

跟踪评级公告

联合〔2020〕1248号

泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的“19 泸水 01”和“19 泸水 02”进行了跟踪评级，确定：

泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA，
评级展望为“稳定”

泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司公开发行的“19 泸水 01”
和“19 泸水 02”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 六 月 十五 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司 公开发行公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债券信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 泸水 01	5 亿元	3+2 年	AA	AA	2019/05/31
19 泸水 02	2 亿元	3+2 年	AA	AA	2019/09/05

跟踪评级时间：2020 年 6 月 15 日

主要财务数据

合并口径		
项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	36.14	53.76
所有者权益（亿元）	19.21	21.71
长期债务（亿元）	4.51	16.41
全部债务（亿元）	8.40	20.73
营业收入（亿元）	8.60	10.42
利润总额（亿元）	2.64	3.23
EBITDA（亿元）	4.21	5.70
经营性净现金流（亿元）	3.34	3.48
营业利润率（%）	41.75	43.09
净资产收益率（%）	12.19	13.38
资产负债率（%）	46.85	59.63
全部债务资本化比率（%）	30.43	48.85
流动比率（倍）	0.88	1.18
EBITDA 全部债务比（倍）	0.50	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	12.90	7.03
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.60	0.81
公司本部（母公司）		
资产总额（亿元）	24.53	36.52
所有者权益（亿元）	15.02	16.13
全部债务（亿元）	5.38	13.64
营业收入（亿元）	4.81	5.41
利润总额（亿元）	1.68	1.83
资产负债率（%）	38.77	55.84
全部债务资本化比率（%）	26.36	45.83
流动比率（倍）	0.69	1.05

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司其他应付款中有息债务已计入短期债务核算，长期应付款中有息债务已计入长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，兴泸水务（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）作为泸州市主要的供水企业及唯一的城市污水服务供应商，面临良好的外部发展环境，污水处理区域拓展至泸州市外，营业收入及利润稳定增长。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司面临较大的资金支出压力，应收污水处理费规模继续增加、设置交叉违约及加速清偿条款等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建及拟建的水厂和污水处理厂竣工并投入运营，公司的经营实力将进一步增强，收入规模有望保持增长。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“19 泸水 01”和“19 泸水 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 良好的外部发展环境。泸州市城镇化进程较快，经济稳步增长，产业结构进一步优化，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司污水处理区域拓展至泸州市外。跟踪期内，公司将污水处理区域拓展至乐山市市中区、成都市青白江区及凉山州德昌县。

3. 公司营业收入及利润稳定增长。得益于自来水销售、污水处理服务和户表安装维修业务收入的增长，2019 年公司营业收入及利润稳步增长，盈利能力仍较强。

关注

1. 公司面临较大的资金支出压力。公司在建及拟建的水厂和污水处理厂后续投资规模仍较大，未来存在较大的资金支出压力。

2. 应收污水处理费规模继续增加。跟踪

期内，公司应收污水处理费规模继续增加，需关注部分县级政府污水处理费回收情况。

3. 交叉违约及加速清偿条款的设置。

“19泸水01”和“19泸水02”设置了交叉违约及加速清偿条款，若触发相关条款，或将直接加大公司对债券偿还压力。

分析师

张蔚 登记编号（R0040219020002）

黄静轩 登记编号（R0040220040012）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


张育才 黄静弘
联合信用评级有限公司

一、主体概况

泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）前身系 1958 年设立的泸州市自来水厂，后由泸州市自来水总公司改制重组设立。后经多次股权变更，2017 年 3 月，公司公开发行境外上市外资股（H 股）21,494.00 万股，股本增至 85,971.00 万元，股票代码：2281.HK。截至 2019 年底，公司股本 85,971.00 万元，控股股东为泸州市兴泸投资集团有限公司（持股 59.52%），较年初无变化。

2019 年公司经营范围和部门设置较上年无变化。

截至 2019 年底，公司拥有 16 家子公司，较年初新增 3 家；公司在职员工 940 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 53.76 亿元，负债合计 32.06 亿元，所有者权益 21.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 20.51 亿元。2019 年，公司实现营业收入 10.42 亿元，净利润 2.74 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.48 亿元。

公司注册地址：泸州市江阳区百子路 16 号；法定代表人：张歧。

二、债券发行及募集资金使用情况

表 1 公司债券发行相关情况（单位：亿元、年、%）

名称	证券代码	余额	期限	票面利率 (当期)	发行日	行权日/到期日	特殊条款
19 泸水 01	155363.SH	5.00	5 (3+2)	5.99	2019-04-26	2022-04-26/2024-04-26	交叉违约及加速清偿
19 泸水 02	155724.SH	2.00	5 (3+2)	5.00	2019-09-23	2022-09-23/2024-09-23	交叉违约及加速清偿

资料来源：Wind，联合评级整理

扣除发行费用后，“19 泸水 01”实际收到募集资金 4.98 亿元，截至 2020 年 5 月底，募集资金已使用 4.34 亿元，其中 2.13 亿元用于偿还有息负债、2.21 亿元用于补充流动资金，尚余 0.64 亿元，使用部分按照募集资金用途使用。

扣除发行费用后，“19 泸水 02”实际收到募集资金 1.99 亿元，截至 2020 年 5 月底，募集资金已使用 1.58 亿元，其中 1.55 亿元用于偿还有息债务、0.03 亿元用于补充流动资金，尚余 0.41 亿元，使用部分按照最新募集资金用途使用¹。

截至本报告出具日，“19 泸水 01”已于 2020 年 4 月 27 日支付第一期利息，“19 泸水 02”尚未到达首次付息日。

“19 泸水 01”和“19 泸水 02”设置了交叉违约及加速清偿条款。根据募集说明书相关条款约定，违约情形包括：“发行人发生未能清偿到期银行借款本金和/或利息，以及其他到期债务的违约情况。”当公司未按时支付本期债券的本金、利息和/或逾期利息，或发生其他违约情况时，债券持有人有权直接依法向公司进行追索。

¹ 根据公司于 2020 年 5 月 12 日发布的《泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司关于变更 19 泸水 02 募集资金拟偿还有息债务明细的临时公告》，“19 泸水 02”募集说明书中原约定募集资金用途为在扣除发行费用后，12,498.96 万元拟用于偿还有息债务，剩余部分拟用于补充公司及子公司流动资金，为优化债务结构及提高募集资金使用效率，公司拟从原约定的补充流动资金的募集资金中划出 3,000.00 万元用于偿还即将到期的有息债务。

三、行业及外部环境分析

1. 水务行业分析

水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。水资源在日常生产、生活中不可或缺，水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低，属于弱周期性行业，且由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。水务行业产业链主要涉及原水获取、自来水生产、供应和污水处理和再生利用等环节，受区域水资源禀赋、水务政策影响较大。近年来，随着我国城市化进程推进，一系列节水和环保治污政策出台，为水务行业进一步发展释放空间。

（1）区域水资源禀赋

我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源禀赋较南方大部分地区有所欠缺，原水获取受到一定挑战，南水北调成为缓解我国区域水资源短缺的重要方式。

我国水资源主要来源于地表水，地表水占水资源总量的 95.85%。由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三分之一。受制于我国南北地理环境和气候差异因素，全国约五分之四的水资源集中分布在长江流域及以南地区，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。其中，部分省份人均水资源量不足 1,000 吨/人，人均水资源量匮乏。

南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

（2）供水行业分析

城市化进程推动我国城市供水能力和供水总量逐年增长；城市用水普及率较高。城市供水行业固定资产投资规模稳中小幅波动。整体看，我国城市供水行业进入平稳发展状态。

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加，2018 年城市用水人口增至 5.03 亿人，同比增长 4.16%。同期，城市供水能力达 3.12 亿吨/日，较 2017 年增长 2.42%，仍保持平稳增长。2018 年，我国城市供水总量达 614.6 亿吨，较 2017 年增长 3.51%；其中居民家庭用水占比最高，为 39.3%，生产运营用水占比 26.4%，其他为公共服务等方面用水。2018 年，我国城市供水管道长度 86.51 万公里，较 2017 年增长 8.49%；城市用水普及率进一步上升至 98.36%。2018 年，城市供水行业固定资产投资 543.0 亿元，较 2017 年略有下降，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业进入平稳发展状态。

近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势，2019 年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进，城市供水价格仍有进一步上调空间。

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看，目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经营服务用水）和特种行业用水三类。其中，居民生活用水水价整体最低，生产经营用水水价次之，特种行业用水水价最高。受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响，水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。

2019 年，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.28 元/吨，较 2018 年增加 0.09 元/吨，居民

生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。

2019年以来，在全国省会城市和计划单列市中，石家庄、银川和福州居民生活用水第一阶梯水价均有所调升，调整幅度在0.2元/吨~0.5元/吨不等，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在2020年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，我国城市供水水价仍有进一步上调空间，且随着应收尽收征收范围的扩大，预期供水行业收入将进一步增长。

（3）污水处理行业分析

近年来，随着城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期。

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的60%以上。2018年，全国城市污水排放量521.1亿立方米，较2017年增长5.84%。同期，全国城市污水处理能力1.69万立方米/日，较2017年增长7.23%，显著高于同期城市供水能力增速。2018年，全国城市污水处理率增至95.49%，同比增长0.95个百分点，城市污水处理率进一步上升。2018年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为802.6亿元，同比增长78.04%。2016—2018年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计1,743.3亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资387.2亿元²，较我国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中各类城镇污水处理及再生利用设施投资5,600亿元目标尚有较大空间。

2019年，生态环境部等多部门提出生活污水应接尽接，依法规范生活污水接入管网，城市污水排放量未来或将显著增长。随着污水处理及再生利用设施投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期。

污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于0.95元/吨，非居民不低于1.40元/吨。近年来，根据我国重点城市居民生活污水处理平均价格走势来看，居民生活污水处理平均价格虽持续上升，但仍低于1.00元/吨，该价格仅基本满足国家规定收费标准最下线，并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如太原、拉萨、海口等地，污水处理价格处于0.50元/吨~0.90元/吨，尚未满足国家规定最低收费标准0.95元/吨。整体看，污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

（4）行业政策

水务行业是典型的公用事业，为确保水务行业健康和可持续发展，国家有关部门制定了一系列政策和规划为其健康发展提供了保障。2019年以来，国家发改委、水利部等在节水和污水处理方面新出台文件，要求控制用水总量，提高用水效率，到2020年，全国用水总量控制在6,700亿吨以内，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平；2018年，

² 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《城乡建设统计年鉴》，城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定资产投资，县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其再生固定资产投资数据尚未披露，尚未统计在内。

我国公共供水管网漏损率达 14.62%，较 2020 年目标仍有一定差距，未来加快城市老旧供水管网改造成成为节水提效的重要工作之一。污水方面，随着《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021 年）的通知》等文件陆续出台，要求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，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，以上政策进一步推动我国城镇生活污水的治理，为水务行业发展提供扩容空间。

表 2 水务行业相关的主要政策、法规情况表

序号	名称	颁布单位
1	《水利改革发展“十三五”规划》（2016 年 12 月）	国家发改委、水利部、住建部
2	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（发改环资〔2016〕2849 号）	国家发改委、住建部
3	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
4	《重点流域水污染防治规划（2016—2020 年）》（环水体〔2017〕142 号）	环境保护部
5	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》（环水体〔2017〕18 号）	环境保护部、财政部
6	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》（国科发社〔2017〕119 号）	科技部、环境保护部、住建部、林业局、气象局
7	《关于修改〈中华人民共和国水污染防治法〉的决定》第二次修正（2017 年 6 月 27 日）	全国人大常委会
8	《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》（财建〔2017〕455 号）	财政部
9	《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资〔2017〕128 号）	国家发改委、水利部、住建部
10	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143 号）	住建部
11	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决议〉实施方案》（环厅〔2018〕70 号）	生态环境部
12	《住房城乡建设部生态环境部关于印发城市黑臭水体治理攻坚战实施方案的通知》（建城〔2018〕104 号）	住建部、生态环境部
13	《排污许可证申请与核发技术规范水处理（试行）》（HJ 978-2018）	生态环境部
14	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695 号	国家发改委、水利部
15	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	国家住房和城乡建设部、生态环境部、发展改革委

资料来源：联合评级整理

（5）行业竞争和发展趋势

水务行业中地方国有水务企业最为普遍；受资金和技术实力较强的央属水务企业异地扩张影响，未来水务行业跨区域竞争将有所加剧；但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。

水务企业大致可分为国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，国有地方水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。央属水务企业基于雄厚的股东背景和资金实力，通过并购、合资、参控股、BOT 和 PPP 等手段在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，进入壁垒较高。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少。由于水务行业涉及国计民生，民营水务企业所占市场份额较小，主要集中在污水处理领域。伴随经济发达的城市水务行业进入成熟期，需求增长放缓，相关配套设施还不健全的区县城及乡镇地区成为主要渗透目标。行业地位突出、技术水平较好的水务企业逐步进行异地扩张。未来受资金和技术实力较强的水务企业异地扩张影响，水务行业竞争将有所加剧，但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。

受城镇污水处理提质增效等政策影响，未来，我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。PPP投资模式的转变推进了水务行业市场化改革，但同时增加了水务企业的投资和回款压力。

随着经济水平增长、城镇化进程推进和一系列节水和环保水务政策的出台，我国供水行业在老旧供水管网提标改造，提升供水效率方面尚有一定空间，污水处理行业在投资和扩产能方面将有较大发展空间，预期未来我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。在建设资金配置方面，财政部、住建部等多次提出，鼓励政府参与的污水处理项目实施PPP模式，鼓励社会资金参与水务设施建设，水务行业投资模式逐步向多元化转变，社会资本方的介入一定程度推进了水务行业市场化改革。在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过PPP模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

2. 外部环境

泸州市城镇化进程较快，经济稳步增长，产业结构进一步优化，为公司发展提供了良好的外部环境。

截至2019年底，泸州市下辖3区（江阳区、龙马潭区和纳溪区）和4县（泸县、合江县、叙永县和古蔺县），常住人口432.94万人，城镇常住人口225.10万人，常住人口城镇化率52.00%，较上年提高1.54个百分点。

根据《泸州市2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年，泸州市全年实现地区生产总值（GDP）2,081.26亿元，首次突破2,000亿元，按可比价格计算，较上年增长8.0%。其中，第一产业增加值216.98亿元，较上年增长2.6%；第二产业增加值1,021.86亿元，增长8.2%；第三产业增加值842.42亿元，增长9.5%。人均地区生产总值（人均GDP）48,105元，增长7.9%。三次产业结构由上年的10.4:49.5:40.1调整为10.4:49.1:40.5，产业结构进一步优化。

水利建设方面，2019年底，泸州市全市累计建成水利工程35.2万处，供水能力达到12.16亿吨。

2019年，泸州市全社会固定资产投资较上年增长11.9%，其中基础设施投资较上年增长16.8%。同期，泸州市完成房地产开发投资399.04亿元，较上年增长25.3%。

根据《关于泸州市2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年，泸州市完成地方一般公共预算收入159.6亿元，同口径增长13.2%。其中，税收收入103.4亿元，同口径增长7.6%，占一般公共预算收入的比重为64.79%，一般公共预算收入的质量尚可。地方一般公共预算支出443.4亿元，较上年增长7.6%。财政自给率为35.99%，财政自给程度一般。

四、管理分析

跟踪期内，公司1位副总经理因个人原因辞职，但核心管理人员未发生变动，相关管理制度延续以往模式。

2019年，公司副总经理王明华先生因个人原因提出辞职，经董事会批准从2019年3月28日起不再担任公司副总经理。公司其余董事、监事及高级管理人员未发生变化，主要管理制度无变化，管理团队稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入仍主要来自自来水销售、污水处理服务和户表安装维修业务，受益于上述各项业务收入的增长，公司收入规模继续扩大，综合毛利率小幅提升。

公司营业收入仍主要来自自来水销售、污水处理服务和户表安装维修业务，2019 年公司实现营业收入 10.42 亿元，较上年增长 21.11%。

从收入构成看，2019 年，公司自来水销售收入较上年增长 30.79%，主要系售水量增加，售水结构变化综合售水单价较上年增加 0.10 元/吨，及增加江阳区全域供水水费补贴收入综合影响所致。2019 年，公司新增合江临港工业园区委托运营及临时应急项目³，同时鸭儿沟污水处理厂提标扩容项目稳定运营后处理水量提升，使得收费水量有所增加，公司污水处理服务收入较上年增长 29.26%。公司户表安装维修收入较上年增长 8.75%，主要系居民用户安装项目有所增加所致。

表 3 2018—2019 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
自来水销售	24,909.92	28.95	26.35	32,579.53	31.26	27.87
污水处理服务	25,453.59	29.58	42.16	32,902.42	31.57	33.88
户表安装维修	34,443.27	40.03	58.02	37,456.29	35.94	70.30
其他	1,241.47	1.44	70.49	1,276.93	1.23	65.45
合计	86,048.24	100.00	44.34	104,215.17	100.00	45.48

资料来源：公司年报

毛利率方面，2019 年，公司自来水销售业务毛利率较上年上升 1.51 个百分点。受污水处理量增加致人工及电费运营成本增加、环保要求提高致污泥处置费用增加、鸭儿沟污水处理厂提标扩容后折旧成本等增加致污水处理成本大幅上升影响，污水处理业务毛利率较上年下降 8.28 个百分点。受毛利率较低的“三供一业”户表改造项目大幅减少影响，公司户表安装维修毛利率较上年上升 12.28 个百分点。公司综合毛利率较上年上升 1.14 个百分点。

2. 自来水销售

跟踪期内，随着城市供水区域扩大及收购水厂，公司售水量有所增长，虽因水产关停导致供水能力微幅下降，但随着在建水厂于 2020 年及 2021 年投资建设完毕，供水能力将有所提升。

公司作为泸州市主要的供水企业，截至 2019 年底，公司供水区域覆盖泸州市江阳区、龙马潭区、纳溪区、泸县和合江县城区以及部分乡镇区域，供水业务约占泸州市城市自来水市场份额的 85.50%。未来随着乡镇及农村供水的逐步完善，公司供水区域有望进一步扩大。

供水能力方面，截至 2019 年底，公司共拥有 10 个水厂，较年初增加叙永南坛水厂；总供水能力 49.15 万吨/日，较年初下降 0.70 万吨/日，主要系茜草水厂因设施老旧部分关停所致。

³ 临时应急项目指因二道溪污水处理厂处理能力有限，于玉带河段及二道溪污水处理厂外段新增的临时应急处理污水项目。其中，玉带河段运营时间为 2018 年 6 月至二道溪污水处理厂三期建成投运，厂外段运营时间为 2019 年 2 月至二道溪污水处理厂一二期技改完成及三期建成投运。

表 4 截至 2019 年底公司拥有水厂情况（单位：万吨/日）

水厂名称	取得方式	投入运营时间	运营方式	供水能力	供水区域
南郊二水厂（一期）	自建	2016 年	BOO	5.00	江阳区
茜草水厂	转让	2002 年	TOO	1.10	茜草、泰安和黄舥部分街道
合江水业	收购	2003 年	TOO	3.50	合江县
茜草二水厂（一期）	自建	2017 年	BOO	9.50	纳溪区、蓝田、泰安和黄舥部分街道
南郊水厂	自建	1987 年	BOO	6.25	江阳区
北郊水厂	自建	1994 年	BOO	14.50	龙马潭区和泸县
威远粮丰水厂	收购	2018 年	TOO	5.00	威远县城
威远白塔水厂	收购	2018 年	TOO	1.20	威远县城
威远团鱼沱水厂	收购	2018 年	TOO	2.00	威远县城
叙永南坛水厂	收购	2019 年	TOO	1.10	叙永县叙永镇
合计	--	--	--	49.15	--

资料来源：公司提供

供水指标方面，公司供水量、售水量、管网长度及终端用户户数均较上年有所增长，其中售水量较上年增长 19.5%，主要系城市供水区域扩大及 2018 年 10 月收购了威远清溪水务有限公司（现更名为兴泸水务（集团）威远清溪水务有限公司，为内江市威远县唯一的供水公司）而 2019 年计算的为其全年售水量所致。2019 年公司供水业务漏损率较上年下降 0.15 个百分点，情况有所改善。水费收取方面，2019 年公司水费回收情况仍较好。2019 年，公司自来水销售业务产能利用率为 88.64%（未包含叙永南坛水厂），产能利用率较高。

表 5 2018—2019 年公司自来水业务主要指标情况（单位：万吨、公里、户、%）

项目	2018 年	2019 年
供水量	13,422.25	15,545.72
售水量	11,124.30	13,290.00
管网长度	1,673.18	1,940.00
终端用户户数	495,302	581,953
漏损率	10.82	10.67
水费回收率	97.00	97.29

资料来源：公司提供

公司售水结构较为稳定，2019 年主要售水品种仍为生活用水（占 68.20%）和非居民用水（占 26.01%），工业用水规模仍较小（占 0.50%）。

销售价格方面，公司自来水销售实行政府指导价格，2019 年 1 月，各阶梯分档用水量由上年的 180 吨和 300 吨调整为 240 吨和 300 吨，调整后具体用水价格如表 6 所示。

表 6 截至 2019 年底泸州市城区自来水价格（单位：吨、元/吨）

用水性质			每户每年用水量	基本水价	代收水资源税	代收污水处理费	代收垃圾处理费	到户价
居民用水	一户一表	第一阶梯	≤240	1.85	0.09	0.95	0.20	3.09
		第二阶梯	240<用水量≤300	2.77	0.09	0.95	0.20	4.01
		第三阶梯	>300	5.55	0.09	0.95	0.20	6.79
	合表用户（含执行居民生活用水价格的非居民用户）		--	1.95	0.09	0.95	0.20	3.19
非居民用水			--	2.30	0.09	1.20	0.20	3.79

临时用水	--	3.50	0.09	1.85	0.20	5.64
特种用水	--	4.75	0.09	1.95	0.20	6.99

资料来源：公司提供

在建水厂方面，截至 2019 年底，公司在建水厂计划投资 17.13 亿元，除茜草二水厂（二期）外其余尚需投资 10.44 亿元，考虑到在建水厂均需在 2020 年及 2021 年投资建设完毕，公司后续面临较大资金支出压力，但建成后公司供水能力将有所提升。

表 7 截至 2019 年底公司在建水厂情况（单位：万元、万吨/日）

水厂名称	计划完工时间	总投资	已投资	设计供水能力
合江县黄溪水厂（一期）	2020.06	41,062.26	21,326.24	9.50
纳溪水厂（一期）	2020.06	56,166.46	22,368.10	9.50
南郊二水厂（二期）	2020.06	13,997.00	7,420.47	5.00
北郊二水厂（一期）	2021.06	45,731.71	1,418.43	9.50
茜草二水厂（二期）	/	14,349.00	100.77	9.50
合计	--	171,306.43	52,634.01	43.00

注：纳溪水厂供水后，可满足市区用水量需求，故茜草二水厂（二期）暂停，完工时间尚不确定

资料来源：公司提供

3. 污水处理服务

跟踪期内，公司污水处理区域拓展至泸州市外。公司污水处理量及结算量继续增长，但受各区县财政资金安排的影响，污水处理费存在一定的欠款。随着在建及拟建污水处理厂建设完毕，污水处理能力将有所提升，但后续存在较大资金支出压力。

公司污水处理服务业务由下属子公司泸州市兴泸污水处理有限公司（以下简称“兴泸污水”）负责运营。兴泸污水作为泸州市唯一的城市生活污水处理服务供应商，负责对泸州市 3 区 4 县城市生活污水进行处理，服务协议中约定服务期限一般为 30 年。跟踪期内，公司将污水处理区域拓展至乐山市市中区、成都市青白江区及凉山州德昌县，但相关项目尚未投产。

截至 2019 年底，公司下设 9 个污水处理厂，污水处理能力近期合计为 30.10 万吨/日，远期合计 55.10 万吨/日，较年初均未有变化。2019 年，随着公司收购泸州市繁星环保发展有限公司（以下简称“繁星环保”），公司在江阳、龙马、纳溪、古蔺三区一县乡镇和农村的污水处理设施共 67 个陆续投入运行，日处理能力约 2.58 万吨。

污水处理结构方面，公司主要负责泸州市生活污水的处理，2019 年新增合江临港工业园区委托运营（服务期限自 2019 年 1 月 1 日起，未约定到期日期），但规模较小。

表 8 截至 2019 年底公司污水处理厂概况（单位：万吨/日、元/吨）

污水处理厂	投入运营时间	协议签订日	工艺	设计处理能力	出厂水质	结算单价
鸭儿沟污水处理厂	2003.02	2013.01	A ² /O	8.00	一级 A 标	2.88
二道溪污水处理厂	2011.07	2013.01	CASS+过滤工艺	4.00	一级 A 标	2.88
叙永污水处理厂	2011.07	2011.10	CASS+过滤工艺	2.00	一级 A 标	2.03
纳溪污水处理厂	2011.08	2012.08	CAST	2.75	一级 A 标	2.86/2.88
泸县污水处理厂	2012.06	2013.02	CAST 生化处理工艺	0.60	一级 A 标	2.88
合江污水处理厂	2012.03	2014.04	CAST+紫外消毒	2.00	一级 A 标	2.60
古蔺污水处理厂	2010.12	2014.07	厌氧+卡鲁塞尔化沟 DE 型滤池工艺+DE	0.75	一级 A 标	3.32

城东污水处理厂	2016.12	2013.01	A ² /O+D 型纤维滤池	近期 5.00 (远期 20.00)	一级 A 标	2.88
城南污水处理厂	2016.12	2013.01	A ² /O+D 型纤维滤池	近期 5.00 (远期 15.00)	一级 A 标	2.88

资料来源：公司提供

回款方面，受各区县财政资金安排情况的影响，污水处理费的支付存在一定滞后。截至 2019 年底，公司应收账款中各区县政府的污水处理费欠款合计 1.36 亿元。

污水处理服务业务指标方面，2019 年，公司新增合江临港工业园区委托运营及临时应急项目，同时鸭儿函污水处理厂提标扩容项目稳定运营后处理水量提升，公司污水处理量较上年增长 19.73%，结算量较上年增长 23.31%。2019 年，公司污水处理服务业务产能利用率为 92.07%，利用率高。

表 9 2018—2019 年公司污水处理业务经营情况（单位：万吨）

项目	2018 年	2019 年
污水处理量	8,730.00	10,452.00
结算量	10,240.00	12,627.00

资料来源：公司提供

污水处理厂建设方面，截至 2019 年底，公司主要在建及拟建的污水处理厂计划总投资 23.69 亿元，尚需投资 22.42 亿元，后续存在较大资金支出压力。

表 10 截至 2019 年底公司在建及拟建污水处理厂情况（单位：万元、万吨/日）

污水处理厂名称	计划完工时间	总投资	已投资	设计处理能力
二道溪污水处理厂三期工程	2020.10	46,994.62	11,203.10	6.00
乐山市市中区城镇污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	2021.12	19,202.00	0.19	1.14
合江县县城张湾污水处理厂增容建设项目	2021.12	15,000.00	1.50	2.00
叙永污水处理厂二期工程	2020.06	7,264.11	1,463.85	2.00
泸州市城东污水处理厂二期工程	2022.12	80,000.00	--	10.00
泸州市城南污水处理厂二期工程	2022.12	25,000.00	--	5.00
泸州市纳溪污水处理厂三期工程	2021.12	18,968.67	--	2.25
成都市青白江区污水处理厂及相关设施及设备建设 PPP 项目	2020.12	17,355.71	--	2.00
德昌县工业集中区污水处理暨基础设施建设 PPP 项目	2020.12	7,095.63	--	2.00
合计	--	236,880.74	12,668.64	32.39

注：1. PPP 项目总投资和已投资均为 SPV 公司的总投资和已投资，其中德昌县工业集中区污水处理暨基础设施建设 PPP 项目总投资未包含基础设施建设总投资；2. 成都青白江区污水处理厂及相关设施及设备建设 PPP 项目及德昌县工业集中区污水处理暨基础设施建设 PPP 项目于 2019 年底获得，截至 2019 年底，上述两项目的 SPV 公司尚未纳入合并范围

资料来源：公司提供

4. 户表安装维修

跟踪期内，公司户表安装维修收入继续增长，盈利能力有所提升。未来随着户表改造工程的推进，公司自来水销售收入将进一步提升。

跟踪期内，随着“三供一业”户表改造项目逐渐完工，2019 年公司“三供一业”户表改造项目大幅下降。但作为泸州市 3 区 2 县供水企业，该区域新开工建设项目的二次供水及原有建设项目的二次供水均由公司负责，公司户表安装业务量继续增长。

表 11 2018 - 2019 年公司户表安装业务户数情况 (单位: 户)

类型	2018 年	2019 年
水务安装户数	71,151	81,651

资料来源: 公司提供

为解决收费难、缴费难、总表内跑、冒、滴漏等问题, 泸州市政府批准公司于 2019 年 10 月启动泸州市户表改造工程, 主城区 7 个小区首批 38 个点位陆续进场施工。公司预计在 5 年内完成全市主城区 20.08 万户自来水总表用户的“一户一表”改造, 户表改造工程预计总投资 5.25 亿元, 由公司 & 政府共同出资 (公司出资 40%, 政府出资 60%), 用户可免费进行户表改造。2019 年公司已完成 1 万户的户表改造, 截至 2019 年底已投资 0.2 亿元, 预计 2020 年尚需投资 1.7 亿元。

5. 未来发展

2020 年, 公司将继续提升核心竞争力, 推进智慧水务建设, 在二供平台管理、漏失管理、“互联网+生产运营”平台等方面形成自己的核心技术, 并使其在未来的对外业务拓展中形成核心竞争力, 实现新的利润增长点; 继续在巩固现有供排水业务的同时, 深耕乡镇污水和农村污水处理市场。此外, 公司将强化项目公司管理, 做好各项风险防控, 打造一批对外拓展优质、高效项目, 树立良好的示范效应, 提升公司行业影响力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年合并财务报表经四川华信 (集团) 会计师事务所 (特殊合作伙伴) 审计, 审计结论为标准无保留意见。

会计政策和会计估计变更方面, 2019 年, 公司按照财政部发布的《关于印发修订<企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量>的通知》(财会〔2017〕7 号)、《关于印发修订<企业会计准则第 23 号—金融资产转移>的通知》(财会〔2017〕8 号)、《关于印发修订<企业会计准则第 24 号—套期会计>的通知》(财会〔2017〕9 号)、《关于印发修订<企业会计准则第 37 号—金融工具列报>的通知》(财会〔2017〕14 号)、《关于修订印发<企业会计准则第 14 号—收入>的通知》(财会〔2017〕22 号)、《关于印发修订<企业会计准则第 21 号—租赁>的通知》(财会〔2018〕35 号) 以及《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2019〕6 号) 进行相应的会计政策变更。执行修订后, 公司 2019 年初可供金融资产较上年底减少 110.00 万元、其他权益工具投资较年初增加 396.31 万元、其他综合收益较年初增加 286.31 万元, 将年初 2,179.77 万元的存货调至合同资产、将年初 9,245.65 万元的预收款项调至合同负债, 将 2018 年的-277.98 万元资产减值损失调至信用减值损失。会计政策变更影响的调整金额较小, 且部分调整仅影响财务报表项目列示, 对财务数据影响不大, 财务数据可比性较强。

合并范围方面, 截至 2019 年底, 公司合并范围子公司 16 家, 较年初新增 3 家, 其中 1 家为收购取得, 为繁星环保, 2 家由公司设立, 公司合并报表范围有所变化, 但对财务数据影响较小, 公司财务数据的可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模继续扩大, 资产构成仍以非流动资产为主。公司货币资金充裕, 整体看公司资产

质量尚可；此外，公司应收污水处理费规模继续增加，需关注部分县级政府污水处理费回收情况。

截至 2019 年底，公司合并资产总额较年初增长 48.76%，主要系非流动资产增长所致。公司资产结构仍以非流动资产为主。

表 12 公司主要资产构成及变动情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动资产	7.94	21.96	14.92	27.76	88.04
货币资金	5.47	15.15	10.96	20.38	100.19
应收账款	1.54	4.26	2.73	5.08	77.47
非流动资产	28.20	78.04	38.84	72.24	37.71
固定资产	18.24	50.48	22.90	42.60	25.54
在建工程	6.10	16.89	10.30	19.17	68.87
无形资产	2.30	6.35	2.23	4.15	-2.76
资产总额	36.14	100.00	53.76	100.00	48.76

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年底，公司流动资产较年初增长 88.04%，主要系货币资金及应收账款增长所致；流动资产主要以货币资金及应收账款为主。

截至 2019 年底，公司货币资金较年初大幅增长 100.19%，主要系发行公司债、收到政府专项债及融资租赁款增长所致；货币资金中无使用受限的货币资金。公司应收账款较年初增长 77.47%，主要系应收泸州市市县财政局污水处理费增加及新增应收江阳区政府全域供水水费补贴收入所致；从账龄看，应收账款中 1 年以内占 87.07%、1~2 年占 12.42%，账龄偏短；前五大欠款对象合计欠款占 58.60%，集中度较高，需关注部分县级政府污水处理费回收情况。

截至 2019 年底，公司非流动资产较年初增长 37.71%，主要以固定资产、在建工程及无形资产为主。

截至 2019 年底，公司固定资产较年初增长 25.54%，主要系供水管网安装工程由在建工程转入所致；固定资产主要由房屋建筑物（占 40.41%）及专用设备（占 58.42%）构成，累计计提折旧 8.13 亿元；固定资产成新率 73.71%，成新率一般。公司在建工程较年初增长 68.87%，主要系在建的水厂及污水处理厂等投入增加所致。公司无形资产较年初下降 2.76%，主要由土地使用权（占 97.05%）构成。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值 0.92 亿元，受限比例为 1.72%，受限比例低。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司债务规模快速增长，债务结构由较为均衡转为以长期债务为主，债务结构有所改善，整体债务负担有所加重但仍适中，若考虑债券回售情况，公司或将于 2022 年面临一定集中偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额较年初增长 89.32%，主要系非流动负债增长所致；非流动负债占比较年初上升 13.75 个百分点，负债构成由较为均衡转为以非流动负债为主。

表 13 公司主要负债构成及变化情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		增长率
	金额	占比	金额	占比	
流动负债	8.98	53.07	12.60	39.32	40.26
短期借款	2.70	15.95	2.30	7.18	-14.81
应付账款	1.78	10.53	4.07	12.70	128.25
其他应付款	1.41	8.31	1.94	6.05	37.82
一年内到期的非流动负债	0.67	3.97	2.02	6.30	200.60
合同负债	0.92	5.46	1.31	4.08	41.58
非流动负债	7.95	46.93	19.45	60.68	144.79
长期借款	4.51	26.66	7.13	22.23	57.91
应付债券	0.00	0.00	6.97	21.74	--
长期应付款	0.56	3.29	2.93	9.15	425.92
递延收益	2.78	16.41	2.33	7.28	-16.08
负债总额	16.93	100.00	32.06	100.00	89.32

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年底，公司流动负债较年初增长 40.26%，主要系应付账款及一年内到期的非流动负债增长所致。

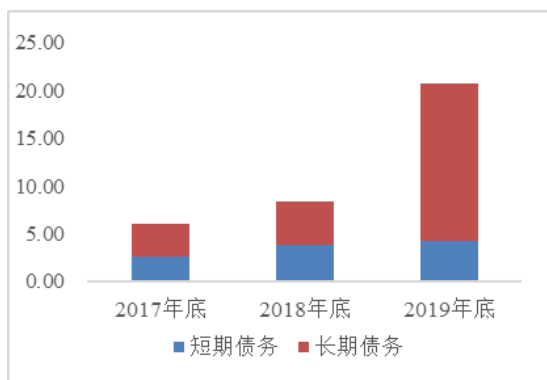
截至 2019 年底，公司短期借款较年初下降 14.81%，主要由 2.20 亿元信用借款构成。公司应付账款较年初大幅增长 128.25%，主要系应付工程款及材料款增加所致。公司其他应付款较年初增长 37.82%，主要系融资增长使得计提利息增长、收取的保证金及工程质保金等增长所致。公司一年内到期的非流动负债较年初大幅增长 200.60%，主要系长期借款及长期应付款中融资租赁款转入所致。公司合同负债较年初增长 41.58%，主要系预收户表工程款增长所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债较年初增长 144.79%，主要系长期借款、应付债券及长期应付款增长所致。

截至 2019 年底，公司长期借款较年初增长 57.91%，主要系在建项目增长使得项目贷款增长所致；公司长期借款主要为保证借款及质押借款。公司新增应付债券 6.97 亿元，为发行的“19 泸水 01”和“19 泸水 02”。公司长期应付款较年初增加 2.37 亿元，主要系新增融资租赁借款 1.89 亿元（包含一年内到期的融资租赁款）及兴泸污水收到用于二道溪污水处理厂三期的工程政府专项债 1.30 亿元所致；长期应付款中有息债务已计入长期债务核算。公司递延收益较年初下降 16.08%，主要系递延收益-户表工程费逐年结转所致⁴；递延收益由户表工程费及政府补助构成。

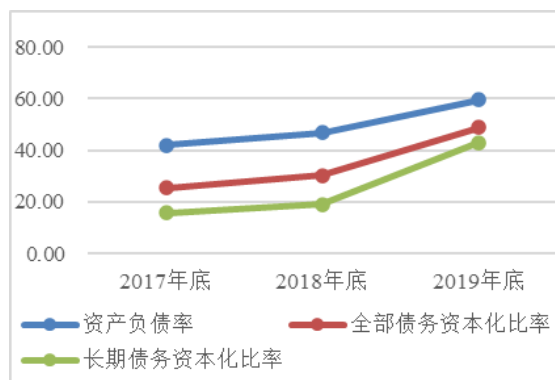
⁴ 根据泸州市人民政府《关于自来水、天然气公共管网建设、改造资金管理的批复》（泸市府函〔2005〕23 号）和泸州市物价局《关于天然气、自来水公共管网建设、改造资金管理的通知》（泸市价函〔2005〕24 号）的规定，公司在自来水安装收费中，每户一次性入网费 2,100 元，其中 800 元作为当期收入，1,300 元列递延收益分 10 年平均摊销，自 2016 年 4 月起户表安装入网费当期全部确认收入。

图1 公司长短期债务趋势（单位：亿元）



资料来源：联合评级整理

图2 公司负债及债务水平（单位：%）



资料来源：联合评级整理

截至2019年底，公司全部债务20.73亿元，较年初大幅增长146.69%。其中，短期债务占20.83%，长期债务占79.17%，由较为均衡转为以长期债务为主，债务结构有所改善。公司短期债务4.32亿元，较年初增长11.03%；长期债务16.41亿元，较年初增长263.59%。截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为59.63%、48.85%和43.05%，较年初分别上升12.77个百分点、18.42个百分点和24.03个百分点。公司债务负担有所加重，但仍适中。截至2019年底，公司将于2020—2022年偿还的债务分别为4.73亿元、4.46亿元及4.27亿元，若考虑债券回售情况，公司或将于2022年面临一定集中偿付压力。

(2) 所有者权益

公司所有者权益继续增长，以实收资本和资本公积为主，但留存收益占比较大，公司权益稳定性尚可。

截至2019年底，公司所有者权益21.71亿元，较年初增长13.01%，主要系未分配利润增长所致。公司归属于母公司所有者权益20.51亿元（占94.49%），其中实收资本占41.92%、资本公积占20.44%、未分配利润占34.57%。公司所有者权益中实收资本和资本公积占比仍较高，但留存收益占有较大比例，权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

公司收入规模稳定增长，盈利能力仍较强，但费用控制能力仍有待提升。

2019年，公司营业收入及营业成本较上年均有所增长，营业收入增幅大于营业成本增幅，营业利润率较上年上升1.35个百分点。公司实现营业利润3.20亿元，较上年增长23.12%；利润总额3.23亿元，较上年增长22.51%；净利润2.74亿元，较上年增长21.54%。

表14 公司盈利能力情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2018年	2019年	增长率/百分点
营业收入	8.60	10.42	21.11
营业成本	4.79	5.68	18.64
费用总额	1.29	1.56	20.82
其中：销售费用	0.13	0.18	34.63
管理费用	0.82	0.84	2.89
财务费用	0.35	0.55	57.70
其他收益	0.33	0.25	-24.36
利润总额	2.64	3.23	22.51

营业利润率	41.75	43.09	1.35
总资本收益率	9.89	9.87	-0.02
净资产收益率	12.19	13.38	1.19

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额较上年增长 20.82%，主要系财务费用增长所致。其中销售费用占 11.21%，管理费用占 53.69%，财务费用占 35.11%。财务费用较上年增长 57.70%，主要系融资规模扩大利息支出增长所致。2019 年，公司费用收入比由上年的 15.04%下降至 15.00%，变化不大，费用控制能力仍有待提升。

2019 年，公司其他收益 0.25 亿元，主要为增值税退税和政府补助；营业外收入 0.05 亿元，主要为违约金和滞纳金。其他收益和营业外收入占利润总额的比重由上年的 14.19%下降至 9.16%，公司利润实现对其他收益及营业外收入的依赖程度进一步降低。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率较上年变化不大，净资产收益率较上年有所上升。整体看，公司盈利能力仍较强。

5. 现金流

公司收入实现质量有所下降，经营活动现金流持续净流入，但受在建的水厂、污水处理厂及供水管网工程持续投入的影响，投资活动现金流持续为净流出，且净流出规模有所扩大，公司未来仍存在一定融资需求。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/百分点
销售商品、提供劳务收到的现金	9.11	9.71	6.54
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4.40	8.26	87.70
发行债券收到的现金	0.00	6.97	--
取得借款收到的现金	4.68	7.99	70.67
偿还债务支付的现金	3.06	3.90	27.39
经营活动产生的现金流量净额	3.34	3.48	4.11
投资活动产生的现金流量净额	-5.77	-9.09	57.48
筹资活动产生的现金流量净额	1.00	11.09	1,011.18
现金收入比	105.89	93.15	-12.74

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从经营活动看，2019 年，公司经营活动现金流入为 11.71 亿元，较上年增长 8.68%，主要为收到的水费、污水处理费和户表安装维修款项。经营活动现金流出为 8.23 亿元，较上年增长 10.73%，主要为支出的营业成本。2019 年，公司经营活动现金流量净额持续为净流入，净流入规模较上年变化不大。2019 年，公司现金收入比较上年下降 12.74 个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入 0.25 亿元，规模仍较小。投资活动现金流出 9.34 亿元，较上年增长 56.42%，主要为在建的水厂、污水处理厂及供水管网工程投入。2019 年，公司投资活动现金流量净额仍为净流出，净流出规模进一步扩大。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入 16.43 亿元，较上年增长 226.18%，主要为发行债券、银行借款、融资租赁款及政府专项债取得的现金；筹资活动现金流出 5.34 亿元，主要为公司偿还到期债务及利息支付的现金。2019 年，公司筹资活动现金流仍为净流入，净流入规模大幅增

长。

6. 偿债能力

公司偿债能力较强，并考虑到公司作为泸州市主要的供水企业及唯一的城市污水服务供应商，区域垄断优势明显，且公司为香港联交所上市公司，具有一定的直接融资能力，整体看，公司偿债能力很强。

表 16 公司偿债指标情况（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标		
流动比率	0.88	1.18
速动比率	0.82	1.15
现金短期债务比	1.41	2.54
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	12.90	7.03
EBITDA 全部债务比	0.50	0.27

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均较年初有所增长，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.70 亿元，较上年增长 35.45%，主要系折旧、计入财务费用的利息支出及利润总额增长所致；EBITDA 构成中，折旧占 28.53%、计入财务费用的利息支出占 12.62%，利润总额占 56.72%。EBITDA 利息倍数有所下降，但对利息保障程度仍很高。EBITDA 全部债务比有所下降，EBITDA 对全部债务保障程度仍较高。公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年底，公司无对外担保事项和重大未决诉讼。

截至 2019 年底，公司获得各金融机构授信总额为 27.39 亿元，尚未使用授信额度 13.88 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。此外，公司作为香港联交所上市公司，直接融资渠道通畅。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：511001000008715），截至 2020 年 4 月 29 日，公司本部未结清的信贷记录中不存在不良或关注类信贷信息，已结清的信贷记录中存在 66 笔关注类贷款，系 2009 年以前公司经营能力较弱，被银行自动归类为关注类贷款，公司均足额按时偿付。

7. 母公司财务概况

母公司对子公司管控力度较强。公司资产、债务和收入均来自于母公司和各子公司，母公司盈利能力较强，债务负担适中。

公司营业收入分别来自母公司和各子公司，母公司的营业收入主要包括自来水销售收入及户表安装维修收入。母公司对子公司控制能力较强。

截至 2019 年底，母公司资产总额 36.52 亿元，较年初增长 48.86%。其中，非流动资产占 76.22%，以非流动资产为主。从构成看，母公司流动资产主要由货币资金构成，非流动资产主要由长期股权投资、固定资产及在建工程构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 7.05 亿元，占合并报表货币资金的比重为 64.32%；母公司固定资产 11.86 亿元，占合并报表无形资产的比重为 51.81%；母公司

在建工程 5.56 亿元，占合并报表无形资产的比重为 53.94%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 16.13 亿元，较年初增长 7.35%。其中，实收资本占 53.31%，资本公积占 25.65%，未分配利润占 17.63%，权益稳定性较强。

截至 2019 年底，母公司负债总额 20.39 亿元，较年初大幅增长 114.42%，主要系应付账款、银行借款、公司债券及融资租赁款增长所致。母公司截至 2019 年底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.84%、45.83%和 39.38%。

2019 年，母公司营业收入为 5.41 亿元，利润总额为 1.83 亿元，净利润为 1.60 亿元，总资本收益率和净资产收益率分别为 6.37%和 10.26%。

七、债券偿还能力分析

从资产看，截至 2019 年底，公司现金类资产为 10.98 亿元，为“19 泸水 01”和“19 泸水 02”待偿本金（合计 7.00 亿元）的 1.57 倍；净资产为 21.71 亿元，为待偿本金的 3.10 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“19 泸水 01”和“19 泸水 02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.70 亿元，为待偿本金的 0.81 倍，公司 EBITDA 对“19 泸水 01”和“19 泸水 02”的覆盖程度较高。

从现金流看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入 11.71 亿元，为待偿本金的 1.67 倍，公司经营活动现金流入量对“19 泸水 01”和“19 泸水 02”覆盖程度较高；公司经营活动现金流量净额为 3.48 亿元，为待偿本金的 0.50 倍，经营活动现金流量净额对“19 泸水 01”和“19 泸水 02”保障程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为泸州市主要的供水以及唯一的污水处理企业，区位优势明显，且能获得一定外部支持；同时公司作为港股上市公司，直接融资渠道畅通，联合评级认为，公司对“19 泸水 01”和“19 泸水 02”的偿还能力很强。

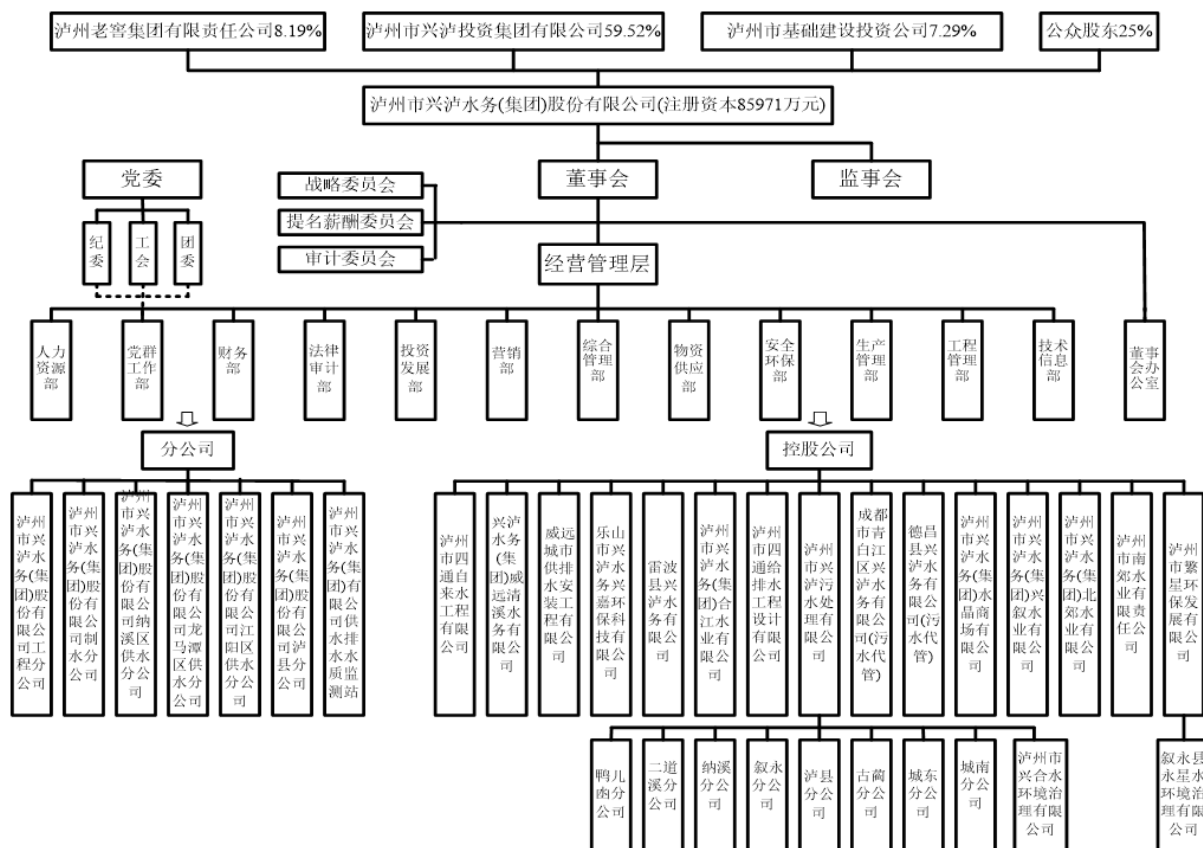
八、综合评价

跟踪期内，公司作为泸州市主要的供水企业及唯一的城市污水服务供应商，面临良好的外部环境，污水处理区域拓展至泸州市外，营业收入及利润稳定增长。同时联合评级也关注到公司面临较大的资金支出压力，应收污水处理费规模继续增加、设置交叉违约及加速清偿条款等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建及拟建的水厂和污水处理厂竣工并投入运营，公司的经营实力将进一步增强，收入规模有望保持增长。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“19 泸水 01”和“19 泸水 02”的债项信用等级为“AA”。

附件1 泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司 组织架构图（截至 2019 年底）



资料来源：公司提供

附件 2 泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司 合并范围子公司情况（截至 2019 年底）

子公司名称	注册资本 (万元)	直接持股比例 (%)	间接持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得 方式
泸州市兴泸水务（集团）纳溪水业有限公司	438.00	100.00	--	100.00	收购
泸州市兴泸水务（集团）合江水业有限公司	10,863.95	85.93	--	85.93	收购
泸州市兴泸水务（集团）水晶商场有限公司	52.00	100.00	--	100.00	设立
泸州市兴泸水务（集团）江南水业有限公司	652.00	100.00	--	100.00	收购
泸州市南郊水业有限公司	976.00	99.53	--	99.53	收购
泸州市兴泸水务（集团）北郊水业有限公司	4,390.94	98.41	--	98.41	收购
泸州市四通自来水工程有限公司	501.00	100.00	--	100.00	收购
泸州市四通给排水工程设计有限公司	50.00	99.82	--	99.82	收购
泸州市兴泸污水处理有限公司	26,840.82	98.00	--	98.00	划拨
泸州市兴泸水务（集团）兴叙水业有限公司	1,000.00	60.00	--	60.00	设立
泸州市兴合水环境治理有限公司	6,000.00	--	51.00	51.00	设立
泸州市兴泸水务（集团）威远清溪水务有限公司	1,760.00	60.00	--	60.00	收购
威远城市供排水安装工程有限公司	500.00	60.00	--	60.00	收购
泸州市繁星环保发展有限公司	11,994.64	92.50	--	92.50	收购
叙永县永星水环境治理有限公司	1,000.00	--	55.00	55.00	设立
乐山市兴泸水务兴嘉环保科技有限公司	3,840.41	95.00	--	95.00	设立

注：根据公司于 2020 年 4 月 27 日发布的《泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司关于拟吸收合并下属全资子公司江南水业和纳溪水业的临时公告》，为优化整合公司现有的供水业务，改善公司的运营效率，公司拟吸收合并下属全资子公司泸州市兴泸水务（集团）纳溪水业有限公司和泸州市兴泸水务（集团）江南水业有限公司，本次吸收合并完成后，将注销上述两子公司的法人资格，公司作为合并完成后的存续公司将依法承继上述两子公司的所有资产、债务、业务、人员及其他一切权利与义务，上述吸收合并事项不会对公司的正常经营及财务状况造成重大影响；截至 2020 年 5 月底，上述吸收合并事项尚未完成

资料来源：公司审计报告

附件 3-1 泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司 主要财务指标（合并报表）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	36.14	53.76
所有者权益（亿元）	19.21	21.71
短期债务（亿元）	3.89	4.32
长期债务（亿元）	4.51	16.41
全部债务（亿元）	8.40	20.73
营业收入（亿元）	8.60	10.42
利润总额（亿元）	2.64	3.23
EBITDA（亿元）	4.21	5.70
经营性净现金流（亿元）	3.34	3.48
应收账款周转次数（次）	6.45	4.77
存货周转次数（次）	9.65	11.26
总资产周转次数（次）	0.26	0.23
现金收入比率（%）	105.89	93.15
总资本收益率（%）	9.89	9.87
总资产报酬率（%）	8.78	8.79
净资产收益率（%）	12.19	13.38
营业利润率（%）	41.75	43.09
费用收入比（%）	15.04	15.00
资产负债率（%）	46.85	59.63
全部债务资本化比率（%）	30.43	48.85
长期债务资本化比率（%）	19.03	43.05
EBITDA 利息倍数（倍）	12.90	7.03
EBITDA 全部债务比（倍）	0.50	0.27
流动比率（倍）	0.88	1.18
速动比率（倍）	0.82	1.15
现金短期债务比（倍）	1.41	2.54
经营现金流流动负债比率（%）	37.18	27.60
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.60	0.81

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司其他应付款中有息债务已计入短期债务核算，长期应付款中有息债务已计入长期债务核算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3-2 泸州市兴泸水务（集团）股份有限公司 主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	24.53	36.52
所有者权益（亿元）	15.02	16.13
短期债务（亿元）	2.84	3.17
长期债务（亿元）	2.53	10.47
全部债务（亿元）	5.38	13.64
营业收入（亿元）	4.81	5.41
利润总额（亿元）	1.68	1.83
EBITDA（亿元）	/	/
经营性净现金流（亿元）	1.29	1.99
应收账款周转次数（次）	11.50	7.45
存货周转次数（次）	/	/
总资产周转次数（次）	0.21	0.18
现金收入比率（%）	102.86	94.02
总资本收益率（%）	8.73	8.54
总资产报酬率（%）	7.97	7.77
净资产收益率（%）	10.36	10.26
营业利润率（%）	38.25	45.34
费用收入比（%）	14.57	19.54
资产负债率（%）	38.77	55.84
全部债务资本化比率（%）	26.36	45.83
长期债务资本化比率（%）	14.43	39.38
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/
流动比率（倍）	0.69	1.05
速动比率（倍）	0.66	1.01
现金短期债务比（倍）	1.00	2.22
经营现金流动负债比率（%）	21.68	23.97

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA及相关指标无法计算；因母公司财务报表及附注未披露存货跌价准备，存货周转次数无法计算

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。