

联合研究报告

2009. 12. 02

水务企业信用评级方法及分析要点



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

水务企业信用评级方法及分析要点

联合资信：黄静 钟用 陈东明

基于水务的“特许经营”和“公用事业”两方面，水务公司也分为纯水务经营公司和具有水务类公益建设投融资职能的水务公司两类。联合资信对于这两种类型的水务企业评级方法的逻辑思路分别是：纯水务经营公司，注重评价企业自身的偿债能力。具有水务类公益建设投融资职能的水务公司，首先将企业当成一个市场化独立运作的企业，按照市场化运作的企业的评级方法，评价企业自身的偿债能力；其次，考虑到水务公司承担地区部分水务基础设施项目建设及投融资，地区政府会给予企业一定的政策或资金等方面的支持，通过分析地区经济实力来判断地方政府偿债能力；然后，通过分析企业水务经营范围，承担水务基础设施投融资职能大小，判断企业与地方政府紧密程度，从而得出企业在发生债务危机时获得政府支持可能性，以及获得政府支持力度的大小；最后，综合判断企业自身以及当地政府对全部债务的偿还能力和偿还意愿，进而给出受评主体的最终信用级别。

需要指出的是，债券市场上单一水务企业发债较少，多并入城投类企业，构成其部分经营性资产。尽管水务公司也具有承担地区公益项目建设、投融资的职能，但与地区综合性的城投类企业相比，其投资领域相对狭窄（主要集中在水务领域），承担的投融资职能以及获得地方政府支持力度也相比偏小，但其整体运营特点仍符合并遵循城投行业的分析框架。

此外，水务行业涉及延伸的链条较长，包括：上游：源水储备、水利输引或灌溉；中游：制水、自来水销售；下游：污水收集处理、排水等。处于链条不同位置的水务企业，对其自身信用水平评价时考虑的因素也有所差异。

本报告并未包括水务企业评级时考虑的所有因素，但以下评级要点对于判断水务企业基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有指导作用。

一、企业自身信用水平评价

企业自身信用水平评价项主要有四个方面：

（一）行业

1、水资源

通过分析地区潜藏的水资源风险, 来判断水务企业持续发展的可能。水务行业中水资源风险主要涉及两个层面：

第一，源水的获取能力。中国水资源丰富，但可以使用的淡水资源较为贫瘠，且水资源分布不均，南方水多、北方水少，东部多、西部少，山区多、平原少。中国绝大部分地区源水来自地表水，因此面临干旱，洪水、河道改渠等风险。

第二，水源的安全问题。主要面临着工业污染、能源污染以及人为因素等。

水资源风险对从事水务行业不同链条上的水务企业影响如下：

（1）上游：对主要从事源水供应的水务企业，其行业水资源风险大，因此对这类企业应重点关注其所处地理环境、历年的地表以及地下水量变化、水质质量、源水储备方式和储备能力、水域环境治理与管理，以及引水输送情况等。

（2）中游：对主要从事制水、自来水销售的水务企业而言，如其拥有源水供应业务，其行业水资源风险依照上游；如不具备，应关注源水成本、源水来源渠道的安全性和稳定性。

源水价格是水务中游供水环节中主要成本构成，包括引水费和水资源费。水资源费由国家统一收取，引水费则是基于水利工程引导输送的成本而定。由于水务涉及民生，上游源水价格并不能全部传导于终端用户，因此源水价格的变动对中游供水环节的利润空间影响大。

此外，由于各地区水质不同，但执行统一饮水标准，因此地区水资源的质量对制水成本影响大。

（3）下游：对主要从事污水收集处理、排水的水务企业而言，其不存在直接行业水资源风险，但地区污水收集、处理能力，污水排放质量和管理将直接影响地区水资源的质量。

2、供需情况

通过分析地区水务供需，来判断未来水务发展空间。这里主要考虑的因素包括：

(1) 上游：地区源水储备能力（最大储备量）、地区源水供应量（最大供应量）、地区源水现阶段需求量以及未来需求增长因素、在建水利工程项目等。

源水方面，目前主要是北方地区供应仍显不足，如针对北方地区评级，应重点关注，在建和拟建水利工程项目，以及其对地区水务后续发展的影响。

(2) 中游：城市自来水普及率、地区制水能力、供水管网长度及覆盖面积、自来水实际供应能力、自来水实际需求量、净水厂或供水管网等在建工程情况。

中国自来水供应发展已处于中后期，城市自来水普及率较高，且现阶段中国整体制水产能与需求相比仍存有一定释放空间。自来水未来供应发展将趋于稳定，其运营效益的提升将主要取决于地区水价的上调。

(3) 下游：地区污水收集处理率、地区污水处理能力、地区污水管网长度及覆盖面积、污水处理厂或收集、排放污水管网等在建工程。

现阶段，中国城市污水处理率还存在较大的提升空间，污水处理和水环境治理是现阶段市政投资的主要工程，也是国家目前提倡投资的重点领域。因此，相对上中游而言，下游污水处理的发展前景较好。

3、行业竞争

由于现阶段中国水务区域经营界限尚未打开，因此水务公司的经营垄断性强，不存在直接竞争关系，这里仅通过分析地区从事水务的企业数量，来判断地区水务经营的发展空间。

从现阶段中国水务行业竞争环境看，随着民营和外资等资金，以合资、参控股、以及 BOT 等模式对水务领域投资的进入，打破了原以国有投资、经营垄断的水务经营体制。尽管现阶段地区各水务公司间仍存在区域经营垄断优势，不会直接发生经营冲突，但经营者的增多将缩小地区水务发展空间。加之，外资或民营投资的水务公司相对于传统市政管理、控制、运营的国有独资公司，其经营目的的营利性更强、因此运营管理水平较高、经营市场化较强，已成为了国有水务公司的主要潜在竞争对手。

4、水务政策

水务公司属公用事业领域，受行政政策干预影响大，水务政策内容涉及方面主要包括：水务经营体制、水务价格、饮水和污水排放标准、地区供水、排水等管理政策等。

(1) 水务经营体制

水务涉及民生安全，其经营体制多为改制的国有独资企业，或未改制的国有事业单位。近几年，随着经济发展，水务作为工业发展重要基础支撑硬件，地区政府对水务领域的投资不断增大，从而加重了地方政府财政压力，为缓解这一现象，拓宽融资渠道，通过合资、参控股、BOT 模式吸纳了一些非国有的民营以及国外资金，水务公司经营体制也有所转变，股权结构呈现多元化。

水务经营体制的转变，对其经营职能、运营目的、发展定位以及获得地方政府相关支持可能性的影响大，因此对水务经营体制存在转变的可能性判断应关注：地区财政对水务投资压力、地区水务经营权集中程度、地区现存水务公司自身运营情况、以及地区未来水务投资需求、公用事业投资的相关产业政策等。

(2) 水务定价

水务采取行政定价机制，水务价格对企业的经营效益存在直接影响，因此应重点关注分析：地区现存水务价格水平及未来上涨可能性；水价的计费标准；水务收费和计算方式等。

① 水务价格：主要包括自来水价格和污水处理价格。由于目前水务定价尚由行政干预，未实现市场化，因此判断一个地区水务价格能否上涨，主要取决资源产品价格调整的宏观政策、地区现存价格水平、地区经济发展情况以及居民消费能力。

② 计费标准：水务计费标准大多按流量计费，但也有部分地区已开始采用水质核定价格，这里主要体现在污水处理上。采用水质核定价格相对流量计价更为科学，经营效益也相对较高，但对水务公司销售管理也存在较高的要求。

③ 收费方式：目前污水处理费大部分含入自来水费中，其收取方式主要包括 IC 水卡提前预付，以及上门、银行、水务营业网点等滞后收取方式。IC 水卡模式利于提升水务公司的管理水平，提高水费回收率。

(3) 饮水和污水排放标准

饮水和污水排放标准的变动，对水务行业的成本也存在直接影响。此外，对于从事污水处理企业，还应该进一步分析其所处水域，具体执行哪级排放标准。

① 饮水标准：中国自来水饮水标准于 1985 年制定开始实施，后于 2001 年修改，并开始执行新《生活饮用水卫生规范》至目前。

② 污水排放标准：城市污水处理厂排污执行《城镇污水处理厂污染物排放标准》GB18918-2002，但以上排放标准还将根据排放水域环境，具体执行一级至三级不等。

(4) 地区供水和排水的管理政策

地区水务管理政策将影响一个地区水务用量，也将对公司经营效益产生影响，因此应重点关注如下：

① 供水方面：现阶段中国居民自来水集中供水普及率较高，但工业上还存在释放空间，这里主要取决地区政府对工业自备水源的管控政策。

② 排水方面：受城市集中污水处理能力的限制，大部分工业企业未进入城市中污水处理、排放体系，采取自行河道排放。随着城市集中污水处理能力的提升，应关注地区政府对工业河道自行排放的管控政策。

5、水务损耗

一般衡量指标为损耗率，就是实际供应量与终端消费量差异损耗比率。由于损耗对水务公司成本存在直接影响，因此应重点关注损耗大小、造成损耗的原因、现阶段采取的补救措施，以及实施的成效。

现阶段，水务行业标准中的耗损率为 16%，中国大部分二三线城市水务耗损率维持在 12%~25%之间，也有部分城市的水务耗损率达到 40%。水务损耗成因主要分为三种情况：

(1) 管网损耗：主要由于城市管网陈旧造成。目前这是水务公司损耗的主要成因，因此应重点关注城市管网的成新情况、管网材质、以及城市管网的维护情况。

(2) 水表损耗：这主要是水表对水流量敏感度不强导致的耗损。目前解决这一损耗的方式，主要将终端水表更换为电子水表或小流量计量水表。

(3) 人为因素：包括数据查看错误，私接水管偷水，水费无法回收等因素造成。解决这一损耗，主要是通过加强销售管理来实现。

（二）企业管理

水务企业即作为水务公用事业的运营主体、又是水务基建项目的投融资主体。在评级分析时，主要从治理结构和管理水平两方面来分析企业管理对公司运营及财务实力的影响。

1、治理结构

通过分析企业治理结构是否健全、部门设置是否合理、机构运行是否顺畅、决策机制中主要构成人员与政府的关系等因素来判断组织架构和企业决策机制能否有利于企业迅速对变化做出正确的反应。

2、管理水平

主要从 6 个方面进行分析：

（1）投资管理：应关注企业对在建项目的投资风险控制，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。

（2）融资管理：主要概述企业的项目融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。

（3）项目管理：主要概述企业投资项目规划实施、项目招标管理、项目进度控制，以及工程安全、工程成本、工程质量等工程管理方面的制度是否健全，并分析企业相关项目管理制度的执行能力与执行效果，可以用工程合格率、工程优良率等指标为核心，考察企业在这方面的综合表现。

（4）资金管理：主要概述企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

（5）运营管理：运营管理主要包括生产管理（制水和污水处理）、成本管理、管网的维护管理、客户管理、销售管理（水费回收管理、售后服务）等，这影响公司日常经营成本并对公司资产的运营状态产生影响。

（6）安全管理：水务安全重点是关注引水安全，引水安全隐患主要来自包括：源水资源、净水生产和自来水输送等三个环节，因此应注重分析这三个环节的安全管理情

况，具体考察的因素如下：

源水资源质量：源水地理位置及水域周边环境管理（对地区发生水污染可能性进行判断）；源水水质监测制度安排和执行情况；源水输送情况（对输送环节中可能发生的安全隐患进行分析）；源水水质安全应急机制；历史上重大源水安全事故等。

净水生产：净化原材料的质量管理；近三年净化水质达标情况、净水水质监测制度安排和监测执行情况（监测制度即包括衡量是否与生产环节匹配，同时也应该考查监测时间间隔）；生产人员管理；净水安全应急机制；历史上重大净水安全事故等。

自来水输送：供水管网质量（供水管网成新度、材质和清洁度等）；供水环节中水质安全监控（水质监控网点数量及其分布）；供水管网管理情况（人为破坏、管网老化生锈、管网破损等带来造成的水质污染）等。

（三）企业运营

1、运营模式及业务构成分析

由于部分水务公司承担不产生收益的水务工程建设，以及公益业务，影响了水务公司的经济效益，因此分析水务公司的经营，首先应关注公司业务构成，通过判断公司公益性业务和非公益性业务占比，来判断公司经营目的和运营模式。如公司以经营水务为目的，其主要运营模式就是水务的生产和销售；如公司以承担地区水务基础设施项目投融资为经营主旨，其运营模式则偏重投资和融资。

对公益性业务和非公益性业务分析考量的因素如下：

（1）公益性业务方面

公益性业务主要是指公司承担不直接产生收益的水务基础设施或水务公益业务，主要包括水利、河道整治、水环境治理等工程项目投融资以及日常管网维护等公益业务。其中，公益基建项目的运营模式是：水务企业作为投资主体，在财政投入的项目资本金的支持下，对外进行其余资金的筹集；公益业务，其业务自身不产生收益，但可获得一定财政补贴收入。在分析时，主要考察的指标及其重点：

① 公益项目投资情况

主要考察公益性项目社会效益、水务企业与政府针对该类项目的投建模式（可以推行“委托代建”、“建设回购”、“有价补偿”等方式）、公益类项目建设规划及资金需求、政府项目资金投入安排等。

② 公司项目融资和偿债安排情况

主要考察水务企业以往投建项目和当前投建项目完成情况，在可预期的未来在建和拟建项目的投资资金需求及资金缺口，其他资金来源，对于债务资金具体的偿还安排（历史债务偿还资金来源、债务偿付情况、未来债务偿还资金来源、资金拨付时间安排、相关支撑文件等）。

③ 公益业务

主要考察，公益业务经营成本，历史财政补贴额度以及推测未来财政补贴额度（需要有相关文件支持）。

(2) 非公益性业务方面

经营性业务包括两块业务，一类为水务业务，主要是公司从事日常水务经营；另一类为非水务业务，这类业务往往是为了提升公司盈利水平，从而增强公司的投融资能力，这类业务的资产也往往由政府划拨。

第一类，水务业务。在分析时：首先分析水务收入规模；在主营业务收入的占比；水务盈利水平（毛利率）来判断水务业务对公司经营效益的影响程度。再具体分析水务的产、供、销来判断分析公司水务业务经营情况。

① 产能

上游：源水储备能力、输引供应能力；

中游：制水能力；

下游：污水处理能力。

② 供应情况：

上游：实际源水供应量、源水供应成本以及影响成本变动因素；

中游：供水管网情况（长度、口径、管网质量、覆盖面积）、实际供水量、制水成本以及影响成本变动因素、供水管网维护成本；

下游：污水管网情况（长度、口径、管网质量、覆盖面积）、污水收集量、污水处理成本以及影响成本变动因素。

③ 销售情况

上游：源水价格，实际源水销售量、销售用途（农业灌溉、工业使用或自来水生产）、客户情况（客户分类、数量和集中度）、源水供应损耗率、

源水价格收费方式及回收率；

中游：自来水价格、终端自来水使用量、客户情况（客户分类、数量和集中度）、自来水供应损耗率、水费收取方式及回收率；

下游：实际污水处理量、污水处理收费价格、客户情况（客户分类、数量和集中度）、污水处理费收取方式及回收率。

第二类，为非水务主业，应重点关注：经营业务种类、经营模式、经营风险、历史收入规模、收入稳定性、盈利水平、未来的发展空间等。

由于非水务业务的经营范围较广，该部分的资产也较为多样化，但市场上常见的有以下两种：

① 土地资产，其业务模式以土地一二级开发为主，应重点关注包括：地区土地整体规划、历史三年地区土地交易速度、开发速度以及存量土地情况、地区地产发展情况（市场供需、价格变动、地区购买力等）、公司拥有的土地性质（划拨/出让）、土地状态（是否已处于抵质押）、土地用途（工业/商用/农业）、土地评估情况（评估价值和评估方法）、土地开发情况（开发类型、开发进度、土地容积率、资金投入规模及落实安排、历史三年的投资收益等）。

② 股权类资产，其获利主要依靠投资收益，应重点关注包括：股权评估情况（评估价值和评估方法）、股权状态（是否已处于质押状态）、股权的流动性（上市/非上市）、历史三年投资收益的规模及稳定性、对股权的处置能力、对持有股权公司运营情况分析（行业、管理、经营、财务和未来发展潜力等分析）、以及对持有股权公司的经营管控能力等。

2、未来发展

水务公司未来发展应关注三个层面：

（1）水务公司自身经营发展

水务公司自身经营发展应包括水务主业和非水务业务两方面的发展情况。

① 水务主业

水务主业应考虑的因素包括：现阶段在建投资水务经营性项目的投产时间、以及未来收益情况；水务公司现存产能释放的空间以及达产率提升的动力；地区水务政策

潜在的变动对水务公司的收入、利润的影响；水务原材料成本价格变动情况等。

② 非水务业务

这类业务主要源于政府为增强企业自身盈利能力，从而加强其投融资能力，通常会划拨给水务公司一些非水务类的经营性资产，通过水务公司运营来平衡水务公司在公益项目投资中的资金缺口，因此这类业务应考虑其业务发展方向、在公司收入中的占比、经营模式、现阶段这类业务在建项目投产和收益情况，以及这类业务经营风险等。

(2) 水务公司投资、资金安排和偿债安排

公司投资应涵盖两类：一类为纯公益不产生收益的水务项目，另一类为公司自建具有经营性的项目。

① 纯公益不产生收益的水务项目

这类投资，其项目资本金大多由地区财政拨付，公司承担其余资金的筹措，通常筹措方式主要是举债，而对这部分的举债资金的本息偿还往往由财政承担，或由政府划拨一部分经营性资产来进行债务平衡，目前经营性资产大多为土地、或具有经营收益的公司股权，因此这类项目应重点关注：项目的社会效应；建设周期；投资额度；财政项目资本金投入比例、资金拨付安排、资金落实情况；公司对其余资金筹措落实情况；偿债安排，如不是财政资金偿还，而依靠政府划拨的类似土地等经营性资产收益平衡，应重点关注未来这类经营性资产经营模式、经营风险、收益规模和稳定性与债务偿还分布是否匹配等。

② 公司自建具有经营性的项目

这类项目又具体分为两类，一类是与水务运营有直接关系的经营性项目，由于水务项目涉及民生，因此这类项目（水库、净水厂以及污水处理厂新、扩建，或股权收购等）投资风险也相对较小，且在财力、物力或政策上也可到政府支持，但由于这类项目未来具有经营性，因此它与纯公益不产生收益的水务项目差异主要体现在偿债安排上，通常这类项目偿债由项目未来产生的经营现金流来偿还。对于这类项目应重点关注：项目的社会效应；建设周期；投资额度；财政项目资本金投入比例、资金拨付安排、资金落实情况；公司对其余资金筹措落实情况；项目收益，以及项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等。

另一类与水务没有直接关系的经营性项目。这类项目投资主要是延伸拓展公司的业务范围，增强公司自身的盈利能力、投资能力以及偿债能力。这类投资项目种类较多，但初期大多是对政府平衡公司债务划拨的土地开发为主。这类投资比起前两类相对复杂，且投资风险较大，其关注包括：项目所投领域的行业判断、项目投资和未来运营风险、投资收益、投资额度、建设周期、资金安排及落实情况、偿债安排（这类项目偿债由项目未来产生的现金流来偿还）等。

（3）水务公司未来债务负担

水务公司与城投公司相比，由于其经营性较强，加之现金流较好，水务公司一般不缺乏短期运营流动资金。水务公司主要是基于未来项目投资的资本支出，对长期资金存在需求，而水务公司经营发展产生的自有资金规模、以及财政支持项目资本金（支持资金额度、支付效率、拨付周期等）对缓解企业资金缺口、以及对外举债压力产生实际作用，应重点关注。

此外投资周期、资金投入分布、债务期限安排也对公司未来债务负担存在影响。

（四）企业财务

财务实力是衡量水务企业自身偿还能力的重要因素，主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1、财务信息质量

近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论；如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年公司合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否拥有可比性。另外，应对公司所采用会计政策做出说明，如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

此外，会计政策对公司财务状况影响最明显的是折旧政策，由于水务公司的固定资产占比较大，不同的折旧政策对公司的主营业务利润影响较大，但是其不会对公司的现金流量表产生影响，因此要分析比较不同公司的折旧政策以及同一公司折旧政策是否变化以及这种变化所带来的影响。

2、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。对于水务企业而言，资产整体偏重非流动资产：固定资产主要包括水库、制水厂、污水处理厂、供水、排水管网等，这类资产变现能力较弱，应关注固定资产折旧方式和资产的成新率。作为对水务建设配套，土地（一般计入无形资产，也有把其放入存货中）和股权资产也是公司资产的重要组成部分，应关注土地资产性质及用途、股权的类型（上市 / 非上市）、土地和股权评估方法、入账价值、资产保值情况等。

此外，由于水务承担部分政府基建职能，因此与地方政府也会形成一部分往来款，应重点关注公司其他应收帐款的额度、帐龄、坏账计提比例，以及公司与政府往来偿还安排（需要相关政府支持文件）。

3、资本结构

企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力会比较大，财务风险也会越高。水务企业资本结构主要关注点：

①企业债务和权益占比情况。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高；

②企业自身债务和政府性债务占比情况。政府性债务主要是针对公司公益性水务项目而言，虽然借贷主体为企业，但是实际偿还资金来源于政府，因此政府性债务越高，企业自身需要负担的债务越轻；

③企业所有者权益中，注资的形式（货币资金、实物、土地使用权等无形资产）、性质（经营性资产、非经营性资产）及稳定性。对企业资本结构主要衡量指标包括长短期债务结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、资产负债率等，在考虑了上述三项因素后，通过指标分析，综合判断企业自身债务负担的大小以及在同行业中的排名情况。

4、盈利能力

与城投类公司相比，水务企业的经营性相对较强，但由于非市场化定价机制，加之水务公司资产中固定资产占比高，折旧成本大，且又承担不产生收益的水务工程建设以及管网维护等公益业务，因此水务企业的自身盈利偏弱，利润主要来源财政补贴。

在分析盈利能力时，要关注：①经营性业务历年主营业务收入情况和未来趋势的判断；②非经营性业务历年补贴情况及相关支持文件，未来趋势判断。主要考察指标包括：主营业务利润率、净资产收益率、总资本收益率、补贴收入（性质、额度以及持续性）利润总额等。

由于水务公司盈利对财政补贴收入依赖大，其补贴收入性质和持续性应作为重点关注，目前水务公司获得财政补贴分为三类

(1) 财政返还的水务收入：由于部分地区财政对于水务采取收支两条线管理，即水务获得收入直接上缴财政，财政再将其返还至公司。部分公司在财务处理中，将由财政返还的水务收入确认为财政补贴收入，但这应与水务公司承担非经营性业务的补贴、以及因水务收入无法覆盖经营成本导致亏损的运营补贴区分开。

该类财政补贴收入，即为公司水务经营收入，因此具有较好的持续性，但不能体现为政府支持，不能作为后续政府支持可能性评价中的衡量因素。

(2) 非经营性业务的补贴收入：这类收入分为三种情况

①城建资金专项补贴：主要是水务公司承担公益水务设施建设中获得专项城建资金。由于专项城建资金跟项目挂钩，因此该类补贴收入不具有持续性，且补贴收入的额度也主要基于项目投资的额度。

②偿债资金补贴：主要是水务公司在承担公益项目建设时举债的资金，可获得政府利息或及本金的偿债补贴。该类补贴收入额度、持续性多与偿还债务的分布以及金额挂钩。

③公益业务补贴：由于水务公司还承担部分公益业务，例如管网维护，一般可以获得类似管理费用的补贴收入，该类补贴收入具有良好的持续性，且补贴额度也较为稳定，但金额一般较小。

(3)运营补贴：即政府对公司目前经营亏损的一种补贴，该类补贴持续性需要依据相关政府出具的补贴文件。同时应重点关注财政补贴收入的资金来源安排、以及历史这类补贴收入的金额情况。

5、现金流量

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础，将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营

中获取的现金对全部债务的保护程度。

水务企业中，经营活动现金流入一方面为水务收入，另一方面表现为政府各项资金的拨付，一般在“收到的其他与经营活动相关的现金流量”或者“收到的其他与投资活动相关的现金流量”（代建项目，在分析现金流对债务的保障程度时，有时把该现金流调整到经营活动现金流中进行分析）。

投资活动对于水务企业大多反映现金的流出，主要是投资于水务领域中。因此投资活动现金流出的大小，取决于水务企业的承担水务项目的投资大小。

筹资活动，大多水务企业的主营业务收入现金实现质量较高，加之水务非付现的折旧摊销成本较大，因此公司筹资活动对短期流动运营资金需求不大。水务公司筹资活动主要是弥补投资活动建设资金的需求。

在分析时，主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、经营流动负债比率、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利息保护倍数等指标。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。在对水务企业自身偿债能力的分析，应依据对企业运营效益分析的结论，结合企业债务的期限结构安排，衡量企业未来盈利及经营性现金流对资本支出和债务的保障程度。主要考察的指标包括流动比率、速动比率、经营现金流动负债比、现金类资产/短期债务（倍）等、全部债务/EBITDA 等。

指标名称	好	较好	一般	偏差	差
流动比率(%)	180 以上	130~180	110~130	70~110	70 以下
速动比率(%)	130 以上	105~130	90~105	60~90	60 以下
经营现金流动负债比(%)	30 以上	20~30	10~20	1~10	1 以下
现金类资产/短期债务(倍)	1.5 以上	1~1.5	0.5~1	0.2~1	0.2 以下
全部债务/EBITDA(倍)	2 以下	2~5	5~10	10~20	15 以上

二、地方政府基础实力评价

地方政府基础实力评价项下主要有 2 个方面：

（一）区域经济环境

分析区域经济环境的发展状况和区域经济整体实力，是决定当地水务企业竞争实力的主要因素之一，对其信用级别影响较大。

1、区域经济基础

通过水务企业所在区域的经济基础评估该区域财政收入结构在一些特殊经济时期的稳定性，这些指标包括：区域综合经济实力、区域经济增长情况、区域经济结构的多样性、区域人口总量及人均收入情况、区域经济发展规划。

2、水务基建需求量

通过分析现有的水务能力和水务需求来预测未来的水务基础设施需求量。主要指标包括：

①现有的水务能力：现有投入运营的水务基础设施状况能否有效支撑地区经济和居民对水务公共服务的需求，近五年地区水务投资在地区固定资产中的占比，目前地区在建重点水务项目工程。

②未来水务基础设施需求量：区域城市水务基础设施发展规划，社会经济发展对于新的水务基础设施项目的需求。在未来的水务基础设施投资建设中，该企业所要承担的股份。

③为满足水务基础设施建设需求，该行业企业投资项目的资金来源如何解决，政府支持的手段和措施。

（二）政府财政实力

通过分析地区财政收支情况来评估地方政府可以自由支配的财政实力，主要指标包括：

1、财政收入情况

①地方政府预算内财政收入来源、结构占比和稳定性、历年增长情况以及未来增长动力。

此外，还应重点分析地方产业结构对预算内税收部分的影响。一般而言，不同地方政府，即使经济总量一样，但由于产业结构不一样，地方预算内收入差异很大（第三产业占比越大，地方政府预算内收入越高）。

②地方基金收入来源、增长、结构以及稳定性。一般而言，土地出让收入纳入地区财政基金收入中，但有部分地区还尚未纳入，还需单独分析。

③转移支付（上级政府拨款）的总额及其在地方政府总收入中所占的比例，历年增长情况。

其中转移支付包括财力性转移支付和专项转移支付，一般专项转移支付只能专款专用；财力性转移支付中对贫困地区补贴以及公务员工资的补贴也属不可动用范畴。

④地方政府通过税收方案调节经济状况的灵活性。

2、财政支出情况

①预算内刚性成本支出的情况。

②预算内支出中，对水务领域支出占比。

③地方转移支出中专款专用数额的占比。

④地方政府能否通过改变支出预案来调控经济状况。

3、政府可自由支配的财力及分配体制

地方政府在扣除刚性支出和需要当年偿还的政府性债务后，可以自由支配的财力情况，未来趋势。通过分析不同地区的财政分配体制可以判断该地区财政可控财力的深度。比如同样是县级基础设施建设投资企业，但是实行“省管县”财政分配体制的地方财政，在财政预算、决算、转移支付、专项资金补助、资金调度、债务管理等方面，由省级财政直接对县级财政，各项财政工作直接部署到县（市），其支配可控财力的韧度要强于“市管县”财政分配体制的地方政府，由此，该政府对区域内的城市基础设施建设企业支持的能力相对较强。当然，在分析财政分配体制时，我们要关注与

财政分配体系和该体系改革趋势（加强或削弱地方自治权）相关的政治和法律风险。

4、获得净转移支付情况

通过分析上级政府或同级政府对本级政府提供净转移支付的情况及未来获得转移支付的可能性，这些转移支付是否具有指定用途，是否可以用于日常运营和债务偿还等方面来判断本级政府通过转移支付调节财政支出或者承担地方性债务的能力。

三、政府支持可能性评价

政府支持可能性评级项下主要包括 3 个方面：

（一）水务企业性质和承担投融资职能

通过分析水务企业性质、水务经营范围、承担市政水务投融资职能的大小来判断企业与政府的密切性，进而评定企业获得政府支持可能性，及其力度大小。

目前水务公司经营体制主要分为：

1、市政府部门下管理的独立国有公司

此类公司大部分为原事业单位改制形成，管理上行政色彩重，投资经营实际由地区政府决策，且水费收支为财政二条线，盈利也主要依靠财政补贴，也是地区水务项目建设投融资主体。

2、外资或民营参控股公司

这类公司除水价制定尚不能自主外，经营管理独立性强。

第一类公司与政府关系比较密切，在评级时，要更多考虑地方政府的财政实力，公司承担公益水务基建项目投融资职能大小，公司自身经营状况。第二类公司经营独立性强，获得政府支持的可能性小，在考察其信用状况时要更多考虑自身经营情况。

需要指出的是，尽管水务公司也承担地区投融资职能，但与地区综合性的城投类企业相比，受单一水务经营领域的限制，其投资领域相对狭窄，主要集中水务领域，承担的融资职能也相对偏小，因此获得地方政府支持力度与城投类公司相比偏弱。

（二）政府支持方式与持续性

通过分析政府对水务企业支持的形式与持续性来判断其对企业运营和偿债能力的影响，也是判断企业和政府之间相关性，进而评定企业获得政府支持的可能性。一般而言，政府支持主要有以下几种：

- ①资本金注入；
- ②资产划拨；
- ③补贴，包括经营性亏损的补贴以及利息补贴；

对于上述三种支持方式，首先需要关注其历史记录，并且根据现有文件判断未来持续发生的可能性；其次应结合该资金支持来源稳定性和企业现在和未来的债务情况，判断政府支持对企业债务的保障程度，从而得出以上三种支持方式对企业信用水平的影响。

④政府还款承诺或制度性安排：目前企业承担公益水务项目偿债资金基本来源财政。如果政府有明确的建设项目贷款还款承诺，比如出具了承诺函、成立了专门的偿债基金、设立了专门的还款帐户等，这些措施将在一定程度上增强企业获得政府支持的力度，进而增强企业的信用水平。

（三）政府支持的合法性有效性

主要分析各项政府支持是否有相关文件，相关文件是否得到相关主管部门的批准，是否纳入了人大决议，各项审批是否合法有效；区域需要支持的企业数量，企业在其中的地位。

结合政府出具的各项支持文件的合法有效性、政府可以自由支配的财力、需要支持的总金额，对该企业需要支持的资金在政府整个可以自由支配的财力以及政府需要支持的总金额中所占比例、来判断政府对该企业支持能力的大小。

总体来看，通过对企业自身经营情况，区域地方政府实力及地方政府支持的可能性分析，综合判断企业偿还债务能力的大小，从而判断企业主体信用风险的大小。