	附加条件/增信措施
境内全部 (亿元)	47.79	23.88	23.91	4.41-4.90	水费质押、上市公司担保、项目公司担保
其中：工农中建交五大商业银行	46.46	22.55	23.91	4.41-4.90	
工农中建交五大商业银行占比 (%)	97.22	94.43	100.00	—	
境外全部 (亿港元)	56.69	39.27	17.42	1.30-4.71	担保，抵押

资料来源：光大水务（截至 2019 年末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

G17 光水 1：回售,调整票面利率

该公司有权决定在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率，在其作出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期债券。

G18 光水 1：回售,调整票面利率

该公司有权决定在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率，在其作出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期债券。

18 光水 01：回售,调整票面利率

该公司有权决定在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率，在其作出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投

投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期债券。

19 光水 01：回售,调整票面利率

该公司有权决定在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率，在其作出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期债券。

新世纪评级将关注上述债券后续的票面利率调整和回售情况。

跟踪评级结论

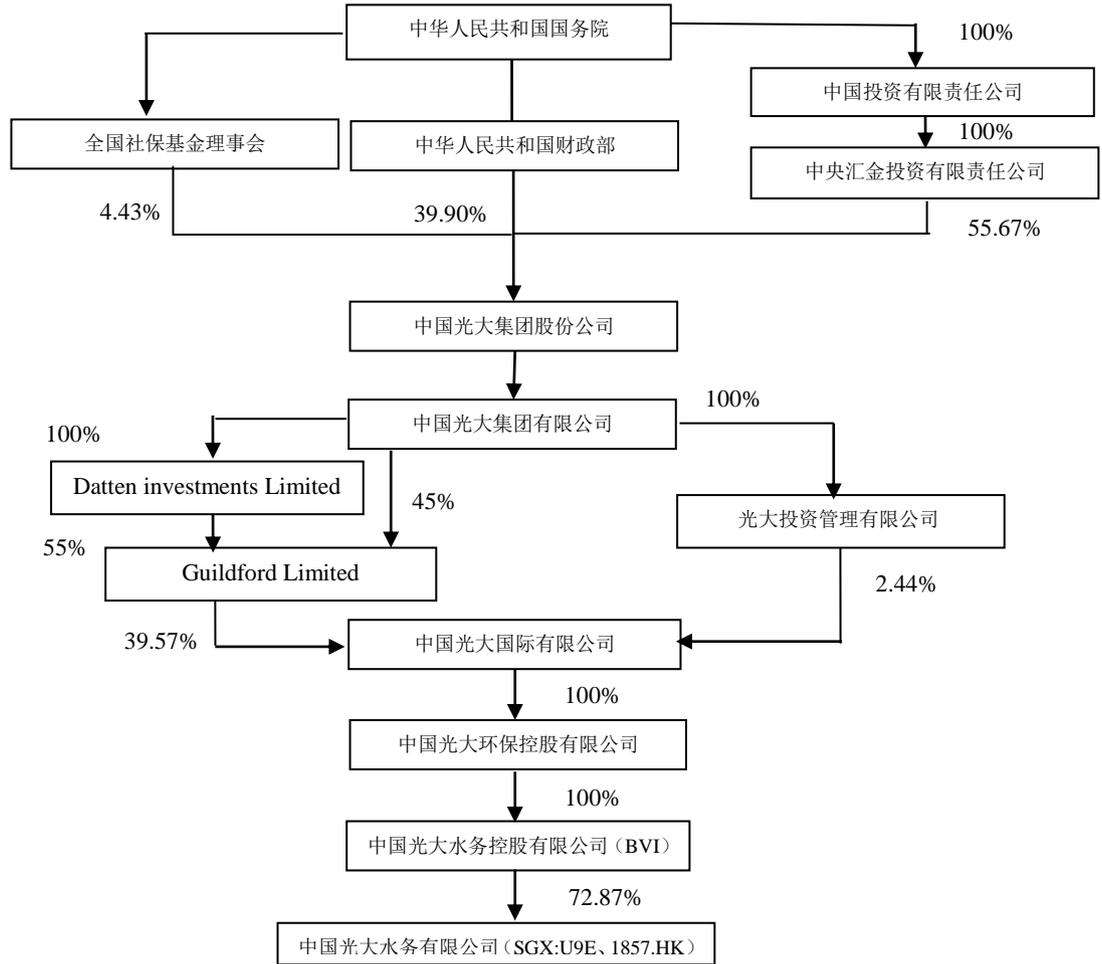
跟踪期内，该公司的控股股东仍为光大国际，实际控制人是光大集团，公司股权结构清晰，能够在资源协同、项目管理、政府关系和融资等方面得到其有力支持。作为上市公司，公司的治理结构完善，能为其稳定发展提供保障。作为光大国际旗下唯一的水务运营平台，公司业务包括水环境综合治理、海绵城市建设、污水处理等，收入主要来源于特许经营安排项目，目前公司业务主要分布在山东、江苏、辽宁等十个省、直辖市、自治区。

跟踪期内，受益于污水处理项目的新建、扩建和提标改造以及水环境综合治理和供水项目的建设，公司建造服务收入持续增长，加之若干项目水价上调带动营运收入增长，公司收入规模进一步扩大，整体盈利水平保持增长，但需持续关注在手 PPP 项目的垫资压力及交易对手风险。未来随着行业政策的持续推动和公司项目管理能力的提高，预计公司规模优势将逐步显现。

跟踪期内，该公司业务发展稳定，新建、扩建和提标改造的污水处理项目以及水环境综合治理项目整体保持有序增长，资金需求也随之上升，在建项目稳步推进，加之拟建项目储备，预计未来投融资规模仍将维持增长态势。目前，公司资产负债率处于同行业中等水平，财务杠杆尚有一定弹性；同时，公司污水处理主业创现能力强且稳定，现金储备充裕，融资渠道通畅，可为业务的持续发展奠定基础。

附录一：

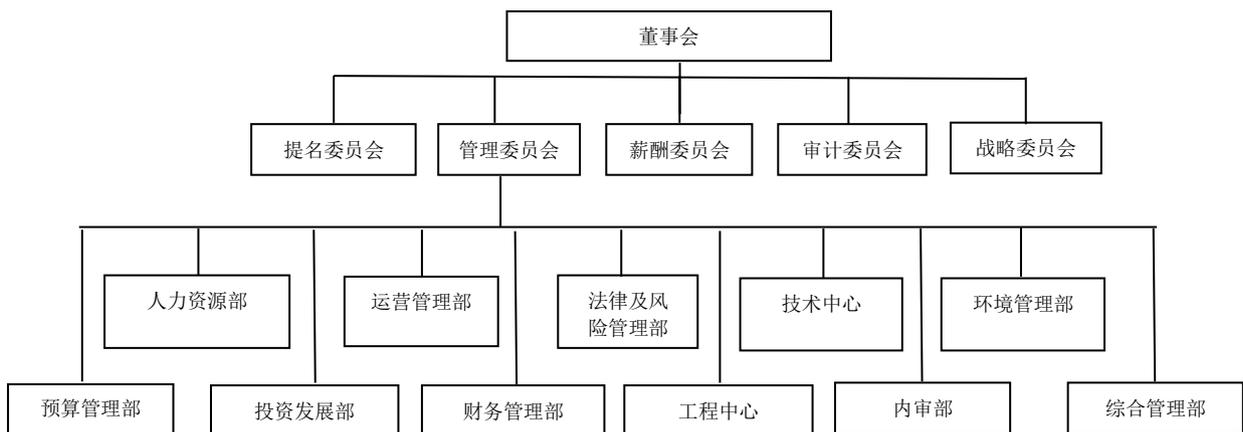
公司与实际控制人关系图



注：根据光大水务提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据光大水务提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

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	2019年(末)主要财务数据					
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净 流入量	EBITDA
中国光大水务有限公司	光大水务	本级	—	污水及再生水处理服务、水环境治理建造服务等	55.71	99.60	未披露	未披露	未披露	未披露
光大水务(济南)有限公司	光大济南	子公司	100.00	污水处理	5.69	8.89	4.56	1.24	4.03	2.62
光大水务(青岛)有限公司	光大青岛	子公司	60.00	污水处理	1.35	2.94	1.39	-0.17	0.25	未披露
光大水务(江阴)有限公司	光大江阴	子公司	70.00	污水处理	—	3.12	1.29	0.48	0.66	未披露
光大水务(大连)有限公司	光大大连	子公司	100.00	污水处理	1.67	1.46	3.36	0.50	2.99	未披露

注：根据光大水务 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理（光大水务单位为亿港元，其余单位为亿元）。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额[亿港元]	180.48	195.84	226.83
货币资金[亿港元]	28.00	22.76	20.75
刚性债务[亿港元]	66.76	76.66	91.65
所有者权益[亿港元]	85.42	86.64	95.49
营业收入[亿港元]	35.92	47.68	55.51
净利润[亿港元]	5.81	7.37	8.85
EBITDA[亿港元]	11.81	14.32	16.40
经营性现金净流入量[亿港元]	-2.64	-10.16	-10.58
投资性现金净流入量[亿港元]	-3.91	-0.54	-1.34
资产负债率[%]	52.67	55.76	57.90
权益资本与刚性债务比率[%]	127.95	113.02	104.19
流动比率[%]	137.45	116.21	107.88
现金比率[%]	79.83	55.50	45.52
利息保障倍数[倍]	4.50	4.61	4.36
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	45.07	44.70	55.76
毛利率[%]	34.26	34.05	34.09
营业利润率[%]	19.90	19.11	19.49
总资产报酬率[%]	6.76	7.14	7.34
净资产收益率[%]	7.38	8.56	9.72
净资产收益率*[%]	7.01	8.54	9.93
营业收入现金率[%]	—	—	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-8.84	-26.70	-24.44
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.99	-10.47	-9.91
EBITDA/利息支出[倍]	4.89	4.92	4.62
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.20	0.19

注：表中数据依据光大水务经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、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）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。

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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》
- 《水务行业信用评级方法（2020年版）》

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。