信用评级公告

联合〔2022〕3259 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，确定将维持杭州市水务集团有限公司主体长期信用等级 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：

二〇二二年六月二十四日

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 2022 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

跟踪评级债项概况：

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：2022 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	V3.1.202205
水务企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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

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	1
			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

评级观点

杭州市水务集团有限公司（以下简称“公司”）是杭州市水务重要的经营主体。跟踪期内，公司外部发展环境良好，业务保持区域专营优势，且继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，公司未来投资压力较大、所有者权益稳定性仍一般和债务负担较重等因素给公司信用水平带来不利影响。随着杭州市经济和城镇化持续发展，公司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. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**2021 年，杭州实现地区生产总值 18109 亿元，同比增长 8.5%，为公司发展提供良好的外部发展环境。

2. **跟踪期内，公司业务保持区域专营优势。**公司作为杭州市重要的水务运营主体，跟踪期内，公司职能定位未发生变化，业务保持区域专营优势。

3. **跟踪期内，公司继续获得有力的外部支持。**2021 年，2021 年，公司收到政府补贴资金 2.02 亿元。

关注

1. **未来投资压力较大。**截至 2021 年底，公司供水及污水处理板块在建项目尚需投资 61.71 亿元；拟建项目总投资 18.37 亿元，在建 PPP 项目尚需投资 4.06 亿元，面临较大的投资压力。

2. **跟踪期内，公司所有者权益稳定性一般。**截至 2021 年底，公司未分配利润和少数股东权益分别占 14.48%和 27.57%，所有者权益稳定性一般。

3. **跟踪期内，公司债务负担较重。**截至 2021 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 71.12%、61.58%和 59.34%，债务负担较重。

分析师：

高志杰　登记编号（R0150220120076）

邹　洁　登记编号（R0150221020002）

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	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	19.26	16.91	25.33
资产总额(亿元)	221.49	284.39	357.76
所有者权益(亿元)	84.82	97.67	103.32
短期债务(亿元)	0.56	6.32	14.81
长期债务(亿元)	65.61	101.47	150.76
全部债务(亿元)	66.17	107.79	165.57
营业总收入(亿元)	26.83	32.99	50.37
利润总额(亿元)	4.38	2.22	3.21
EBITDA(亿元)	8.88	10.36	16.25
经营性净现金流(亿元)	6.77	6.04	23.49
营业利润率(%)	22.34	18.26	18.53
净资产收益率(%)	3.96	1.63	2.12
资产负债率(%)	61.70	65.66	71.12
全部债务资本化比率(%)	43.82	52.46	61.58
流动比率(%)	69.18	87.41	108.99
经营现金流动负债比（%）	14.85	10.39	30.27
现金短期债务比(倍)	34.39	2.67	1.71
EBITDA 利息倍数(倍)	8.07	2.93	2.57
全部债务/EBITDA(倍)	7.45	10.40	10.19
公司本部（母公司）			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	96.24	124.53	133.12
所有者权益(亿元)	62.99	69.49	69.71
全部债务(亿元)	3.14	22.72	23.63
营业总收入(亿元)	11.05	10.75	12.29
利润总额(亿元)	3.25	0.50	0.22
资产负债率(%)	34.56	44.20	47.63
全部债务资本化比率(%)	4.75	24.64	25.31
流动比率(%)	67.34	178.52	57.76
经营现金流动负债比(%)	74.78	35.89	44.93

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.本报告已将长期应付款中有息债务调整至公司长期债务中核算

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

评级历史：

债项简称	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	2022/06/24	唐立倩 高志杰	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	阅读全文
	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、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受杭州市水务集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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”）及其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，公司唯一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政府；截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元。

跟踪期内，公司经营范围变更为：天然水收集与分配；自来水生产与供应；建设工程设计；建设工程施工；第二类增值电信业务；输电、供电、受电电力设施的安装、维修和试验（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）。一般项目：市政设施管理；污水处理及其再生利用；水资源管理；水环境污染防治服务；工程管理服务；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；水利相关咨询服务；专业保洁、清洗、消毒服务；停车场服务；城市绿化管理；五金产品批发；化工产品销售（不含许可类化工产品）；仪器仪表销售；住房租赁；非居住房地产租赁；物业管理（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

截至 2021 年底，公司合并范围内拥有一级子公司 17 家。公司本部内设 10 个职能部门，包括办公室、党群工作部（人力资源部）、纪检监察室和财务管理部等。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 357.76 亿元，所有者权益 103.32 亿元（含少数股东权益 28.48 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 50.37 亿元，利润总额 3.21 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 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，其中，“G20 杭水 1”募集资金已使用 6.74 亿元，其中 4.74 亿元用于股权收购，2.00 亿元用于补充流动资金。跟踪期内，公司在付息日正常支付利息。

表 1　截至 2022 年 3 月底联合资信所评公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
G20 杭水 1	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/12/02	3+2 年

注：“G20杭水1”第三年附投资者回售选择权和公司票面利率调整权
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较

大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。

消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。

2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总

体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

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。由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。

（1）水资源禀赋

2020 年全国用水量有所下降，用水结构有所优化。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，根据《2020 年度中国水资源公报》，2020 年地表水占水资源总量（31605.2 亿立方米）的 96.21%。2020 年，全国用水总量和供水总量均为 5812.9 亿立方米，受新冠疫情、降水偏丰等因素影响，用水总量减少 208.3 亿立方米。其中，全国用水总量中生活用水、工业用水、农业用水分别占 14.9%、17.7%、62.1%。

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，2020 年城市供水行业固定资产投资规模大幅提升，供水能力有所提升。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《2020 年城市建设统计年鉴》，2020 年城市用水人口增至 5.18 亿人，同比增长 2.70%。同期，城市供水能力达 3.21 亿立方米/日，较 2019 年增长 3.88%。2020 年，我国城市供水总量达 629.54 亿立方米，较 2019 年增长 0.20%。用水结构中，生活用水占比最高，其次是生产用水和公共服务等方面用水。2020 年，我国城市供水管道长度 100.69 万公里，较 2019 年增长 9.43%；城市用水普及率进一步上升至 98.99%。2020 年，城市供水行业固定资产投资 749.4 亿元，较 2019 年大幅上升 33.81%。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。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。2021 年 9 月底，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.33 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。

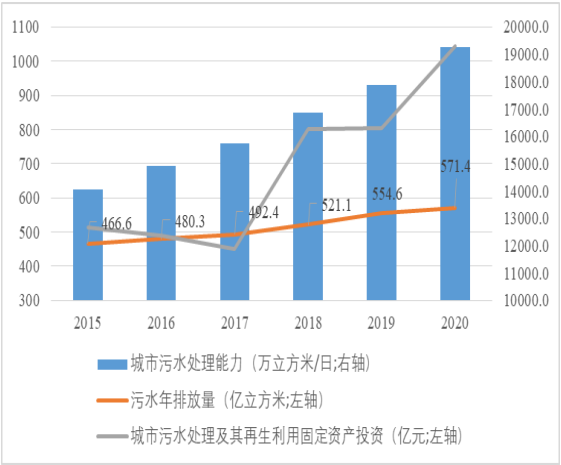
近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在 2020 年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，我国城市供水水价将温和增长。

（3）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。2020 年，全国城市污水排放量 571.36 亿立方米，较 2019 年增长 3.01%。同期，全国城市污水处理能力 1.93 万立方米/日，较 2019 年增长 7.86%，显著高于同期城市供水能力增速。2020 年，全国城市污水处理率增至 97.53%，同比增长 0.73 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2020 年投资规模为 1043.4 亿元，同比增长 29.83%。2016－2020 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 3590.4 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 869.3 亿元[1]，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《城市建设统计年鉴》整理

1 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

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。2021 年，全国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。

根据《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，“十四五”期间，主要在补齐城镇污水管网短板，提升收集效能；强化城镇污水处置设施弱项，提升处理能力以及推进污水资源化利用三方面推进设施建设；计划新增和改造污水收集管网 8 万公里，新增污水处理能力 2000 万立方米/日，新建、改建和扩建再生水产生能力不少于 1500 万立方米/日，新增污泥无害化处置设施规模不少于 2 万吨/日。随着“十三五”全国城镇污水处理体系的基本建立，“十四五”规划设施建设目标较“十三五”期间显著减少，建设内容更加注重“补短板”，预计相关固定资产投资金额会有所下降，而随着污水处理及再生利用设施的投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业仍处于发展期。

（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。2020 年以来，水务行业政策重点体现在用水提质增效，实施严格节水制度；加快城镇污水设施建设和污水排放检测，进一步释放污水处理产能；推进水费改革提升水务行业盈利空间；通过中央，地方和外部融资等方式保证项目建设资金等方面。

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
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
17	《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》（发改环资〔2021〕827 号）	国家发改委、住建部

序号	名称	颁布单位
18	《城镇供水价格管理办法》（2021 年 10 月）	国家发改委
19	《城镇供水定价成本监审办法》（2021 年 10 月）	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，地方国有水务企业最为普遍，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。

地方国有水务企业区域垄断性突出，实力较强的地方国有企业和央企等行业龙头利用资金和技术优势积极参与水务衍生行业投资及财政实力偏弱的区县城镇供排水项目。但水务行业涉及国计民生，竞争格局基本稳定，预期水务行业整体仍呈现区域垄断和行业龙头趋势。

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. 区域经济及政府财力

2021 年，杭州市经济及财政收入保持增长，人口保持净流入，房地产投资保持增长，为公司提供了良好的外部发展环境。

根据《2021 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2021 年，杭州实现地区生产总值 18109 亿元，同比增长 8.5%，两年平均增长 6.2%。分产业看，杭州市第一、二、三产业增加值分别为 333 亿元、5489 亿元和 12287 亿元，分别同比增长 1.8%、8.6%和 8.7%，两年平均增长 0.6%、5.4%和 6.8%。三次产业增加值结构为 1.8∶30.3∶67.9。人均地区生产总值为 149857 元，同比增长 5.8%。

截至 2021 年底，杭州市全市常住人口 1220.4 万人，比上年末增加 23.9 万人，其中城镇人口 1020.3 万人，占常住人口的 83.6%，比上年末提高 0.3 个百分点；人口出生率为 7.6‰，自然增长率为 2.9‰。

2021 年，杭州市全年房地产业增加值 1381 亿元，增长 13.8%，两年平均增长 7.8%；全年房地产开发投资增长 1.5%，两年平均增长 3.4%，其中住宅投资增长 3.8%。年末房屋施工面积 13291 万平方米，下降 0.1%；新开工面积 2447 万平方米，下降 30.9%；竣工面积 1733 万平方米，下降 3.7%。商品房销售面积 2236 万平方米，增长 31.6%，两年平均增长 21.6%；商品房销售额 6589 亿元，增长 43.4%，两年平均增长 29.6%。

根据《关于杭州市及市本级2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告》，2021年，杭州市实现一般公共预算收入2386.59亿元，同比增长14.00%；其中，税收收入2233.6亿元，非税收入152.99亿元，税收收入占比93.6%；全市一般公共预算支出2392.56亿元，增长15.6%，自给率99.75%，自给率高。2021年，杭州市政府性基金收入2460.61亿元，同比下降33.3%。截至2021年底，杭州市地方政府债务余额3369.26亿元，其中，一般债务1224.81亿元，专项债务2144.45亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司唯一股东仍为杭州城投，实际控制人仍为杭州市政府。

2. 企业信用记录

公司本部及重要子公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330100583221568C），截至2022年5月10日，公司无未结清及已结清关注类和不良/违约类贷款，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330100397770416U），截至2022年5月11日，重要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”）无未结清及已结清关注类和不良/违约类贷款，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330101MA27XKGG4T），截至2022年5月11日，重要子公司杭州水务工程建设有限公司（以下简称“水务工程”）无未结清及已结清关注类和不良/违约类贷款，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。受工作需要，公司总经理变更为陈士才先生。

陈士才先生，博士研究生学历；曾任浙江漓渚铁矿总公司地测科技术员，杭州市自来水总公司（以下简称“自来水公司”）设计室工程师、营业公司副经理、扩建指挥部副指挥，自来水公司副总工程师兼扩建副指挥，杭州市水业集团有限公司副总工程师、扩建指挥部指挥、工程建设部经理，杭州市居住区发展中心有限公司（以下简称“居住发展公司”）总工程师、总支委员会委员，杭州市居住区发展中心（以下简称“居住中心”）副总经理、总工程师，居住发展公司党委委员、副总经理、总工程师，杭州城投置业开发部部长、工程建设部部长，居住中心党委副书记、董事、总经理，公司党委委员、副总经理；现任公司党委副书记、副董事长和总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业总收入有所增长，收入结构仍以供水、污水处理和工程施工为主；综合毛利率整体变化不大。

公司是杭州市水务重要的经营主体，跟踪期内，公司职能定位未发生变化，公司业务保持区域专营优势。2021年，受工程施工收入大幅增长影响，公司营业总收入涨幅明显，收入结构仍以供水、污水处理和工程施工为主，公司综合毛利率整体变化不大。

表 4　2020－2021 年公司营业总收入构成及毛利率情况

项目	2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
供水	12.01	36.41	25.94	15.57	30.91	23.44
污水处理	8.09	24.51	14.04	9.02	17.91	14.55
工程施工	5.45	16.51	25.96	13.69	27.18	13.81
原水销售	1.23	3.72	-47.12	3.65	7.25	29.16
设计收入	0.34	1.02	69.98	0.41	0.81	68.77
其他业务	5.88	17.82	16.55	8.03	15.94	20.04
合计	**32.99**	**100.00**	**19.08**	**50.37**	**100.00**	**19.48**

注：其他业务主要为包括商品贸易、供水管道安装维修、租赁收入及河道、闸站养护等
资料来源：联合资信整理

2. 业务经营分析

（1）供水业务

2021 年，受供水范围扩展至富阳区影响，公司供水量和售水量同比均有所增长，杭州市水价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。

受公司并购杭州富阳水务有限公司（以下简称“富阳水务”）影响，2021 年，公司供水范围新增富阳区区域。截至 2021 年底，公司供水范围涵盖杭州市主城区、临安城区、建德主城区、滨江区、富阳区及部分余杭区等。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

2021 年，公司取水地点仍主要为千岛湖，此外，公司取水地点还包括钱塘江、三江口取水头埠和新安江等。

2021 年，公司原水取水量 8.52 亿吨，同比增长 14.67%；水资源费上半年为 0.16 元/吨，下半年为 0.20 元/吨。

制水情况

截至 2021 年底，公司拥有 20 个自来水厂，其中本部 6 个、杭州临安自来水有限公司（以下简称“临安自来水”）6 个、杭州建德自来水有限公司（以下简称“建德自来水”）2 个、杭州滨江水务有限公司 1 个和富阳水务 5 个。2021 年，公司制水能力和日均制水量分别同比增长 15.69%和 8.76%。

表 5　截至 2021 年底公司制水和售水情况

项目	2020 年	2021 年
制水能力（万吨/日）	236.00	357.00
日均制水量（万吨/日）	193.69	227.96
制水成本（元/吨）	2.06	1.89

资料来源：公司提供

自来水供应

2021 年，公司供水量和自来水销售量同比增长 25.08%和 26.39%，产销率差同比下降 0.92 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。截至 2021 年底，公司自来水管网长度 16289.02 千米，较上年底增长 45.11%，主要系合并富阳水务所致。

表 6　公司供水情况

项目	2020 年	2021 年
供水量（亿吨）	6.50	8.13
售水量（亿吨）	5.76	7.28
产销率差（%）	11.38	10.46
本部水费回收率（%）	99.04	99.20
临安自来水水费回收率（%）	99.14	99.37
建德自来水水费回收率（%）	95.96	95.97
滨江水务水费回收率（%）	98.95	99.04
富阳水务水费回收率（%）	/	99.44
供水管网长度（公里）	11225.60	16289.02

注：“/”表示数据未获取
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；用水客户结构中非居民用水占比提升 2.93 个百分点，主要系新冠疫情影响减弱，非居民用水占比提升所致。杭州市生活用水水价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

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）（元/吨）	1.90	1.00	2.90
第二阶梯（216~300 立方米）（元/吨）	2.85	1.00	3.85
第三阶梯（300 立方米以上）（元/吨）	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

项目	2020 年	2021 年
居民用水（%）	59.32	56.39
非居民用水（%）	40.67	43.60
特种用水（%）	0.01	0.01
合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

2021 年，公司供水业务收入同比增长 29.64%；供水业务毛利率同比下降 2.50 个百分点。

（2）污水处理

2021 年，受合并富阳水务影响，公司污水处理收入和毛利率均有所增长，污水处理能力有所提升。

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”）、杭州临安排水有限公司（以下简称“临安排水”）和富阳水务负责，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，富阳水务主要负责富阳区的污水处理。

2021 年，受合并富阳水务影响，公司污水处理量增长至 41918.19 万吨，同比增长 20.84%。截至 2021 年底，公司下辖 7 个污水处理厂，污水处理能力合计 138.9 万吨/日，同比增长 20.89%。

表 9　截至 2021 年底公司污水处理情况

污水处理厂	污水处理范围	服务面积（平方公里）	服务人口（万人）	处理能力（万吨/日）	2021 年污水处理量（万吨）	2021 年日污水处理量（万吨）
七格污水处理厂（三期）	主城区	306.8	450.00	60.00	18316.81	50.18
七格污水处理厂（四期）				30.00	8600.00	23.56
城西污水处理厂				10.00	3535.59	9.69
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	15.40	4.90	1728.13	4.73
临安排水污水处理一厂	临安主城区	15.30	13.00	6.00	1969.17	5.39
临安排水污水处理二厂	临安主城区			4.00	1118.94	3.07
富阳水务排水分公司	富阳主城区及部分乡镇、园区	30.79	30.40	24.00	6649.55	18.22
合计	--	**371.29**	**308.8**	**138.9**	**41918.19**	**114.84**

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，2021 年，杭州市主城区污水处理费结算价格仍为 2.42 元/吨。

2021 年，公司污水处理收入同比增长 11.50%，主要系服务合并富阳水务所致所致。毛利率同比增长 0.51 个百分点，整体变化不大。

（3）工程施工业务

2021 年，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。

2021 年，公司工程施工收入同比大幅增长，受原材料价格上涨影响，毛利率同比下降。公司工程施工业务对公司收入形成重要补充。

（4）原水销售

2021 年，公司原水销售业务涨幅明显，盈利能力明显增强，对公司业务收入形成有效补充。

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”）和杭州水务原水有限公司（以下简称“水务原水”）负责。2021 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。2021 年，公司原水收入 3.65 亿元，毛利率 29.16%，同比大幅增长，主要系 2020 年开始形成原水销售收入固定成本规模大所致。

（5）自建项目

截至 2021 年底，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 年底，公司供水及污水处理板块在建项目总投资为 78.20 亿元，已投资 16.49 亿元，尚需投资 61.71 亿元；拟建项目总投资 18.37 亿元。截至 2021 年底，公司在建 PPP 项目总投资 18.70 亿元，已投资 14.64 亿元，未来尚需投资 4.06 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 年底公司在建供水及污水处理项目情况

项目	设计供水/污水处理能力（万吨/日）	计划总投资（亿元）	累计投资金额（亿元）	未来投资计划		
				2022 年	2023 年	2024 年及以后
供水版块						
取水口上移工程一期	--	9.71	3.62	4.20	1.89	--
取水口上移工程二期	--	23.93	1.20	6.00	16.73	--
祥符水厂扩建工程	50 万吨/日	5.66	0.84	1.40	2.00	1.42
小计	--	**39.30**	**5.66**	**11.60**	**20.62**	**1.42**
污水处理版块						
城北净水厂工程	工程规模为 10 万吨/日，设备规模按照 10 万吨/日规模进行配置	13.46	5.53	5.20	2.73	--
富阳污水处理五期工程	设计新增 6 万吨/日	9.73	3.00	2.16	4.57	--
新登污水处理三期工程	设计新增 3.1 万吨/日	1.95	0.90	0.87	0.18	--
江南水厂改扩建工程	设计新增 20 万吨/日，提升 10 万吨/日	13.76	1.40	2.30	6.00	4.06
小计	--	**38.90**	**10.83**	**10.53**	**13.48**	**4.06**
合计	--	**78.20**	**16.49**	**22.13**	**34.10**	**5.48**

资料来源：公司提供

表 11　截至 2021 年底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目	设计供水/污水处理能力	计划总投资	未来投资计划		
			2022 年	2023 年	2024 年及以后
供水板块					
赤山埠水厂提升改造	本工程新建 15 万吨/日深度处理系统，25 万吨/日排泥水处理系统	2.67	0.22	0.50	1.95
之江路输水管廊及道路提升工程（之浦路-复兴路）给水管道工程	之江路输水管廊及道路提升工程（之浦路~复兴路）新建 DN2200 原水管 4.9km，DN2000 清水管 12.9km，配合之江路管廊工程管道敷设	3.72	0.60	0.80	2.32
杭州市未来城市实践区生态海塘工程（一期）	40 万吨/每天	3.15	0.20	2.95	--
小计		9.54	1.02	4.25	4.27
污水板块					
七格污水处理厂提标改造（三期、四期）	七格污水处理厂三、四期提标改造对七格三四期污水处理设施进行提标改造，总计规模 90 万吨/日	5.36	0.50	0.80	4.06
城北厂配套污水管工程（一期）	--	1.10	0.05	0.80	0.25
城北厂配套 3-5 泵站新建工程	5.5 万吨/每天	1.00	0.10	0.90	--
城北厂配套污水管工程（二期）	--	1.37	0.02	1.00	0.35
小计		8.83	0.67	3.50	4.66
合计	--	**18.37**	**1.69**	**7.75**	**8.93**

资料来源：公司提供

表 12　截至 2021 年底公司在建 PPP 项目情况

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（亿元）	公司持股比例	预计总投资（亿元）	建设期+运营期	截至 2021 年底已投资（亿元）	预计进入运营期时间
之江净水厂	远景总规模 30 万吨/日，近期规模 8 万吨/日，土建按 16 万吨/日实施	是	杭州水务之江污水处理有限公司	2.70	100%	13.43	25 年	13.15	2023 年 10 月
景宁畲族自治县金村水库及供水工程 PPP 项目	2.4 万吨/日	是	丽水杭景原水有限公司	1.05	77.6%	5.27	15.5 年	1.49	2024 年 10 月
合计	--	--	--	**3.75**	--	**18.70**	--	**14.64**	--

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2021年度合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2021年，公司合并范围新增富阳水务、杭州市环境保护科学研究设计有限公司、杭州水务城市服务有限公司和杭州临安水务有限公司。公司合并范围对财务报表影响较大，财务数据可比性一般。

2. 资产质量

截至2021年底，受合并富阳水务影响，公司资产总额较上年底有所增长；资产中水务业务形成的管网、水厂和特许经营权资产占比高，资产流动性弱，资产质量尚可。

截至2021年底，公司合并资产总额357.76亿

元，较上年底增长25.80%，主要系合并富阳水务所致。公司资产以非流动资产为主，流动资产较上年底占比上升较快。

表 13　2020－2021 年底公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**50.81**	**17.86**	**84.60**	**23.65**
货币资金	16.91	5.95	16.22	4.54
应收账款	6.50	2.29	7.54	2.11
其他应收款	4.08	1.44	35.85	10.02
存货	5.97	2.10	6.85	1.92
其他流动资产	16.11	5.66	2.86	0.80
非流动资产	**233.59**	**82.14**	**273.16**	**76.35**
固定资产	162.03	56.97	196.14	54.82
在建工程	52.26	18.37	41.22	11.52
无形资产	4.91	1.73	20.96	5.86
资产总额	**284.39**	**100.00**	**357.76**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产84.60亿元，较上年底增长66.51%，主要系其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金16.22亿元，较上年底下降4.06%，整体变化不大。货币资金中有0.85亿元受限资金，受限比例为5.24%，主要为用于质押的定期存单。

截至2021年底，公司应收账款账面价值7.54亿元，较上年底增长15.90%，主要系合并富阳水务所致。应收账款账龄以一年内为主，累计计提坏账0.09亿元，坏账计提金额小；应收账款前五大欠款方合计金额为4.60亿元，占比为60.32%，集中度较高。

截至2021年底，公司其他应收款35.85亿元，较上年底大幅增长，主要系合并富阳水务所致。公司其他应收款主要为应收杭州富阳城市建设投资集团有限公司往来款（金额32.36亿元），公司未计提坏账准备。

截至2021年底，公司存货6.85亿元，较上年底增长14.86%，主要系工程施工投入成本增长所致。存货主要由施工业务投入成本构成，未计提跌价准备。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产273.16亿元，较上年底增长16.94%，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。

截至2021年底，公司固定资产196.14亿元，较上年底增长21.05%，主要系建设资产完工转入所致。固定资产主要由管道资产、房屋和建筑物构成，累计计提折旧62.51亿元。

截至2021年底，公司在建工程41.22亿元，较上年底下降21.12%，主要系部分建设项目完工转入固定资产所致。在建工程主要为存续管道更新改造成本、大毛坞一仁和大道供水工程和城北净水厂构成，未计提减值准备。

截至2021年底，公司无形资产20.96亿元，较上年底增长326.88%，主要系新增特许经营权所致。公司无形资产主要由水务业务形成特许经营权和土地使用权构成，累计摊销1.00亿元，未计提减值准备。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产0.85亿元，全部为受限的货币资金，资产受限比例0.24%，资产受限比例低。

资产流动性方面，截至2021年底，公司固定资产、在建工程和无形资产合计占资产总额比重72.20%，主要为供水业务形成的管网、水厂和特许经营权等资产，资产流动性弱。

3. 资本结构

（1）所有者权益

受合并富阳水务影响，截至 2021 年底，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2021年底，公司所有者权益103.32亿元，较上年底增长5.79%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为72.43%，少数股东权益占比为27.57%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占48.39%、7.75%和14.48%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年底，公司未分配利润14.96亿元，

较上年底增长12.37%，主要系上年利润结转所致。

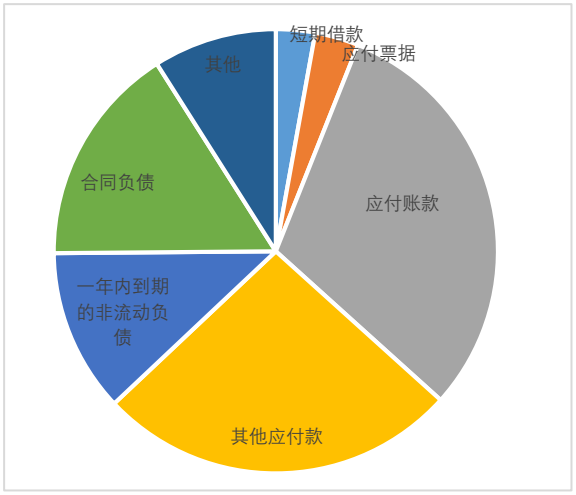
截至2021年底，公司少数股东权益28.48亿元，较上年底增长16.54%，主要系合并富阳水务所致。

（2）负债

受公司合并富阳水务影响，截至2021年底，公司负债总额有所增长；有息债务以长期债务为主，债务负担较重，未来集中偿付压力一般。

截至2021年底，公司负债总额254.44亿元，较上年底增长36.26%，主要系长期借款和合同负债增长所致。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

图2　截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司流动负债77.62亿元，较上年底增长33.55%，主要系合同负债增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占32.61%）、其他应付款（占28.01%）、一年内到期的非流动负债（占12.65%）和合同负债（占17.17%）构成。

截至2021年底，公司短期借款2.35亿元，较上年底下降41.91%，主要系公司偿还到期借款所致；公司短期借款为保证借款（金额1.35亿元）和信用借款（1.00亿元）构成。

截至2021年底，公司新增应付票据2.64亿元，主要由应付商业承兑汇票构成。

截至2021年底，公司应付账款25.31亿元，较上年底增长3.84%，主要系应付工程款增长所致。应付账款账龄以1年以内（占比63.69%）为主。

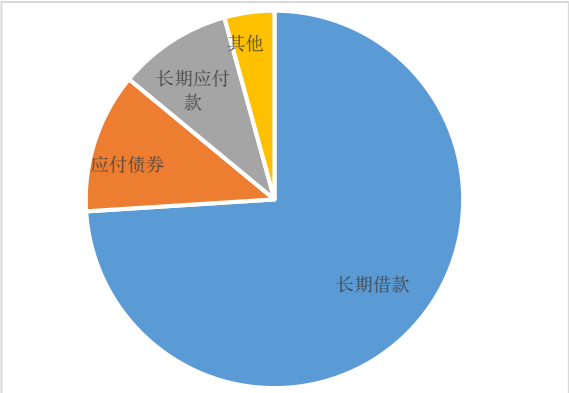
截至2021年底，公司其他应付款21.75亿元，较上年底增长23.24%，主要系合并富阳水务所致；其他应付款主要由嘉兴市原水投资有限公司支付的大毛坞—仁和大道供水工程的建设资金（占比68.51%）构成

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债9.82亿元，较上年底增长331.79%，主要系长期债务转入所致。

截至2021年底，公司合同负债13.33亿元，较上年底（原为预收款项）增长56.64%，主要系预收工程款增长所致；公司合同负债主要由预收的工程建设款（占比98.57%）构成。

截至2021年底，公司非流动负债176.82亿元，较上年底增长37.49%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占65.03%）、应付债券（占10.55%）、长期应付款（占11.76%）和递延收益（占12.10%）构成。

图 3　截至 2021 年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司长期借款 114.99 亿元，较上年底增长 49.71%，主要系合并富阳水务所致；长期借款主要由信用借款（占比 68.29%）和保证借款（占比 20.46%）构成。

截至 2021 年底，公司应付债券 18.65 亿元，较上年底增长 86.55%，主要系合并富阳水务（存在存量债券 8.65 亿元）所致应付债券。

截至 2021 年底，公司长期应付款 20.79 亿元，较上年底增长 13.92%，主要系收到地方政

府专项债券所致；公司长期应付款中有息债务17.01 亿元，本期报告已调整至公司长期债务。

截至2021年底，公司递延收益21.40亿元，较上年底下降 6.63%，主要系前期收到政府补助摊销所致。

截至 2021 年底，公司全部债务 165.57 亿元，较上年底增长 53.60%，主要系合并富阳水务所致。债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 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较上年底分别提高 5.46 个百分点、提高 9.11 个百分点和提高 8.38 个百分点。公司债务负担较重。

截至2021年底，公司全部债务分布情况见下表，公司未来集中偿付压力一般。

表 14　截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	14.81	17.76	13.04	119.96	**165.57**
占比（%）	8.94	10.73	7.88	72.45	**100.00**

资料来源：公司提供

截至报告出具日公司存续债券 15.00 亿元，其中，于 2023 年公司到期的债券 10.00 亿元。

表 15　截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
G20 杭水 1	2023/12/02	10.00
22 杭州水务 SCP001	2022/10/17	5.00
合计	--	15.00

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日
资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021 年，受工程建设和供水收入增长影响，公司营业收入涨幅明显；期间费用规模较大，对整体利润侵蚀较大；公司利润总额对政府补贴依赖性较强，公司整理盈利能力强。

2021 年，公司实现营业收入 50.37 亿元，同比增长 52.71%，营业成本 40.56 亿元，同比增长 51.97%，主要系工程施工和供水收入增长所致；营业利润率为 18.53%，同比提高 0.27 个百分点，同比变化不大。

2021 年，公司费用总额为 8.88 亿元，同比增长 57.50%，主要系财务费用和管理费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 24.60%、32.53%、4.77%和 38.10%，以财务费用和管理费用为主。2021 年，公司期间费用率为 17.63%，同比提高 0.54 个百分点。公司费用规模较大，对整体利润侵蚀较大。

2021 年，公司实现投资收益 0.74 亿元，同比增长 78.64%，主要系投资股权资产和国债逆回购产生的收益所致，投资收益占营业利润比重为 23.29%，对营业利润影响不大；其他收益 2.02 亿元，同比增长 67.24%，主要系公司收到的业务补贴资金所致，其他收益占营业利润比重为 63.94%，对营业利润影响较大；公司利润总额对政府补贴依赖性较强。

2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.76%和 2.12%，同比分别提高 0.87 个百分点和提高 0.50 个百分点。公司整体盈利能力强。

表 16　公司盈利能力变化情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入（亿元）	26.83	32.99	50.37
利润总额（亿元）	4.38	2.22	3.21
营业利润率（%）	22.34	18.26	18.53
总资本收益率（%）	2.54	1.90	2.76
净资产收益率（%））	3.96	1.63	2.12

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5. 现金流

2021年，受业务规模扩大影响，公司经营活动现金流入规模增长，经营活动现金净流入规模扩大，收现实现质量好；受在建项目持续投入，投资活动现金流保持大额净流出；公司筹资活动现金流入规模大幅下降。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入64.22亿元，同比增长53.39%，主要系经营业务收到的现金增长所致；经营活动现金流出40.72亿元，同比增长13.67%，主要系购买商品提供劳务支付的现金增长所致。2021年，公司经营活动现金净流入23.49亿元，同比增长289.19%，主要系支付其他与经营活动有关的现

金减少所致。2021年，公司现金收入比为103.54%，同比提高7.67个百分点，收入实现质量好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入22.25亿元，同比增长63.61%，主要系购买理财产品收到的现金增长所致；投资活动现金流出55.37亿元，主要为在建供水及污水处理项目支付的现金。2021年，公司投资活动现金净流出33.13亿元。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-9.63亿元，同比净流出规模有所减小，主要系经营活动现金净流入规模增长所致。从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入27.84亿元，同比下降39.76%，主要系借款收到的现金下降所致；筹资活动现金流出19.73亿元，同比增长225.36%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2021年，公司筹资活动现金净流入8.11亿元，同比下降79.79%。

6. 偿债指标

截至2021年底，公司短期偿债指标和长期偿债指标均表现较好；公司或有负债风险小，间接融资渠道畅通。

表17 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	87.41	108.99
	速动比率（%）	77.15	100.16
	经营现金/流动负债（%）	10.39	30.27
	经营现金/短期债务（倍）	0.95	1.59
	现金类资产/短期债务（倍）	2.67	1.71
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	10.36	16.25
	全部债务/EBITDA（倍）	10.40	10.19
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	0.14
	EBITDA/利息支出（倍）	2.93	2.57
	经营现金/利息（倍）	1.70	3.72

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的87.41%和77.15%分别提高至108.99%和提高至100.16%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2021年底，公司经营现金流动负债比率为30.27%，同比提高19.88个百分点。截至2021年底，公司经营现金/短期债务为1.59倍，同比提高0.63倍，经营活动现金流量净额对短期债务保障较好。截至2021年底，公司现金短期债务比由上年底的2.67倍下降至1.71倍，现金类资产对短期债务的保障程度好。整体看，公司短期偿债指标表现较好。

2021年，公司EBITDA为16.25亿元，同比增长56.80%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占46.40%）、计入财务费用的利息支出（占32.20%）、利润总额（占19.77%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的2.93倍下降至2.57倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的10.40倍下降至10.19倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱；经营现金/全部债务由上年的0.06倍提高至0.14倍，经营现金流量净额对全部债务的保障程度弱；经营现金/利息支出由上年的1.70倍提高至3.72倍，经营现金对利息支出的保障程度较好。整体看，公司长期债务偿债指标表现较好。

对外担保方面，截至2021年底，公司对外担保金额0.09亿元，系对杭州市国有企业担保，公司对外担保规模小，或有负债风险小。

未决诉讼方面，截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年底，公司共计获得银行授信额度267.23亿元，已使用授信金额122.72亿元，剩余可用144.51亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产占合并口径比低，资产主要集中在下属子公司，所有者权益稳定性强，债务负担轻；母公司收入占合并口径比重低，营业收入主要集中在下属子公司。

截至2021年底，母公司资产总额133.12亿元，占合并口径37.21%。其中，流动资产10.50亿元（占比7.89%），非流动资产122.63亿元（占比92.11%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占18.24%）、交易性金融资产（占48.97%）和其他应收款（占25.78%）构成；非流动资产主要

由长期股权投资（占43.79%）、固定资产（占38.50%）和在建工程（占11.06%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为1.91亿元。

截至2021年底，母公司负债总额63.41亿元，占合并口径24.92%。其中，流动负债18.18亿元（占比28.66%），非流动负债45.23亿元（占比71.34%）。从构成看，流动负债主要由应付账款（占75.74%）、其他应付款（占12.79%）构成；非流动负债主要由长期借款（占27.29%）、应付债券（占22.10%）、递延收益（占45.34%）构成。母公司2021年资产负债率为47.63%，较2020年提高3.43个百分点。截至2021年底，母公司全部债务23.63亿元。其中，短期债务占5.36%、长期债务占94.64%。截至2021年底，母公司短期债务为1.27亿元。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率25.31%，母公司债务负担较轻。

截至2021年底，母公司所有者权益为69.71亿元，占合并口径67.47%。在所有者权益中，实收资本为50.00亿元（占71.72%）、资本公积合计5.89亿元（占8.45%）、未分配利润合计11.96亿元（占17.15%）、盈余公积合计1.33亿元（占1.91%），实收资本和资本公积占比高，所有者权益稳定性强。

2021年，母公司营业总收入为12.29亿元，占合并口径24.41%，利润总额为0.22亿元。同期，母公司投资收益为1.67亿元。

现金流方面，截至2021年底，公司母公司经营活动现金流净额为8.17亿元，投资活动现金流净额-9.66亿元，筹资活动现金流净额-0.15亿元。

十、外部支持

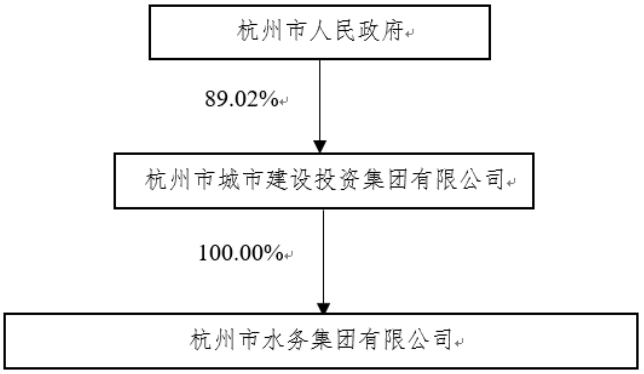
2021年，公司在经营补贴方面继续获得有力的外部支持。

2021 年，公司收到政府补贴资金 2.02 亿元计入“其他收益”。

十一、结论

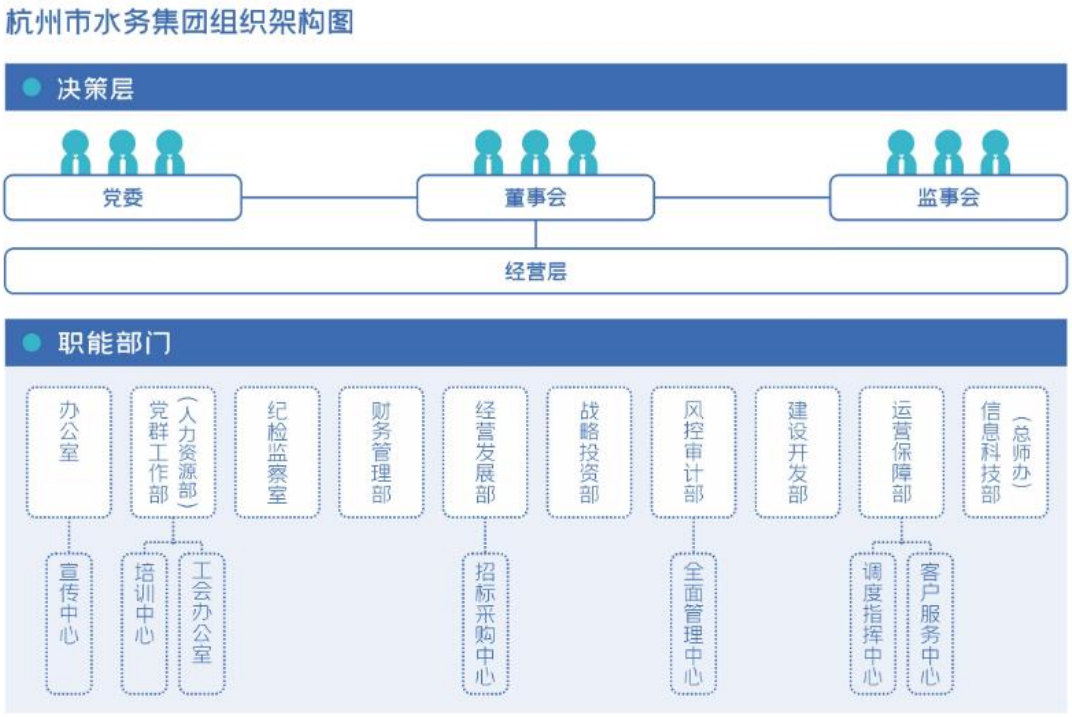
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“G20杭水1”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-1　截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
1	杭州市排水有限公司	污水处理	62500.00	100.00	其他
2	杭州水务设计院有限公司	设计	1000.00	100.00	投资设立
3	杭州临安自来水有限公司	制水与销售	15000.00	51.00	非同一控制下的企业合并
4	杭州建德污水处理有限公司	污水处理	10362.40	57.90	投资设立
5	杭州建德自来水有限公司	制水与销售	14289.65	62.98	投资设立
6	杭州临安排水有限公司	污水处理	20408.00	51.00	非同一控制下的企业合并
7	杭州水务工程建设有限公司	工程建设	5001.00	100.00	投资设立
8	杭州水务原水有限公司	输送、销售饮用原水	36000.00	51.00	投资设立
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	投资设立
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	投资设立
11	杭州市千岛湖原水股份有限公司	原水供应	262800.00	57.23	其他
12	杭州市水环境发展有限公司	水污染治理	5000.00	65.00	投资设立
13	杭州滨江水务有限公司	制水与销售	126372.74	60.00	非同一控制下的企业合并
14	杭州富阳水务有限公司	制水与销售	25000.00	60.00	非同一控制下的企业合并
15	杭州市环境保护科学研究设计有限公司	环保咨询服务	350.00	100.00	非同一控制下的企业合并
16	杭州水务城市服务有限公司	物业服务	3000.00	100.00	投资设立
17	杭州临安水务有限公司	制水与销售	51000.00	51.00	投资设立

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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	19.26	16.91	25.33
资产总额（亿元）	221.49	284.39	357.76
所有者权益（亿元）	84.82	97.67	103.32
短期债务（亿元）	0.56	6.32	14.81
长期债务（亿元）	65.61	101.47	150.76
全部债务（亿元）	66.17	107.79	165.57
营业总收入（亿元）	26.83	32.99	50.37
利润总额（亿元）	4.38	2.22	3.21
EBITDA（亿元）	8.88	10.36	16.25
经营性净现金流（亿元）	6.77	6.04	23.49
财务指标			
销售债权周转次数（次）	36.52	9.08	7.18
存货周转次数（次）	7.09	5.84	6.33
总资产周转次数（次）	0.16	0.13	0.16
现金收入比（%）	106.74	95.86	103.54
营业利润率（%）	22.34	18.26	18.53
总资本收益率（%）	2.54	1.90	2.76
净资产收益率（%）	3.96	1.63	2.12
长期债务资本化比率（%）	43.62	50.95	59.34
全部债务资本化比率（%）	43.82	52.46	61.58
资产负债率（%）	61.70	65.66	71.12
流动比率（%）	69.18	87.41	108.99
速动比率（%）	62.22	77.15	100.16
经营现金流动负债比（%）	14.85	10.39	30.27
现金短期债务比（倍）	34.39	2.67	1.71
EBITDA 利息倍数（倍）	8.07	2.93	2.57
全部债务/EBITDA（倍）	7.45	10.40	10.19

注：公司长期应付款中有息债务已调整至公司长期债务

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.93	3.56	7.06
资产总额（亿元）	96.24	124.53	133.12
所有者权益（亿元）	62.99	69.49	69.71
短期债务（亿元）	0.00	2.67	1.27
长期债务（亿元）	3.14	20.05	22.36
全部债务（亿元）	3.14	22.72	23.63
营业总收入（亿元）	11.05	10.75	12.29
利润总额（亿元）	3.25	0.50	0.22
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	4.60	3.78	8.17
财务指标			
销售债权周转次数（次）	52.90	51.55	63.34
存货周转次数（次）	30.19	37.02	54.75
总资产周转次数（次）	0.13	0.10	0.10
现金收入比（%）	104.34	103.94	103.04
营业利润率（%）	33.04	10.70	3.35
总资本收益率（%）	3.78	0.57	0.17
净资产收益率（%）	3.97	0.76	0.22
长期债务资本化比率（%）	4.75	22.39	24.28
全部债务资本化比率（%）	4.75	24.64	25.31
资产负债率（%）	34.56	44.20	47.63
流动比率（%）	67.34	178.52	57.76
速动比率（%）	62.92	176.28	56.74
经营现金流动负债比（%）	74.78	35.89	44.93
现金短期债务比（倍）	*	1.34	5.58
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1.未获取数据用“/”表示，“*”代表分母为 0；2.因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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收票据+应收款项融资中的应收票据
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+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持