

# 信用等级公告

联合[2018] 1061 号

联合资信评估有限公司通过对仁怀市水务投资开发有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持仁怀市水务投资开发有限责任公司主体长期信用等级为AA，“18仁怀水投债01”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年六月十九日



# 仁怀市水务投资开发有限责任公司跟踪评级报告

## 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18仁怀水投债01	5亿元	2025/2/24	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018年6月19日

## 财务数据

项目	2015年	2016年	2017年
现金类资产(亿元)	1.10	1.61	3.11
资产总额(亿元)	79.27	92.26	105.71
所有者权益(亿元)	69.33	77.69	80.15
短期债务(亿元)	0.50	0.00	0.00
长期债务(亿元)	8.52	11.55	21.95
全部债务(亿元)	9.02	11.55	21.95
营业收入(亿元)	5.11	6.89	6.78
利润总额(亿元)	1.58	2.65	2.53
EBITDA(亿元)	2.05	3.11	3.13
经营性净现金流(亿元)	-7.38	-1.52	-7.29
营业利润率(%)	11.62	14.66	17.48
净资产收益率(%)	2.27	3.27	3.06
资产负债率(%)	12.55	15.79	24.18
全部债务资本化比率(%)	11.51	12.94	21.50
流动比率(%)	4928.27	5344.90	5057.92
经营现金流流动负债比(%)	-517.50	-96.90	-378.07
全部债务/EBITDA(倍)	4.41	3.71	7.01

## 分析师

王妍 辛纯璐

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

## 评级观点

仁怀市水务投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）主要承担仁怀市城乡水利基础设施建设以及城市供水、污水处理等业务。跟踪期内，公司水利工程建设稳步推进，供水量有所提升，且持续获得仁怀市政府的财政补贴支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模快速增长、盈利能力对财政补贴依赖程度高以及城镇供水工程未来投资压力大等因素对公司信用水平带来的负面影响。

随着城镇化的推进，仁怀市城市水务服务人群将实现进一步扩张，公司收入规模有望扩大，盈利能力有望改善。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“18仁怀水投债01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

## 优势

- 2017年，仁怀市经济持续增长，公司获得仁怀市政府的持续支持。
- 跟踪期内，公司水利项目持续投资，城镇供水量提升，带动了公司水费收入水平增长。
- 跟踪期内，公司污水处理厂初步实现运营收入，未来随着其余项目的正式运营，公司污水处理收入有望提升。

## 关注

- 公司尚处于建立初期，资产构成单一，土地资产占比高，整体资产质量一般。
- 公司自身盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖大。
- 跟踪期内，受工程建设业务结算模式影响，公司收入获现能力弱，经营活动现金流情况较差。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由仁怀市水务投资开发有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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。

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。

# 仁怀市水务投资开发有限责任公司跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于仁怀市水务投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为仁怀市人民政府，截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 20000 万元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2017 年底，公司本部设立建设管理部、安全监督管理部、财务部、经营管理部、投资发展部和办公室 6 个部门；公司拥有 2 家分公司、2 家子公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 105.71 亿元，所有者权益合计 80.15 亿元；2017 年，公司实现营业收入 6.78 亿元，利润总额 2.53 亿元。

公司注册地址：贵州省遵义市仁怀市盐津办；法定代表人：龙静。

## 三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2018 年 5 月底，联合资信所评“18 仁怀水投债 01”余额为 5.00 亿元。跟踪期内，公司存续债券尚未进入本息偿付阶段。

截至 2018 年 5 月底，“18 仁怀水投债 01”募集资金已使用 5.00 亿元，其中 4.65 亿元用于募投项目仁怀市城镇供水工程项目，剩余 0.35 亿元用于补充流动资金。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 仁怀水投债 01	5	5	2018/2/24	7 年

资料来源：联合资信整理

募投项目已于 2016 年开工建设，截至 2017 年底，项目已完成投资 2.32 亿元（统计口径为已结算的工程量），预计 2018 年完工。

## 四、行业及区域经济环境

### 1. 水务行业

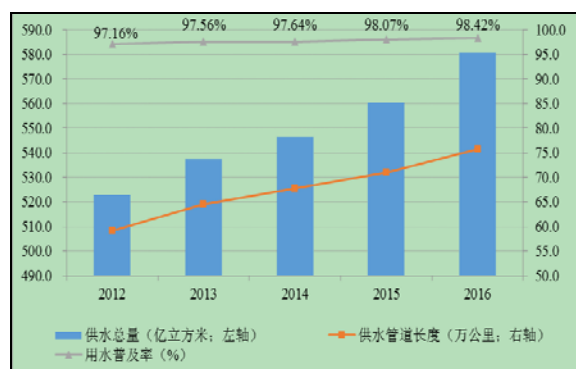
水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。

#### （1）供水行业分析

**供水总量逐年提升，供水行业平稳发展；但我国水资源匮乏，人均水资源量与用水量不匹配**

2012~2016 年，我国供水总量呈现出稳步上升的态势。2016 年底，我国城市供水能力达 3.03 亿立方米/日，较上年增长 2.2%；供水管道长度 75.7 万公里，较上年增长 6.5%，城市用水普及率增加 0.35 个百分点至 98.42%。从大趋势来看，近几年全国城镇供水总量保持 2%~3% 的速度稳定增长，我国供水设施建设已趋近饱和，行业进入平稳发展状态。

图 1 我国城市供水规模变动情况



资料来源：联合资信根据《2016 年城乡建设统计公报》整理

由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，2016 年底仅为 2180.50 立方米（按 2016 年全年用水量占全年水资源总量的 18.6%，人均水资源量 406 立方米），不足世界

平均水平的三分之一，受制于南北地理环境和气候差异造成的水资源分布不均，全国约 81% 的水资源集中分布在长江流域及以南地区，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。2016 年底，全年用水量 6040.2 亿立方米，占全年水资源总量的 18.6%，人均综合用水量 438 立方米。据统计，全国 663 个城市中，有 400 多个城市常年供水不足，110 个城市严重缺水。华北、西北、辽中南、山东及沿海部分城市水资源供需矛盾尤为突出，北京、天津、宁夏、上海、河北等 9 个省（市、自治区）人均水资源量不足 500 立方米，属于严重缺水地区。水资源短缺和人均水资源量与用水量不匹配一定程度上制约我国经济和社会可持续发展，水务行业重要性日益凸显。

#### 自来水价格偏低，仍存在较大上调空间

目前，我国用水分类包括居民生活用水和生产经营用水（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。水价主要有自来水费、水资源费和污水处理费构成。

从定价模式来看，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，但是自来水价格正在逐步实现市场化。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，我国自来水价格也不断上涨。据统计，截至 2017 年底，全国 36 个大中城市，居民生活用水（自来水）价格（第一阶梯水价）平均为 2.29 元/吨，其中 47% 的城市水价在 2~3 元/吨，14% 的城市水价高于 3 元/吨。为体现水资源的稀缺性，充分发挥水价的调节作用，国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。

表 2 2017 年底全国重点城市居民自来水价格

（单位：元/吨）

排名	城市	自来水价	排名	城市	自来水价
1	天津	4.00	19	厦门	2.20
2	北京	3.64	20	银川	2.15
3	长春	3.60	21	福州	2.10
4	郑州	3.45	22	成都	2.08

5	济南	3.20	23	广州	1.98
6	西安	2.85	24	上海	1.92
7	石家庄	2.83	25	杭州	1.90
8	深圳	2.67	26	合肥	1.90
9	青岛	2.50	27	贵阳	1.82
10	重庆	2.50	28	西宁	1.76
11	昆明	2.45	29	兰州	1.75
12	宁波	2.40	30	海口	1.75
13	哈尔滨	2.40	31	长沙	1.63
14	呼和浩特	2.35	32	南京	1.62
15	沈阳	2.35	33	南昌	1.58
16	太原	2.35	34	南宁	1.45
17	大连	2.30	35	拉萨	1.54
18	乌鲁木齐	2.25	36	武汉	1.37

注：该表自来水单价为第一阶梯水价，且不含污水处理费的居民用水价格。

资料来源：自来水企业、中国水网

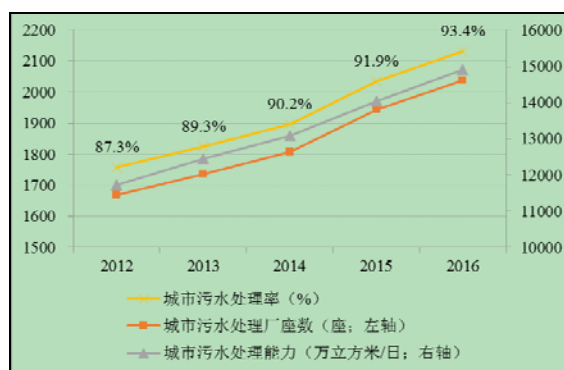
从长期来看，基于水资源的稀缺性和城镇化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，自来水价格仍将长期处于上行通道。

#### （2）污水处理行业分析

#### 行业进入快速发展期，污水处理能力，污水处理能力尚有较大提升空间

近年来，随着全国各大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，污水处理能力明显提升，行业进入快速发展期。

图2 我国污水处理规模变动情况



资料来源：联合资信根据《2016年城乡建设统计公报》整理

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水占全国污水排放总量的 60% 以上。2016 年底，我国耗水总量 3192.9 亿立方米，全国废污水排放总量 765 亿立方米。截至 2016 年底，全国累计建成污水

处理厂 3552 座，城市污水处理能力达 14910 万立方米/日(544 吨亿/年)，较上年增长 6.2%；排水管道长度达 57.7 万公里，较上年底增长 6.9%，城市污水处理率提升 1.54 个百分点至 93.44%。自 2010 年以来污水处理行业增速基本稳定在 5%~6% 左右。污水处理能力尚未无法满足国废污水排放总量，行业正处于快速成长期。

### 污水费处理费仍处低位，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，但随着市场化改革推进，污水处理服务费结算方式得以变化，有效提升了污水处理企业盈利水平。长期看，污水处理费价格上涨已是必然之势。

表 3 2017 年底全国重点城市居民污水处理费  
(单位: 元/吨)

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	上海	1.70	19	西安	0.95
2	南京	1.42	20	石家庄	0.95
3	北京	1.36	21	哈尔滨	0.95
4	南宁	1.14	22	大连	0.95
5	武汉	1.10	23	银川	0.95
6	杭州	1.00	24	福州	0.95
7	贵阳	1.00	25	乌鲁木齐	0.95
8	青岛	1.00	26	广州	0.95
9	济南	1.00	27	合肥	0.95
10	重庆	1.00	28	成都	0.95
11	昆明	1.00	29	深圳	0.90
12	宁波	1.00	30	天津	0.90
13	厦门	1.00	31	海口	0.80

14	西宁	0.95	32	南昌	0.80
15	兰州	0.95	33	拉萨	0.80
16	长沙	0.95	34	呼和浩特	0.65
17	长春	0.95	35	沈阳	0.60
18	郑州	0.95	36	太原	0.50

注：该表污水处理费为居民生活用水污水处理收费，若有阶梯污水处理费的收费标准，表中数据为第一阶梯污水处理费。

资料来源：Wind 资讯、自来水企业、我国水网

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。2016 年底，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元。根据相关城市的市政府、发改委、物价局或自来水企业公布的数据显示，截至 2017 年底，居民生活污水处理费排名前十位的城市价格处于 1.0~1.7 元/吨之间，主要为水资源匮乏城市；居民生活污水处理费排名后八位的城市包括天津、深圳等地，价格处于 0.50 元~0.90 元/吨，未来尚有较大的价格上调空间。

## 2. 行业政策

污水处理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，国家有关部门明确了“十三五”水务发展目标，并制定了一系列涉及资质管理、产品和服务质量、项目建设标准、价格管理、市场化改革、税收优惠、技术革新等方面的政策，为水务行业的发展提供了保障。

表 4 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	《水污染防治行动计划》(国发[2015]17 号)	国务院
2	《关于推进污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》(2015 年 05 月 06 日)	财政部、环境保护部
3	《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)	国家发改委、财政部、住建部
4	《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
5	《“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
6	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
7	《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

8	《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
9	《“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
10	《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
11	《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
12	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城[2017]143号）	中华人民共和国住房和城乡建设部
13	《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 国家发展和改革委员会 水利部

资料来源：联合资信整理

### 3. 行业竞争和发展趋势

受水资源紧缺、用水需求持续增长及环保要求不断提高的影响下，我国水务行业不断推进市场化改革，目前正处于向市场化过渡阶段。水务企业大致可分为国有水务企业、投资型水务企业、外资企业和民营水务企业。其中国有水务企业作为行业主力军，多为原事业单位改制形成，区域专营优势明显，但在跨地域经营、规模经济水平较弱。投资型水务企业多数为上市企业，综合实力相对雄厚，正在通过并购、合资、参控股、BOT等手段积极扩大市场份额。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。

伴随经济发达的一线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二三线城市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。同时，部分国有水务企业受政资分离和鼓励社会资本合作等政策要求和影响，纷纷步入混改浪潮，2017年水务企业IPO全面爆发，其中4家企业A股上市和2家企业港股上市，行业竞争将进一步加剧。

### 4. 区域经济

**仁怀市作为百强县，2017年经济持续增长，为公司创造了良好的外部环境。**

公司承担的项目主要分布于仁怀市，根据

仁怀市《2017年政府工作报告》，仁怀市跻身全国百强县（市），列中国工业百强县市第59位，茅台镇成为西部全国百强镇。仁怀市常住人口约56万人，近年呈小幅增长态势。

2017年，仁怀市实现地区生产总值640.77亿元，增速分别为12.3%。规模以上工业增加值完成562.61亿元，增长13.2%。固定资产投资完成264.35亿元，增长9.2%。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，仁怀市政府持有公司100%股权，为公司实际控制人。

### 2. 外部支持

**仁怀市可控财力稳步增长；仁怀市地方政府债务以直接债务为主，整体债务负担重；跟踪期内，仁怀市政府继续给予公司持续支持。**

2017年，仁怀市一般预算收入38.10亿元，同口径增长10%左右。其中茅台集团是仁怀市主要税源单位，仁怀市一般预算收入稳定性较好；同期一般公共预算支出39.50亿元，区域财政自给率较高。

2017年，仁怀市上级补助收入8.60亿元，占综合财力49.90亿元的17.23%，补贴力度较低；政府性基金收入3.20亿元。

地方政府债务方面，仁怀市地方债务合并口径全部为直接债务。截至2017年底，债务余额为80.00亿元，较2016年底基本维持稳定，近年仁怀市地方债务水平较高，债务负

担很重。

2017年，公司收到政府补贴收入2.31亿元，主要针对水利基础设施建设补贴，辅以部分对公司公共事业运营的专项补贴。

### 3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码：G10520382000417705），截至2018年4月18日，公司无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2018年5月14日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，工程业务建设持续推进，其收入仍系公司最主要的收入来源；同期，公司水费收入增长，盈利水平回升。

2017年，公司营业收入实现6.78亿元，业务结构稳定。其中工程建设收入占比在88.59%，为公司主要收入构成，水费收入和安装收入规模较小，对公司收入总额形成一定补充。2017年，公司主营业务毛利率17.88%，主要经营板块工程建设业务毛利率稳定，水费业务毛利率受供水量影响有所回升，公司安装业务毛利率快速增长。

表5 公司主营业务收入变动情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设收入	60328.80	87.62	16.67	60021.62	88.59	16.67
水费收入	4183.16	6.08	0.66	6277.87	9.27	29.83
安装收入	4342.16	6.31	7.95	1452.01	2.14	16.29
合计	68854.12	100.00	15.14	67751.50	100.00	17.88

资料来源：公司审计报告

### 2. 经营业务分析

#### (1) 工程建设板块

跟踪期内，部分项目款项仍由委托方与施工方直接结算，对公司收入获现能力有一定影响；公司在建项目集中于水库及供排水工程等，项目投资稳步推进。

公司水利基础设施工程项目主要由仁怀市水务局和仁怀市国有资产投资经营有限责任公司授权公司建设，部分农林项目主要由仁怀市农业投资开发有限责任公司（以下简称“仁怀市农投”）和仁怀市民族宗教事务局授权，约定以项目投资总额（投资额及融资利息成本）加成20%确定工程建设收入。根据委托方

要求，部分委托工程建设款由授权方直接支付给工程施工方，以抵消公司应收委托方的款项。由于该项约定，导致公司实际收到的工程建设收入现金流入规模较小。

2017年，公司陆续承建了2017年农村饮水安全巩固提升工程、2017年小农水工程等，完成投资合计5.00亿元（含已完工项目0.14亿元），实现收入6.00亿元，毛利率仍维持在16.67%。

截至2017年底，公司在建工程建设项目计划总投资20.28亿元，已完成投资14.15亿元，未来尚需投资6.13亿元。

表6 截至2017年底在建工程建设项目投资情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资额	2017年投资额
仁怀市大沙坝水库工程	41900.00	37420.21	1789.13



仁怀市共和水库工程	34795.00	425.34	404.38
仁怀市云转山(妙音寺)森林公园建设项目	22000.00	16264.93	1460.92
石坝河	21400.81	283.47	283.47
仁怀市埡石庆水库工程	17848.00	32641.92	17848.52
仁怀市 2017 年农村饮水安全巩固提升工程	15273.00	3219.63	3219.63
中心城区供水管网改造工程	15115.00	23972.89	12490.71
其他项目(单个项目总投资小于 5000 万元)	34482.40	27314.98	11104.23
小计	202814.21	141543.37	48600.99

资料来源: 公司提供

## (2) 水务板块

跟踪期内, 公司供水业务发展较为稳健, 供水管道升级改造将提高集镇水厂利用率。污水处理厂运营逐步进入稳定期, 公司业务结构进一步完善。

公司供水业务主要由子公司仁怀市中心供水公司和分公司仁怀市集镇供水公司负责运营。公司供水业务覆盖仁怀市中心城区及乡镇, 处于区域垄断地位。

跟踪期内, 公司供水能力小幅提升 0.20 万吨/日至 14.10 万吨/日, 供水量由 3016 万吨增至 3249 万吨; 居民用水销量亦呈增长态势; 期间供水价格无调整。2017 年, 公司实现水费收入 0.63 亿元, 增长主要来自自来水销量的增加。同期公司水费业务毛利率回升至 29.83%, 主要系上年短期施工导致成本大幅提升, 今年成本回落所致。

表 7 公司供水业务主要指标

项目		2016 年	2017 年
中心供水公司	水厂个数(个)	6	6
	供水能力(万吨/日)	10.90	11.10
	供水总量(万吨)	2694.00	2920.00
	产销差率(%)	65.00	53.74
集镇供水公司	辐射人口(万人)	30	30
	水厂个数(个)	16	16
	供水能力(万吨/日)	3.00	3.00
	供水总量(万吨)	322.00	329.00
集镇供水公司	产销差率(%)	45.05	19.16
	辐射人口(万人)	10	15

资料来源: 公司提供

表 8 中心供水公司自来水主要销售数据

项目		2016 年	2017 年
居民生活用水	销量(万吨)	553.35	927.85

活用水	自来水用户数(万户)	4.90	4.98
	销售均价(元/吨)	3.10	3.10
非居民用水	销量(万吨)	360.69	356.56
	自来水用户数(户)	1500	1587
特种用水	销售均价(元/吨)	4.65	4.65
	销量(万吨)	29.07	66.28
	自来水用户数(户)	175	189
	销售均价(元/吨)	15.50	15.50

资料来源: 公司提供

表 9 集镇供水公司自来水主要销售数据

项目		2016 年	2017 年
居民生活用水	销量(万吨)	176.93	200.17
	自来水用户数(万户)	1.50	1.58
	销售均价(元/吨)	3.10	3.10

资料来源: 公司提供

公司污水处理业务处于运营初期, 逐步进入稳定期, 跟踪期内, 首次形成小规模污水处理运营费收入 0.04 亿元, 计入“水费收入”。

2017 年 1 月, 子公司仁怀市水务净水有限责任公司组建完成并开始运营, 实现全市城镇生活污水处理厂正常运行。截至 2017 年底公司负责运营污水处理厂 19 座, 处理污水处理能力 2.50 万吨/天, 较上年新增 12 座, 新增处理能力 1.02 万吨/天。除二合污水厂外, 目前公司所运营污水处理厂未正式划转至公司, 具体划入时间尚不确定。预计未来上述污水处理厂正式划转至公司、完善相应运营管理程序后, 公司业务结构将更为完善。

此外, 为改善仁怀市现有供水设备及管网漏损率严重及覆盖能力不均的现状, 公司正在升级改造现有供水管网并新建 3 处供水项目, 均已包含在“18 仁怀水投债 01”募投项目中, 预计通过供水收入实现投资收益平衡, 上述项目计划总投资 15.62 亿元, 截至 2017 年底, 已完成投资 2.32 亿元, 尚需投资 13.30 亿元。

### (3) 安装板块

**跟踪期内，安装业务规模小，易受当期工程量影响。**

公司安装业务由子公司仁怀市水务安装有限责任公司（以下简称“安装公司”）负责，主要承担中心城区和集镇供排水系统的安装、维修抢修以及水务物资器材的经营管理。2017年底，公司形成对碧桂园、茅台酒厂等公司的应收账款，账款余额小。2017年，公司安装收入0.15亿元，毛利率16.29%，收益受当期工程量影响。未来，安装公司将拓展二次供水业务，该板块业务规模有望进一步扩大。

### 3. 未来发展

**公司水利基础设施项目的投资建设持续推进，3年后基本满足现有人口用水需求；未来，公司将逐步转型并开展农村振兴建设。**

随着公司水利基础设施项目的投资建设，到2020年，公司按每年开工建设1座骨干水源水库工程的目标，解决仁怀工程性缺水问题；全面完成全市城乡供水设施升级改造，真正实现全天候供水目标。仁怀市供水能力预计在未来3年后能够满足其现有人口的用水需求，后期政府在水利基础设施方面的投资规模或有所缩减。

鉴于水利设施建设业务需求的逐步缩小，公司寻求转型发展。2018年1月，按照仁怀市政府深化仁怀市属国有企业改革的制度设计，公司对仁怀市农投公司、仁怀市粮油收储总公司（以下简称“粮油公司”）进行整合兼并，实现跨行业兼并重组，目前已完成变更手续，但子公司仍处于独立运营阶段。上述两公司均为国有企业，粮油公司为全民所有制企业，本次并入后将会进行整体改制。具体业务方面，农投公司主要是从事农副产品的投资，乡村的改造等业务，承担的均为政府指派项目，2017年底资产约20亿元，无负债，无营业收入；粮油公司主要是从事红高粱、小麦等农产品的收储工作，以及农业局下达的其他粮食收储工

作，公司粮食收储的下游单位是茅台集团，占其原材料供给的一半左右，粮油公司每年营业收入约10亿元，毛利润在8000~9000万元。未来，公司将依托新并入子公司推进农村振兴建设，包括苹果、柑橘、蔬菜等农副产品的投资，乡村庄社的改造，以及依托仁怀茅台酒产业，开展上游原材料高粱、小麦的收储工作等。以期通过公司融资管理能力推进农村基地化、标准化和科技化程度高的村舍合一项目，向市场提供高品质的农副产品。

## 八、财务分析

公司提供了2017年合并财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2017年新投资设立子公司1家，2017年底，公司合并范围子公司共2家，财务数据具可比性。

### 1. 资产质量

**跟踪期内，应收类款项的快速增长对资金形成占用；土地资产占比高，公司资产构成单一，资产质量一般。**

截至2017年底，公司资产总额105.71亿元，同比增长14.58%。其中流动资产占92.32%、非流动资产占7.68%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
应收账款	4.54	4.92	5.74	5.43
其他应收款	3.05	3.30	13.72	12.98
存货	73.46	79.62	73.92	69.93
<b>流动资产</b>	<b>83.71</b>	<b>90.73</b>	<b>97.59</b>	<b>92.32</b>
<b>非流动资产</b>	<b>8.55</b>	<b>9.27</b>	<b>8.12</b>	<b>7.68</b>
<b>资产总计</b>	<b>92.26</b>	<b>100.00</b>	<b>105.71</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动资产97.59亿元。其中货币资金4.12亿元，其项下受限资金1.01亿元；应收账款5.74亿元，应收方主要为仁怀市水务局，期末余额为5.68亿元，占比99.03%，

账龄主要在 1 年内；其他应收款 13.72 亿元，较上年增长 350.33%，应收方主要是仁怀市财政局，期末余额为 10.97 亿元，占比 79.92%，较上年同期增加 9.94 亿元，账龄主要集中于 1 年以内；存货 73.92 亿元，占资产总额的 69.93%，其项下土地使用权 71.21 亿元（337.66 万平方米），其中 15.57 亿元已用于抵押。2017 年底，公司非流动资产 8.12 亿元，其中 99% 以上为固定资产（水库等建筑物账面价值 7.22 亿元）。

## 2. 资本结构

**跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定；债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，目前债务负担较轻。**

2017 年底，公司所有者权益规模与结构保持稳定，资本公积主要来自仁怀市政府对公司的土地资产以及供水相关设施的注入。

2017 年底，公司负债总额为 25.56 亿元，同比增长 23.53%，其中非流动负债占 92.45%。

表11 公司主要负债和所有者权益构成情况  
(单位：亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	1.57	1.70	1.93	1.83
长期借款	11.55	12.52	14.27	13.50
应付债券	0.00	0.00	7.69	7.27
非流动负债合计	13.00	14.10	23.64	22.36
负债合计	14.57	15.79	25.56	24.18
实收资本(或股本)	2.00	2.17	2.00	1.89
资本公积	71.04	76.99	71.04	67.20
所有者权益合计	77.69	84.21	80.15	75.82
负债和所有者权益总计	92.26	100.00	105.71	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债为 1.93 亿元，同比增长 23.19%。非流动负债 23.64 亿元，同比增长 81.74%。其中长期借款 14.27 亿元以保证借款（10.17 亿元）为主；应付债券 7.69 亿元，为公司 2017 年发行的 5 年期 8 亿元非公开债。

2017 年底，公司全部债务 21.95 亿元，同比增长 90.07%，均为长期债务，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 24.18%、21.50% 和 21.50%。考虑公司长期应付款为有息债务，调整后全部债务为 23.64 亿元，调整后全部债务资本化比率为 22.77%。

## 3. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入小幅下降，受限于公共事业属性，公司整体盈利能力仍较弱，对各级政府持续拨入水库建设资金补贴依赖程度高。**

2017 年，公司营业收入小幅下降至 6.78 亿元，期间费用主要为管理费用，期间费用率为 14.38%。

为支持公司公共事业的运营和水利基础设施的建设，贵州省政府、遵义市政府及仁怀市政府会向公司拨入财政补贴。2017 年，公司收到财政补贴 2.31 亿元，主要为水库建设补贴。同期，公司实现利润总额 2.53 亿元。

2017 年，公司营业利润率 17.48%，同比增长 2.82 个百分点；净资产收益率为 3.06%，同比下降 0.21 个百分点。受限于水业工程建设和供水业务的公共事业属性，公司整体盈利能力仍较弱。

## 4. 现金流分析

**跟踪期内，受往来款及资金支付约定影响，公司经营活动现金净流量持续为负，现金流状况不佳，随着公司业务规模的扩大以及资金需求增长，公司对外部融资有较强的依赖性。**

2017 年，公司经营活动现金流入量 9.70 亿元，主要为往来款及政府补贴等收到其他与经营活动有关的现金，同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金流为 2.15 亿元，现金收入比为 31.69%。公司近年现金收入比偏低，主要系部分委托代建工程款由委托方直接支付给工程施工方所致。同样受往来款影响，2017 年，公司经营活动现金流出快速增长，同期经

营活动产生的现金净流量为-7.29 亿元，公司经营现金流状况不佳。

投资活动方面，公司无投资活动现金流入，现金净流量规模小且持续为净流出，2017 年为-0.08 亿元。

2017年，公司筹资活动日趋频繁，公司筹资活动现金流入量11.84亿元，来源主要为借款及发行债券募集的资金；筹资活动现金流出主要体现为偿还债务和支付利息等；支付其他与筹资有关的现金为定期存单质押款；同期筹资活动产生的现金净流量为8.87亿元。

#### 5. 偿债能力

**公司无短期债务，长期债务规模较小，由于公司从事业务的公用事业属性，盈利能力弱导致公司偿债偿债能力一般，但考虑股东对公司的持续支持，公司整体偿债能力较好。**

2017年，公司流动比率、速动比率分别为5057.92%、1226.61%；受公司代建业务工程款结算方式及往来款波动影响，公司经营现金流动负债比为-378.07%。由于公司流动负债规模小且基本无短期债务，公司短期偿债能力强。

2017 年，公司 EBITDA 为 3.13 亿元，受债务规模增长影响，公司全部债务/EBITDA 由上年的 3.71 倍增至 7.01 倍，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司有一笔对仁怀市南部新城建设投资开发有限责任公司的对外担保，担保余额为 3.50 亿元，担保比率为 4.37%，被担保方为国有企业，目前经营正常，公司或有负债风险小。

截至 2017 年底，公司（合并）共获得各金融机构授信额度合计 38.18 亿元，已使用金额 26.56 亿元，尚有 11.62 亿元额度未使用，公司间接融资渠道较为畅通。

## 九、存续债券偿债能力分析

**截至2018年5月底，公司存续债券共2支，无一年内到期债券，未来待偿债券到期本金峰值为9亿元，公司现金流及经营指标对其覆盖能力弱。**

截至2018年5月底，公司存续债券有2017年发行的3+2年期8.00亿元“17仁水01”、2018年发行的7年期5.00亿元“18仁怀水投债01”（第3~7年每年偿还1.00亿元）。

2018年，公司无到期兑付债券本金，公司未来待偿债券本金峰值为9.00亿元。2017年，公司经营活动现金流入量及EBITDA对未来待偿债券本金峰值的覆盖倍数分别为1.08倍和0.35倍，保障能力弱。“18仁怀水投债01”募投项目可产生一定经营收益，可为上述债券的偿还提供一定资金补充。

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

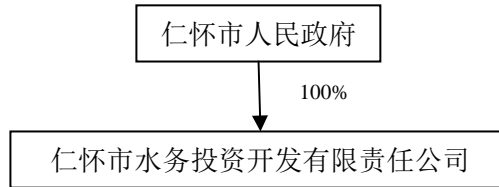
项目	2017年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	9.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.08
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.81
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.35

资料来源：联合资信整理

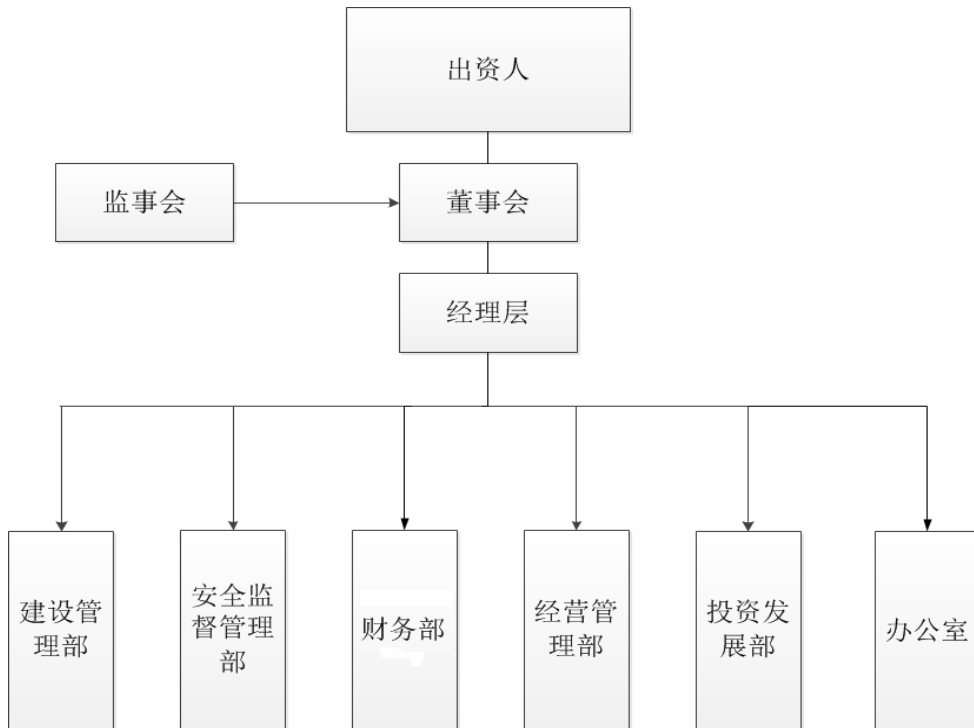
## 十、结论

综合评估，联合资信评估有限公司确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“18仁怀水投债01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	1.10	1.61	3.11
资产总额(亿元)	79.27	92.26	105.71
所有者权益(亿元)	69.33	77.69	80.15
短期债务(亿元)	0.50	0.00	0.00
长期债务(亿元)	8.52	11.55	21.95
全部债务(亿元)	9.02	11.55	21.95
调整后全部债务	9.02	13.00	23.64
营业收入(亿元)	5.11	6.89	6.78
利润总额(亿元)	1.58	2.65	2.53
EBITDA(亿元)	2.05	3.11	3.13
经营性净现金流(亿元)	-7.38	-1.52	-7.29
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	8.44	2.55	1.32
存货周转次数(次)	0.07	0.08	0.08
总资产周转次数(次)	0.07	0.08	0.07
现金收入比(%)	20.70	28.30	31.69
营业利润率(%)	11.62	14.66	17.48
总资本收益率(%)	2.01	2.85	2.53
净资产收益率(%)	2.27	3.27	3.06
长期债务资本化比率(%)	10.94	12.94	21.50
全部债务资本化比率(%)	11.51	12.94	21.50
调整后全部债务资本化比率(%)	11.51	14.34	22.77
资产负债率(%)	12.55	15.79	24.18
流动比率(%)	4928.27	5344.90	5057.92
速动比率(%)	243.87	654.56	1226.61
经营现金流流动负债比(%)	-517.50	-96.90	-378.07
全部债务/EBITDA(倍)	4.41	3.71	7.01
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.41	4.18	7.55

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> ]-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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%

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

## 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 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

## 附件 4-3 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。