



内部编号: 2025060080

成都市兴蓉环境股份有限公司

及其发行的 20 兴蓉 01 与 21 兴蓉环境 MTN002

定期跟踪评级报告

项目负责人: 林贇婧  lyj@shxsj.com
项目组成员: 金未文  jinweiwen@shxsj.com
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2025) 100055】

评级对象：成都市兴蓉环境股份有限公司及其发行的 20 兴蓉 01 与 21 兴蓉环境 MTN002

	20 兴蓉 01	21 兴蓉环境 MTN002
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/2025 年 6 月 12 日	AAA/稳定/AAA/2025 年 6 月 13 日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2024 年 6 月 18 日
首次评级：	AAA/稳定/AAA/2020 年 7 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 10 月 28 日

跟踪评级观点

主要优势：

- 兴蓉环境业务以成都市为核心拓展，成都市经济实力强，为区域水务行业发展奠定了良好的社会和经济基础；公司主业供水和污水处理业务在成都市中心城区已具备稳固的市场地位。
- 兴蓉环境系成都环境集团旗下的核心子公司，在必要的情况下能获得控股股东的一定支持。
- 兴蓉环境主营业务获现能力强，货币资金充裕，财务结构稳健，可为债务的偿付提供较好保障。
- 兴蓉环境营业收入稳步增长，毛利率水平高，且随着在建项目陆续投入运营，业务规模保持增长态势，整体盈利能力很强。
- 兴蓉环境自身资产质量好，盈利和现金流状况稳定，直接和间接融资渠道畅通，且融资方式多样化。

主要风险：

- 水务行业具有行政垄断特征，兴蓉环境异地污水处理项目的排放标准和收费标准较其在四川省的标准偏低，公司异地污水处理业务规模和盈利水平低于成都地区，关注公司异地项目的发展情况及整体回款进度。
- 兴蓉环境所处的水务和环保行业均属于资金密集型行业，公司为拓展业务规模，新建和拟建项目较多，持续面临一定的项目资金投入压力。

跟踪评级结论

通过对兴蓉环境主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AAA，评级展望稳定，并维持上述债项 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计兴蓉环境信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司经营业绩大幅下滑且无好转迹象；
- ② 公司在水务行业的地位及重要性明显下降，重要资产划出，资本实力大幅下降；
- ③ 债务压力大幅提升、经营收现情况明显弱化、流动性压力大增；

主要财务数据及指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	13.50	21.40	19.55	22.34
刚性债务（亿元）	49.65	54.37	50.84	50.76
所有者权益（亿元）	83.26	83.47	82.49	82.28
经营性现金净流入量（亿元）	-0.26	-0.36	0.05	-0.14
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	383.39	435.55	484.48	491.79
总负债（亿元）	226.03	257.63	288.96	290.09
刚性债务（亿元）	135.22	157.22	181.61	195.45

主要财务数据及指标				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
所有者权益（亿元）	157.35	177.92	195.53	201.70
营业收入（亿元）	76.30	80.87	90.49	20.23
净利润（亿元）	16.93	18.89	20.55	5.20
经营性现金净流入量（亿元）	33.15	33.89	36.81	1.15
EBITDA（亿元）	36.01	39.43	45.03	—
资产负债率[%]	58.96	59.15	59.64	58.99
权益资本与刚性债务比率[%]	116.37	113.17	107.67	103.19
流动比率[%]	91.02	77.69	75.67	88.25
现金比率[%]	46.37	39.32	36.78	42.41
利息保障倍数[倍]	4.88	5.27	4.75	—
净资产收益率[%]	11.25	11.27	11.00	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	40.35	37.47	34.02	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.74	-5.31	-3.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.47	7.99	7.25	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.27	0.27	—

注：根据兴蓉环境经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表		
适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）		
评级要素		结果
个体信用	业务风险	1
	财务风险	2
	初始信用级别	
	调整因素	合计调整（子级数量）
		其中：①流动性因素
		②ESG 因素
		④ 表外因素
		⑤ 其他因素
	个体信用级别	
外部支持	支持因素	/
主体信用级别		AAA
调整因素：无。		
支持因素：无。		

相关评级技术文件及研究资料	
相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsi.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）》	http://www.shxsi.com/page?template=8&pageid=26756&mid=4&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsi.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《水务行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsi.com/page?template=8&pageid=32638&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照成都市兴蓉环境股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)及 2021 年度第二期中期票据(分别简称“20 兴蓉 01”和“21 兴蓉环境 MTN002”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据兴蓉环境提供的经审计的 2024 年财务报表、未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据,对兴蓉环境的财务状况、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。

2020 年 8 月,该公司发行了“20 兴蓉 01”,发行规模为 14 亿元,募集资金主要用于偿还公司债务和补充流动资金。2021 年 5 月,公司在中国银行间市场交易商协会成功注册了 20.00 亿元中期票据发行额度,有效期至 2023 年 5 月 17 日;当年 11 月,公司发行了“21 兴蓉环境 MTN002”,发行规模为 7.00 亿元,募集资金用于偿还本息债务及补充营运资金。目前,上述债券的募集资金均已使用完毕。

截至 2025 年 4 月末,该公司已发行尚未到期的债券余额合计为 40.48 亿元。截至本报告出具日,公司还本付息情况正常。

图表 1. 截至 2025 年 4 月末公司存续债券情况

债项简称	起息日期	债券期限(年)	发行规模(亿元)	票面利率(发行)	债券余额(亿元)	本息兑付情况
24 兴蓉环境 MTN001	2024-03-25	3+2	15.00	2.55%	15.00	正常付息
23 兴蓉环境 MTN001	2023-04-04	3+2	5.00	3.13%	5.00	正常付息
22 兴蓉环境 MTN001	2022-04-21	3+2	4.00	3.08%	2.90 ¹	正常付息
21 兴蓉环境 MTN002	2021-11-04	3+2	7.00	3.20%	3.70 ²	正常付息
20 兴蓉 01	2020-08-06	3+2	14.00	3.64%	13.88 ³	正常付息
合计	-	-	45.00	-	40.48	-

资料来源:Wind 资讯。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2022~2023 年财务报表进行了审计,天健会计师事务所(特殊普通合伙)⁴对公司 2024 年财务报表进行了审计,均出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定,并基于审计报告附注“四、重要会计政策及会计估计”所述会计政策和会计估计编制。

2022 年末,该公司合并报表范围共有 37 家子公司,其中,投资新设子公司成都市兴蓉隆丰环保科技有限公司。2023 年末,公司合并报表范围共有 46 家子公司,其中,非同一控制下企业合并新增子公司东营膜天膜环保科技有限公司(简称“东营膜天膜”)和东营津膜环保科技有限公司(简称“东营津膜”),投资新设成都市兴蓉宝林环保科技有限公司、成都市兴蓉万兴环保科技有限公司、成都蓉环供水水质检测有限公司、

¹ 2025 年 4 月,该公司行使“22 兴蓉环境 MTN001”调整票面利率选择权,将债券存续期的第 4 年至第 5 年的票面利率调整为 2.36%,同时回售“21 兴蓉环境 MTN002”本金 1.1 亿元。

² 2024 年 11 月,该公司行使“21 兴蓉环境 MTN002”调整票面利率选择权,将债券存续期的第 4 年至第 5 年的票面利率调整为 2.34%,同时回售“21 兴蓉环境 MTN002”本金 3.3 亿元。

³ 2023 年 8 月,该公司行使“20 兴蓉 01”调整票面利率选择权,将债券存续期的第 4 年至 5 年的票面利率调整为 3.00%,同时回售“20 兴蓉 01”本金 0.12 亿元。

⁴ 因原聘任的会计师事务所信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)已连续多年为该公司提供审计服务,为保证审计工作的独立性与客观性,公司决定聘任天健会计师事务所(特殊普通合伙)为 2024 年度审计机构。

成都蓉环排水检测有限公司、山南兴蓉环境有限责任公司、成都龙泉驿环水务有限责任公司和大邑成环水务有限责任公司。2024 年末，公司合并报表范围共有 49 家子公司，其中，非同一控制下企业合并西安兴蓉环保科技有限公司，投资新设成都锦安成环水务有限责任公司和成都市金堂兴蓉再生资源综合利用有限公司。2025 年 3 月末，公司合并报表范围较上年末未发生变化。总体来看，上述合并范围的变动对近三年审计报告的数据可比性影响较小。

2. 业务

该公司为我国领先的水务环保综合服务商，拥有全国排名前列的供排水规模，并充分利用现有优势，布局环保产业，大力推进水务环保项目建设运营。2024 年以来，公司全力推动项目建设并释放产能，各业务板块释放增量效益，营业收入增势良好，盈利能力亦有所提升。

（1）外部环境

宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》。

行业因素

水务设施投资规模大，资本密集度高且业务的区域垄断经营特征明显。近年来随着水务投资市场的快速扩容，大量企业进入并导致竞争加剧，市场下沉明显。目前我国水价制定仍由地方政府主导，定价水平整体仍偏低，行业盈利水平较低，经营积累普遍不足。

水务行业的传统领域包括供水和污水处理两个子行业，发展状况与地方经济发展水平、人口数量及城市化进程等因素紧密相关。供水方面，近年来我国城市及县城供水量较为稳定，供水行业进入成熟期；供水设施投资随我国城镇化水平的提升而逐步增长，降低供水管网漏损率是提高供水质量和效率的重要措施，预计加快城市老旧供水管网改造将成为水务行业后续投资重点。污水处理方面，我国城市及县城污水处理量保持稳定增长态势，行业运营基础稳定；我国污水处理率目前已处于较高水平，但出水水质方面仍有较大提升空间；在相关政策推动下，预计新增管网、处理设施及提标改造等方面仍将保持较大投资规模。

展望 2025 年，预计水务行业运行总体持稳，投融资规模依然较大，水价依然有所承压，行业整体经营业绩改善空间不大；政策支持下水利项目建设规模将持续增长。需重点关注部分水务企业关联方占款数额较大以及污水处理与水务设施投资类业务交易对手支付能力进一步弱化等风险。

详见：《水务行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

区域市场因素

近年来，成都市经济实力不断增强，工业不断发展，人均收入水平逐年提高，为成都市水务行业发展奠定良好的社会和经济基础；财政实力不断提升，可为公司的发展提供良好的保障。成都市是四川省省会城市，位于四川盆地西部，成都平原中部。成都市是西南地区重要的经济、文化、教育中心，同时还是西南地区的金融中心和交通

通信枢纽，在西南地区具有重要地位。作为西南地区重要的中心城市，在西部大开发的战略背景下，成都市经济保持较快发展，经济总量和增速均位居副省级城市前列。2022~2024 年及 2025 年第一季度，成都市分别实现地区生产总值 20817.5 亿元、22074.7 亿元、23511.3 亿元和 5930.3 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 2.8%、6.0%、5.7%和 6.0%。2024 年以来，我国生产生活秩序加快恢复，消费需求持续好转，成都市经济运行总体平稳、稳中有进。

图表 2. 近年来成都市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

指 标	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	20817.5	2.8	22074.7	6.0	23511.3	5.7	5930.3	6.0
其中：第一产业增加值（亿元）	588.4	3.8	594.9	3.0	540.1	1.9	89.7	2.0
第二产业增加值（亿元）	6404.1	5.5	6370.9	3.0	6752.9	5.4	1464.7	5.8
第三产业增加值（亿元）	13825.0	1.5	15109.0	7.5	16218.3	6.0	4375.9	6.1
三次产业增加值比重（%）	2.8 : 30.8 : 66.4		2.7 : 28.9 : 68.4		2.3:28.7:69.0		-	
固定资产投资（亿元）	-	5.0	-	2.0	-	7.3	-	8.1
社会消费品零售总额（亿元）	9096.5	-1.7	10001.6	10.0	10835.3	3.3	2732.7	6.0
城镇居民人均可支配收入（元）	54897	4.3	-	4.7	-	4.7	-	-
农村居民人均可支配收入（元）	30931	6.2	-	6.9	-	6.5	-	-
一般公共预算收入（亿元）	1722.4	5.8	1929.3	12.0	1949.5	1.1	-	-

资料来源：根据成都市国民经济和社会发展统计公报整理

根据 2025 年成都市政府工作报告，成都市将推动成都都市圈同城化发展，联合开展岷江、沱江流域水环境治理。全面扩大有效益的投资，全力推进引大济岷工程，推动李家岩水库主体工程完工，加快农村规模化集中供水工程建设，新（改）建市政排水管网 80 公里。深入推进污染防治攻坚，坚决做好中央、省生态环境保护督察反馈问题和长江经济带生态环境突出问题整改“后半篇”文章，举一反三强化标本兼治，建立巩固成果长效机制；打好蓝天保卫战，深化氮氧化物和挥发性有机物协同治理，基本消除重污染天气，力争空气质量优良天数 300 天以上；打好碧水保卫战，深入推进供排净治一体化，全域推进入河排污口规范化建设，持续推进雨污分流改造，新增污水处理能力 21 万吨/日，探索建立整县推进农业农村污染综合防治机制，市控及以上地表水断面水质优良率保持 100%；打好净土保卫战，深化“无废城市”试点，加强塑料污染全链条治理，建筑垃圾综合利用率达到 85%以上，保持土壤环境质量稳定。系统布局蓝绿开放空间，完善现代水网骨架体系，启动南河三江片区防洪治理关键节点工程建设，实施武侯三吏堰、成华凤凰河等天府蓝网工程，推进简阳龙溪河、彭州龙怀沟等生态清洁小流域建设。

（2）业务运营

图表 3. 公司营业收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
营业收入合计	76.30	80.87	90.49	20.23
其中：（1）自来水制售业务（亿元）	23.14	24.43	26.20	5.97
在营业收入中所占比重（%）	30.33	30.21	28.95	29.48
（2）污水处理服务业务（亿元）	26.58	30.24	36.41	8.95
在营业收入中所占比重（%）	34.84	37.39	40.24	44.26
（3）供排水管网工程业务（亿元）	10.66	9.52	9.81	0.82
在营业收入中所占比重（%）	13.98	11.77	10.84	4.06
（4）环保及其他业务（亿元）	15.91	16.68	18.07	4.49
在营业收入中所占比重（%）	20.86	20.63	19.97	22.20
毛利率（%）	38.47	40.35	41.45	46.03
其中：（1）自来水制售业务（%）	44.28	44.46	45.57	53.50
（2）污水处理服务业务（%）	38.47	40.15	41.63	42.33
（3）供排水管网工程业务（%）	23.60	22.15	21.84	25.65
（4）环保及其他业务（%）	40.01	45.08	45.76	47.19

注：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

该公司为我国领先的水务环保综合服务商，拥有全国排名前列的供排水规模，并充分利用现有优势，布局生活垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处置和污泥处置等环保产业，大力推进水务环保项目建设运营。近年来，随着公司各业务板块释放增量效益，营业收入增势良好。

① 经营状况

1) 自来水制售

该公司从事的自来水制售业务包括从水源取水、自来水净化到输水管网输送、自来水销售及售后服务的完整供水产业链，采取经营模式为特许经营权下的自主投资经营，特许经营期限多数为 30 年，业务范围覆盖成都市中心城区（不包括成都铁路局自来水厂供水范围及武侯区金花镇）、成都天府新区直管区（564 平方公里，不包括协议签订之日时双流岷江水厂供水服务范围）、郫都区（郫筒镇、犀浦镇等镇）、金堂县（部分地区）、阿坝州理县、汶川县、海南、江苏等地。公司供水能力位居西部首位，在成都市中心城区具有很高的市场地位。

图表 4. 2025 年 3 月末公司已投入运营及委托运营的自来水厂情况（单位：万吨）

供水水厂	供水区域	供水规模	经营模式
成都市第二自来水厂	成都市中心城区、高新区、天府新区直管区、郫都区郫筒镇、犀浦镇等镇；冠县龙泉、新都、双流三个区县供水。	23.00	特许经营
成都市第五自来水厂		15.00	特许经营
成都市第六自来水厂		140.00	特许经营
成都市第七自来水厂一期		50.00	特许经营
成都市第七自来水厂二期		50.00	特许经营
成都市第七自来水厂三期		40.00	特许经营
天府国际机场专供水厂	成都市东部新区天府国际机场	2.50	自建自营
成都高新未来科技城自来水厂	成都高新未来科技城	0.50	委托运营
金堂沱源自来水厂	赵镇、三星、清江、官仓及栖贤	10.00	特许经营
大邑县第四自来水厂	大邑城区、王泗镇三岔等片区	13.00	自营
三岔、王泗、上安、新场、邮江、西河、雾山、烟霞和夹石集中供水厂		1.84	
岳池自来水厂一期	岳池	8.00	特许经营
理县自来水厂	理县	1.00	特许经营
汶川县自来水厂	汶川县	1.00	特许经营
海南文昌市清澜自来水厂	文昌新市区及周边农村地区	3.80	特许经营
江苏沛县自来水厂	沛县	30.00	PPP
合计		389.64	-

资料来源：兴蓉环境。

近年来，随着自来水供应能力的增长，该公司自来水销售量呈逐年增加。供水价格方面，近年来未发生价格调整。

图表 5. 公司自来水制售业务概况

指标名称	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 3 月（末）
供水能力（万吨/日）	334.30	374.3	389.64	389.64
自来水生产量（亿吨）	12.14	12.76	13.51	3.13
自来水销售量（亿吨）	10.21	10.68	11.50	2.68

资料来源：兴蓉环境。

图表 6. 2025 年 3 月末成都市主城区、郫都区水价情况表（单位：元/吨）

用水类别	包含类型	终端价格
居民生活用水	一户一表执行阶梯水价（吨/户表·年）	第一阶梯：0-216 吨
		第二阶梯：217-300 吨
		第三阶梯：301 吨以上
	合表（含居民住宅用水；学校教学、学生生活用水；部队、武警的干部家属生活用水）	
非居民生活用水	除居民生活用水、特种行业用水外的其他	
特种行业用水	含桑拿、洗浴、浴足等洗浴行业用水	
	洗车用水	
	其他	

资料来源：兴蓉环境。

收费结算方式上，该公司采取向客户直接收取水费或通过第三方代收协议由第三方代收水费。公司销售自来水根据营销部门统计的实际销售水量并与计费系统收费单核对后确认当月销售数量，以此销售数量乘以物价部门核定的执行单价（不含增值税、污水处理费等相关税费）确认当月销售额。结算时客户可根据实际情况选择现金缴费或转账缴费，同时，除可在公司自建收费点缴费外，还可通过与公司合作的第三方代收机构缴纳水费。

该公司在成都市范围内的所有水厂的原水均取自岷江内江水系中的徐堰河、柏条河和沙河，并通过自有自来水厂对原水进行沉砂、过滤及消毒等处理，最终将达标的成品水输配给终端用户。岷江全长 1279 公里，流域面积 13.35 万平方公里，年均径流量 900 多亿吨，水量丰富。在供水成本方面，公司供水成本主要包括原水费、折旧、人工、动力电和制水材料等。2022 年以来，公司自来水制售成本随着供水量的增加呈逐年增长态势，但公司自来水制售业务盈利能力仍处于较强水平，2022~2024 年及 2025 年第一季度，自来水制售业务毛利率分别为 44.28%、44.46%、45.57%和 53.50%。

图表 7. 公司自来水制售成本情况（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年	2024 年
原材料	4.52	5.01	5.32
人工	3.20	3.24	3.29
折旧	3.19	3.25	3.31
其他	1.98	2.07	2.34
合计	12.89	13.57	14.26

资料来源：兴蓉环境。

2) 污水处理服务

该公司从事城市生活污水、农村生活污水和工业废水等污水处理业务，污水处理项目分布在四川、甘肃、宁夏、陕西、江苏、河北、山东和西藏，运营模式包括 BOT、BOO、TOT 及委托运营等。公司享有在特许经营权范围内提供污水处理服务并向相关政府收取费用的权利，污水处理服务费结算价格由相关政府部门根据有关协议约定核定。近年来，公司污水处理能力持续扩大带动污水处理量的逐年增长，致使污水处理收入亦保持较好的增长态势，2022~2024 年及 2025 年第一季度分别为 26.58 亿元、30.24 亿元、36.41 亿元和 8.95 亿元。

图表 8. 公司污水处理业务情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
污水处理能力（万吨/日）	386.02	422.86	432.36	434.36
其中：成都市中心城区（含高新区）（万吨/日）	230.00	246.00	264.00	264.00
污水处理量（亿吨）	11.96	12.61	13.84	3.15
其中：成都市中心城区（含高新区）（亿吨）	7.34	7.71	8.51	1.92

资料来源：兴蓉环境。

成都市是该公司污水处理业务的核心发展区域，且在成都市中心城区具有很高的市场地位。公司在成都市中心城区的污水处理业务主要由全资子公司排水公司负责，公司获得了成都市政府授予的在成都市中心城区（不含成都高新西区污水处理厂的特许经营区域范围）的污水处理特许经营权，特许经营期限为 2009 年 1 月 1 日至 2038 年 12 月 31 日，在特许经营期间，成都市政府作为买方对公司提供的污水处理服务实行政府采购。特许经

营期间，污水处理服务费结算价格每 3 年核定一次。在特许经营期间应结算污水处理服务费=∑污水处理服务费单价×各污水处理厂结算污水处理量。

图表 9. 公司主要已投入运营的成都市（含非中心城区）污水处理项目情况（单位：万吨/日）

污水处理项目名称	设计污水处理能力	投入运营时间
成都市第三净水厂	20	2004 年 9 月
成都市第四净水厂	15	2004 年 9 月
成都市第五净水厂	20	2007 年 12 月
成都市第六净水厂	10	2007 年 12 月
成都市第七净水厂	10	2007 年 12 月
成都市第七净水厂（二期）	8	2023 年 12 月
成都市第八净水厂	20	2008 年 12 月
成都市第九净水厂	100	2014 年 6 月
成都市第十净水厂（二期）	30	2021 年 8 月
成都市第十净水厂（一期）	5	2018 年 2 月
成都高新西区第二污水处理厂	8	2023 年 10 月
成都高新区骑龙净水厂	10	2024 年 2 月
凤凰河二沟再生水厂	8	2024 年 10 月
安德园区工业污水处理厂	1.95	2018 年 3 月
团结镇污水处理厂（一污二污合并）	3.40	2021 年 12 月
三道堰第二污水处理厂	2.50	2020 年 8 月
成都合作污水处理厂（三期）	10	2019 年 7 月
安唐片区再生水厂	1	2024 年 3 月
安德园区第二污水处理厂一期	2	2025 年 2 月
西南航空港六七工业污水处理厂一期	5	2022 年 8 月
城南工业园区污水处理厂	2	2019 年
贾家中小企业园区污水处理厂	0.5	2019 年
新津红岩污水处理厂改扩建项目	8	2022 年 4 月
彭州市工业污水厂（一期）	1.5	2023 年 7 月
青白江区第三污水处理厂	5	2020 年
崇州市道明、公议等 8 个乡镇污水处理厂	2.48	2022 年
崇州市大划污水处理厂（三期）	3	2024 年 11 月
东安水质净化厂	12	2023 年 6 月
小计	324.33	-

资料来源：兴蓉环境。

近年来，该公司持续进行对外业务扩张，先后在兰州、西安、银川、宁东、巴中、石家庄和阿坝藏族羌族自治州等城市投建多座污水处理厂，实现了跨区域经营。截至 2025 年 3 月末，公司异地污水处理厂合计设计污水日处理能力约 110.03 万吨。

图表 10. 2025 年 3 月末公司异地主要已投入运营和委托运营的污水处理项目概况（单位：万吨）

污水处理项目名称	类型	设计日污水处理能力	投入运营时间	特许经营期限
兰州七里河安宁污水处理厂改扩建项目	TOT	30	2024 年	30 年
西安二污二期污水处理厂	BOT	20	2013 年	
西安一污二期污水处理厂	BOT	10	2015 年	
银川第六污水处理厂	BOT	5	2014 年	
巴中经开区污水处理厂（一期）	BOT	1.99	2016 年	28 年
巴中市污水处理厂迁建工程	BOT	7.5	2020 年	28 年
宁东临河污水处理厂	PPP	1	2017 年	30 年

污水处理项目名称	类型	设计日污水处理能力	投入运营时间	特许经营期限
宁东煤化工园区污水处理厂	PPP	0.5	2017 年	30 年
宁东基地鸳鸯湖污水处理厂	PPP	1	2021 年	27 年
石家庄经济技术开发区污水处理厂	BOT/TOT/ROT	10	2020 年	30 年
理县县城污水处理厂	TOT	0.4	2019 年	30 年
茂县县城污水处理厂	TOT	1.2	2019 年	30 年
汶川县城市污水处理厂	TOT	0.45	2020 年	30 年
黑水县城市生活污水处理厂	委托运营	0.2	2019 年	半年一签
汶川乡镇污水处理设施	TOT	0.635	2020 年	30 年
沛县的污水处理厂（多个合并）	ROT	3.15	2020-2021 年	30 年
东营津膜	BOT	12	2016 年	30 年
东营膜天膜	BOT	2.5	2017 年	30 年
山南市泽当城区污水处理厂一期	BOT/ROT	2.5	2024 年 8 月	22 年
合计	-	110.03	-	-

资料来源：兴蓉环境。

该公司污水处理业务成本与污水处理量、处理标准有关，主要包括人工、能源和动力、折旧和原材料等，且折旧占比最高。近年来，公司污水处理业务成本控制得当，污水处理业务毛利率呈波动性上升，2022~2024 年及 2025 年第一季度分别为 38.47%、40.15%、41.63%和 42.33%。总体来看，公司污水处理业务盈利能力处于较强水平。

图表 11. 公司污水处理业务成本构成（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年	2024 年
人工	2.84	3.11	3.64
能源和动力	2.90	3.53	3.80
折旧	5.36	6.03	7.34
原材料	2.58	2.44	2.05
其他	2.68	2.99	4.42
合计	16.36	18.10	21.25

资料来源：兴蓉环境。

3) 供排水管网工程

该公司根据《关于成都市中心城区（含高新区）供水之特许经营权协议》《成都天府新区直管区供水之特许经营权协议》、《关于郫县简阳镇、犀浦镇等九个镇之供水特许经营权协议》等特许经营协议从事供排水管网工程相关业务。供排水管网工程安装业务涵盖成都市范围内市政管网建设及改迁、用户新装水表安装及户表改造，主要由子公司成都环境水务建设有限公司负责运营。公司目前已具有建筑业企业市政公用工程施工总承包贰级资质。2022~2024 年及 2025 年第一季度，公司供排水管网工程业务收入分别为 10.66 亿元、9.52 亿元、9.81 亿元和 0.82 亿元，供排水管网工程板块的毛利率分别为 23.60%、22.15%、21.84%和 25.65%。总体来看，公司在成都市内的管网建设及水表安装业务市场地位很高，近年来业务规模及盈利能力随着项目类型的不同略有波动。

4) 环保及其他

该公司环保及其他业务主要包括生活垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理、污泥处置和餐厨废弃物处置业务等，项目主要分布在四川，运营模式包括 BOT、BOO 等。2022 年以来，公司环保及其他业务收入逐年增长，盈利能力保持在较强水平。

垃圾焚烧发电

该公司的垃圾焚烧发电业务由全资子公司成都市兴蓉再生能源有限公司（简称“再生能源”）负责运营，主要从事城市垃圾焚烧业务，并辅以余热发电；公司根据相关特许经营协议的约定获得垃圾处理服务费和发电收入。

公司运营的垃圾焚烧发电项目概况如下表所示：

图表 12. 2025 年 3 月末公司运营的垃圾焚烧发电项目概况

项目名称	投运时间	特许经营期限	设计处理能力（吨/日）
成都市万兴环保发电厂（一期）	2017 年 3 月	25 年	2400
成都隆丰环保发电厂	2019 年 3 月	25 年	1500
成都市万兴环保发电厂（二期）	2021 年 4 月	25 年	3000
合计	-	-	6900

资料来源：兴蓉环境。

随着万兴环保发电厂和隆丰环保发电厂运营逐渐趋于稳定，该公司垃圾焚烧发电业务收入逐年增长，盈利能力亦较强，2022~2024 年及 2025 年第一季度垃圾焚烧发电销售量分别为 9.27 亿度、9.66 亿度、9.94 亿度和 2.60 亿度，逐年增长。

垃圾渗滤液处理

该公司的垃圾渗滤液处理业务主要由再生能源负责，特许经营权范围为成都市固体废弃物卫生处置场，期限为 20 年（自 2011 年 1 月 1 日起至 2030 年 12 月 31 日止）。2022~2024 年及 2025 年第一季度，公司垃圾渗滤液销售量分别为 136 万吨、143 万吨、143 万吨和 34 万吨，整体呈增长态势。

图表 13. 2025 年 3 月末公司运营的垃圾渗滤液处理项目概况

项目名称	投入运营时间	设计处理能力（吨/日）
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容项目（一期）	2011 年	1300
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容项目（二期）	2014 年	1000
成都市固体废弃物卫生处置场渗滤液处理扩容项目（三期）	2019 年	2000
成都市万兴环保发电厂（一期）	2017 年	850
成都隆丰环保发电厂项目	2019 年	480
合计		5630

资料来源：兴蓉环境。

污泥处置

该公司的污泥处置业务主要由排水公司下属子公司成都市兴蓉污泥处置有限责任公司（简称“兴蓉污泥处置公司”）及成都市兴蓉万兴环保发电有限公司（简称“万兴环保”）负责运营。根据成特许委[2012]10 号文，兴蓉污泥处置公司的污泥处置业务的特许经营权期限为 30 年（自 2013 年 1 月 1 日起至 2042 年 12 月 31 日止），服务范围为中心城区。2022~2024 年及 2025 年第一季度，公司污泥处置销售量分别为 61 万吨、69 万吨、67 万吨和 15.24 万吨，略有波动。

图表 14. 2025 年 3 月末公司运营的主要污泥处置项目概况

项目名称	投入运营时间	设计处理能力（吨/日）
成都市第一城市污水污泥处理厂（一期）	2013 年 10 月	400
成都市第七污水处理厂通沟污泥改造试点工程	2019 年 12 月	96
成都市第一城市污水污泥处理厂（二期）	2020 年 7 月	200
成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目（一期）	2020 年 12 月	400
成都市万兴环保发电厂污泥干化及协同焚烧处置项目（二期）	2021 年 4 月	420
合计	-	1516

资料来源：兴蓉环境。

中水及其他

2014 年，该公司与成都市水务局签订了《成都市中心城区中水服务特许经营权协议》，成都市水务局授予公司

在成都市中心城区提供中水服务的特许经营权，以及未来投资新建或运营的污水处理厂区域范围内的特许经营权，特许经营权期限至 2038 年 12 月 31 日。在特许经营权期限内，公司提供相关中水服务，成都市水务局购买相关中水服务，中水服务价格由成都市财政局每 3 年核定一次，并约定各个供水项目单独签订供水协议。截至 2024 年末，公司运营及在建的中水利用项目规模约为 130 万吨/日。2022~2024 年及 2025 年第一季度，公司中水销售量分别为 1.58 亿吨、1.80 亿吨、1.93 亿吨和 0.58 亿吨，保持较好的增长态势。

此外，该公司还根据相关特许经营协议的约定收取垃圾处理服务费，并通过销售资源化产品获得收入。目前，公司运营及在建的餐厨（含厨余）垃圾处置项目规模为 1950 吨/日，项目分布在四川和陕西。

5) 在建/拟建项目

近年来，该公司着力提升主业规模，全力推动项目建设并释放产能，截至 2025 年 3 月末，公司主要在建项目预计总投资额合计 142.03 亿元，累计已完成投资 70.70 亿元，公司后续仍面临一定的资金支出压力。

图表 15. 2025 年 3 月末公司主要在建项目概况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	资金安排		
			2025 年 4~12 月	2026 年	2027 年及 以后
供水业务板块					
成都市自来水七厂（三期）工程	13.42	11.93	-	0.17	-
成都市自来水七厂三期配套输水管线工程	15.20	13.03	0.90	0.20	0.05
小计	28.62	24.96	0.90	0.37	0.05
污水处理业务板块					
成都市洗瓦堰再生水厂及调蓄工程	31.84	15.28	3	2	1
成都市第五再生水厂二期及调蓄池项目	13.38	6.21	2	1	1
成都市第八再生水厂二期项目	10.57	3.89	2	1	1
小计	55.79	25.38	7	4	3
环保业务板块					
成都万兴环保发电厂三期项目	57.62	20.36	6.08	11.25	14.89
小计	57.62	20.36	6.08	11.25	14.89
合计	142.03	70.70	13.98	15.62	17.94

资料来源：兴蓉环境。

② 竞争地位

区域市场禀赋

该公司业务主要集中在成都市开展。成都市经济首位度强，在四川省内处于绝对领先地位，2024 年地区生产总值为 23511.3 亿元，占四川省地区生产总值的 36.34%。同年，成都市一般公共预算收入为 1949.5 亿元，位列四川省第一。成都市强劲的经济实力和财政实力，为公司的经营发展提供了良好的外部经营环境。

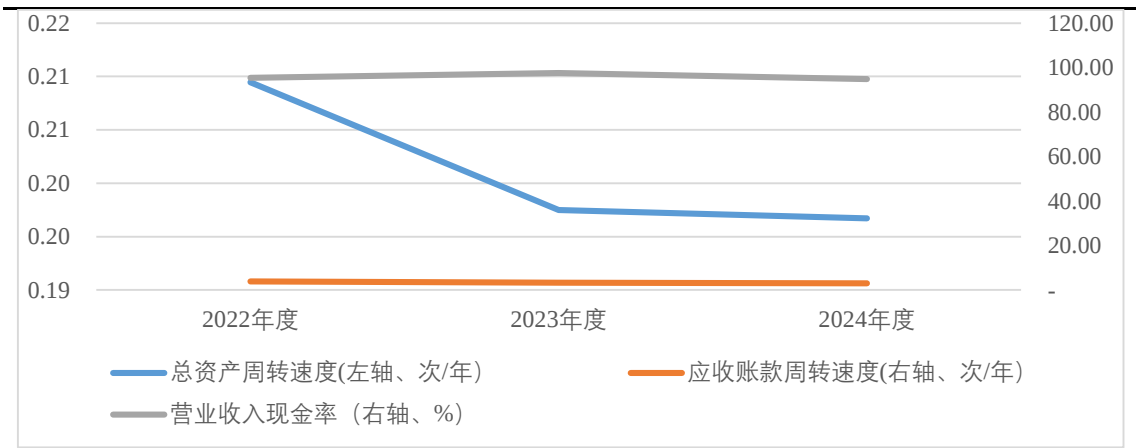
市场地位

该公司为我国领先的水务环保综合服务商，拥有全国排名前列的供排水规模，并充分利用现有优势，布局生活垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处置和污泥处置等环保产业，大力推进水务环保项目建设运营。目前，公司运营、在建和拟建的供排水项目规模约 930 万吨/日、中水利用项目规模约 130 万吨/日、垃圾焚烧发电项目规模 14400 吨/日、污泥处置项目规模约 3400 吨/日、垃圾渗滤液处理项目规模 8430 吨/日，餐厨垃圾处置项目规模 2150 吨/日。根据 2024 年 11 月全国工商联环境商会发布的最新一期“中国环境企业营收前 50”榜单，公司名列其中。

该公司目前已在四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、江苏、河北、山东、西藏 9 个省、自治区获得 50 余个水务环保特许经营项目，特许经营期主要为 25 至 30 年。特许经营权的获得，使公司拥有在相关区域和期限内独家从事水务环保业务并获得收益的权利，有助于公司的生产经营持续稳定。

③ 经营效率

图表 16. 反映公司经营效率要素的主要指标值

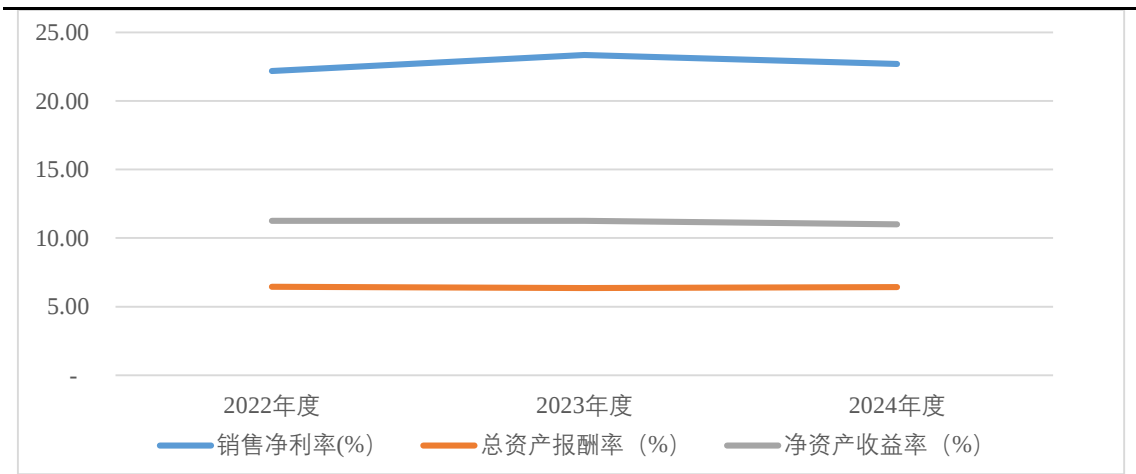


注：根据兴蓉环境所提供数据整理、绘制。

2022~2024 年，该公司总资产周转速度分别为 0.21 次/年、0.20 次/年和 0.20 次/年，周转速度缓慢但较稳定，符合水务行业重资产的特征。同期，应收账款周转速度分别为 3.90 次/年、3.35 次/年和 3.03 次/年，逐年下降，主要系公司不断扩大异地业务规模，但异地业务回款相对较慢所致。同期，公司营业收入现金率分别为 95.33%、97.62%和 94.75%，因工程类业务回款存在周期性，致使营业收入现金率呈一定波动。

④ 盈利能力

图表 17. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



注：根据兴蓉环境所提供数据整理、绘制。

近年来，该公司净利润保持较好的增长态势，2022~2024 年及 2025 年第一季度分别为 16.93 亿元、18.89 亿元、20.55 亿元和 5.20 亿元，主要系经营收益逐年增长所致。2022~2024 年，公司总资产报酬率分别为 6.46%和 6.35%和 6.42%，净资产收益率分别为 11.25%和 11.27%和 11.00%，近年来保持在相对稳定的水平。

该公司盈利主要来自于经营收益，2022~2024 年及 2025 年第一季度经营收益分别为 19.36 亿元、21.35 亿元、23.64 亿元和 6.03 亿元，逐年增长，主要系得益于营业毛利的增长，同期营业毛利分别为 29.35 亿元、32.63 亿元、37.51 亿元和 9.31 亿元，主要系公司自来水制售、污水及污泥处置、垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电等板块释放增量效益所致。公司期间费用会对盈利空间形成一定程度的侵蚀，同期期间费用分别为 8.61 亿元、9.47 亿元、11.54 亿元和 2.24 亿元，但期间费用率控制较为得当，同期分别为 11.28%、11.71%、12.75%和 11.05%。公司期间费用主要由管理费用、财务费用和销售费用等构成，2024 年占比分别为 46.16%、33.92%和 15.31%。2022~2024 年及 2025 年第一季度，管理费用分别为 4.64 亿元、5.11 亿元、5.33 亿元和 1.01 亿元，逐年增长，主要系随着业务规模扩大，职工薪酬不断增加所致；财务费用分别为 2.51 亿元、2.72 亿元、3.91 亿元和 0.91 亿元，逐年增长，主要系有息债务规模持续扩大导致利息费用不断增加。此外，2022~2024 年及 2025 年第一季度，公

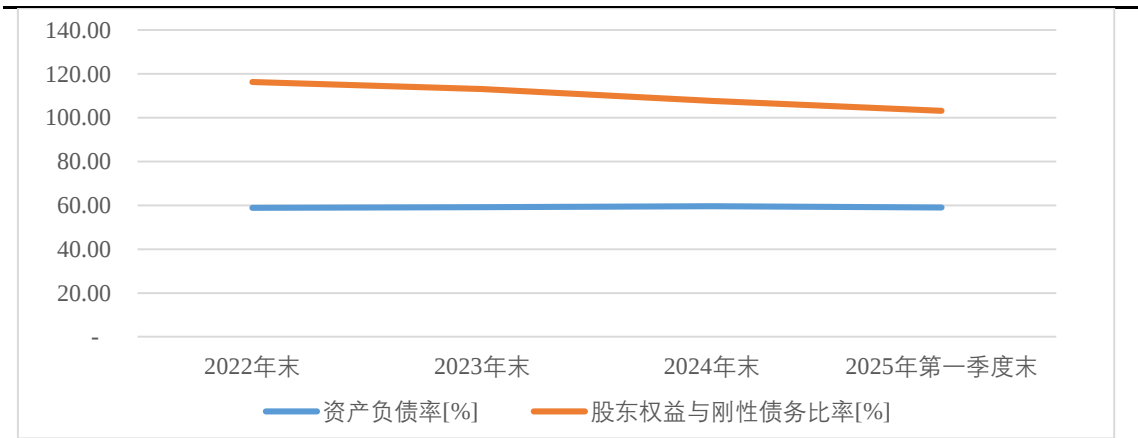
司信用减值损失科目金额分别为-0.44 亿元、-0.92 亿元、-1.24 亿元和-0.57 亿元，主要系来自于污水处理业务的应收账款坏账损失。

3. 财务

近年来，随着该公司业务拓展、融资需求增加，公司财务杠杆有所上升，但刚性债务期限结构合理，即期债务偿付压力小。同时，公司主营业务资金回笼能力较强，经营性现金流持续呈较大规模净流入，均能对债务偿付形成较强保障；加之货币资金储备充裕，外部融资渠道畅通，整体债务偿付能力极强。

（1）财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据兴蓉环境所提供数据整理、绘制。

近年来，该公司持续进行主业投入，对运营水厂和污水处理厂提标扩能，并在异地开发污水处理项目，资金需求不断上升，外部融资规模持续扩大，负债总额逐年增长，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 226.03 亿元、257.63 亿元、288.96 亿元和 290.09 亿元。但得益于经营积累，公司财务杠杆控制在较为稳定的水平，同期末分别为 58.96%、59.15%、59.64%和 58.99%。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 116.37%、113.17%、107.67%和 103.19%，呈逐年下降趋势，主要系随着项目建设的持续投入，刚性债务逐年增长导致；但股东权益对刚性债务的保障能力仍处于较好水平。

① 资产

图表 19. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	74.17	77.23	88.51	92.70
	19.35%	17.73%	18.27%	18.85%
其中：货币资金（亿元）	37.44	39.08	43.00	44.54
应收款项（亿元）	21.31	26.99	32.80	35.27
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	309.22	358.32	395.98	399.09
	80.65%	82.27%	81.73%	81.15%
其中：固定资产（亿元）	101.54	116.61	132.79	137.37
在建工程（亿元）	56.88	71.24	94.65	93.09
无形资产（亿元）	114.58	131.70	131.06	130.99
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.53	0.35	0.46	0.47
受限资产账面余额/总资产（%）	0.14	0.08	0.10	0.09

注：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

随着业务规模的持续扩大，近年来该公司资产总额持续增长，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 383.39 亿元、435.55 亿元、484.48 亿元和 491.79 亿元，且以非流动资产为主。公司非流动资产主要由固定资产、在建工

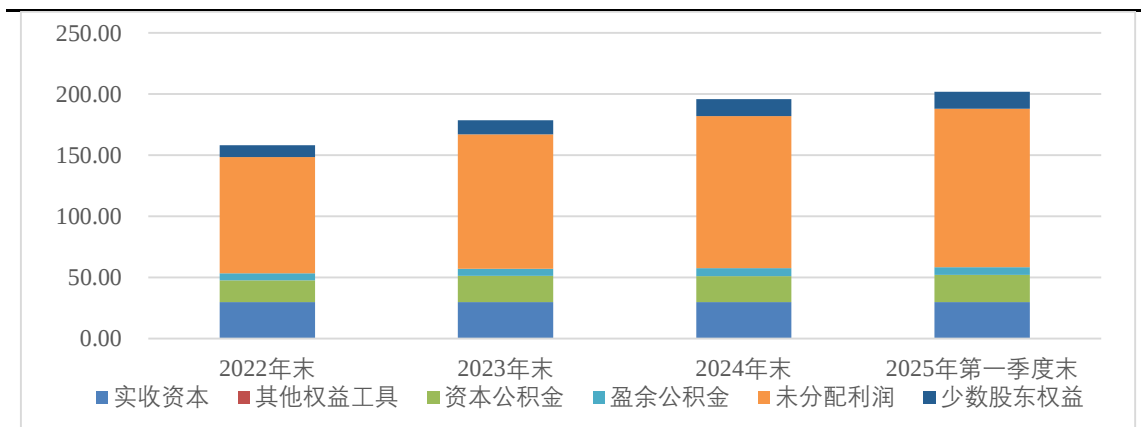
程和无形资产构成，其中，固定资产主要包括管网资产、房屋建筑物和机器设备等；2023 年末较上年末增长 14.84%，主要系成都市新津红岩污水处理厂改扩建工程、彭州市工业污水处理厂一期工程、成都市高新西区第二污水处理厂项目等陆续完工转固所致；2024 年末较上年末增长 13.87%，主要系成都市骑龙净水厂工程、成都市凤凰河二沟再生水厂工程等项目陆续完工转固所致。公司在建工程亦呈逐年增长，主要系根据工程进度增加投资所致；2024 年末公司在建工程主要包括成都市万兴环保发电厂项目三期工程、成都市洗瓦堰再生水厂及调蓄池工程、成都市自来水七厂（三期）工程等项目。公司无形资产主要为特许经营权和土地使用权等，2023 年末增幅较大，主要系来自于特许经营权的增加。此外，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末，公司长期应收款分别为 19.59 亿元、19.41 亿元、18.89 亿元和 18.75 亿元，主要为应收 PPP 项目款。

该公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成，其中，公司货币资金较充裕且受限规模很小，能够为即期债务的偿付提供一定保障；应收账款主要为政府的采购款，呈逐年增长态势，主要系应收自来水水费、污水处理费等随着业务规模扩大持续增加所致。此外，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末，公司其他流动资产分别为 3.62 亿元、1.77 亿元、2.12 亿元和 2.16 亿元，2023 年末较上年末大幅减少，主要系污水处理服务增值税收优惠政策由即征即退调整为免征增值税政策，按照税法相关规定，对已抵扣进项税额的不动产，按照不动产的净值率计算不得抵扣的进项税额，将原在其他流动资产中列报的待抵扣进项税转出至固定资产原值所致。

2022 年末以来，该公司受限资产规模小，对公司整体流动性影响很小。

② 所有者权益

图表 20. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据兴蓉环境所提供的数据整理、绘制。

得益于留存收益的不断积累和少数股东权益的增加，近年来该公司所有者权益规模持续扩大，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 157.35 亿元、177.92 亿元、195.53 亿元和 201.70 亿元，其中，未分配利润占比偏高，同期末占所有者权益的比重分别为 60.51%、61.80%、63.65%和 64.23%，公司作为国有控股上市公司，分红政策相对稳健，未分配利润对净资产结构的稳定性影响可控。2022~2024 年末及 2025 年 3 月末，公司少数股东权益分别为 9.58 亿元、11.49 亿元、13.93 亿元和 13.99 亿元，主要因子公司经营状况良好而呈逐年增长态势。此外，2023 年末，公司资本公积金较上年末增长 19.78%，主要系公司实施 2022 年限制性股票激励计划，本年以权益结算的股份支付增加资本公积 0.12 亿元；专项应付款转增资本公积 3.43 亿元。

③ 负债

图表 21. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	135.22	157.22	181.61	195.45
其中：短期刚性债务	7.70	17.09	28.21	28.45
中长期刚性债务	127.52	140.13	153.40	167.00
应付账款	52.93	59.72	63.71	55.01

注：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

从债务期限来看，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 177.38%、159.18%、147.05% 和 176.17%，以长期债务为主，符合水务行业的特性。从债务构成来看，公司债务主要由刚性债务和应付账款构成，2024 年末占负债总额的比重分别为 62.85%和 22.05%。2022 年末以来，公司刚性债务随着业务规模的扩大逐年增长；应付账款亦呈波动增长态势，主要系应付在建项目的工程款存在波动。此外，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末，公司其他应付款分别为 8.80 亿元、9.69 亿元、9.82 亿元和 9.87 亿元，逐年增长，主要系应支付的代政府收款和保证金增加所致。同期末，合同负债分别为 4.89 亿元、5.89 亿元、7.84 亿元和 7.37 亿元，主要是预收工程款和预收水费，2024 年末增幅较大，主要系预收污水处理费增加所致。

该公司刚性债务以中长期为主，即期偿付压力不大。从刚性债务构成来看，主要由银行借款和应付债券（不含一年内到期）构成。2022~2024 年末及 2025 年 3 月末，银行借款分别为 61.83 亿元、76.39 亿元、103.28 亿元和 117.06 亿元，逐年增长，主要系公司根据项目建设资金需求提用长期借款，导致长期借款规模不断扩大所致，同期末长期借款分别为 57.38 亿元、68.59 亿元、94.06 亿元和 107.51 亿元；公司长期借款主要由信用借款构成，2024 年末占长期借款的比重为 64.77%。2022~2024 年末及 2025 年 3 月末，应付债券（不含一年内到期）分别为 39.50 亿元、38.88 亿元、27.69 亿元和 27.69 亿元，其中，2024 年末较上年末大幅减少，主要系“20 公司债”根据债券到期时间由应付债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。此外，公司刚性债务中还主要包括一定规模的政府专项债券资金，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末分别为 27.78 亿元、30.38 亿元、29.27 亿元和 29.47 亿元，计入“长期应付款”科目。

该公司制定了《融资管理制度》和《投资管理制度》。公司董事会下设战略委员会，董事会战略委员会负责对公司年度及中长期融资方案和重大融资方案进行研究，为董事会提供建议，战略委员会下设工作小组，负责做好战略委员会决策的前期准备工作。直接融资业务主管部门根据公司发展战略负责公司直接融资项目的策划、论证、实施和跟踪管理；间接融资业务主管部门负责公司间接融资的策划、论证、实施及跟踪管理，负责对资金使用效果进行财务评价及效益评估；审计部门对融资活动进行定期和不定期审计，并对融资结果进行评价。对外投资实行专业管理和逐级审批制度，由公司董事会及股东大会组成各类投资活动的决策机构。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 22. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	33.15	33.89	36.81	1.15
其中：业务现金收支净额（亿元）	32.85	34.18	38.16	1.57
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-41.14	-46.73	-45.86	-12.07
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	41.97	44.46	45.95	12.97
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	13.06	14.66	12.86	12.46
其中：现金利息支出（亿元）	4.51	4.87	5.37	1.36

注 1：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

注 2：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

近年来，该公司主业经营情况较好，经营环节产生的现金流量持续呈净流入，且净流入规模逐年扩大。随着自来水厂扩能和污水处理厂提标改造等工程项目建设的不投入，公司购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金持续保持一定规模，且呈逐年增长态势，致投资活动现金流持续呈净流出。但因公司经营现金流除满足自身营运资金需求外，亦能覆盖部分投资支出需求，致公司筹资环节产生的现金净流入规模尚可，且 2024 年度净流入规模同比有所减少。

② 偿债能力

图表 23. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年	2023 年	2024 年
EBITDA（亿元）	36.01	39.43	45.03
EBITDA/刚性债务（倍）	0.29	0.27	0.27
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.47	7.99	7.25

注：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

近年来，该公司经营活动的盈利能力较好，EBITDA 逐年增长且主要来自于利润总额，2022~2024 年利润总额分别为 19.63 亿元、21.82 亿元和 24.17 亿元。同期 EBITDA 对利息支出的保障度很高，对刚性债务的保障能力在水务行业内亦处于较好水平。

4. 调整因素

（1）流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率（%）	91.02	77.69	75.67	88.25
现金比率（%）	46.37	39.32	36.78	42.41
短期刚性债务现金覆盖率（%）	490.68	228.71	152.50	156.57

注：根据兴蓉环境所提供数据整理、计算。

该公司隶属于水务行业，具有资本密集型的特点，固定资产及在建工程占资产总额的比重处于较高水平，因此资产流动性持续处于相对较弱水平，但公司现金类资产充裕，对短期刚性债务的保障能力持续处于很强水平。

2025 年 3 月末，该公司从各大金融机构获得的授信总额度为 348.61 亿元，已使用 125.32 亿元，尚可使用的授信额度为 223.29 亿元；且公司为上市公司，直接融资渠道畅通，融资方式多样化。

（2）ESG 因素

该公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 1 号——主板上市公司规范运作》和中国证券监督管理委员会有关法律、规范性文件及《公司章程》的要求，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度，确立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层的职责分工，董事会下设四个专门委员会，分别是战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬及考核委员会，形成了较为完善的公司治理架构和公司治理制度。公司董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人。监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人。设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘。

近三年一期，该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错；未受到监管处罚。在社会责任方面，公司始终坚持用实际行动践行企业社会责任，不断巩固拓展脱贫攻坚成果，持续助力乡村振兴，通过走访慰问、捐赠物资、供水援建、筹集善款等方式，不断扩大帮扶范围、丰富帮扶形式。在环境方面，公司积极以“双碳”战略为引领，利用 30 多年污水处理运营经验，创新搭建以“厂

级标准化+数字化管控平台”为核心的模式，建立标准化生产运行管理体系，致力于通过技术创新和设备改良，在提升环境服务质量的同时降低能耗、节约成本并提高运营效益。

（3）表外事项

截至 2025 年 3 月末，该公司子公司自来水公司为成都城市燃气有限责任公司（简称“成都燃气公司”）的担保余额为 125.31 万元人民币。上述担保为自来水公司于 1993 年为成都燃气公司合计 1193.76 万欧元的法国政府贷款进行的担保余额，成都燃气公司一直按贷款协议履行还本付息义务。此外，为化解自来水公司对成都燃气公司担保潜在的债务风险，成都环境集团承诺因该项担保产生的任何经济损失，由成都环境集团全额承担。

（4）其他因素

该公司的主要关联交易包括购销商品、提供和接受劳务的关联交易、关联租赁、关联担保和关联方资金拆借等。2024 年，公司与关联方采购商品/接受劳务发生额合计 10.66 亿元，出售商品/提供劳务发生额合计 1.75 亿元。同期，公司作为出租方确认租赁收入 19.75 万元，作为承租方支付的租金发生额合计 0.21 亿元。关联担保方面，主要系公司作为被担保方，获得控股股东成都环境集团 1.44 亿元以及成都环境工程建设有限公司 0.01 亿元的借款担保。关联方资金拆借主要系公司向关联方提供借款合计余额 0.59 亿元，借款期限分布于 1~5 年。

根据该公司提供的《企业信用报告》披露信息，截至 2025 年 5 月 7 日，公司无信贷违约记录，信用状况良好。

该公司本部主要负责筹融资工作，主要通过各核心子公司开展各类业务，因此本部收入规模较小，得益于旗下子公司的较好运作，投资收益贡献度稳定，净利润实现情况良好，2022~2024 年，本部净利润分别为 3.03 亿元、3.42 亿元和 3.83 亿元，逐年增长。2022~2024 年末，公司本部负债总额分别为 63.80 亿元、75.01 亿元和 71.79 亿元，主要由应付债券构成，同期末余额分别为 39.50 亿元、38.88 亿元和 27.69 亿元。从现金流情况来看，公司本部经营活动现金流规模很小；与此同时，由于本部每年能从子公司获得稳定的投资收益，并与下属公司存在较为频繁的资金往来，再加上本部承担了主要的筹融资工作，因此近年来本部的投资活动现金流和筹资现金流均呈较大波动。2024 年度，本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流分别为 0.05 亿元、7.93 亿元和-9.82 亿元，同比分别波动 113.17%、226.73%和-268.22%。总体来看，公司本部负债以中长期为主，即期偿债压力不大；同时，下属子公司运营良好致净利润持续增长，经营积累能为本部的债务按期偿付提供一定保障。

5. 外部支持

（1）政府支持

该公司是成都地区规模最大、供水区域最广、服务人口最多的大型供水企业，实际控制人为成都市国资委，公司在专项建设资金、政府专项债券资金和政府补助方面获得了政府的有力支持。公司长期应付款中包括自 2015 年以来引入的国开发展基金有限公司投入自来水公司的专项建设资金、成都市政府拨付的用于污水处理项目和垃圾处置项目的专项债券资金等，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末，专项建设资金分别为 2.87 亿元、2.19 亿元、2.18 亿元和 2.16 亿元；政府专项债券资金分别为 27.78 亿元、30.38 亿元、29.27 亿元和 29.47 亿元。

（2）控股股东支持

该公司控股股东成都环境集团为国有独资企业，公司系成都环境集团旗下的核心子公司，且是其优质水务环保资产的上市平台；公司的资产、收入、现金流等规模在成都环境集团合并口径占比高，对成都环境集团而言十分重要，2024 年末，公司总资产、营业收入和销售商品、提供劳务收到的现金占成都环境集团的比重分别为 51.29%、70.29%和 78.10%。2024 年，公司获得成都环境集团合计 1.44 亿元的借款担保支持。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取福州水务集团有限公司（简称“福州水务”）和温州市公用事业发展集团有限公司（简称“温州公用”）作为该公司的同业比较对象。上述企业主业均为供水、污水处理等业务，具有一定的可比性。公司所处的成都市经济体量相对较强，公司的水务环保业务规模亦较大，总资产报酬率较高，EBITDA 对利息费用的保障程度亦处于较强水平。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

“20 兴蓉 01”和“21 兴蓉环境 MTN002”发行期限均为 5（3+2）年，附第 3 年末该公司调整利率选择权和投资者回售选择权。公司有权决定在上述债券存续期的第 3 年末调整上述债券后 2 年的票面利率，调整后的票面利率为上述债券存续期前 3 年票面年利率加或减公司提升或降低的基点。2023 年 8 月，公司行使“20 兴蓉 01”调整票面利率选择权，将债券存续期的第 4 年至 5 年的票面利率调整为 3.00%，同时回售“20 兴蓉 01”本金 0.12 亿元。2024 年 11 月，公司行使“21 兴蓉环境 MTN002”调整票面利率选择权，将债券存续期的第 4 年至第 5 年的票面利率调整为 2.34%，同时回售“21 兴蓉环境 MTN002”本金 3.3 亿元。

2. 偿债保障措施跟踪分析

（1）核心业务盈利保障

该公司为我国领先的水务环保综合服务商，拥有全国排名前列的供排水规模，并充分利用现有优势，布局生活垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处置和污泥处置等环保产业，大力推进水务环保项目建设运营，市场地位较稳固，竞争力较强，近年来净利润逐年增长，EBITDA 对刚性债务和全部利息支出的保障情况均较好。核心业务盈利情况可对即期债务的按期偿付提供较强保障。

（2）主业现金回笼能力强

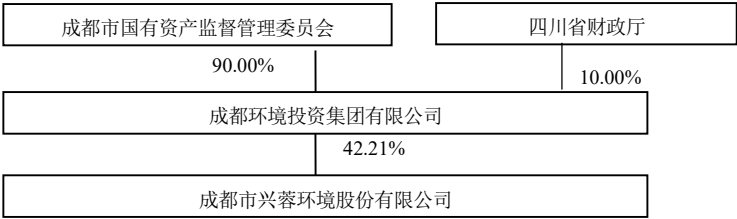
该公司开展的供排水业务收现能力较强，主业现金回笼情况较好，较强的现金回笼能力亦可为即期债务的按期偿付提供较好保障。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持兴蓉环境主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持上述债券信用等级为 AAA。

附录一：

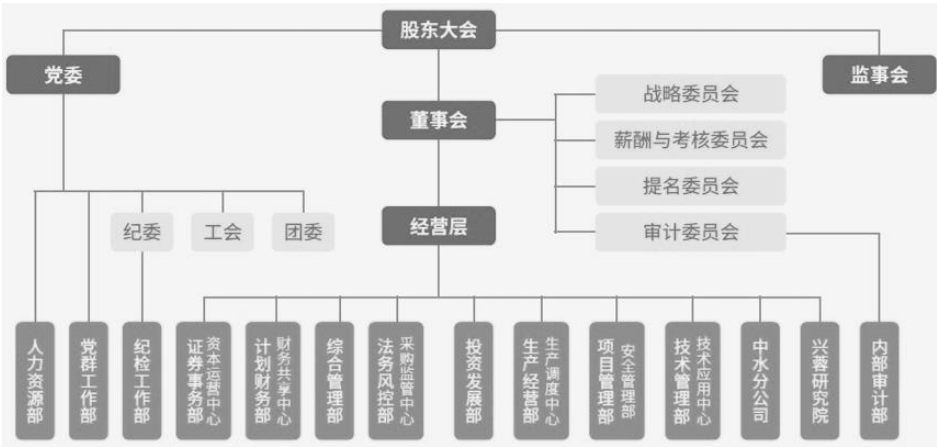
公司与实际控制人关系图



注：根据兴蓉环境提供的资料绘制（截至 2025 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据兴蓉环境提供的资料绘制（截至 2025 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2024 年（末）主要财务数据（亿元）						
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	总资产（亿元）	总负债（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）	备注
成都环境投资集团有限公司	成都环境集团	公司之控股股东	——	自来水销售、污水处理和安装工程等	944.63	637.47	307.16	128.73	16.35	36.60	
成都市兴蓉环境股份有限公司	兴蓉环境	本级/母公司	——	本部	154.28	71.79	82.49	0.83	3.83	0.05	母公司口径
成都市自来水有限责任公司	自来水公司	核心子公司	100.00%	自来水生产与销售	111.27	39.61	71.66	27.74	7.92	10.36	
成都市排水有限责任公司	排水公司	核心子公司	100/00%	污水处理、污泥处置	144.23	83.69	60.55	29.22	8.20	16.87	
成都市兴蓉再生能源有限责任公司	再生能源公司	核心子公司	100.00%	垃圾渗滤液处理、垃圾焚烧发电、污泥处置、餐厨垃圾处置	83.36	46.15	37.21	13.27	4.00	7.78	

注：根据兴蓉环境 2024 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：自来水制售及污水处理 归属行业：水务行业

企业名称（全称）	2024 年度经营数据			2024 年末财务数据/指标			
	营业收入（亿元）	总资产报酬率（%）	营业收入现金率（%）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	EBITDA(反推法)/全部利息支出（倍）	EBITDA(反推法)/带息债务（倍）
福州水务集团有限公司	35.32	1.23	103.09	171.26	58.37	2.90	0.11
温州市公用事业发展集团有限公司	61.21	-0.31	94.54	138.58	74.44	5.69	0.06
成都市兴蓉环境股份有限公司	90.49	6.10	94.75	195.53	59.64	11.19	0.29

注：数据来源于 Wind 及公开数据，新世纪评级整理。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	383.39	435.55	484.48	491.79
货币资金 [亿元]	37.44	39.08	43.00	44.54
刚性债务[亿元]	135.22	157.22	181.61	195.45
所有者权益 [亿元]	157.35	177.92	195.53	201.70
营业收入[亿元]	76.30	80.87	90.49	20.23
净利润 [亿元]	16.93	18.89	20.55	5.20
EBITDA[亿元]	36.01	39.43	45.03	—
经营性现金净流入量[亿元]	33.15	33.89	36.81	1.15
投资性现金净流入量[亿元]	-41.14	-46.73	-45.86	-12.07
资产负债率[%]	58.96	59.15	59.64	58.99
权益资本与刚性债务比率[%]	116.37	113.17	107.67	103.19
流动比率[%]	91.02	77.69	75.67	88.25
现金比率[%]	46.37	39.32	36.78	42.41
利息保障倍数[倍]	4.88	5.27	4.75	—
担保比率[%]	0.04	0.02	0.01	0.01
营业周期[天]	110.44	126.32	136.25	—
毛利率[%]	38.47	40.35	41.45	46.03
营业利润率[%]	25.85	26.87	26.67	30.18
总资产报酬率[%]	6.46	6.35	6.42	—
净资产收益率[%]	11.25	11.27	11.00	—
净资产收益率*[%]	11.46	11.73	11.47	—
营业收入现金率[%]	95.33	97.62	94.75	86.52
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	40.35	37.47	34.02	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.74	-5.31	-3.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.47	7.99	7.25	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.27	0.27	—

注：表中数据依据兴蓉环境经审计的 2022~2024 年度及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、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]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2017年7月17日	AAA/稳定	林贤婧、李超男	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2024年6月18日	AAA/稳定	林贤婧、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月13日	AAA/稳定	林贤婧、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）	-
债项评级 (20 兴蓉 01)	历史首次评级	2020年7月28日	AAA	林贤婧、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 水务行业信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	报告链接
	前次评级	2024年6月18日	AAA	林贤婧、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月13日	AAA	林贤婧、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）	-
债项评级 (21 兴蓉环境 MTN002)	历史首次评级	2021年10月28日	AAA	林贤婧、肖雯	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 水务行业信用评级方法（2020） 工商企业评级模型（水务）MX-GS024（2020.4）	报告链接
	前次评级	2024年6月18日	AAA	林贤婧、金未文	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月13日	AAA	林贤婧、金未文	新世纪评级方法与模型（水务行业）FM-GS024（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。