信用评级公告

联合〔2021〕4534号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州市水务集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州市水务集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“G20杭水1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

杭州市水务集团有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
杭州市水务集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
G20杭水1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
G20杭水1	10.00亿元	10.00亿元	2023/12/02

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 上述债券设置回售条款，到期兑付日为首个行权日

评级时间：2021年6月24日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水务企业信用评级方法	V3.0.201907
水务企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

杭州市水务集团有限公司（以下简称“杭州水务”）作为杭州市水务重要的经营主体，业务专营优势突出。跟踪期内，杭州市经济保持增长，公司外部发展环境良好且持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来投资压力大、所有者权益稳定性一般和债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着杭州市经济持续发展，公司供水及污水处理业务收入有望保持增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“G20杭水1”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020年，杭州市经济保持增长，为公司发展提供良好的外部发展环境。
2. **业务专营优势仍突出。**公司作为杭州市重要的水务运营主体，业务专营优势仍突出。
3. **持续获得有力的外部支持。**2020年，公司在资产划入和经营补贴方面获得有力的外部支持。

关注

1. **未来投资压力大。**截至2021年3月底，公司在建、拟建及投资项目未来待投资规模大，面临较大的投资压力。
2. **所有者权益稳定性一般。**截至2020年底，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。
3. **债务负担较重且增长速度快。**截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为65.66%、52.46%、50.95%，债务负担较重。截至2020年底，公司全部债务较上年底增长62.90%，增长速度快。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	1
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

唐立倩　登记编号（R0150220120006）

高志杰　登记编号（R0150220120076）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	19.76	19.26	16.91
资产总额（亿元）	118.16	221.49	284.39
所有者权益（亿元）	55.44	84.82	97.67
短期债务（亿元）	2.00	0.56	6.32
长期债务（亿元）	11.57	65.61	101.47
全部债务（亿元）	13.57	66.17	107.79
营业收入（亿元）	24.20	26.83	32.99
利润总额（亿元）	4.13	4.38	2.22
EBITDA（亿元）	6.67	8.88	10.36
经营性净现金流（亿元）	6.56	6.77	6.04
营业利润率（%）	18.99	22.34	18.26
净资产收益率（%）	5.81	3.96	1.63
资产负债率（%）	53.08	61.70	65.66
全部债务资本化比率（%）	19.67	43.82	52.46
流动比率（%）	119.74	69.18	87.41
经营现金流动负债比（%）	25.89	14.85	10.39
现金短期债务比（倍）	9.88	34.39	2.67
EBITDA 利息倍数（倍）	20.75	8.07	2.93
全部债务/EBITDA（倍）	2.04	7.45	10.40
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	75.90	96.24	124.53
所有者权益（亿元）	45.75	62.99	69.49
全部债务（亿元）	2.07	3.14	22.72
营业收入（亿元）	10.72	11.05	10.75
利润总额（亿元）	3.30	3.25	0.50
资产负债率（%）	39.73	34.56	44.20
全部债务资本化比率（%）	4.34	4.75	24.64
流动比率（%）	141.12	67.34	178.52
经营现金流动负债比（%）	121.71	74.78	35.89

注：本报告合并口径已将长期应付款中有息债务计入长期债务核算
资料来源：联合资信整理

评级历史：

债券简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
G20 杭水 1	AAA	AAA	稳定	2020/11/25	杨世龙、黄静轩	水务企业信用评级方法 V3.0.201907 水务企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由杭州市水务集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、客准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

杭州市水务集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州市水务集团有限公司（以下简称“公司”）主体及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东仍为杭州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“杭州城投”），实际控制人仍为杭州市人民政府（以下简称“杭州市政府”）。公司注册资本及实收资本仍均为 50.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。截至 2020 年底，公司本部内设 15 个职能部门，包括办公室、人力资源部、企业管理部、计划财务部和投资发展部等；合并范围子公司共 13 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 284.39 亿元，所有者权益 97.67 亿元（含少数股东权益 24.44 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 32.99 亿元，利润总额 2.22 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市上城区建国南路 168 号 11－13 层；法定代表人：赵志仁。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年3月底，联合资信所评“G20杭水1”尚需偿还债券余额10.00亿元。跟踪期内，公司尚未开始支付利息。截至2021年3月底，“G20杭水1”募集资金已使用2.00亿元，全部用于补充流动资金。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
G20 杭水 1	10.00	10.00	2020/12/02	3+2

注：第三年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

表 2　2017－2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至2021年3月底，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年3月底，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

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、自来水生产及供应、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）水资源禀赋

我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，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，2020 年地表水占水资源总量的 96.39%。目前我国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（天津 2019 年人均水资源仅为 51.9 立方米/人）人均水资源量不足 1000 立方米/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用水人口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小幅提升，但2019年供水能力近年来首次下降。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。

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加。根据国家住房和城乡建设部《2019 年城市建设统计年鉴》，2019 年城市用水人口增至 5.18 亿人，同比增长 2.92%。同期，城市供水能力达 3.09 亿立方米/日，较 2018 年下降 1.01%。2019 年，我国城市供水总量达 628.30 亿立方米，较 2018 年增长 2.23%。用水结构中，居民家庭用水占比最高，为 46.97%，生产运营用水占比 30.43%，其他为公共服务等方面用水。2019 年，我国城市供水管道长度 92.01 万公里，较 2018 年增长 6.37%；城市用水普及率进一步上升至 98.78%。2019 年，城市供水行业固定资产投资 560.1 亿元，较 2018 年略有上升，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业处于平稳发展状态。

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。2020 年，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.33 元/立方米，较 2019 年增加 0.05 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。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，我国城市供水水价基本平稳，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。

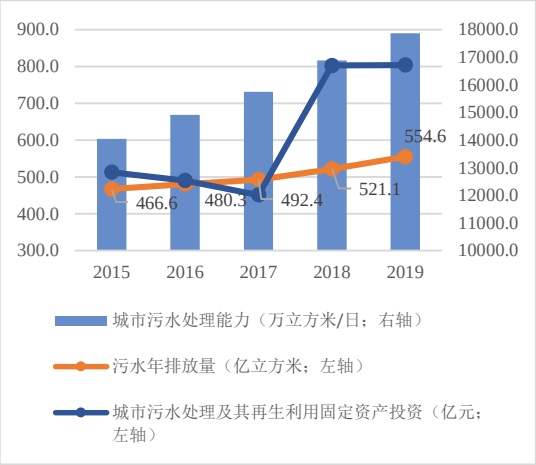
（2）污水处理行业分析

近年来，我国污水处理能力显著上升，但污水处理费仍处低位，受益于政策支持我国未来污水处理行业处于快速发展期。

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。2019 年，全国城市污水排放量 554.6 亿立方米，较 2018 年增长 6.43%。同期，全国城市污水处理能力 1.79 万立方米/日，较 2018 年增长 5.82%，显著高于同期城市供水能力增速。2019 年，全国城市污水处理率增至 96.81%，同比增长 1.32 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2019

年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为 803.7 亿元，同比增长 0.13%。2017－2019 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 2057.1 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 448.7 亿元[3]，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 5600 亿元目标尚有较大空间。

图 1　我国城市污水处理相关数据变动情况



资料来源：联合资信根据国家住房和城乡建设部发布的《2019年城市建设统计年鉴》整理

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。2020 年，在全国省会城市和计划单列市中，太原市城区污水处理收费有所调整，居民用水污水处理收费标准由 0.50 元/立方米调整为 0.95 元/立方米，其他省会城市和计划单列市污水处理价格保持稳定。近年来，我国重点城市居民生活污水处理平均价格虽呈上升趋势，但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拉萨、海口、深圳等地，污水处理价格处于 0.80 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。

2020 年，国家发展改革委、住房城乡建设部联合印发《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》，该方案提出到 2023 年，县级及以上城市设施能力基本满足生活污水处理需求。未来将加大生活污水收集管网配套建设和改造力度，促进污水资源化利用，推进污泥无害化资源化处理处置，加快补齐设施短板，完善生活污水收集处理设施体系。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，行业处于快速发展期。

（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。

表 3　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	《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
4	《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
5	《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
6	《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

[3] 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于《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。

7	《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
8	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143 号）	住建部
9	《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
10	《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
11	《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
12	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695 号	国家发改委、水利部
13	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
14	《关于推进农村生活污水治理的指导意见》（中农发〔2019〕14 号）	中央农办、发改委等九部门
15	《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》（发改环资〔2020〕1234 号）	国家发改委
16	《关于推进污水资源化利用的指导意见》（发改环资〔2021〕13 号）	国家发改委

资料来源：联合资信整理

（5）行业竞争和发展趋势

水务行业准入条件和行业壁垒较高，预期仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升并存的竞争格局；受城镇污水处理提质增效等政策以及城市污水排放总量不断增长影响，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。

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，主要受工艺要求高以及成本效益问题的考量影响，该类技术在国内大范围推广过程中受到一定限制。民营水务企业所占市场份额较小，主要通过PPP模式在污水处理和水环境治理领域参与竞争，面临较大投融资和回款压力。

总体看，未来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，预期水务行业仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升并存的竞争格局。

受城镇污水处理提质增效等政策以及城市污水排放总量不断增长影响，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，但同时应关注财力较弱区域污水处理费回款情况和 PPP 项目投资压力。“十四五”期间，通过智慧水务技术提升水务业务的竞争力，智慧水表、“供排污”一体化智慧管控系统有利于充分发挥协同管理效应，有效降低整体运营成本，将推动我国水务行业愈加成熟。

2. 区域概况

跟踪期内，杭州市经济保持增长，产业结构优化；固定资产和房地产投资保持增长，为公司发展提供了良好的外部发展环境。

根据《2020 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，杭州市实现地区生产总值 16106 亿元，同比增长 3.9%。分产业看，第一产业增加值 326 亿元，下降 1.1%；第二产业增加值 4821 亿元，增长 2.3%；第三产业增加值 10959 亿元，增长 5.0%。三次产业结构为 2.0：29.9：68.1（经最终核实，2019 年杭州 GDP 修订为 15419 亿元，比上年增长 6.8%，三次产业增加值结构为 2.1：31.4：66.5）。固定资产投资方面，2020 年，杭州市全年固定资产投资增长 6.8%，其中民间投资增长 6.8%，基础设施投资增长 7.7%，交通投资增长 6.6%。房地产

投资方面，2020 年，杭州市房地产开发投资增长 5.3%，其中住宅投资增长 0.8%，办公楼投资增长 11.5%，商业营业用房投资增长 3.5%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人仍分别为杭州城投和杭州市政府；公司注册资本及实收资本仍均为 50.00 亿元。

2. 外部支持

跟踪期内，杭州市一般公共预算收入保持增长，收入质量好，一般公共预算自给率高；公司在资产划入和经营补贴方面持续获得有力的外部支持。

根据《关于杭州市及市本级 2020 年预算执行情况和 2021 年预算草案的报告》，2020 年，杭州市全市一般公共预算收入 2093.39 亿元，同比增长 6.5%。其中，税收收入 1978.60 亿元，非税收入 114.79 亿元，税收收入占比为 94.50%，占比高，一般公共预算收入质量好。同期，杭州市一般公共预算支出 2069.66 亿元，一般公共预算自给率 101.15%，自给率高。

资产划入

2020 年，公司股东杭州城投将其持有的杭州市排水有限公司（以下简称“排水公司”）5.72 亿元债权无偿划转至公司，计入“资本公积”。

经营补贴

2020 年，公司收到政府供水建设资金、接水费补贴等经营补贴资金 1.21 亿元，计入“其他收益”。

3. 企业信用分析

跟踪期内，公司本部无已结清和未结清不良信贷记录，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

根据公司提供的《企业信用报告》（中征码：3301020004692219），截至 2021 年 6 月 10 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

截至 2021 年 6 月 21 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理、高管人员和管理制度方面无重大变化；公司管理体制和管理制度等方面执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入保持增长，收入结构仍以供水和污水处理业务为主，同期，公司新增原水销售业务；受供水和污水处理毛利率下降影响，公司综合毛利率有所下降。

根据 2020 年 3 月发布的《杭州市人民政府关于推进杭州市水务一体化改革的实施意见》（杭政函〔2020〕13 号），由公司上市及区域水务一体化工作领导小组负责统筹、协调、督查改革总体工作；市级相关部门按照各自职责推进改革任务，落实相关配套政策措施；各区、县（市）政府负责落实辖区内水务改革相关工作（包括供水安全、运营价格和资金平衡等）；杭州城投和公司负责做好改革的资金筹措、协商谈判、合资公司组建等工作。随着全市域水务一体化陆续推进，公司体制改革试点进入实质性阶段，公司已逐步发展成为市域统筹管理的水务平台，业务专营地位更加突出。

2020 年，公司实现营业收入 32.99 亿元，同比增长 22.96%，主要系公司其他业务中大宗材料贸易收入增长及新增原水销售业务所致；从收入结构上看，公司收入仍以供水和污水处理为主。毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率同比下降 4.42 个百分点，主要系供水和污水处理毛利率下降所致。

表4 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
供水	11.57	43.13	28.89	12.01	36.41	25.94
污水处理	7.05	26.26	18.36	8.09	24.51	14.04
工程施工	4.47	16.66	19.31	5.45	16.51	25.96
原水销售	--	--	--	1.23	3.72	-47.12
设计收入	0.24	0.88	57.23	0.34	1.02	69.98
其他业务	3.51	13.07	19.11	5.88	17.82	16.55
合计	**26.83**	**100.00**	**23.50**	**32.99**	**100.00**	**19.08**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）供水业务

跟踪期内，受供水范围扩展至滨江区影响，公司供水量和售水量同比均有所增长，杭州市水价整体处于较低水平，具备一定的上调空间，未来公司供水收入有望得以进一步提升。

受公司并购杭州滨江水务有限公司（以下简称“杭州滨江水务”）影响，2020 年，公司供水范围新增滨江区区域。截至 2020 年底，公司供水范围包括杭州市主城区、临安城区、建德主城区、滨江区及部分余杭区等。公司自来水生产、供应全部由旗下水厂、营销分公司承担。

原水获取

2019 年，随着“五水共治”大型水利枢纽工程的千岛湖配供水工程的完工，千岛湖成为公司新增取水点。2019 年 9 月 29 日起，公司的主要取水地点由钱塘江变为千岛湖，供水质量得到进一步提升。

2020 年，公司原水取水量 7.43 亿吨，同比增长 11.90%；水资源费保持稳定，为 0.20 元/吨。

制水情况

截至 2020 年底，公司拥有 12 个自来水厂，其中本部 4 个、杭州临安自来水有限公司（以下简称“临安自来水”）5 个、杭州建德自来水有限公司（以下简称“建德自来水”）2 个和杭州滨江水务 1 个。2020 年，公司制水能力和日均制水量分别同比增长 15.69%和 8.76%。截至 2020 年底，公司自来水管网长度 9543.00 千米，较上年底无变化。

表 5 截至 2020 年底公司制水和售水情况

（单位：万吨/日、元/吨）

项目	2019 年	2020 年
制水能力	204.00	236.00
日均制水量	178.10	193.69
制水成本	1.75	2.06

资料来源：公司提供

自来水供应

2020 年，公司供水量和自来水销售量同比增长 8.90%和 9.82%，产销率差同比下降 1.18 个百分点。公司供水产销率差低于国家标准规定的 16.00%；水费整体回收情况保持良好。

表 6 公司供水情况（单位：亿吨、%）

项目	2019 年	2020 年
供水量	6.29	6.50
售水量	5.50	5.76
产销率差	12.56	11.38
水费回收率（本部）	99.20	99.04
水费回收率（临安）	99.87	99.14
水费回收率（建德）	95.21	95.96
水费回收率（滨江）	--	98.95

资料来源：公司提供

水价及用户结构

根据杭州市物价局文件，2015 年 1 月 1 日起，杭州市市区供水价格分类由原来的四类简化为居民用水、非居民用水和特种行业用水三类。跟踪期内，公司供水价格未发生变化；用水

客户结构中居民用水占比提升 1.85 个百分点，主要系受新冠疫情影响，非居民用水占比下降所致。杭州市生活用水水价在全国重点城市中处于较低水平，未来具备一定的上调空间，公司供水收入有望得以进一步提升。

表 7　杭州市区居民用水阶梯水价政策（单位：元/吨）

内容	供水价格	污水处理费	销售价格
第一阶梯（216 立方米及以下）	1.90	1.00	2.90
第二阶梯（216~300 立方米）	2.85	1.00	3.85
第三阶梯（300 立方米以上）	5.70	1.00	6.70

资料来源：公司提供

表 8　公司用水客户结构占比（单位：%）

项目	2019 年	2020 年
居民用水	57.47	59.32
非居民用水	42.57	40.67
特种用水	0.01	0.01
合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：尾差系四舍五入所致

2020 年，公司供水业务收入 12.01 亿元，同比增长 4.07%；供水业务毛利率 25.94%，同比下降 2.95 个百分点。

（2）污水处理

跟踪期内，公司污水处理业务服务人口涨幅明显，污水处理收入有所增长，毛利率有所下降。

公司污水处理包括污水收集、处理排放两个环节，主要由子公司杭州排水、杭州建德污水处理有限公司（以下简称“建德污水”）以及杭州临安排水有限公司（以下简称“临安排水”）负责，其中杭州排水主要负责杭州市主城区的排水业务，建德污水负责建德主城区，临安排水主要负责临安主城区的污水处理工作。

2020 年，公司污水处理量增长至 34689.40 万吨，同比增长 8.59%；服务面积 158.60 平方公里，较上年无变化；服务人口随铺设管网延伸增加至 657.97 万人，较上年底增长 30.08%。截至 2020 年底，公司下辖 6 个污水处理厂，污水处理能力合计 94.76 万吨/日，同比增长 8.11%。

表 9　截至 2020 年底公司污水处理情况（单位：平方公里、万人、万吨/日、万吨）

污水处理厂	污水处理范围	服务面积	服务人口	处理能力	2020 年污水处理量	2020 年日污水处理量
七格污水处理厂（三期）	主城区	124.90	550.24	60.00	18781.27	51.31
七格污水处理厂（四期）				30.00	8397.35	22.94
城西污水处理厂				10.00	2868.82	7.84
建德城东污水处理厂	建德主城区（新安江，洋溪，更楼，下涯）	18.40	44.27	4.90	1597.27	4.36
临安排水污水处理一厂	临安主城区	15.30	63.46	6.00	1933.99	5.28
临安排水污水处理二厂	临安主城区			4.00	1110.70	3.03
合计	--	**158.60**	**657.97**	**114.90**	**34689.40**	**94.76**

资料来源：公司提供

公司污水处理费实行收支两条线。污水处理费由公司收取水费时一并代收，代收的污水处理费计入“其他应付款”，金额经杭州市城市管理局（原名“杭州市城市管理委员会”，以下简称“城管局”）审核后上缴至财政局账户。公司根据当月污水处理量与财政局、城管局核定的政府购买服务价格按月确认收入，确认收入时借记“应收账款”，贷记“营业收入”。

污水处理服务费结算价格方面，2017 年 1 月，城管局与公司签订了《杭州市主城区污水处

理特许经营协议书》（以下简称“协议”），根据协议约定，污水处理服务费结算价格由城管局及相关行政主管部门委托的符合资质的会计事务所认定，原则上应覆盖污水处理业务的合理成本、税金、法定规费并给予合理利润。污水处理服务费结算价格每三年核定一次，首次结算价格执行时间为2017年1月1日至2019年12月30日，但由于未能就合理利润的净资产收益率（用于计算污水处理服务费结算价格）达成一致，故实际执行时每年会重新确认当年的污水处理服务费结算价格。2019年10月，杭州市政府批复明确与公司确认合理利润的净资产收益率为3.00%，污水处理服务费结算价格为2.42元/吨，首期结算执行时间为2019年至2021年，2020年，杭州市主城区污水处理费结算价格仍为2.42元/吨。

2020年，公司污水处理收入8.09亿元，同比增长14.75%，主要系服务人口增长所致。毛利率同比下降4.32个百分点，主要系污水处理成本上升所致。

（3）工程施工业务

跟踪期内，公司工程施工业务收入及毛利率同比均有所增长，对公司收入形成良好补充。

公司工程施工业务主要由子公司杭州水务工程建设有限公司和杭州排水下属的排水管网分公司负责，业务范围包括供排水管网的新建、改造、迁改、抢修工程，二次供水工程、客户接水工程等，面向客户主要为杭州市区的房地产开发商、企事业单位等。

2020年，公司工程施工收入同比增长21.92%；毛利率同比增长6.65个百分点，主要系公司加强材料价格管控，业务成本下降所致。公司工程施工业务对公司收入形成重要补充。

（4）原水销售

跟踪期内，公司新增原水销售业务但整体亏损较为严重，未来随着原水销售业务逐步开展以及原水价格机制的确定，公司原水销售业务有望实现盈利。

公司原水收入主要由下属子公司杭州市千岛湖原水股份有限公司（以下简称“千岛湖原水公司”）和和杭州水务原水有限公司（以下简称“水务原水”）负责。2020年，公司供水水源主要来自千岛湖水源基地，供应区域主要为余杭地区。2020年，公司原水收入1.23亿元，毛利率-47.12%，主要系前半年成本较高但未产生收入所致。未来随着公司原水业务逐步开展，公司原水销售业务有望实现盈利。

（5）自建项目

截至2021年3月底，公司在建、拟建及投资项目未来待投资规模大，面临较大的投资压力。

截至2021年3月底，公司供水及污水处理板块在建项目总投资为25.05亿元，已投资13.66亿元，尚需投资11.39亿元；拟建项目全部为公司供水业务项目，总投资49.21亿元。截至2021年3月底，公司在建PPP项目总投资30.35亿元，已投资20.66亿元，未来尚需投资9.69亿元。公司在建、拟建及投资项目未来待投资规模大，面临较大的投资压力。

表10　截至2021年3月底公司在建供水及污水处理项目情况（单位：万吨/日、亿元）

项目	设计供水/污水处理能力	计划总投资	累计投资金额	未来投资计划		
				2021年4—12月	2022年	2023年
供水版块						
杭州市闲林水厂一期工程	30.00	9.54	9.44	0.10	0.18	0.00
杭州市闲林水厂二期工程	30.00	2.05	2.05	0.00	0.05	0.00
小计	**60.00**	**11.59**	**11.49**	**0.10**	**0.23**	**0.00**
污水处理版块						
杭州市城北净水厂工程	10.00	13.46	2.17	2.03	2.70	2.00

资料来源：公司提供

表 11　截至 2021 年 3 月底公司拟建供水项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	未来投资计划		
		2021 年 4－12 月	2022 年	2023 年
杭州市取水口上移工程	43.55	3.98	4.16	7.00
杭州市祥符水厂扩建工程	5.66	0.86	0.90	2.00
合计	**49.21**	**4.84**	**5.06**	**9.00**

资料来源：公司提供

表 12　截至 2021 年 3 月底公司在建 PPP 项目情况（单位：万吨/日、亿元、年）

项目	设计供水/污水处理能力	是否并表	项目业主方	项目注册资本金	公司持股比例	预计总投资	建设期+运营期	截至 2021 年 3 月已投资	预计进入运营期时间
浙江省丽水市景宁畲族自治县金村水库及供水工程 PPP 项目	水库，无新增设计能力	是	景宁县人民政府	1.05	77.60	5.27	3+12	1.06	2023 年 7 月
浙江省杭州市之江净水厂工程 PPP 项目	8.00	是	西湖区人民政府	2.70	100.00	13.43	2+23	10.95	2021 年底
富阳区银湖水厂一期工程及千岛湖配水工程配套供水设施建设工程 PPP 项目	10.00	是	富阳区人民政府	2.94	85.00	11.65	2+30	8.64	2021 年 10 月
合计	--	--	--	**6.69**	--	**30.35**	--	**20.66**	--

资料来源：公司提供

3.　未来发展

公司未来将继续发展特许经营业务，做大产业延伸业务，持续构建原水、供水、排水、建设开发、水环境、技术与服务“六大板块”业务格局，聚集产业资源，做强产业链，加快科技融合，加强产融互动，推动机制改革。

九、财务分析

1.　财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，亚太（集团）会计师事务所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。

2020 年，公司通过新设及并购新增子公司杭州市水环境发展有限公司（以下简称“杭州水环境”）和杭州滨江水务。公司合并范围变化对公司财务数据整体影响较大，财务数据可比性一般。

2.　资产质量

跟踪期内，受并购子公司影响，公司相关资产规模出现一定变动，资产主要构成为经营用的供排水厂和供水管网，以及正在建设的相关经营用工程，资产流动性弱，整体资产质量较好。

截至 2020 年底，公司资产总额 284.39 亿元，较上年底增长 28.40%；公司流动资产占比 17.86%，非流动资产占比 82.14%，公司资产以非流动资产为主。

表 13　公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.26	8.70	16.91	5.95
应收账款	0.76	0.34	6.50	2.29
其他应收款	3.57	1.61	4.08	1.44
存货	3.17	1.43	5.97	2.10
其他流动资产	2.59	1.17	16.11	5.66
流动资产合计	**31.52**	**14.23**	**50.81**	**17.86**
长期应收款	5.51	2.49	5.16	1.82
固定资产	131.39	59.32	162.03	56.97

长期股权投资	2.16	0.98	5.09	1.79
在建工程	42.57	19.22	52.26	18.37
无形资产	5.03	2.27	4.91	1.73
非流动资产合计	**189.96**	**85.77**	**233.59**	**82.14**
资产总计	**221.49**	**100.00**	**284.39**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 50.81 亿元，较上年底大幅增长 61.17%，主要系其他流动资产、应收款项、存货增长所致。

截至 2020 年底，公司货币资金 16.91 亿元，较上年底下降 12.19%。货币资金中银行存款 15.66 亿元，占 92.61%；其他货币资金 1.25 亿元，占 7.39%，货币资金中受限资金 0.22 亿元，占比 1.30%，系公司存放于公积金管理中心的售房款及维修基金以及履约保函保证金。

截至 2020 年底，公司应收账款 6.50 亿元，较上年底大幅增长，主要系应收污水处理服务费增加，以及合并杭州滨江水务和杭州水环境的相关应收账款债权所致；公司应收账款余额 6.58 亿元，计提坏账准备 0.09 亿元，公司对政府部门款项组合、关联方款项组合等未计提坏账准备；应收账款前五名合计占 74.56%，集中度高，主要为应收杭州财政局款项；账龄方面，1 年以内占 80.48%，1~3 年占 9.48%，3 年以上占 10.04%，整体账龄短。

截至 2020 年底，公司其他应收款 4.08 亿元，较上年底增长 14.27%，主要系与其他单位往来款项增长以及新增合并杭州滨江水务和杭州水环境的相关其他应收款债权所致；其他应收款前五户占 77.87%，集中度高；账龄方面，1 年以内占 49.79%，1~3 年占 13.27%，3 年以上占 36.94%，整体账龄较短。

表 14　截至 2020 年底其他应收款前五名金额及占比

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
滨江区财政局	1.30	31.43
杭州临安城镇化投资建设有限公司	1.30	31.39
杭州余杭土地开发整理中心	0.30	7.24
杭州市城市建设投资集团有限公司	0.21	5.19
杭州市江干区财政局	0.11	2.62
合　计	**3.23**	**77.87**

资料来源：根据公司财务报告整理
注：尾差系四舍五入所致

截至 2020 年底，公司存货为 5.97 亿元，较上年底增长 87.96%，主要系存货中已完工未结算款的工程施工增加所致；公司存货主要由 5.15 亿元工程施工（已完工未结款款）构成，公司未对存货计提跌价准备。

截至 2020 年底，公司其他流动资产 16.11 亿元，较上年底大幅增加 13.52 亿元，主要系公司购买理财产品（9.80 亿元）和合并杭州滨江水务和杭州水环境的相关理财产品价值 2.70 亿元所致。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 233.59 亿元，较上年底增长 22.96%，主要系固定资产、在建工程、长期股权投资增加所致。

截至 2020 年底，公司长期应收款 5.16 亿元，较上年底下降 6.36%，主要系“引水入城”（公司与城管局签订政府购买服务协议，政府购买服务期限为 25 年，自 2010 年 1 月 1 日起至 2034 年 12 月 31 日止）特许经营权价值摊销所致；公司长期应收款主要由特许经营权价值构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 5.09 亿元，较上年底大幅增长 135.68%，主要系新增合并杭州滨江水务，其对杭州钱南原水有限公司（以下简称“钱南原水”）3.00 亿元长期股权投资并入所致；期末长期股权投资价值中，对杭州天创水务有限公司 2.09 亿元，对钱南原水 3.00 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产 162.03 亿元，较上年底增长 23.32%，主要系公司并入杭州滨江水务和杭州水环境，以及在建工程转入所致；从结构上看，公司固定资产主要以管道资产（净值 116.74 亿元）、房屋及建筑物（净值 34.40 亿元）、机器设备（机器设备 6.98 亿元）构成；固定资产中尚有价值 13.12 亿元的房屋及建筑物、土地资产尚未办妥产权证书，联合资信

将持续关注产权证书办理进度。

截至2020年底，公司在建工程52.26亿元，较上年底增长22.76%，主要系管网更新改造和水厂建设投入增长所致；从结构上看，公司在建工程主要由管网更新改造投入（占比35.17%）、大毛坞－仁和大道供水管道工程（占比22.22%）、之江污水厂（占比13.97%）和城北净水厂（占比9.09%）构成。

截至2020年底，公司无形资产4.91亿元，较上年底下降2.39%，主要系土地使用权和软件资产减少所致。

资产流动性方面，截至2020年底，公司资产中管网及水厂等资产169.00亿元（固定资产中管网资产116.74亿元，在建工程52.26亿元），资产流动性弱，资产质量较好。

截至2020年底，公司受限资产为货币资金0.22亿元，系保证金和专款专用资金。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受股东划入债权及合并范围变化影响，公司所有者权益有所增长；所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益97.67亿元，较上年底增长15.14%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致；从结构上看，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至2020年底，公司资本公积7.96亿元，较上年底大幅增长，杭州城投划入应收子公司排水公司债权所致。

截至2020年底，公司少数股东权益24.44亿元，较上年底增长30.83%，主要系并表杭州滨江水务和杭州水环境，从而新增杭州市滨江区财政局、杭州市国有资本运营有限公司、杭州富阳城市建设投资集团有限公司少数股东权益所致。

表15 公司所有者权益情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	50.00	58.95	50.00	51.20
资本公积	2.24	2.64	7.96	8.15
未分配利润	12.26	14.45	13.31	13.63
归属于母公司所有者权益合计	66.14	77.98	73.22	74.98
少数股东权益	18.68	22.02	24.44	25.02
所有者权益合计	**84.82**	**100.00**	**97.67**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务规模迅速扩大，整体债务负担有所加重，债务结构中长期债务占比进一步提高，未来集中偿付压力小。

截至2020年底，公司负债总额186.73亿元，较上年底增长36.63%，主要系长期借款、长期应付款、应付债券等增加所致。公司负债仍以非流动负债为主，占比较上年底小幅增长。

表16 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00	4.05	2.17
应付账款	17.87	13.08	24.38	13.06
预收款项	5.85	4.28	8.87	4.75
其他应付款	20.72	15.16	17.64	9.45
流动负债合计	**45.57**	**33.34**	**58.12**	**31.13**
长期借款	57.21	41.86	76.81	41.14
应付债券	0.00	0.00	10.00	5.35
长期应付款	10.36	7.58	18.25	9.77
递延收益	23.40	17.13	22.92	12.28
非流动负债合计	**91.10**	**66.66**	**128.61**	**68.87**
负债合计	**136.67**	**100.00**	**186.73**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司流动负债合计58.12亿元，较上年底增长27.56%，主要系短期借款和应付账款增加所致。

截至2020年底，公司短期借款4.05亿元，较上年底大幅增长；从结构上看，公司短期借款由保证借款（1.05亿元）和信用借款（3.00亿元）构成。

截至2020年底，公司应付账款24.38亿元，较上年底增长36.38%，主要系在建管道及水厂未结算工程款增加所致；账龄方面，1年以内的应付账款21.34亿元（占比87.53%），1~3年2.82亿元（占比11.57%），3年以上0.22亿元（占比0.90%），整体账龄较短。

截至2020年底，公司预收款项8.87亿元，较上年底大幅增长51.47%，主要系预收工程款增加所致；公司预收账款主要为工程建设项目的预收工程款。

截至2020年底，公司其他应付款17.64亿元，较上年底下降14.86%，主要系杭州城投将其持有子公司债权划入公司本部后合并冲抵所致；从结构上看，公司其他应付款主要为嘉兴市原水投资有限公司支付的大毛坞-仁和大道供水管道工程建设资金13.82亿元构成。

截至2020年底，公司非流动负债合计128.61亿元，较上年底增长41.17%，主要系长期借款、应付债券、长期应付款大幅增长所致。

截至2020年底，公司长期借款76.81亿元，较上年底增长34.27%，主要系信用借款和质押+保证借款增长所致；公司长期借款由信用借款（占比80.84%）、质押+保证借款（占比7.81%）、保证借款（占比7.17%）、质押借款（占比4.19%）构成。

截至2020年底，公司新增应付债券10.00亿元，系公司于2020年12月发行绿色公司债券10.00亿元（期限3+2年，利率3.79%）所致。

截至2020年底，公司长期应付款18.25亿元，较上年底大幅增长76.12%，主要系公司收到政府专项债券资金所致；公司长期应付款包含长期应付款15.12亿元和专项应付款3.13亿元（主要为项目建设专项资金）构成；公司长期应付款中统借统还借款10.16亿元和地方政府专项债券资金4.50亿元为公司有息债务。

截至2020年底，公司递延收益22.92亿元，较上年底下降2.06%；主要构成为政府补助22.45亿元（占比为97.92%）和供水设施维护费0.48亿元（占比为2.08%）。

截至2020年底，公司全部债务107.79亿元，较上年底大幅增长62.90%；资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为65.66%、52.46%、50.95%，较上年底均有所上升。总体看，公司债务负担较重，长期债务占比有所上升。债务分布情况来看，2021年4—12月及2022—2023年分别需要偿还债务本金3.16亿元、3.80亿元、5.09亿元，由于公司债务以长期借款和长期债券为主，未来集中偿付压力小。

4. 盈利能力

2020年，公司营业收入保持增长，营业利润率有所下降，政府财政补助持续性好，是利润总额重要补充，期间费用对公司利润侵蚀加大，整体盈利能力较好。

2020年，公司实现营业收入32.99亿元，同比增长22.94%，公司主营业务中水费、污水处理、工程施工、原水收入等，其他业务中供水管道安装维修、接水工程引入和其他业务等均有不同程度增长；营业成本26.69亿元，较上年增长30.05%，增幅大于营业收入增长；营业利润率18.26%，较上年下降4.08个百分点，主要因为水费及污水处理业务毛利率下滑所致。

2020年，公司期间费用5.64亿元，同比大幅增长85.08%，主要系公司有息债务大幅增长导致的财务费用增长所致；期间费用占营业收入的比重由2019年的11.35%上升至2020年的17.09%，占比较大，对公司利润侵蚀严重。

2020年，公司确认其他收益1.21亿元和营业外收入0.07亿元，其中，其他收益为政府补助；同期公司利润总额2.22亿元，公司利润实现对财政补贴依赖大。

2020年，公司总资本收益率1.90%，较上年下降0.46个百分点；净资产收益率1.63%，较上年下降2.33个百分点，整体盈利情况有所下滑，但整体盈利能力仍较好。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动继续保持现金净流

入，受与其他公司往来款项收支影响较大；投资活动购建固定资产等资金支出较大，表现出较大的资金需求；筹资活动为满足投资资金需求，表现出较大的资金流入。

公司经营活动现金流入主要包括经营业务收支、政府补助等。

2020 年，公司经营活动现金流入 41.86 亿元，较上年增长 4.66%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 31.62 亿元，主要系业务收入回款，较上年增长 10.41%；收到的其他与经营活动有关的现金 9.84 亿元，主要系收到的其他公司往来款项，较上年增长 23.24%；公司现金收入比 95.86%，较上年下滑 10.88 个百分点，整体收现资料尚可。同期，公司经营活动现金流出 35.83 亿元，较上年增长 19.67%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 17.08 亿元，为公司支付工程款及采购原料支出，较上年增长 13.00%；支付的其他与经营活动有关的现金 11.47 亿元，主要系支付给其他公司往来款项，较上年增长 35.85%。同期，公司经营活动现金流净额 6.04 亿元，持续保持现金净流入，经营获现能力强。

2020 年，公司投资活动现金流入主要为收到的其他与投资活动有关的现金 13.27 亿元；投资活动现金流出主要为工程建设投入资金 31.58 亿元、购并子公司资金支出 6.85 亿元，以及支付的其他与投资活动有关的现金 23.29 亿元；投资活动现金净额-48.12 亿元，公司投资活动对整体资金筹划有很大压力。

2020 年，公司筹资活动现金流入主要为取得银行收到的资金 40.31 亿元，吸收投资收到的资金 3.35 亿元，收到的其他与筹资活动有关的现金 2.55 亿元；筹资活动支付的现金主要为偿还债务支付的现金 2.29 亿元，支付的借款利息等 3.64 亿元。公司筹资活动现金净额 40.15 亿元，为满足公司投资需求，公司筹资活动表现为资金大量流入。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较好，长期偿债能力一般，间接融资渠道畅通，考虑到公司是杭州市重要的水务运营主体且获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 69.18%和 62.22%分别提高至 87.41%和提高至 77.15%，流动资产对流动负债的保障程度较差。截至 2020 年底，公司经营现金流动负债比率为 10.39%，同比下降 4.47 个百分点。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 34.39 倍下降至 2.67 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 10.36 亿元，同比增长 16.63%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 54.40%）、计入财务费用的利息支出（占 22.26%）、利润总额（占 21.38%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 8.07 倍下降至 2.93 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 7.45 倍提高至 10.40 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保合计 3.03 亿元，占 2020 年底净资产 3.10%，应担保导致的或有负债额度较小。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信共计 245.33 亿元，已使用授信 99.09 亿元，尚有 146.24 亿元的额授信额度可供使用，公司间接融资渠道畅通。

考虑到公司是杭州市重要的水务运营主体和获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司分析

跟踪期内，受新增合并子公司影响，公司长期股权投资和资本公积有较大增长，公司资产以长期股权投资和固定资产为主；公司营业利润率快速下滑。

母公司财务方面，截至 2020 年底，母公司 124.53 亿元，较上年底增长 29.39%，其中流动资产资产 18.80 亿元（占比 15.10%），非流动资

产 105.73 亿元（占比 84.90%），公司以非流动资产为主，非流动资产中长期股权投资 48.12 亿元（占比 45.51%），固定资产 32.75 亿元（占比 30.98%）；母公司资产总额占合并报表资产总额的 43.79%，占比一般。

截至 2020 年底，母公司所有者权益合计 69.49 亿元，较上年底增长 10.32%，主要系资本公积增加所致；母公司所有者权益中，实收资本 50.00 亿元，占比 71.95%，所有者权益稳定；母公司所有者权益占合并报表所有者权益的 71.15%，占比较高。

截至 2020 年底，母公司负债合计 55.04 亿元，较上年底增长 65.50%，主要系长期借款和应付债券增加所致；母公司负债中，流动负债占比 19.13%，非流动负债占比 80.87%，母公司以非流动负债为主；母公司资产负债率 44.20%，债务负担一般；母公司负债总额占合并报表负债总额的 29.48%，占比较小。

2020 年，母公司实现营业收入 10.75 亿元，较上年基本保持稳定，占合并报表收入的 32.57%，占比较小；母公司利润总额 0.50 亿元，较上年下降 84.53%，利润总额占合并报表利润总额的 22.69%，占比较小；营业利润率 10.70%，较上年下降 22.34 个百分点。

十、存续债券偿债能力分析

公司无一年内到期债券，2023 年公司债券待兑付规模将达到峰值，公司未来集中兑付压力一般。

截至 2021 年 3 月底，公司存续债券余额 10.00 亿元，本年度剩余无应到期债券；若债券在行权日行权，公司存续债券的兑付峰值年份为 2023 年，兑付峰值共计 10.00 亿元。截至 2020 年底，公司现金类资产 16.91 亿元；2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 41.86 亿元、6.04 亿元和 10.36 亿元。公司对存续债券保障情况如下表：

表17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
本年度剩余应到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.69
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.19
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.60
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.04

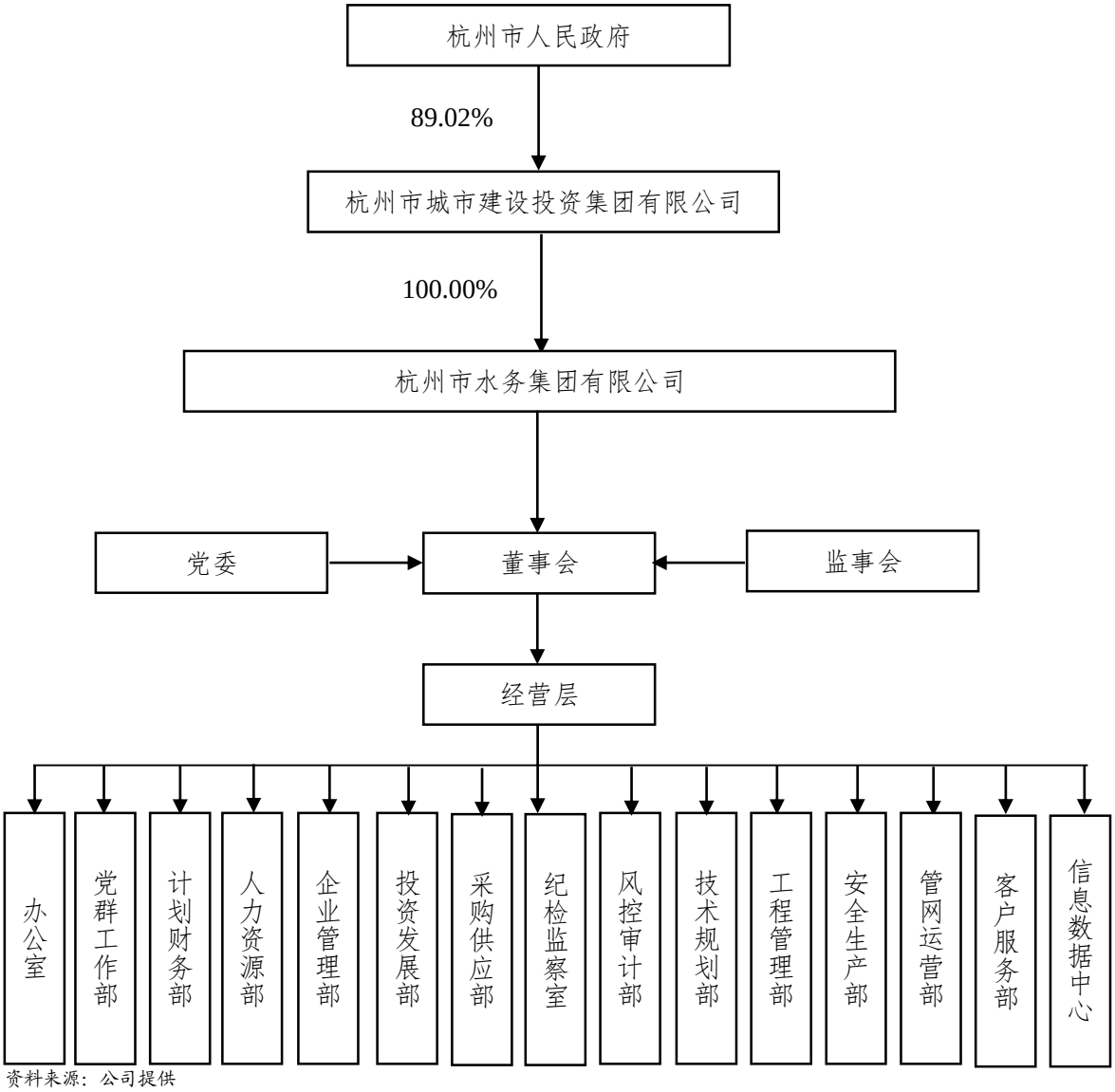
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2020年底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用最新一期年报数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

总体看，经营活动现金流入量和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力均较强。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“G20杭水1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权及组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司合并发范围子公司情况

序号	公司名称	经营范围	注册资本（万元）	投资比例（%）
1	杭州市排水有限公司	污水处理	62500.00	100.00
2	杭州水务设计院有限公司	设计	1000.00	100.00
3	杭州临安自来水有限公司	制水与销售	15000.00	51.00
4	杭州建德污水处理有限公司	污水处理	10362.40	57.90
5	杭州建德自来水有限公司	制水与销售	14289.65	62.98
6	杭州临安排水有限公司	污水处理	20408.00	51.00
7	杭州水务工程建设有限公司	工程建设	5001.00	100.00
8	杭州水务原水有限公司	输送、销售饮用原水	36000.00	51.00
9	丽水杭景原水有限公司	天然水收集分配及水利工程	5270.14	77.60
10	杭州水务银湖制水有限公司	银湖水厂一期工程及千岛湖配水工程配套供水设施工程筹建	29400.00	85.00
11	杭州市千岛湖原水股份有限公司	原水供应	262800.00	57.23
12	杭州市水环境发展有限公司	水污染治理	5000.00	65.00
13	杭州滨江水务有限公司	制水与销售	126372.74	60.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	19.76	19.26	16.91
资产总额（亿元）	118.16	221.49	284.39
所有者权益（亿元）	55.44	84.82	97.67
短期债务（亿元）	2.00	0.56	6.32
长期债务（亿元）	11.57	65.61	101.47
全部债务（亿元）	13.57	66.17	107.79
营业收入（亿元）	24.20	26.83	32.99
利润总额（亿元）	4.13	4.38	2.22
EBITDA（亿元）	6.67	8.88	10.36
经营性净现金流（亿元）	6.56	6.77	6.04
财务指标			
销售债权周转次数（次）	32.15	36.52	9.08
存货周转次数（次）	9.17	7.09	5.84
总资产周转次数（次）	0.21	0.16	0.13
现金收入比（%）	117.19	106.74	95.86
营业利润率（%）	18.99	22.34	18.26
总资本收益率（%）	4.67	2.54	1.90
净资产收益率（%）	5.81	3.96	1.63
长期债务资本化比率（%）	17.27	43.62	50.95
全部债务资本化比率（%）	19.67	43.82	52.46
资产负债率（%）	53.08	61.70	65.66
流动比率（%）	119.74	69.18	87.41
速动比率（%）	109.42	62.22	77.15
经营现金流动负债比（%）	25.89	14.85	10.39
现金短期债务比（倍）	9.88	34.39	2.67
EBITDA 利息倍数（倍）	20.75	8.07	2.93
全部债务/EBITDA（倍）	2.04	7.45	10.40

注：本报告合并口径已将长期应付款中有息债务计入长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.78	2.93	3.56
资产总额（亿元）	75.90	96.24	124.53
所有者权益（亿元）	45.75	62.99	69.49
短期债务（亿元）	0.00	0.00	2.67
长期债务（亿元）	2.07	3.14	20.05
全部债务（亿元）	2.07	3.14	22.72
营业收入（亿元）	10.72	11.05	10.75
利润总额（亿元）	3.30	3.25	0.50
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	4.17	4.60	3.78
财务指标			
销售债权周转次数（次）	48.22	52.90	51.55
存货周转次数（次）	28.37	30.19	37.02
总资产周转次数（次）	0.15	0.13	0.10
现金收入比（%）	103.98	104.34	103.94
营业利润率（%）	32.87	33.04	10.70
总资本收益率（%）	5.34	3.78	0.57
净资产收益率（%）	5.58	3.97	0.76
长期债务资本化比率（%）	4.34	4.75	22.39
全部债务资本化比率（%）	4.34	4.75	24.64
资产负债率（%）	39.73	34.56	44.20
流动比率（%）	141.12	67.34	178.52
速动比率（%）	135.14	62.92	176.28
经营现金流动负债比（%）	121.71	74.78	35.89
现金短期债务比（倍）	--	--	1.34
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：公司未提供本部利息支出数据，相关指标用符号“/”表示

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。