

信用等级公告

联合〔2019〕1375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”“18 仁怀水投债 02”“18 仁怀水投债 03”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告



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
18 仁怀水投债 02	2.5 亿元	2025/7/26	AA	AA
18 仁怀水投债 03	10.5 亿元	2025/12/26	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 14 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	2.63	4.12	10.62
资产总额(亿元)	92.26	105.71	137.45
所有者权益(亿元)	77.69	80.15	84.24
短期债务(亿元)	0.00	0.00	2.53
长期债务(亿元)	11.55	21.95	37.38
全部债务(亿元)	11.55	21.95	39.90
营业收入(亿元)	6.89	6.78	8.89
利润总额(亿元)	2.65	2.53	2.56
EBITDA(亿元)	3.11	3.13	3.68
经营性净现金流(亿元)	-1.52	-7.29	0.51
应收类款项/资产总额(%)	8.22	18.41	22.71
营业利润率(%)	14.65	17.48	18.27
净资产收益率(%)	3.27	3.06	2.96
资产负债率(%)	15.79	24.18	38.71
全部债务资本化比率(%)	12.94	21.50	32.14
流动比率(%)	5345.09	5057.92	1088.94
经营现金流动负债比(%)	-96.91	-378.07	4.32
全部债务/EBITDA(倍)	3.71	7.01	10.85

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，公司作为仁怀市最主要的水利设施建设主体和供水业务运营主体，保持较强的区域专营优势，持续获得较大的外部支持，2018 年公司新增粮食购销业务，对收入和现金流形成一定支撑。同时，联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）也关注到公司工程建设收入下滑较多、资产质量一般、债务增长较快、面临一定外部融资压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。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，维持“18仁怀水投债01”“18仁怀水投债02”“18仁怀水投债03”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司作为仁怀市最主要的水利设施建设主体及供水运营主体，保持较强的区域专营优势，持续获得较大的外部支持。
2. 跟踪期内，公司新增粮食购销业务，对公司收入及现金流形成一定支持。

关注

1. 受项目进度影响，公司工程建设收入大幅下滑，业务收入稳定性较差。
2. 公司资产中土地及应收类款项占比较大，流动性较弱，整体资产质量一般。
3. 公司与外部单位往来款及拆借规模较大，对公司资金占用持续增加。
4. 公司债务增长较快，在建项目后续投入规模较大，公司面临一定外部融资压力。

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、企业基本情况

截至 2018 年底,仁怀市政府持有公司 66.45% 股权,中国农发重点建设基金有限公司持股 33.55%,仁怀市政府仍为公司实际控制人。公司注册资本和实收资本均为 3.01 亿元。

跟踪期内,公司仍主要负责仁怀市水利基础设施建设及供排水业务等,此外公司新增粮食购销业务。公司组织机构无变化。截至 2018 年底,公司合并范围内子公司 6 家,较上年新增 4 家。

截至 2018 年底,公司合并资产总额 137.45 亿元,所有者权益合计 84.24 亿元;2018 年,公司合并营业收入 8.89 亿元,利润总额 2.56 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 2019 年 5 月底,联合资信所评“18 仁怀水投债 01”“18 仁怀水投债 02”“18 仁怀水投债 03”余额为 18.00 亿元。跟踪期内,公司存续债券按时支付利息。

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	5.00	5.00	2018/2/24	7 年
18 仁怀水投债 02	2.50	2.50	2018/7/26	7 年
18 仁怀水投债 03	10.50	10.50	2018/12/26	7 年
合 计	18.00	18.00	--	--

资料来源:联合资信整理

截至 2019 年 5 月底,募集资金均已按规定使用。募投项目计划总投资 15.62 亿元,截至 2019 年 3 月底,已完成投资 6.50 亿元,尚需投资 9.12 亿元。募投项目尚未进入运营期,未产生供水收入,项目建设进度慢于预期。

四、行业及区域经济环境

1. 水务行业分析

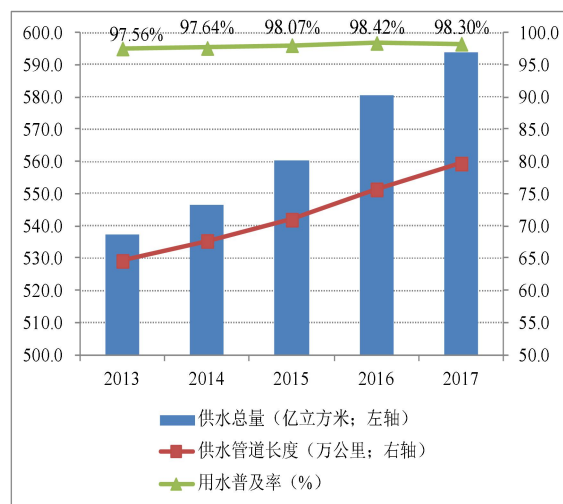
水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。

(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

2013~2017 年,我国供水总量呈现出稳步上升的态势。2017 年底,我国城市供水能力达 3.05 亿立方米/日,较上年增长 0.51%;供水管道长度 79.7 万公里,较上年增长 5.38%,城市用水普及率下降 0.12 个百分点至 98.30%。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《2017年城市建设统计年鉴》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。根据《中国统计年鉴 2018》数据显示，2017 年，我国人均水资源量仅为 2074.5 立方米/人，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。2017 年，全国用水总量 6043.4 亿立方米，占全年水资源总量的 21.0%，人均综合用水量 436 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 10 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 2018 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 2.30 元/吨。为体现水资源的稀缺性，充分发挥水价的调节作用，全国各地居民生活用水已陆续采用阶梯式水价制度，目前国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度。

表 2 2018 年底全国重点城市居民自来水价格
(单位:元/立方米)

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	2.20
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	贵阳	1.82
9	青岛	2.50	27	合肥	1.78
10	重庆	2.50	28	兰州	1.75
11	昆明	2.45	29	海口	1.75
12	呼和浩特	2.45	30	西宁	1.70
13	宁波	2.40	31	长沙	1.63
14	哈尔滨	2.40	32	南京	1.62
15	太原	2.40	33	南昌	1.58
16	沈阳	2.35	34	拉萨	1.54
17	大连	2.30	35	南宁	1.45
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、中国水网等

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《2017年城市建设统计年鉴》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。2017 年，我国耗水总量 3206.8 亿立方米，全国废污水排放总量 756 亿吨。截至 2017 年底，全国设市城镇（不含建制镇）累计建成污水处理厂 5027 座，城市污水处理能力达 574.6 亿立方米/年，较上年增长 5.6%；排水管道长度达 63.0 万公里，较上年底增长 9.3%，城市污水处理率提升 1.10 个百分点至 94.5%。自 2010 年以来污水处理能力增速基本稳定在 5%~6% 左右。污水处理能力尚未满足国家废污水排放总量，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 2018 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	天津	0.95
12	宁波	1.00	30	南昌	0.95
13	厦门	1.00	31	拉萨	0.95
14	西宁	0.95	32	呼和浩特	0.95
15	兰州	0.95	33	沈阳	0.95
16	长沙	0.95	34	深圳	0.90
17	长春	0.95	35	海口	0.80
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、中国水网

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 1.40 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 2018 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靠后的城市包括天津、深圳、海口等地，污水价格处于 0.50 元~0.95 元/吨，未来尚有较大的价格上调空间。

(3) 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	《水利改革发展“十三五”规划》（2016 年 12 月）	国家发改委、水利部、住建部
2	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（发改环资[2016]2849 号）	国家发改委、住建部
3	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
4	《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》（环水体[2017]142 号）	环境保护部
5	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》（环水体[2017]18 号）	环境保护部、财政部
6	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》（国科发社[2017]119 号）	科技部、环境保护部、住建部、林业局、气象局

7	《关于修改〈中华人民共和国水污染防治法〉的决定》第二次修正》（2017年6月27日）	全国人大常委会
8	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》（财建[2017]455号）	财政部
9	《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资[2017]128号）	国家发改委、水利部、住建部
10	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城[2017]143号）	住建部
11	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决定〉实施方案》（环厅[2018]70号）	生态环境部
12	《住房城乡建设部生态环境部关于印发城市黑臭水体治理攻坚战实施方案的通知》（建城[2018]104号）	住建部、生态环境部
13	《排污许可证申请与核发技术规范水处理（试行）》（HJ 978-2018）	生态环境部

资料来源：联合资信整理

（4）行业竞争和发展趋势

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。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和PPP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。

随着经济水平增长、城市化进程推进和一系列水务行业政策的出台，污水处理、黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域市场空间正逐步释放。未来受水务行业进入者增加影响，竞争将进一步加剧，由于水务行业规模效应明显，部分实力强的企业通过并购实现快速增长，行业集中度将提升。同时，为推动水务行业健康发展，近年来国家出台相关政策鼓励社会资本参与水务项目投资建设，水务行业投资模式逐步向多元化转变，社会资本方的介入一定程度推进了水务行业市场化改革。

4. 区域经济

2018年以来仁怀市经济发展情况良好，水利工程建设规模较大，为公司发展提供良好的外部环境。

2018年，仁怀市实现地区生产总值(GDP)722.74亿元，较上年增长13.90%，增速高于全国7.30个百分点，高于贵州省4.80个百分点，居遵义市第1位。其中：第一产业增加值29.32亿元，较上年增长6.7%；第二产业增加值510.91亿元，较上年增长16.6%；第三产业增加值182.51亿元，较上年增长7.9%。三次产业结构比由上年的4.5:69.8:25.7调整为4.0:70.7:25.3，二产占比进一步扩大。2018年，仁怀市位列全国综合实力百强县市第80位，较上年提升6位；位列全国投资潜力百强县市第70位，较上年提升3位；位列全国百强工业县市第39位，较上年提升6位。

根据仁怀市“十三五”规划纲要，十三五期间，仁怀市计划建成大沙坝、垭石庆、共和、梭萝坪、石坝河、蔺家坪水库，开工建设观音大（二）型水库；并对全市176座病险山塘进行治理，总库容781万立方米；实施8个节水灌溉工程；新建、改造饮水安全工程项目82个，其中千吨规模以上21个、解决农村人口32.98万人（新增5.86万人）的饮水安全问题，水利工程供水能力计划由2015年的7312万立方米提高至2020年的13722万立方米。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年底，公司注册资本及实收资

本为 3.01 亿元，其中农发基金持股 33.55%，仁怀市政府持股 66.45%，仁怀市政府为公司实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，仁怀市可控财力增长；仁怀市地方政府债务负担重；仁怀市政府继续给予公司持续支持。

仁怀市主要税源单位为中国贵州茅台酒厂（集团）有限公司（以下简称“茅台酒厂”），税源结构单一，财政收入易受白酒市场影响。根据《仁怀市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案报告》，2018 年仁怀市完成一般公共预算收入 67.28 亿元，较上年增长 49.58%，其中税收收入 58.78 亿元（占 87.37%），非税收入 8.50 亿元（占 12.63%）。2018 年仁怀市政府性基金收入 11.20 亿元，较上年增长 62.79%，其中土地出让金 10.96 亿元，较上年增长 97.86%。2018 年仁怀市一般公共预算支出为 78.08 亿元，较上年增长 26.75%，财政自给率为 86.17%，自给程度较高。2018 年，仁怀市地方政府债务余额为 79.96 亿元。

2018 年，仁怀市政府将仁怀市农业投资开发有限责任公司（以下简称“农投公司”）、仁怀市粮油收储有限总公司（以下简称“粮油公司”）100%股权无偿划转至公司。

农投公司主营业务为农业基础设施建设，种植业、畜牧水产养殖发展与投资。截至 2018 年底，仁怀农投资产总额 4.27 亿元，所有者权益 3.81 亿元；2018 年实现营业收入 37.12 万元。粮油公司是茅台酒厂酿酒所需粮食的主要供应商之一，截至 2018 年底，粮油公司资产总额 14.92 亿元，所有者权益 2.70 亿元；2018 年实现营业收入 4.89 亿元，净利润 530 万元，现金及现金等价物净增加额 0.98 亿元。

2018 年，公司因粮食购销业务收到简易粮仓补贴 0.13 亿元，收到污水处理等公用事业运营专项补贴 0.32 亿元，收到水利基础设施建设补贴 2.55 亿元（2017 年为 2.01 亿元），

合计 3.00 亿元，较上年增长 22.93%，全部计入其他收益。

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 2019 年 6 月 4 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至 2019 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，公司经营业务结构调整，新增小麦和高粱销售业务，带动公司收入和利润的增长，工程业务建设收入有所萎缩；公司水费收入小幅增长，盈利水平小幅上升。

2018 年，公司营业收入实现 8.89 亿元，业务结构有所调整，工程建设收入占比下降的同时，新增污水处理收入、小麦和高粱销售收入，其中，高粱销售收入替代工程建设收入，成为公司最主要的收入来源，收入占比达到 50.85%，公司水费收入和安装收入规模仍较小，对公司收入总额形成一定补充。2018 年，公司主营业务毛利率 18.45%，较 2017 年小幅提升，其中工程建设业务毛利率稳定，水费业务毛利率受供水量影响提升，新增板块小麦和高粱销售业务毛利率保持在较高水平。

表 5 公司营业收入变动情况（单位：万元、%）

项 目	2017 年	2018 年
-----	--------	--------

	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设收入	60021.62	88.59	16.67	29512.93	33.20	16.67
水费收入	6277.87	9.27	29.83	6770.94	7.62	41.17
安装收入	1452.01	2.14	16.29	3214.01	3.62	7.98
污水处理收入	--	--	--	295.32	0.33	25.76
小麦	--	--	--	3161.98	3.56	24.67
高粱	--	--	--	45207.36	50.85	16.77
其他收入	--	--	--	742.45	0.84	0.19
合 计	67751.50	100.00	17.88	88904.99	100.00	18.45

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，公司新承接大型项目一个，工程建设业务持续性有保障；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。

跟踪期内，公司工程建设板块业务模式不变。水利基础设施工程项目仍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，部分农林项目由农投公司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，对公司收入获现能力有一定影响。

2018 年，公司原有的仁怀市大沙坝水库工程、仁怀市垭石庆水库工程等大型工程（总投资额超过 5000 万元）仍在持续推进，还新承接了仁怀市水务局委派的仁怀市南部新城温泉综合体项目，该项目计划总投资 12.22 亿元，将成为未来工程建设项目的主要收入来源。截至 2018 年底，公司大型工程建设项目计划总投资 29.18 亿元，已完成投资 14.48 亿元，其中 2018 年完成投资额 2.32 亿元。

2018 年，公司实现工程建设收入 2.95 亿元，较 2017 年大幅下滑 50.83%，主要系当期符合移交的工程较少。截至 2018 年底，公司大型项目累计确认收入 16.03 亿元，其中 2018 年确认收入 2.32 亿元，公司均已收到上述款项。随着新承接项目的建设推进，公司工程建设业务未来持续性有保障。

表 6 截至 2018 年底公司大型工程建设项目投资与收入情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	2018 年投资额	累计投资额	2018 年确认收入	累计确认收入
仁怀市南部新城温泉综合体项目	122203.00	3990.34	3990.34	0.00	0.00
仁怀市大沙坝水库工程	41900.00	2255.84	39676.05	2707.00	47611.26
仁怀市共和水库工程	34795.00	7214.58	18873.03	0.00	510.41
仁怀市云嵛山（妙音寺）森林公园建设项目	22000.00	0.00	16264.93	0.00	19517.93
石坝河	21400.81	4352.43	4793.70	0.00	340.16
仁怀市垭石庆水库工程	19111.73	8038.84	40680.76	9646.61	48816.91
仁怀市 2017 年农村饮水安全巩固提升工程	15273.00	9046.93	12266.56	10856.31	14719.87
中心城区供水管网改造工程	15115.00	5487.40	27112.81	0.00	28767.47
合 计	291798.54	40386.36	144785.15	23209.92	160284.01

资料来源：公司提供

(2) 水务板块

跟踪期内，公司供水业务发展稳定，售水量的增长及漏损的减少带动水费收入及毛利率水平提升。

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、供水范围以及供水价格维持不变；受管网老旧影响，公司产销差率维持高位，漏损程度较大，但随着城镇供水管网改造的不断推进以及电子水表的投

用，跟踪期内公司产销差率有所下降；同时随着城镇化建设，新建小区增多，回迁户入城，新接入的户数增加，公司自来水用户数量提升。

2018 年，公司实现水费收入 0.68 亿元，同比有所增长。同期公司水费业务毛利率增长至 41.17%，主要系供水产销差下降以及公司内部整合使得人工成本降低所致。

表 7 公司供水业务主要指标

项目		2017 年	2018 年
中心供水公司	水厂个数（个）	6	6
	供水能力（万吨/日）	11.10	11.10
	供水总量（万吨）	2920	3074
	产销差率（%）	65.60	56.40
	辐射人口（万人）	30	30
集镇供水公司	水厂个数（个）	16	16
	供水能力（万吨/日）	3.00	3.00
	供水总量（万吨）	329	356
	产销差率（%）	45.44	31.18
	辐射人口（万人）	15	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		2017 年	2018 年
居民生活用水	销量（万吨）	603.21	804.11
	自来水用户数（万户）	4.98	6.22
	销售均价（元/吨）	3.10	3.10
非居民用水	销量（万吨）	371.43	495.86
	自来水用户数（户）	1587	3628
	销售均价（元/吨）	4.65	4.65
特种用水	销量（万吨）	29.88	40.21
	自来水用户数（户）	189	137
	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		2017 年	2018 年
居民生活用水	销量（万吨）	179.51	245.00
	自来水用户数（万户）	1.58	1.65
	销售均价（元/吨）	3.10	3.10

资料来源：公司提供

公司污水处理业务主要由子公司仁怀市水务净水有限责任公司承担，该公司于 2017 年 1 月组建完成，负责全市城镇生活污水处理厂的运行。

公司污水处理业务处于运营初期，逐步进入稳定期，截至 2018 年底，公司负责运营污水处理厂 19 座，处理污水处理能力 2.31 万吨/天，2018 年完成污水处理量 420 万吨，污水处理收入 295.32 万元，对收入贡献较小。

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，均已包含在跟踪债券募投项目中，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 2019 年 3 月底，已完成投资 6.50 亿元，尚需投资 9.12 亿元。

（3）粮食购销板块

公司购销的小麦、高粱是茅台酒的主要原材料，购销业务具有较强的产品优势，业务经营稳定性好。

公司粮食购销业务由子公司粮油公司负责运营，粮油公司作为茅台酒厂主要的供应商之一，采购红高粱、小麦等酿酒所需粮食，全部向茅台酒厂进行销售，从中赚取价差收益。公司每年粮食销售数量占茅台酒厂总需求量的 60%。公司购销的小麦、高粱具有较强的产品优势。

公司采购的粮食以高粱为主，小麦为辅，公司向固始县粮油（集团）公司进行采购小麦，向仁怀市农户采购高粱。2017~2018 年，小麦的采购量分别为 11902 吨和 16239 吨；高粱的采购量分别为 32533 吨和 49562 吨。

表 10 2018 年公司粮食采购情况

（单位：公斤、元/公斤、万元）

采购商品	采购量	采购均价	采购金额
小麦	16239441.00	2.78	4518.87
高粱	49561508.85	8.20	40640.44
合 计	65800949.85	--	45159.31

资料来源：公司提供

销售方面，茅台酒厂在年初确定的基本采购量及价格的基础上，根据自身生产计划分批采购。公司按照收购成本加费用确保合理利

润的基础上确定销售价格，公司通常会维持一定粮食库存，一般当年销售的粮食为上年采购，即 2018 年销售的高粱是属于 2017 年度采购的，当年的采购价格是 7.20 元/公斤。结算方面，小麦的采购采用货到验收后付款，公司与高粱种植农户采用粮食收购入库后 5 个工作日内结算一次；公司与茅台酒厂按销售批次数量进行结算，茅台酒厂一般就某一采购批次粮食预付部分货款，待验收入库后支付剩余部分货款。

表 11 2018 年公司粮食销售情况
(单位: 公斤、元/公斤、万元)

销售商品	销售量	销售均价	销售金额
小麦	9886412.00	3.19	3161.86
高粱	56199109.50	8.04	45207.34
合 计	66085521.50	--	47827.23

资料来源: 公司提供

(4) 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。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。2018 年，公司安装收入 0.32 亿元，毛利率 7.98%，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；未来，公司将逐步转型并开展乡村振兴建设。

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

近年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。公司将依托农投公司和粮油公司推进乡村振兴建设，包括苹果、柑橘、蔬菜等农副产品的投资，乡村社的改造，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 2018 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。截至 2018 年底，公司合并范围子公司共 6 家，2018 年新增子公司 4 家，其中 1 家为投资设立，3 家为政府无偿划入，新并入子公司规模较小，仅营业收入、利润总额等科目对合并范围数据可比性有一定影响。

1. 资产质量

跟踪期内，其他应收款进一步增长，应收方增多且较为分散，往来款占用更多资金；土地资产占比高，资产质量仍旧一般。

截至 2018 年底，公司资产总额 137.45 亿元，较上年底增长 30.02%，主要来自其他应收款和存货的增长。公司以流动资产为主。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.12	3.90	10.62	7.73
应收账款	5.74	5.43	5.00	3.64
其他应收款	13.72	12.98	26.21	19.07
存货	73.92	69.93	85.89	62.49
流动资产	97.59	92.32	127.76	92.95
非流动资产	8.12	7.68	9.69	7.05
资产总额	105.71	100.00	137.45	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 127.76 亿元。其中货币资金 10.62 亿元，其项下受限资金 1.00 亿元；应收账款 5.00 亿元，应收方主要为仁怀市水务局，期末余额为 4.40 亿元，占比 88.36%，账龄主要在 1 年内；其他应收款 26.21 亿元，较上年增长 91.04%，其中应收仁怀市财政局等政府机构的财政款项由 2017 年的 10.97 亿元小幅增至 13.77 亿元，占比由 2017 年的 79.89% 大幅降至 52.48%，2018 年公司应收仁怀市内的城投企业的往来款项增多且应收方较为分散；存货 85.89 亿元，占资产总额的 62.49%，其项下土地使用权 71.21 亿元（337.66 万平方米），较 2017 年底无变化，其中 12.67 亿元已用于抵押。截至 2018 年底，公司非流动资产 9.69 亿元；长期股权投资 1.41 亿元，其中对贵州茅台物流园区粮食收储有限公司投资 1.39 亿元，系合并范围变动所致，粮油公司持有该企业 40% 股权；固定资产 8.25 亿元，较 2017 年底小幅增长 1.68%，其中水库等建筑物账面价值 6.10 亿元。截至 2018 年底，公司应收类款项/资产总额 22.71%，较 2017 年底提升 4.30 个百分点。

2. 资本结构

2018 年，农发基金对公司投资 1.01 亿元，大股东仁怀市政府无偿划入股权资产，公司所有者权益小幅增长。

截至 2018 年底，公司实收资本 3.01 亿元，较上年底增加 1.01 亿元，为农发基金依托于仁怀市梭罗坪水库项目的投资款，投资到期日为 2026 年。公司资本公积 71.62 亿元，增加 0.58 亿元为仁怀市政府无偿划入的农投公司和粮油公司股权。

表13 公司所有者权益主要构成情况
(单位：亿元、%)

项 目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本(或股本)	2.00	2.5	3.01	3.57
资本公积	71.04	88.63	71.62	85.02
所有者权益	80.15	100.00	84.24	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

随着公司融资能力的增强，2018 年，公司债务规模大幅增长，债务结构有所调整，但公司债务基数小，变动后债务负担仍较轻。

截至 2018 年底，公司负债总额为 53.21 亿元，同比大幅增长 108.13%。负债结构有所调整，其中非流动负债占比由 2017 年底的 92.45% 下降至 77.94%。

表14 公司负债主要构成情况
(单位：亿元、%)

项 目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00	2.53	4.75
其他应付款	0.55	2.15	6.86	12.89
流动负债	1.93	7.55	11.73	22.04
长期借款	14.27	55.83	22.19	41.7
应付债券	7.69	30.09	15.19	28.55
长期应付款	1.68	6.57	4.10	7.71
非流动负债	23.64	92.49	41.47	77.94
负 债	25.56	100.00	53.21	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年，公司流动负债增长，截至 2018 年底，流动负债 11.73 亿元，其中短期借款 2.53 亿元，其他应付款 6.86 亿元，其他应付款主要系与区域内城投企业的往来款，2 年内账龄的款项占比 75%。截至 2018 年底，公司非流动负债 41.47 亿元，同比增长 75.48%，基本与上年增速持平，其中长期借款 22.19 亿元，仍以保证借款（18.82 亿元）为主；应付债券 15.19 亿元，除 2017 年发行的 3+2 年期 8 亿元非公开债券外，2018 年新增两期公司债券，即本次跟踪评级的“18 仁怀水投债 01”和“18 仁怀水投债 02”；长期应付款 4.10 亿元，均为融资租赁款等有息债务。

截至 2018 年底，公司全部债务 39.90 亿元，考虑长期应付款后，调整后全部债务 44.00 亿元，较上年底增长 86.16%，其中调整后长期债务增长 75.48% 至 41.47 亿元。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为由上年底的 24.18%、22.77% 和 22.77% 增至 38.71%、34.31% 和 32.99%，2018 年底，公司债务规模大幅增长，

但由于基数较低，增长后公司整体债务负担仍较轻。

3. 盈利能力

跟踪期内，受合并范围变动影响，公司营业收入增长，但公司整体盈利能力仍较弱，公司利润对各级政府持续拨入水库建设资金补贴依赖程度高。

2018 年，公司实现营业收入 8.89 亿元，同比增长 31.22%，主要来自合并范围变动产生的粮食供销业务收入。同期，实现营业利润 1.62 亿元，同比增长 37.15%，收益情况有所改善。公司期间费用主要为管理费用（人员工资），期间费用率为 23.72%，公司费用控制能力有待加强。

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。2018 年，公司收到财政补贴 3.00 亿元，主要为水库建设补贴。同期，公司实现利润总额 2.56 亿元，较上年有所增长，对财政补贴依赖程度仍高。

2018 年，公司营业利润率由 17.48% 增至 18.27%；净资产收益率由 3.06% 降至 2.96%。总体看，跟踪期内，公司自身盈利能力有所改善，但整体盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

2018 年，受新纳入粮食供销业务影响，公司收现质量有所改善，但经营和投资活动产生的现金流受往来款影响很大，稳定性较弱；同期，随着公司业务规模的扩大以及融资能力的增强，公司筹资活动产生的现金流量也大幅提升。

2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7.25 亿元，现金收入比为 81.52%，较上年大幅提升，主要系往期公司营业收入以委托代建收入为主，该板块工程款由委托方直接支付给工程施工方，2018 年，粮食供销业务占比提高，收现能力有所改善。同样受供销业务

影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金亦大幅增长，2018 年为 10.62 亿元。公司经营性往来款收付增多，收到和支付其他与经营活动有关的现金规模大，均主要由与仁怀市内城投企业的往来款构成。同期经营活动产生的现金净流量为 0.51 亿元，公司经营活动现金流受往来款影响很大，稳定性较弱。

投资活动方面，公司投资活动现金流以往来款收付为主，2018 年投资活动现金流量净额为 -5.63 亿元。

2018 年，公司筹资活动日趋频繁，公司筹资活动现金流入量 20.20 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；同期筹资活动产生的现金净流量为 11.64 亿元。

5. 偿债能力

公司债务规模较小，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。

截至 2018 年底，公司流动比率、速动比率分别为 1088.94%、356.91%；受公司往来款波动影响，公司经营现金流动负债比为 4.32%。由于公司短期债务规模小，公司短期偿债能力强。

2018 年，公司 EBITDA 为 3.68 亿元，受债务规模增长影响，公司调整后全部债务/EBITDA 由上年的 7.55 倍增至 11.97 倍，公司长期偿债能力较差。

截至 2018 年底，公司对外担保余额合计 6.95 亿元，担保比率为 8.25%，较上年底的 4.37% 小幅提升，被担保对象均为仁怀市内国有企业，目前经营正常，公司或有负债风险小。

截至 2018 年底，公司（合并）共获得各金融机构授信额度合计 67.65 亿元，尚有 15.26 亿元额度未使用，公司间接融资渠道较为畅通。考虑到仁怀市政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力强。

6. 母公司财务状况

公司合并资产、利润主要归集于母公司。

截至 2018 年底，母公司资产总额 123.32 亿元，同比增长 16.65%。负债 40.85 亿元，全部债务 34.19 亿元（将长期应付款调整至长期债务核算），其中应付债券 15.19 亿元；母公司资产负债率为 33.12%，全部债务资本化比率为 29.31%。2018 年母公司实现营业收入 3.21 亿元，利润总额 2.25 亿元。

长期信用等级为 AA，维持“18 仁怀水投债 01”“18 仁怀水投债 02”“18 仁怀水投债 03”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2019 年 5 月底，公司存续债券共 4 支，无一年内到期债券，未来待偿债券到期本金峰值为 11.60 亿元，公司现金流及经营指标对其覆盖能力弱。

截至 2019 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“18 仁怀水投债 01”“18 仁怀水投债 01”“18 仁怀水投债 02”“18 仁怀水投债 03”（第 3~7 年每年偿还 20% 本金）。

2019 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 11.60 亿元。2018 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 2.57 倍和 0.32 倍，保障能力弱。跟踪债券募投项目可产生一定经营收益，可提供一定资金补充。

表 12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

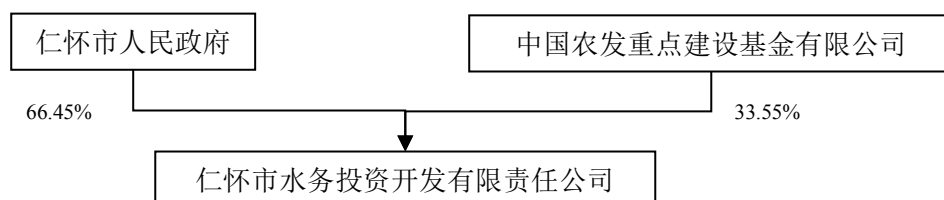
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	11.60
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.57
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.32

资料来源：联合资信整理

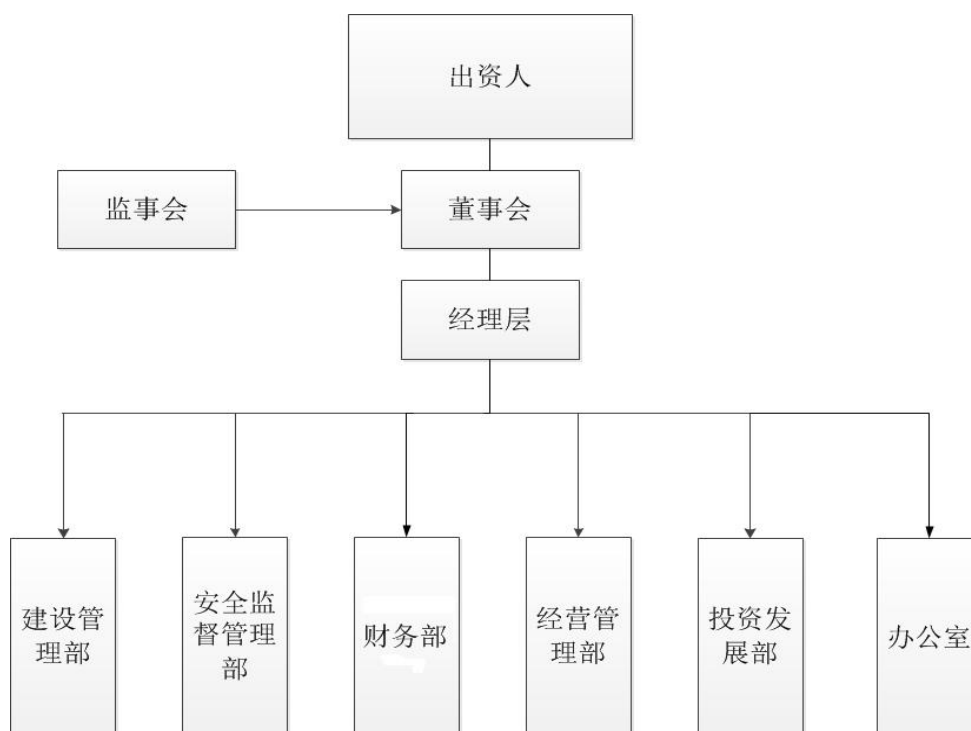
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 2 截至 2018 年底公司合并范围子公司

名称	主营业务	实收资本	持股比例	投资金额	取得方式
仁怀市水务安装有限责任公司	水务基础设施的投资、融资、建设、管理、经营开发等	0.00	100.00	0.00	投资设立
仁怀市水务净水有限责任公司	城区和乡镇污水处理及再生利用	100.00	100.00	100.00	投资设立
仁怀市水务供水有限责任公司	城乡自来水生产、销售及供水系统管理等	5719.37	100.00	5719.37	投资设立
贵州省仁怀市粮油收储有限总公司	粮油购销、国家储备粮储存、农产品贸易等	500.00	100.00	500.00	政府划拨
仁怀市农业投资开发有限责任公司	农业基础设施建设、种植业、畜牧业产业养殖业发展与投资等	4910.00	100.00	4910.00	政府划拨
贵州天博永腾农业开发有限公司	农作物、苗木种植、销售；畜牧、水产品养殖；农产品生产销售等	800.00	70.00	560.00	政府划拨

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.63	4.12	10.62
资产总额(亿元)	92.26	105.71	137.45
所有者权益(亿元)	77.69	80.15	84.24
短期债务(亿元)	0.00	0.00	2.53
长期债务(亿元)	11.55	21.95	37.38
调整后长期债务(亿元)	13.00	23.64	41.47
全部债务(亿元)	11.55	21.95	39.90
调整后全部债务(亿元)	13.00	23.64	44.00
营业收入(亿元)	6.89	6.78	8.89
利润总额(亿元)	2.65	2.53	2.56
EBITDA(亿元)	3.11	3.13	3.68
经营性净现金流(亿元)	-1.52	-7.29	0.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.55	1.32	1.66
存货周转次数(次)	0.08	0.08	0.09
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.07
现金收入比(%)	28.30	31.69	81.52
应收类款项/资产总额(%)	8.22	18.41	22.71
营业利润率(%)	14.65	17.48	18.27
总资本收益率(%)	2.85	2.53	2.49
净资产收益率(%)	3.27	3.06	2.96
长期债务资本化比率(%)	12.94	21.50	30.73
调整后长期债务资本化比率(%)	14.34	22.77	32.99
全部债务资本化比率(%)	12.94	21.50	32.14
调整后全部债务资本化比率(%)	14.34	22.77	34.31
资产负债率(%)	15.79	24.18	38.71
流动比率(%)	5345.09	5057.92	1088.94
速动比率(%)	654.58	1226.61	356.91
经营现金流动负债比(%)	-96.91	-378.07	4.32
全部债务/EBITDA(倍)	3.71	7.01	10.85
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.18	7.55	11.97

注：调整后长期债务 = 长期债务 + 长期应付款，调整后全部债务 = 短期债务 + 调整后长期债务

附件 4 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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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-营业税金及附加) / 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	
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%

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 5-1 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 5-2 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 5-3 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