信用等级公告

联合〔2020〕2444 号

联合资信评估有限公司通过对怀化市水业投资总公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持怀化市水业投资总公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 怀化水投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

怀化市水业投资总公司 2020 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
怀化市水业投资总公司	AA	稳定	AA	稳定
17 怀化水投 MTN001	AA	稳定	AA	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
17 怀化水投 MTN001	4.00 亿元	4.00 亿元	2020/08/22

注：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项；上述债券附投资人回售选择权，上述到期兑付日为回售日

评级时间：2020 年 7 月 23 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	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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	1
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
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

跟踪期内，怀化市水业投资总公司（以下简称“公司”）仍是怀化市重要的水务资产建设和运营主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了跟踪期内，怀化市经济持续增长、水资源较为丰富，为公司发展提供了良好的外部环境；公司涉水业务产业链较完整，区域专营性较强，污水处理和水力发电能力持续提升，在财政补贴、资产划拨等方面继续获得有力的外部支持。同时，联合资信关注到，公司应收类款项和存货对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱，整体盈利能力一般以及短期偿债压力较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 怀化水投 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**水务行业发展前景较好，怀化市经济持续增长，2019 年地区生产总值增速为 8.0%，工业增加值和固定资产投资增速较快；怀化市水资源较为丰富，地表水资源量和水能蕴藏量位居全省前列，水质达标率高，为公司经营发展提供了良好的外部环境。
2. **保持区域专营优势。**公司是怀化主城区最主要的供水主体，污水处理业务覆盖怀化市 10 个区县（市），具有较强的区域专营性。跟踪期内，主城区城东污水处理厂投入运营，公司污水处理的市场占有率进一步提升。
3. **持续获得有力的外部支持。**公司作为怀化市重要的水务资产建设和运营主体，在财政补贴、资产划拨等方面持续获得有力的外部支持。2019 年，公司获得财政补贴 1.46 亿元。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产中对关联方和政府部门的应收款和以土地为主的存货占比高，对资金形成较大占用，资产流动性较弱。

分析师：闫 蓉 邱 成
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

2. **短期偿债压力较大。**2019 年，公司全部债务中短期债务占比进一步上升，现金类资产对短期债务的保障能力进一步下降，公司面临较大的短期偿债压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.64	3.14	2.65	2.02
资产总额(亿元)	59.62	60.61	65.51	65.55
所有者权益(亿元)	37.24	38.61	40.42	40.53
短期债务(亿元)	1.26	4.86	6.29	5.43
长期债务(亿元)	11.54	7.38	7.83	9.44
全部债务(亿元)	12.80	12.24	14.12	14.87
营业收入(亿元)	3.56	3.80	4.47	1.20
利润总额(亿元)	1.34	1.59	1.47	0.11
EBITDA(亿元)	2.70	2.92	2.82	--
经营性净现金流(亿元)	-0.68	0.55	0.44	-0.56
营业利润率(%)	37.37	34.57	37.35	41.36
净资产收益率(%)	3.21	3.64	3.34	--
资产负债率(%)	37.54	36.30	38.29	38.17
全部债务资本化比率(%)	25.58	24.07	25.89	26.84
速动比率(%)	241.33	178.10	173.31	189.14
经营现金流动负债比(%)	-7.00	4.27	3.00	--
现金短期债务比(倍)	3.69	0.65	0.42	0.37
EBITDA 利息倍数(倍)	3.58	4.19	3.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.73	4.20	5.00	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	46.84	48.58	51.66	52.55
所有者权益(亿元)	29.94	30.53	31.33	31.38
全部债务(亿元)	10.40	7.29	8.34	8.37
营业收入(亿元)	0.70	0.72	0.68	0.16
利润总额(亿元)	0.47	0.62	0.37	0.05
资产负债率(%)	36.09	37.17	39.35	40.28
全部债务资本化比率(%)	25.78	19.27	21.01	21.05
流动比率(%)	611.30	352.12	287.58	277.30
经营现金流动负债比(%)	-43.53	32.97	-5.40	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债券简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 怀化水投 MTN001	AA	AA	稳定	2019/07/24	张龙景 邱成	水务企业主体信用评级方法（2018 年） 水务企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 怀化水投 MTN001	AA	AA	稳定	2017/08/18	张龙景 陈茜	水务企业信用评级方法及分析要点（2009 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由怀化市水业投资总公司（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，符合真实性、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。

怀化市水业投资总公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于怀化市水业投资总公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业概况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。根据怀国资产权函〔2019〕12 号文件，怀化市政府将怀化市黄狮洞水电站及怀化市红岩水电站整体无偿划拨给公司，公司增加实收资本 4372.95 万元。截至 2020 年 3 月底，公司尚未完成工商变更，预计将在 2020 年底前办理完毕。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 20000.00 万元，实收资本 24372.95 万元。怀化市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“怀化市国资委”）为公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司仍是怀化市重要的水务资产建设和运营主体，经营范围未发生变化。截至2020年3月底，公司本部内设工程技术部、人力资源部、财务部、计划审计部、投融资管理中心等10个职能部门；合并范围共有8家子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 65.51 亿元，所有者权益合计 40.42 亿元（其中少数股东权益 0.77 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 4.47 亿元，利润总额 1.47 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 65.55 亿元，所有者权益合计 40.53 亿元（其中少数股东权益 0.79 亿元）；2020 年 1－3 月，公司合并口径实现营业收入 1.20 亿元，利润总额 0.11 亿元。

公司地址：怀化市鹤城区红星路 130 号。法定代表人：杨秀和。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年3月底，联合资信所评“17怀化水投MTN001”尚需偿还债券余额4.00亿元，募集资金中3.95亿元已用于偿还银行流动资金贷款，500.00万元已用于补充营运资金。“17怀化水投MTN001”存续期内均按时偿还利息。“17怀化水投MTN001”附投资人回售选择权，回售行权日为2020年8月22日，公司拟于行权日全部赎回。

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
17 怀化水投 MTN001	4.00	4.00	2017/08/22	3+2 年

资料来源：联合资信整理

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。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、供应和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）区域水资源禀赋

我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源禀赋较南方大部分地区有所欠缺，原水获取受到一定挑战，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，地表水占水资源总量的95.85%。由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三之一。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。

表2　我国人均水资源量匮乏区域分布

省份/直辖市	人均水资源量 单位：(立方米/人)
天　津	112.9
上　海	159.9
北　京	164.2
宁　夏	214.6
河　北	217.7
山　西	328.6
山　东	342.4
河　南	354.6
江　苏	470.6
辽　宁	539.4
陕　西	964.8

注：列示区域为人均水资源量不足1000立方米/人的省份或直辖市
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

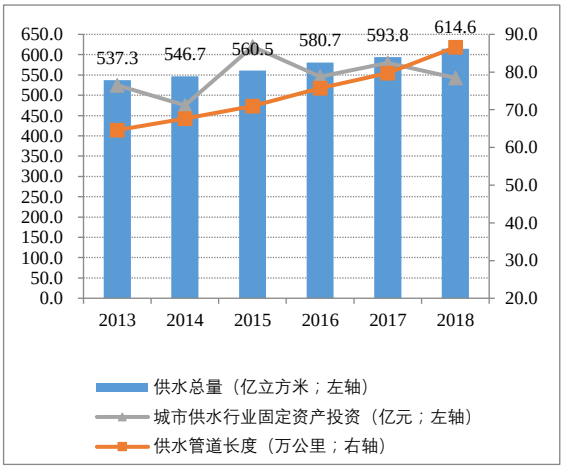
南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

（2）供水行业分析

城市化进程推动我国城市供水能力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稳中小幅波动。整体看，我国城市供水行业进入平稳发展状态

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加，2018年城市用水人口增至5.03亿人，同比增长4.16%。同期，城市供水能力达3.12亿立方米/日，较2017年增长2.42%，仍保持平稳增长。2018年，我国城市供水总量达614.6亿立方米，较2017年增长3.51%；其中居民家庭用水占比最高，为39.3%，生产运营用水占比26.4%，其他为公共服务等方面用水。2018年，我国城市供水管道长度86.51万公里，较2017年增长8.49%；城市用水普及率进一步上升至98.36%。2018年，城市供水行业固定资产投资543.0亿元，较2017年略有下降，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业进入平稳发展状态。

图1　我国城市供水能力和固定资产投资情况



资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

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，2019年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进，城市供水价格仍有进一步上调空间

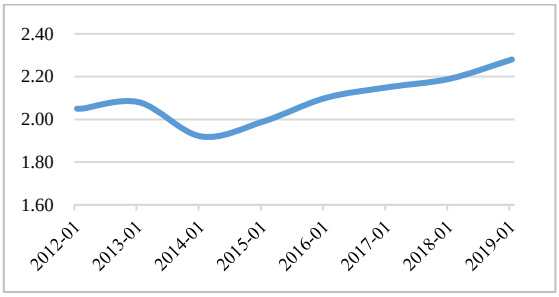
我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看，目前我国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经营服务用水）和特种行业用水三类。其中，居民生活用水水价整体最低，生产经营用水水价次之，特种行业用水水价最高。受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响，水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。

2019年，我国重点城市居民生活用水平均

水价为 2.28 元/立方米，较 2018 年增加 0.09 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。

图 2　重点城市居民生活用水平均水价变动情况

（单位:元/立方米）



注：选取样本为省会城市和计划单列市居民生活用水第一阶梯水价，居民生活用水水价不包含污水处理费、水价附加等

资料来源：wind，联合资信整理

2019 年以来，在全国省会城市和计划单列市中，石家庄、银川和福州居民生活用水第一阶梯水价均有所调升，调整幅度在 0.2 元/立方米~0.5 元/立方米不等，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。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。

表 3　截至 2019 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	石家庄	4.28	19	大连	2.30
2	天津	4.00	20	乌鲁木齐	2.25
3	北京	3.64	21	厦门	2.20
4	长春	3.60	22	成都	2.08
5	郑州	3.45	23	南昌	2.03
6	济南	3.20	24	广州	1.98
7	西安	2.85	25	长沙	1.93
8	深圳	2.67	26	上海	1.92
9	青岛	2.50	27	杭州	1.90
10	重庆	2.50	28	贵阳	1.82
11	昆明	2.45	29	合肥	1.78
12	呼和浩特	2.45	30	西宁	1.76
13	宁波	2.40	31	兰州	1.75
14	哈尔滨	2.40	32	海口	1.75
15	太原	2.40	33	南京	1.62
16	银川	2.40	34	南宁	1.55
17	福州	2.40	35	拉萨	1.54
18	沈阳	2.35	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；福州市水价为2020年1月新调整水价

资料来源：各城市水务局、中国水网、联合资信整理

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。

（3）污水处理行业分析

近年来，随着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，污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期

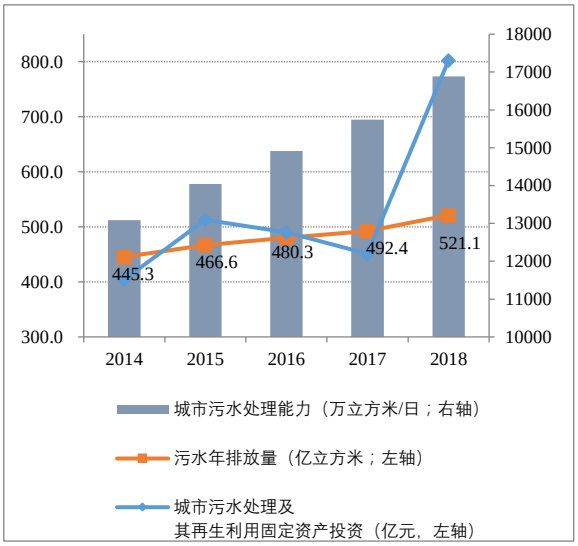
污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的 60%以上。2018 年，全国城市污水排放量 521.1 亿立方米，较 2017 年增长 5.84%。同期，全国城市污水处理能力 1.69 万立方米/日，较 2017 年增长 7.23%，显著高于同期城市供水能力增速。2018 年，全国城市污水处理率增至 95.49%，同比增长 0.95 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2018 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为 802.6 亿元，同比增长 78.04%。2016－2018 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 1743.3 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 387.2 亿元[1]，较我国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用

[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

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。

2019 年，生态环境部等多部门提出生活污水应接尽接，依法规范生活污水接入管网，城市污水排放量未来或将显著增长。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，行业进入快速发展期。

图 3　近年来，我国城市污水处理变动情况



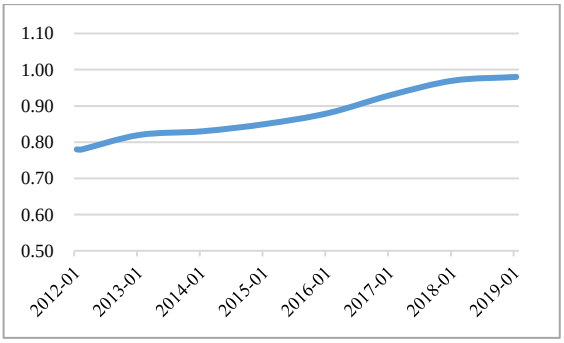
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

污水处理费仍处低位，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。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。近年来，根据我国重点城市居民生活污水处理平均价格走势来看，居民生活污水处理平均价格虽持续上升，但仍低于 1.00 元/吨，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太原、拉萨、海口等地，污水处理价格处于 0.50 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。

图 4　重点城市居民生活污水处理均价变动情况

（单位：元/吨）



注：选取样本为 36 个大中城市居民生活污水处理平均价格
资料来源：wind，联合资信整理

表 4　截至 2019 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	呼和浩特	0.95
14	西宁	0.95	32	沈阳	0.95
15	兰州	0.95	33	深圳	0.90
16	长沙	0.95	34	拉萨	0.80
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：各城市水务局、中国水网

（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。2019年以来，国家发改委、水利部等在节水和污水处理方面新出台文件，要求控制用水总量，提高用水效率，到2020年，全国用水总量控制在6700亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平；2018年，我国公共供水管网漏损率达14.62%，较2020年目标仍有一定差距，未来加快城市老旧供水管网改造成为节水提效的重要工作之一。污水方面，随着《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019－2021年）的通知》等文件陆续出台，要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村，城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，以上政策进一步推动我国城镇生活污水的治理，为水务行业发展提供扩容空间。

表 5　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议〉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
14	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695 号	国家发改委、水利部
15	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

资料来源：联合资信整理

（5）行业竞争和发展趋势

水务行业中地方国有水务企业最为普遍；受资金和技术实力较强的央属水务企业异地扩张影响，未来水务行业跨区域竞争将有所加剧；但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断或行业龙头趋势

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。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区县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。未来受资金和技术实力较强的水务企业异地扩张影响，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，预期水务行业整体仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。

受城镇污水处理提质增效等政策影响，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，但同时增加了水务企业的投资和回款压力

随着经济水平增长、城镇化进程推进和一系列节水和环保水务政策的出台，我国供水行业在老旧供水管网提标改造，提升供水效率方面尚有一定空间，污水处理行业在投资和扩产能方面将有较大发展空间，预期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。在建设资金配置方面，财政部、住建部等多次提出，鼓励政府参与的污水处理项目实施PPP 模式，鼓励社会资金参与水务设施建设，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。在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过 PPP 模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

2. 区域经济环境

公司是怀化市重要的水务资产建设运营主体，怀化市的水资源禀赋和经济发展水平对公司发展影响较大。

跟踪期内，怀化市经济持续增长，规模以上工业增加值和固定资产投资增速较快，为公司发展创造了良好的外部环境。

怀化市统计局公布的统计数据显示，2019年，怀化市地区生产总值为1616.64亿元，按可比价格计算同比增长 8.0%；人均生产总值为32453元。整体看，怀化市经济体量在湖南省排名靠后。产业结构方面，2019年，怀化市三次产业占比为13.9：27.7：58.4，第一产业增加值同比增长3.4%，第二产业增加值同比增长8.4%，第三产业增加值同比增长8.8%。整体看，第二、三产业是经济持续增长的主要动力。2019 年，怀化全市居民人均可支配收入为18574元，同比增长 10.6%；其中城镇居民和农村居民人均可支配收入分别为29107元和10870元，同比分别增长9.0%和10.8%。

怀化市主要工业产业包括农副食品加工、有色金属冶炼及压延、化学原料及化学制品制造等。2019年，怀化市实现工业增加值364.94亿元，同比增长8.7%，其中规模以上工业增加值同比增长8.5%，增速较上年提升1个百分点。固定资产投资方面，2019年怀化市固定资产投资完成额（不含跨区投资）同比增长10.6%，其中工业投资增长 16.3%、高新技术产业投资增长28.5%、民生工程投资增长24.4%、房地产开发投资增长18.9%、基础设施投资下降2.6%。

怀化市水资源较为丰富，地表水资源量和水能蕴藏量位居全省前列，水质达标率高，为公司业务开展提供了有利条件。

怀化市水资源较为丰富，湖南“三湘四水”中的沅水自南向北贯穿境内，干流境内总长568公里，流域面积达27239平方公里，基本覆盖怀化全境。根据湖南省水利厅公布的最新《湖南省水资源公报》，截至2018年底，怀化市多年平均地表水资源量为202.9亿立方米，在湖南省地级市中排名第一。2018年，受降水量偏低的影响，怀化市地表水资源量较多年平均水平下降27.1%至147.8亿立方米。截至2018年底，怀化市拥有大型水库 11 座，中型水库 46座，2018年蓄水量达到59.67亿立方米，占湖南全省的24.66%。

供水方面，2018 年怀化市供水总量为 17.37 亿立方米，其中地表水占 96.09%，地下水占 3.91%。用水方面，2018 年怀化市农业用水占 64.48%，工业用水占 17.33%，居民生活用水占 13.99%，城镇居民生活（不含公共用水）人均日用水量 153.43 升，略高于全省平均水平。

水质方面，2018 年怀化市水质达标率为 98.0%，整体达到III类及以上标准。

怀化水能资源丰富，是全国十大水电基地之一，境内水能蕴藏量达 499 万千瓦，可开发水能 450 万千瓦，均居全省之首。湖南省目前装机容量最大的水能发电站——五强溪水电站座落于境内沅水干流上，总装机容量达到 120 万千瓦。

同时，考虑到怀化市山地较多且地形复杂，水资源供需存在一定的空间错配，对水利基础设施建设提出了较高的要求。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底，公司注册资本2.00亿元，实收资本2.44亿元，主要系跟踪期内，根据怀国资产权函〔2019〕12号文件，怀化市人民政府将怀化市黄狮洞水电站及怀化市红岩水电站整体无偿划拨给公司，公司增加实收资本4372.95万元。怀化市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，怀化市财税收入有所增长，但财政自给能力很弱，政府债务负担重。公司在财政补贴、资产划拨等方面持续获得有力的外部支持。

根据《怀化市 2019 年国民经济与社会发展统计公报》，2019 年怀化市实现一般公共预算收入 95.29 亿元，同比增长 6.2%；其中税收收入 67.27 亿元，同比增长 6.8%，占地方一般公共预算收入的 70.6%，一般公共预算收入质量较好。同期，全市一般公共预算支出 475.31 亿元，同比增长 2.8%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%）为 20.05%，财政自给能力很弱。

根据《怀化市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案报告》，2019 年，全市上级补助收入预计为 326.4 亿元，怀化市财政收入对上级转移支付的依赖性强。地方债务方面，截至 2019 年底，怀化市政府债务余额 551.31 亿元，同比增长 19.71%，其中市本级 282.78 亿元，政府债务增速较快。

近年来，公司在财政补贴、资产划拨等方面持续得到怀化市政府的有力支持。

财政补贴

为加大公司对公益基础设施的投入力度、提高公司综合服务能力，怀化市人民政府每年给予公司水价补贴、电价补贴、管网建设补贴以及农田水利建设补贴。其中，水价补贴标准为 0.75 元/吨，电价补贴为 0.15 元/千瓦时，新城区管网建设补贴标准为 60 万元/公里，农田水利建设补贴由怀化市财政局以该年度土地出让收益 10%计提（实际未严格执行）。补贴金额计入公司“其他收益”科目。2019 年，公司获得的财政补贴情况如下表所示。

表6　2019年公司获得财政补贴情况

（单位：万元）

补贴项目	金额
水价补贴	3900.00
电价补贴	4000.00
管网建设	3200.00
农田水利	3500.00
合　计	**14600.00**

资料来源：公司提供

资产划拨

跟踪期内，根据怀国资产权函〔2019〕12号文件，怀化市政府将黄狮洞水电站及红岩水电站整体无偿划拨给公司，分别新增装机容量1.02万千瓦和0.76万千瓦，公司增加实收资本0.44亿元。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况一般，联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（授信机构版）》（统一社会信用代码：91431200188924239W），截至2020年6月1日，公司未结清的信贷信息中含有1笔关注类贷款，余额1400万元，系公司将贷款展期所致；已结清信贷信息中含有5笔关注类贷款，主要是由于在还款日银行系统升级导致贷款利息划扣不及时，利息逾期收息，因此贷款划为关注类。

截至2020年7月20日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理架构方面未发生变化，截至2020年3月底，公司副总经理暂缺1人。联合资信将持续关注公司总经理办公会的人员到位和职能行使情况

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受益于产能增长和业务范围扩大，公司营业收入实现较快增长，公司综合毛利率保持在较高水平。

公司主要从事怀化市的自来水供应、污水处理、管网建设与维护以及水利发电等业务。跟踪期内，随着公司在建项目投入运营以及获得部分水厂、水电站的无偿划拨，业务范围有所扩大，营业收入实现较快增长，2019年，公司实现营业收入4.47亿元。从收入构成看，公司营业收入中水费收入、其他业务收入及电费收入占比较大，其中其他业务收入主要为利息收入和材料销售收入；综合毛利率为38.37%，较上年增长2.72个百分点，其中电费收入毛利率快速增长系降水量增加引起发电量增大而成本相对固定所致；污水处理收入毛利率持续上升系污水处理费调整及设备更新改造后经营效率提升所致；其他收入毛利率持续下降系毛利率水平低的材料销售收入占比上升。

2020年1－3月，公司实现营业收入1.20亿元，相当于2019年全年的26.78%，综合毛利率为42.02%，较2019年有所上升，主要系管线安装板块部分人工成本（年终绩效奖励）未在一季度确认所致。

表7　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2018年			2019年			2020年1－3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水费收入	11525.00	30.30	37.80	12398.00	27.75	36.30	2716.00	22.70	33.51
管线安装收入	6921.82	18.20	34.74	6547.00	14.65	27.89	2064.00	17.25	28.14
污水处理收入	3425.04	9.01	25.49	4490.49	10.05	30.70	1238.81	10.35	36.99
电费收入	5267.00	13.85	29.94	9882.41	22.12	43.56	2698.26	22.55	45.95
其他收入	10891.35	28.64	39.91	11363.03	25.43	26.46	3247.02	27.15	29.24
合　计	**38030.21**	**100.00**	**35.65**	**44680.93**	**100.00**	**38.37**	**11964.09**	**100.00**	**42.02**

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

（1）供水业务

公司拥有包括从水源取水、自来水净化、自来水供应较完整的供水产业链。跟踪期内，公司供水业务平稳发展，毛利率水平维持较高水平。

跟踪期内，公司供水业务仍主要由子公司怀化市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）负责。公司加强供水管网建设，管网铺设总长度大幅增长，供水面积以及主城区覆盖率未发生变化。截至2020年3月底，管网铺设总长度为1302.6公里，较上年增长638.04公里，主要系公司投资建设怀化市城区供水管网建设项目和怀化鹤城区铁路供水设施分离移交改造项目所致。公司经营水厂设计供水能力30万吨/日，供水服务面积54平方公里，服务人口约60万人，主城区覆盖率98%。

跟踪期内，公司制水成本增长至1.40元/

吨，公司制水成本包括设备折旧费用、动力电耗以及人工费用等，其中设备折旧费用和动力电耗是制水的主要成本。

表 8　公司制水成本构成情况　（单位：元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
药剂	0.01	0.02	0.01
人工	0.05	0.05	0.05
动力电耗	0.19	0.23	0.22
折旧费用	0.96	1.02	1.04
修理费	0.03	0.05	0.04
其他费用	0.01	0.02	0.04
合　计	**1.25**	**1.39**	**1.40**

资料来源：公司提供

2019 年，公司自来水供应量为 7021 万吨，较上年增长 4.96%，主要系用户用水需求增加所致。2020 年 1－3 月，公司自来水供应量 1513 万吨，为 2019 年全年销量的 21.55%。截至 2020 年 3 月底，公司供水管网成新率为 82.78%。怀化市区公益性用水（每年约 500 万吨）及老旧管网漏水损耗导致公司供水产销差率处于较高水平，近年来，公司对部分管网进行了更新改造，供水产销差率由 2017 年的 30.14%降低至 2020 年 1－3 月的 26.24%。

表9　2018－2020年一季度公司供水情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
年供水量（万吨）	6689	7021	1513
年销售量（万吨）	4766	5179	1158
供水管网成新率（%）	81.92	82.56	82.78
供水产销差率（%）	28.75	26.24	23.46
水费回收率（%）	97.44	98.87	98.89
设计供水产能（万吨/日）	30	30	30

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司用水客户仍主要以居民用水为主，占总用水量的比重保持在 65%~75%左右，用水量较稳定。供水价格未发生变化，居民用水仍采用阶梯水价，非居民用水和特种用水仍实行超定额累加制度，采取“月定额+补差”方式分级收取水费。

表10　公司自来水收费价格情况　（单位：元/吨）

用水类型		2017 年－2018 年 5 月	2018 年 5 月至今
居民用水	15m³/每户每月（含）	2.10	2.07
	15-22m³/每户每月（含 22m³）	3.15	3.11
	22m³以上/每户每月	4.20	4.14
非居民生活用水			3.06
特种用水			8.01

资料来源：公司提供

受铁道水厂无偿划入及居民水价下调等因素的综合影响，公司供水收入呈稳步增长态势，2019 年，公司实现供水收入 1.24 亿元，毛利率 36.30%，较上年基本保持稳定。2020 年 1－3 月，公司实现供水收入 0.27 亿元，相当于 2019 年全年的 21.91%。

为了完善城区供水体系，公司投资建设怀化市城区供水管网建设项目和怀化鹤城区铁路供水设施分离移交改造项目，总投资分别为 4.50 亿元和 1.73 亿元，其中市城区供水管网建设项目的融资已获批通过政府债置换，怀化鹤城区铁路供水设施分离移交改造项目资金主要来自政府专项资金。截至 2020 年 3 月底，上述项目分别已投资 3.50 亿元和 0.97 亿元。

（2）污水处理

跟踪期内，公司仍负责怀化市 10 个区县的

污水处理业务，专营优势明显；受益于行业政策指引及市场需求增长，跟踪期内，公司实现污水处理收入快速增长，未来仍有一定增长空间。

公司污水处理业务主要由控股子公司湖南合源水务环境科技股份有限公司（以下简称“合源水务”）运营，公司和北京碧水源科技股份有限公司（以下简称“碧水源”）分别持有合源水务 51%和 49%的股权。碧水源在管理运营、污水处理技术、设备方案提供等方面给予合源水务一定支持。

跟踪期内，合源水务新设一家子公司为城东污水处理厂，主要负责鹤城区污水处理业务。截至 2020 年 3 月底，合源水务拥有 10 家分（子）公司，分布在鹤城区（城东区域）、芷江侗族自治县、溆浦县、麻阳苗族自治县、洪江市等 10 个区县（市），服务面积 132.94 平方公里，服务人口约 105.68 万人，其中鹤城区城东污水处理厂的污水处理市场份额在 60%左右，其他分公司所在区域市场份额占比 90%以上，区域专营优势明显。

麻阳苗族自治县和通道侗族自治县的污水处理厂分别于 2018 年和 2020 年初完成提标改造工作，两县污水处理费已分别于 2019 年和 2020 年初由 0.80 元/吨上调至 1.20 元/吨，其余除新建的鹤城区城东污水处理厂外，排放水质均为一级 B，其污水处理费为 0.80 元/吨。

表 11　2018－2020 年一季度公司污水处理情况

（单位：万吨、万吨/日、%）

	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
污水处理量	4393.53	5584.50	1501.50
设计污水处理产能	12.30	15.30	18.00
负荷率	97.86	100.00	91.67

资料来源：公司提供

2019 年鹤城区城东污水处理厂完工（公司获得特许经营权，资产权属不在公司）投入运营，2020 年初通道侗族自治县污水处理厂提标改造项目完工，公司污水处理产能不断增长。2019 年公司完成污水处理量 5584 万吨，同时部分污水处理厂完成提标改造后污水处理费上调，使得公司污水处理收入快速增长，2019 年为 4490.49 万元，较上年增长 31.11%；同期，污水处理毛利率为 30.70%，较上年增长 5.21 个百分点，主要系污水处理费调整及设备更新改造后经营效率提升所致。2020 年 1－3 月，公司实现污水处理收入 1238.81 万元，毛利率为 36.99%。

目前公司污水处理厂负荷率处于较高水平，扩容增效需求较大，同时依托污水处理行业良好的政策环境，提标改造项目将陆续推进。截至 2020 年 3 月底，公司在建污水处理项目有靖州县污水处理厂提标扩建改造工程，总投资 1.11 亿元，已投资 165 万元，该项目与靖州县政府签订 BOT 协议，建设期 3 年，运营期 30 年。此外，其余出水水质未达标的污水处理厂也将陆续推进提标改造项目。整体看未来公司污水处理业务有一定的增长空间。

（3）管线安装

跟踪期内，管线安装业务平稳开展，毛利率水平受完工合同利润水平差异影响有所下降。

公司管线安装业务仍主要由怀化市二次供水有限责任公司（以下简称“二次供水公司”）负责。公司是怀化市唯一一家具有二次加压供水管网安装资质的公司，管线安装业务专营性较强。

表 12　2018－2020 年一季度公司签订的安装合同情况

项　目	2018年	2019年	2020年1－3月
新签安装合同数量（个）	472	476	105
新签合同金额（万元）	6943.20	10941.00	1137.00
安装合同完工数量（个）	324	303	73

安装合同完工金额（万元）	4672.10	4261.53	1892.00

注：上表中安装合同完工金额与管线安装收入存在差异，系部分项目未签订正式合同
资料来源：公司提供

2019 年，公司新签合同金额快速增长，主要系当期鹤城区城东区域开发力度较大，新增市政工程合同较多所致。2019 年，公司实现管线安装收入 6547.00 万元，较上年下降 5.41%，同期，公司管线安装毛利率为 27.89%，较上年下降 6.85 个百分点，毛利率下降幅度较大主要系完工合同的利润水平下降所致。2020 年 1－3 月，公司新签安装合同总额 1137.00 万元，安装合同完工总额 1892.00 万元，分别相当于 2019 年全年的 10.39%和 22.43%。

（4）水电板块

跟踪期内，受益于政府划拨电站资产及自身改扩建，公司水电装机容量持续扩大，但水电收入及毛利率水平易受当期降水量影响波动较大。

公司水电板块的经营主体主要为怀化湘源电力股份有限公司（以下简称“湘源电力”）。截至 2020 年 3 月底，湘源电力下属 7 个水电站，均由政府无偿划拨，其中红岩及黄狮洞电站于 2019 年划入，均于 2019 年 6 月开始运营。2019 年，公司装机容量较上年增加 1.78 万千瓦，系红岩及黄狮洞电站划入（分别新增装机容量 1.02 万千瓦和 0.76 万千瓦，水库总容量 18681.5 万立方米）。

2019 年，受降水量波动及装机容量增长的综合影响，湘源电力下属水电站年发电量为 2.85 亿千瓦时，较上年增长 70.66%。2020 年 1－3 月，湘源电力下属 7 个水电站发电量为 0.75 亿千瓦时。

2019 年，公司所属电站上网电价变化不大，在 0.32 元/千瓦时~0.34 元/千瓦时之间。公司实现电费收入 9882.41 万元，较上年增长 87.63%。同期，毛利率水平增长较大，主要系降水量增加引起发电量增大而成本相对固定所致。2020 年 1－3 月，实现电费收入 2698.26 万元，为 2019 年全年水平的 27.30%，毛利率为 45.95%。

表 13　公司水电发电主要指标

指标	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
装机容量（万千瓦）	5.42	7.20	7.20
发电量（亿千瓦时）	1.67	2.85	0.75
上网电量（亿千瓦时）	1.64	2.79	0.71

资料来源：公司提供

表 14　公司下属电站上网电价（单位：元/千瓦时）

下属电站	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
马鞍洞	0.32	0.32	0.32
蓑衣塘	0.32	0.32	0.32
渔梁湾	0.34	0.34	0.34
牌楼	0.34	0.34	0.34
水酿塘	0.32	0.32	0.32
红岩	--	0.32	0.32
黄狮洞	--	0.32	0.32

注：红岩电站包含部分自供，2019 年及 2020 年 1－3 月自供电价和上网电价销售均价分别为 0.64 元/千瓦时和 0.59 元/千瓦时
资料来源：公司提供

（5）其他业务

跟踪期内，受物资贸易业务增长影响，其他业务收入持续增长，但毛利率水平持续下滑。公司承担少量水利基础设施代建项目，截至目前尚未确认收入。

公司其他业务收入主要包括物资贸易收入、污水处理设备销售收入、自来水散户水表安装收入、往来款利息收入以及市政工程设计收入等。其中物资贸易主要由子公司怀化市源圆物资贸易有限公司（以下简称“源圆贸易”）运营，主要从事建材、办公用品、劳保用品、专业设备等物资的大宗采购，主要客户包括母公司、怀化市水务投资集团有限公司（以下简称“水投集团”）以及怀化市城市建设投资有限公司等。近年来，源圆贸易扩大下游客户群，提高公司外客户贸易规模，物资贸易收入持续增长。

2019 年，公司其他业务收入为 11363.03 万元，较上年增长 4.33%，由于毛利率较低的物资贸易收入占比持续提升，其他业务收入毛利率持续下降，2019 年为 26.46%。2020 年 1－3 月，公司其他业务收入为 3247.02 万元。

此外，公司承接少量水利基础设施项目的代建，截至 2020 年 3 月底，公司在建的代建项目主要包括怀化市供水管网四期工程、酉水白田河道治理工程，总投资额合计 5.40 亿元，已投资 4.74 亿元。目前公司尚未确认代建收入。

表 15　截至 2020 年 3 月底公司主要代建在建项目

（单位：万元）

项目名称	总投资	开工日期	已投资额	计划投资		
				2020 年	2020 年	2022 年
怀化市供水管网四期工程	14000	2018 年	13875	75	25	25
沅陵酉水白田河道治理工程	40000	2018 年	33547	3000	2000	1453
合计	**54000**	--	**47422**	**3075**	**2025**	**1478**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司在建项目未来投资压力一般。随着项目陆续完工以及水厂、电站等经营性资产的划入，公司盈利水平有一定的提升空间。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额 8.00 亿元，已完成投资 4.50 亿元，考虑到政府专项资金支持，未来投资压力一般。

表 16　截至 2020 年 3 月底公司主要在建及拟建项目情况　（单位：万元）

项目名称	总投资	资本金	建设周期	已投资额	资金筹措方式	2020 年计划投资额	2021 年计划投资额
市城区供水管网建设项目	45000	13500	2012－2022	35000	政府债务置换	8000	待定
靖州苗族侗族自治县酿塘水库除险加固工程	6599	1386	2018－2021	200	国家水利建设专项资金	1500	2350
靖州县污水处理厂提标扩建改造工程	11096	3329	2019－2021	165	企业自筹	5000	6096
怀化鹤城区铁路供水设施分离移交改造	17300	5190	2018－2021	9650	三供一业专项资金	4650	3000
合　计	**79995**	**23405**	--	**45015**	--	**19150**	**11446**

资料来源：公司提供

未来，公司计划通过无偿划转、外部收购以及扩容改造等多种方式持续扩大生产和处理能力。由于计划划入及收购的水电类资产较为成熟，公司可以有效实现收入的增长。通过申请资产的无偿划转降低公司自身的资金需求。

供水板块方面，公司正在进行中方县自来水厂的收购，收购完成后预计到 2022 年公司供水能力将达到 35 万吨/日，供水收入将达到每年 1.30 亿元。

污水处理板块，公司计划集中技术、人员、资金优势，降低运营成本。一是改扩建现有污水处理厂，完成区县污水处理厂的提标改造；二是向市政府申请将工业园区污水处理厂划入公司。预计到 2022 年，污水处理能力将达到 20 万吨/日，收入将增加至每年 0.50 亿元。

水电板块，公司计划采取改扩建、并购、划拨等方式提升水电自身业务规模。公司已向市政府申请将春阳滩电站、鱼米滩电站划转至公司，未来随着电站划转，预计公司电费收入将进一步增长。

八、财务分析

公司提供了 2019 年度财务报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季报未经审计。

2019 年公司接受资产划转，将怀化市黄狮洞水电站和怀化市红岩水电站纳入合并范围；2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围子公司共 8 家。整体看，公司合并范围变化较小，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主，资产构成中应收类款项和存货比重大，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额65.51亿元，较上年底增长8.08%，主要系存货、其他应收款和在建工程等科目增长所致。从结构上看，流动资产占比较上年底略有下降至75.57%，公司资产以流动资产为主。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.14	5.18	2.65	4.04	2.02	3.09
其他应收款	18.46	30.46	21.28	32.49	21.01	32.06
存货	23.71	39.13	24.30	37.09	24.63	37.58
流动资产	**46.65**	**76.98**	**49.50**	**75.57**	**48.96**	**74.69**
固定资产	7.13	11.77	7.02	10.72	7.08	10.81
在建工程	3.25	5.36	5.67	8.66	6.18	9.43
无形资产	2.14	3.52	2.03	3.10	2.03	3.10
非流动资产	**13.95**	**23.02**	**16.00**	**24.43**	**16.59**	**25.31**
资产总额	**60.61**	**100.00**	**65.51**	**100.00**	**65.55**	**100.00**

注：合计数不等于单项加总数系四舍五入所致，下同

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至2019年底，公司流动资产49.50亿元，较上年底增长6.11%，主要系其他应收款、存货增长所致。流动资产中，货币资金2.65亿元，较上年底下降15.67%，主要由银行存款构成。公司受限资金合计7800元，系办理ETC业务冻结所致。公司其他应收款21.28亿元，较上年底增长15.27%，主要系应收水投集团和怀化市财政局的往来款增长所致。公司其他应收款中，账龄组合账面金额0.53亿元，账龄在3年以上的占比较高，公司累计计提坏账准备0.36亿元；对关联方及政府部门的往来款合计21.11亿元，公司未对其计提坏账准备。公司前五大应收方合计占比达到99.90%，集中度高；其中对水投集团的应收款17.82亿元，主要为往来款及代水投集团垫付工程款形成的应收款；对怀化市财政局的往来款2.79亿元，主要为应收的补贴款。

表18 截至2019年底其他应收款前五名欠款情况（单位：亿元、%）

单位名称	余额	账龄	占比
水投集团	17.82	1~2年为主	83.72
怀化市财政局	2.79	1年以内及1~2年为主	13.11
怀化电力集团有限责任公司	0.32	3~4年及5年以上	1.52
怀化市融诚水业投资有限公司	0.28	1~2年为主	1.34
中方县中方镇人民政府	0.04	1年以内及2-3年	0.21
合 计	**21.26**	--	**99.90**

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司存货为24.30亿元，较上年底增长2.46%，保持相对稳定。存货主要由供水管网、代建项目开发成本（占26.00%）和土地开发成本（占73.39%，系政府注入的项目开发用地）构成。截至2019年底，公司未对存货计提跌价准备。

截至2019年底，公司非流动资产16.00亿元，较上年底增长14.71%，主要系在建工程增长所致。截至2019年底，固定资产账面价值7.02亿元，较上年底下降1.27%，主要系水电站划入及计提折旧的综合影响；公司在建工程5.67亿元，较上年底增长74.51%，主要系对市城区供水管网建设项目、怀化鹤城区铁路供水设施分离移交改造等项目的投入增加所致。公

司无形资产 2.03 亿元，较上年底下降 4.94%，主要由土地使用权 0.74 亿元和特许经营权（污水处理）1.39 亿元构成，无形资产累计摊销 0.97 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 0.69 亿元，分别占同期资产总额和净资产的 1.06%和 1.71%，受限比例低，主要为用于抵押的固定资产。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 65.55 亿元，资产规模和结构较上年底保持相对稳定。仍以流动资产为主。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金 2.02 亿元，较上年底下降 23.48%，主要系往来款支出规模较大所致；其他流动资产科目没有明显变化。截至 2020 年 3 月底，公司非流动资产 16.59 亿元，较上年底增长 3.68%，主要系在建工程增长所致，其他非流动资产科目没有明显变化。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，其中资本公积占比较高，公司权益稳定性尚可。

截至2019年底，公司所有者权益40.42亿元，较上年底增长4.70%，主要系实收资本和未分配利润增长所致。公司所有者权益中资本公积占比较高，权益结构稳定性尚可。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计40.53亿元，规模和结构较上年底基本保持稳定。公司所有者权益变动主要来自于未分配利润和少数股东权益的变动，实收资本和资本公司未发生变化。

表19 公司所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	2.00	5.18	2.44	6.03	2.44	6.01
资本公积	26.48	68.59	26.48	65.47	26.48	65.34
未分配利润	8.98	23.25	10.27	25.40	10.37	25.58
少数股东权益	0.76	1.96	0.77	1.92	0.79	1.95
所有者权益合计	**38.61**	**100.00**	**40.42**	**100.00**	**40.53**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

跟踪期内，公司负债总额有所增长，其中有息债务占比一般；公司整体债务负担较轻，若“17怀化水投MTN001”于2020年集中回售，公司将面临较大的集中偿债压力。

截至2019年底，公司负债总额25.08亿元，较上年底增长14.02%。主要系长期借款和专项应付款等增长所致。从构成上看，公司负债中流动负债占比57.98%，公司负债以流动负债为主。

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.83	21.95	2.40	9.57	2.48	9.91
应付账款	0.44	2.01	1.05	4.18	0.76	3.02
预收款项	3.71	16.86	2.96	11.80	2.98	11.93
其他应付款	3.21	14.61	3.56	14.21	3.09	12.35
一年内到期的非流动负债	0.03	0.13	3.89	15.52	2.95	11.80
流动负债	**12.88**	**58.56**	**14.54**	**57.98**	**12.86**	**51.40**
长期借款	1.33	6.07	3.78	15.07	5.39	21.55
应付债券	6.05	27.48	4.05	16.13	4.05	16.17
长期应付款	0.60	2.73	0.60	2.39	1.42	5.69

专项应付款	0.80	3.64	1.79	7.13	0.97	3.89
非流动负债	**9.12**	**41.44**	**10.54**	**42.02**	**12.16**	**48.60**
负债总额	**22.00**	**100.00**	**25.08**	**100.00**	**25.02**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季报整理

截至2019年底，公司流动负债14.54亿元，较上年底增长12.90%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司短期借款2.40亿元，较上年下降2.43亿元，主要系保证借款全部清偿完毕，短期借款中信用借款1.30亿元，质押借款1.10亿元（质押物为自来水收费权）。公司预收款项为2.96亿元，较上年底下降20.22%，主要为对水投集团的预收代建工程款大幅下降；公司其他应付款为3.56亿元，较上年底增长10.87%，主要系应付企业往来款增长所致。从构成来看，公司其他应付款主要由关联方往来款1.48亿元（主要为对水投集团的借款）、企业间往来款1.54亿元（主要为对长沙佳城房地产开发有限公司以及当地的国有水利建设单位的往来款）和政府往来款0.45亿元构成。公司一年内到期的非流动负债3.89亿元，较上年底增加3.86亿元，均为一年内到期的长期借款。同期公司非流动负债为10.54亿元，较上年底增长15.60%。公司长期借款3.78亿元，较上年底增加2.45亿元，全部为银行借款。公司应付债券4.05亿元，较上年底减少2.00亿元，系兑付“16怀化水投MTN001”所致。公司存续债券为“17怀化水投MTN001”，待偿本金4.00亿元，将于2020年8月到达回售期。

截至2020年3月底，公司负债总额25.02亿元，较上年底保持相对稳定，其中其他应付款下降0.47亿元、一年内到期的非流动负债下降0.94亿元，长期借款增长1.61亿元，其他科目变动较小。

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务为14.12亿元，较上年底增长15.38%。2019年底，公司全部债务中短期债务占比进一步提高，考虑到“17怀化水投MTN001”设有回售选择权，假设投资者于2020年行使回售选择权，公司短期债务将达到10.29亿元，则截至2019年底，短期债务占全部债务比重为72.88%，短期偿债压力明显上升。公司资产负债率、全部债务资本化比率和和长期债务资本化比率分别为38.29%、25.89%和16.22%，均较上年底略有增长，但公司整体债务负担较轻。

截至2020年3月底，公司全部债务14.87亿元，较上年底增长5.31%，其中短期债务占比下降至36.54%。同期，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分38.17%、26.84%和18.88%，公司债务负担略有加重。

从债务到期期限分布情况看，2020－2022年公司银行借款的到期规模分别为6.29亿元、1.36亿元和0.34亿元，考虑到“17怀化水投MTN001”可能于2020年集中回售，公司或将面临较大的集中偿付压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，由于主营业务公益性较强，整体盈利能力一般，利润总额对补贴收入依赖程度高。

2019年，公司实现营业收入4.47亿元，同比增长17.49%，主要系2019年电费收入大幅增长。同期，公司营业成本较上年增长12.52%。2019年，公司营业利润率为37.35%，较上年增长2.78个百分点，主要系收入占比较高的电费收入毛利率快速提高所致。

2019年，公司期间费用为1.58亿元，较上年增长25.40%，以管理费用和财务费用为主。公司管理费用主要为职工薪酬、固定资产折旧和无形资产摊销费用，2019年公司管理费用同比增长61.86%至0.73亿元，主要系红岩及黄狮洞电站划入、城东污水处理厂投入运营后职工薪酬大幅增长所致。公司财务费用为0.71亿元，较上年保持相对稳定。公司期间费用占营业收入

比重由上年的33.12%增长至35.28%。整体来看，期间费用对利润的侵蚀较为严重。

2019年，公司获得的政府补助为1.46亿元，计入“其他收益”科目。同期，公司利润总额为1.47亿元，利润总额对财政补贴的依赖程度高。公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.77%和3.34%，同比分别下降0.36个和0.30个百分点。公司整体盈利能力一般。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.20 亿元，相当于 2019 年全年的 26.78%；营业利润率为 41.36%，较 2019 年有所上升。同期，公司期间费用 0.39 亿元，仍以管理费用和财务费用为主，期间费用率较上年下降 2.72 个百分点至 32.56%。2020 年 1－3 月，公司未收到政府补助，实现利润总额 0.11 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流仍保持净流入，收入实现质量较高；投资活动现金流缺口进一步扩大；公司外部净融资规模较小，筹资活动产生的现金流由净流出变为小幅净流入，现金储备仍持续消耗。

经营活动方面，公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助和公司间往来款等。2019年，公司经营活动现金流入量为5.70亿元，较上年增长1.87%，其中以营业收入回款为主的销售商品、提供劳务收到的现金4.40亿元、以政府补助和往来款为主的收到的其他经营活动有关现金收入1.28亿元。同期，公司经营活动现金流出量为5.26亿元，较上年增长4.33%，其中以营业支出为主的购买商品、接受劳务支付现金1.47亿元、以往来款为主的支付其他经营活动有关现金支出2.51亿元。2019年，公司经营活动现金净流入0.44亿元，较上年底下降20.69%，主要系支付给职工以及为职工支付的现金快速增长。2019年，公司现金收入比为98.41%，较上年下降5.07个百分点，公司收入实现质量略有下降，但整体收入实现质量较高。

投资活动方面，2019年，公司无投资活动现金流入，同期，公司投资活动现金流出量为2.27亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。当期，公司投资活动现金流量净额为-2.27亿元，投资活动现金流缺口进一步扩大。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入5.02亿元，较上年底增长24.13%，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出3.68亿元，较上年底下降28.70%，主要为偿还债务本息支付的现金。当期，公司筹资活动现金流量净额由负转正，为1.35亿元，主要系公司借款规模的扩大所致。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 0.56 亿元，公司现金收入比 72.46%，较 2019 年大幅下降，公司投资活动净流出 0.20 亿元，同期，公司取得借款收到的现金 1.59 亿元，收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为 0.70 亿元和 1.39 亿元，公司筹资活动现金流净额为-0.09 亿元。由于公司投资活动缺口不断扩张以及公司现金收入比下降，公司对外部融资的依赖性强。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，现金类资产对短期债务的保障能力持续减弱，EBITDA 对有息债务的保障能力较好。考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为340.39%和173.31%，分别较上年底下降21.81个和4.79个百分点。2019年，公司经营现金流动负债比有所下降，为3.00%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱。公司现金类资产2.65亿元，现金短期债务比为0.42倍，较上年底的0.65倍略有下降，现金类资产对短期债务的保障能力进一步减弱。2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为380.69%和189.14%，较上年底均有所上升；现金类资产相当于短期债务的0.37倍，保障能力仍弱。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标看，2019年，公司EBITDA同比下降3.42%至2.82亿元，全部债务/EBITDA增长至5.01倍，EBITDA利息倍数为3.97倍，EBITDA对债务本息的保障能力较强，公司长期偿债能力较强。公司长期偿债能力较强。考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 19.93 亿元，已使用 10.44 亿元，未使用授信额度 9.49 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

6. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产总额占合并口径的比重较大，有息债务占合并口径的比重一般，收入和利润总额对合并口径的贡献小。

截至 2019 年底，母公司资产总额 51.66 亿元，占合并口径资产总额的 78.86%，母公司资产总额较上年底增长 6.33%，主要系其他应收款增长所致。截至 2019 年底，母公司流动资产 44.09 亿元，占资产总额的 85.34%，主要由其他应收款（主要应收方为水投集团）和存货（主要为土地资产）构成；流动资产中货币资金 1.05 亿元，占合并口径货币资金的 39.62%。同期，母公司非流动资产 7.57 亿元，占母公司资产总额的 14.66%，主要由长期股权投资构成。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 31.33 亿元，较上年底增长 2.64%，主要系实收资本和未分配利润增长所致。截至 2019 年底，母公司所有者权益主要由实收资本（占 7.78%）、资本公积（占 77.21%）和未分配利润（占 13.76%）构成，权益稳定性较好。

截至 2019 年底，母公司负债合计 20.33 亿元，较上年底增长 12.57%，主要系短期借款和其他应付款增长所致。从结构上看，母公司流动负债占 75.42%，非流动负债占 24.58%。截至 2019 年底，母公司全部债务 8.34 亿元，占合并口径全部债务的 59.07%；其中短期债务 3.34 亿元，长期债券 5.00 亿元。

2019 年，母公司实现营业收入 0.68 亿元，同比下降 6.78%；利润总额 0.37 亿元，同比下降 39.80%，财政补贴对利润总额的贡献大。总体看，母公司收入和利润总额对合并口径的贡献小。

2020 年 1－3 月，母公司实现营业收入 0.16 亿元，利润总额 0.05 亿元；经营活动现金流净额为-0.22 亿元，投资活动现金流净额为 0.08 亿元，筹资活动现金流净额为 0.25 亿元，货币资金整体净流入。

九、存续债券偿还能力分析

整体来看，公司未来待偿本金峰值规模较大，存在一定集中兑付压力。经营活动现金流入量对未来待偿本金峰值保障能力较强。

截至2020年6月底，公司存续债券余额为4.00亿元，假设公司发行的“17怀化水投MTN001”于2020年全部赎回，则公司一年内到期兑付债券余额为4.00亿元，2020年将达到存续债券待偿本金峰值4.00亿元。截至2020年3月底，公司现金类资产2.02亿元；2019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5.70亿元、0.44亿元和2.82亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表21　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020 年 3 月
截至 2020 年 6 月底一年内到期债券余额	4.00
未来待偿债券本金峰值	4.00
现金类资产/截至 2020 年 6 月底一年内到期债券余额	0.51
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.43
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.11
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.71

资料来源：联合资信整理

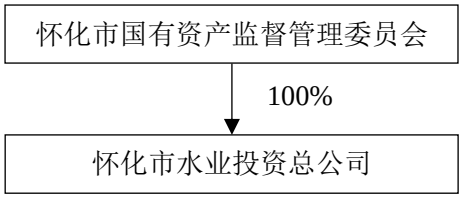
公司现金类资产对一年内到期债券保障程

度较弱，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障能力弱。整体看，公司可能面临一定的集中兑付压力。

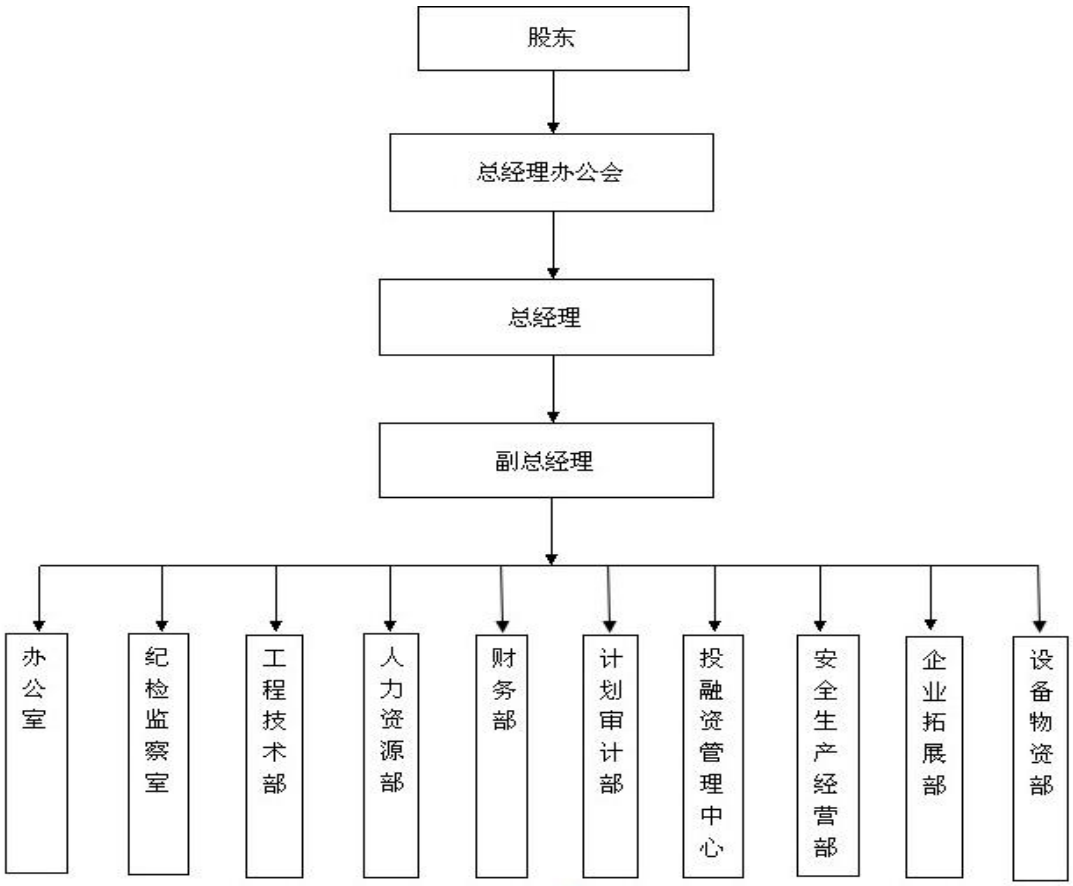
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17怀化水投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务范围	注册资本（万元）	持股比例（%）		取得方式
			直接持股	间接持股	
怀化市自来水有限公司	供水、给排水设计、管道施工	3500.00	100.00	--	投资设立
怀化市水务二次供水有限公司	二次供水设施设备及表后管道维护；提供二次加压服务	500.00	100.00	--	投资设立
湖南合源水务环境科技股份有限公司	城市污水处理；净水机销售、租赁	5000.00	51.00	--	其他方式
怀化市水务建设经营有限公司	水利设施项目建设与施工	1000.00	100.00	--	其他方式
怀化市湘源电力股份有限公司	高低压输配电建设与管理；水电经营及水电开发项目的相关管理及咨询服务	2000.00	95.00	5.00	其他方式
怀化市源圆物资贸易有限公司	建材、输配电设备、供水设备、给排水管道及配件、工程机械设备及配件的销售	5000.00	81.81	18.19	投资设立
怀化市黄狮洞水电站	发电、供电	405.50	100.00	--	其他方式
怀化市红岩水电站	水利发电；电力销售	762.00	100.00	--	其他方式

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.64	3.14	2.65	2.02
资产总额(亿元)	59.62	60.61	65.51	65.55
所有者权益(亿元)	37.24	38.61	40.42	40.53
短期债务(亿元)	1.26	4.86	6.29	5.43
长期债务(亿元)	11.54	7.38	7.83	9.44
全部债务(亿元)	12.80	12.24	14.12	14.87
营业收入(亿元)	3.56	3.80	4.47	1.20
利润总额(亿元)	1.34	1.59	1.47	0.11
EBITDA(亿元)	2.70	2.92	2.82	--
经营性净现金流(亿元)	-0.68	0.55	0.44	-0.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.57	4.43	5.24	--
存货周转次数(次)	0.10	0.10	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.07	--
现金收入比(%)	152.43	103.48	98.41	72.46
营业利润率(%)	37.37	34.57	37.35	41.36
总资本收益率(%)	3.90	4.13	3.77	--
净资产收益率(%)	3.21	3.64	3.34	--
长期债务资本化比率(%)	23.66	16.05	16.22	18.88
全部债务资本化比率(%)	25.58	24.07	25.89	26.84
资产负债率(%)	37.54	36.30	38.29	38.17
流动比率(%)	484.02	362.20	340.39	380.69
速动比率(%)	241.33	178.10	173.31	189.14
经营现金流动负债比(%)	-7.00	4.27	3.00	--
现金短期债务比(倍)	3.69	0.65	0.42	0.37
全部债务/EBITDA(倍)	4.73	4.20	5.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.58	4.19	3.98	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.15	1.28	1.05	1.17
资产总额(亿元)	46.84	48.58	51.66	52.55
所有者权益(亿元)	29.94	30.53	31.33	31.38
短期债务(亿元)	0.00	1.00	3.34	3.42
长期债务(亿元)	10.40	6.29	5.00	4.95
全部债务(亿元)	10.40	7.29	8.34	8.37
营业收入(亿元)	0.70	0.72	0.68	0.16
利润总额(亿元)	0.47	0.62	0.37	0.05
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-2.83	3.88	-0.83	-0.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.01	--
现金收入比(%)	100.00	100.00	100.00	71.95
营业利润率(%)	99.82	99.71	99.67	100.00
总资本收益率(%)	1.10	1.56	0.93	--
净资产收益率(%)	1.49	1.93	1.18	--
长期债务资本化比率(%)	25.78	17.08	13.75	13.61
全部债务资本化比率(%)	25.78	19.27	21.01	21.05
资产负债率(%)	36.09	37.17	39.35	40.28
流动比率(%)	611.30	352.12	287.58	277.30
速动比率(%)	337.05	200.63	171.26	167.36
经营现金流动负债比(%)	-43.53	32.97	-5.40	--
现金短期债务比（倍）	--	1.28	0.32	0.34
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 5　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+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 6-1　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 6-2 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 6-3　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