

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 595 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持怀化市水业投资总公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“14怀化水业MTN001”AA⁻的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年五月二十日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

怀化市水业投资总公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 怀化水业 MTN001	3 亿元	2014/6/9 -2017/6/9	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间: 2015 年 5 月 20 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	2.19	0.59	1.35	1.21
资产总额(亿元)	36.42	39.94	44.12	44.61
所有者权益(亿元)	31.06	32.10	33.23	33.25
短期债务(亿元)	0.00	0.88	2.12	2.57
全部债务(亿元)	1.91	2.70	7.05	7.57
营业收入(亿元)	1.53	2.34	2.70	0.63
利润总额(亿元)	1.31	1.11	1.55	0.02
EBITDA(亿元)	1.77	2.05	2.43	--
经营性净现金流(亿元)	0.96	-0.97	0.60	-0.07
营业利润率(%)	34.04	36.80	40.97	47.89
净资产收益率(%)	3.64	3.47	4.44	--
资产负债率(%)	14.72	19.63	24.69	25.47
全部债务资本化比率(%)	5.79	7.76	17.51	18.55
流动比率(%)	786.44	559.74	709.11	673.69
全部债务/EBITDA(倍)	1.08	1.32	2.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	45.28	8.53	5.27	--
经营现金流动负债比率(%)	31.52	-18.00	12.90	--

注: 公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计

分析师

卜彦花 于芷崧
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 怀化市水业投资总公司(以下简称“公司”)作为怀化市最重要的供水经营、水利设施建设以及水利发电主体, 在外部环境、政府支持及区域市场垄断地位等方面继续保持其所具备的优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司应收款项规模大对公司资金形成占用、整体盈利能力较弱以及未来投资支出较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

2013年以来, 伴随着污水处理业务的并入以及电费收入的提升, 公司营业收入规模快速增长。此外, 公司在建项目怀化市二水厂二期工程将于2015年底竣工, 未来随着供水量及供水管线工程量的扩大, 公司营业收入规模有望继续保持增长。

综合考虑, 联合资信维持公司AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14怀化水业MTN001”AA⁻的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 怀化市政府在水费、电费及管网铺设补贴等方面继续给予公司大力支持。
2. 跟踪期内, 受益于其他业务收入的增加, 公司营业收入规模保持增长态势。
3. 跟踪期内, 公司经营活动现金流入量对“14 怀化水业 MTN001”保障程度尚可。

关注

1. 公司流动资产中其他应收款及土地资产占比较高, 资产流动性偏弱, 且应收款项对公司资金形成一定占用。
2. 跟踪期内, 公司期间费用占营业收入比重仍较高, 未来对期间费用控制水平有待提高。
3. 公司经营性业务收入规模小, 整体盈利能力较弱, 利润总额受补贴收入规模影响大; 公司经营性净现金流波动大。
4. 公司未来投资支出较大, 存在一定筹资压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与怀化市水业投资总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与怀化市水业投资总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因怀化市水业投资总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由怀化市水业投资总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于怀化市水业投资总公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

怀化市水业投资总公司（以下简称“公司”）的前身为成立于1982年9月的怀化市自来水公司（后变更为“怀化市供水总公司”），公司成立时注册资本为人民币64.00万元，经多次增资，公司注册资本增加到人民币4708.00万元，出资人为怀化市公用事业管理局。

根据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”）批复（怀国资产权函【2013】4号文），公司注册资本增加到人民币20000.00万元，2012年12月已经湖南泰信会计师事务所进行验资，并出具湖南泰信【2012】验资第197号验资报告；公司出资人变更为怀化市国资委。截至2014年底，公司注册资本和实收资本均为20000.00万元，公司实际控制人为怀化市国资委。

公司经营范围为：水业投资及经营管理；城镇抽水、供水管理；水电开发管道；管道安装；水业投资咨询及中介服务；水暖器材、水表销售；给排水工程的设计、施工及咨询；凭本企业资质从事房地产开发。

截至2014年底，公司本部下设工程技术部、人力资源部、财务部、计划审计部、投融资管理中心、安全生产经营部、企业拓展部、设备物资部、办公室和纪检监察室等10个职能部门；公司共拥有7家全资子公司和2家控股子公司。

截至2014年底，公司资产总额为44.12亿元，所有者权益为33.23亿元（含少数股东权益0.29亿元）；2014年，公司实现营业收入2.70亿元，利润总额1.55亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为44.61

亿元，所有者权益为33.25亿元（含少数股东权益0.28亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入0.63亿元，利润总额0.02亿元。

公司注册住址：怀化市鹤城区榆市路191号；法人代表：曾红卫。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长

9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 水务行业

水务行业概述

水务行业为综合性概念，涉及范围较广，包括自来水供水、污水处理、再生水生产以及

污泥处置等业务，并且衍生形成水厂升级改造、污水厂除臭、依托水源热泵技术的新能源和流域河道治理等外延性业务。从产业链的角度，水务行业可划分为上、中、下游三个板块，具体而言：第一，上游板块为以技术工艺选择方案、融资方式、项目运作模式为核心的设计咨询业务，其客户对象主要为地方政府，其盈利模式为“以核心技术为支撑，专业化解解决方案为载体的前期综合服务”；第二，中游产业板块由供水厂和污水处理厂等建设和运营业务组成，其客户为已有水厂或新投标水厂，其盈利模式为“以特许经营为前提，以项目管理与优化组织方案为载体的中期综合服务”；第三，下游板块由综合配套服务为核心的委托运营服务、技术服务、升级改造服务、在线监测服务、药剂和设备供应服务以及维修服务组成，其客户为同行业企业或地方政府，其盈利模式为“以人力资本为核心，提供优质服务为载体的后期综合服务”。

水务行业隶属于公共事业，地域性和垄断性特点较强，目前，中国水务行业运行具有下列特点：

（1）行业经营垄断性强

除自来水厂的工程建设以外，水务行业其他的各个环节都具有典型的自然垄断性质。水务行业是资本高度密集的行业，自来水管网等固定资产生命周期很长，给水处理设施的使用年限至少为 25 年，同一区域内不可能进行管网的重复建设，使行业具有天然的区域垄断特征。

（2）经营主体众多

水务行业主要竞争主体按公司性质可分为国有水务公司、投资型水务公司、外资公司和民营水务公司，其中国有水务公司仍然占据水务行业大部分市场。

国有水务公司，主要包括自来水公司和排水公司，它们大多是原国有公用事业单位通过改制而形成的公司。改制后自来水公司和排水公司多是分开经营，目前国内大部分城市已经

将自来水公司、排水公司统一纳入水务公司管理，在水务公司内部形成完整的上下游产业链。公司与政府部门有天然的公共关系优势，在区域范围内拥有资源优势和垄断优势。但在跨地域经营、规模经济方面与全国性的公司相比，有一定的差距。代表公司：重庆市水务控股（集团）有限公司、绍兴市水务集团有限公司。

投资型水务公司，该类公司多数为上市公司，综合实力相对雄厚，正在通过合资经营、收购兼并等手段积极扩大水务市场份额，在许多大中型城市已经形成了相当的投资规模，形成了跨区域规模化经营的格局，市场绩效良好。如北控水务集团有限公司、北京首创股份有限公司、天津创业环保集团股份有限公司等。

外资水务公司，外资公司拥有先进的水务技术，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但是整个行业中外资公司数量不多。目前，威立雅和苏伊士是中国市场上最具代表性的外资水务巨头。威立雅在中国的 34 个省、直辖市、自治区及特别行政区中的一半地区开展了水务服务项目，拥有超过 179000 名员工，服务人口超过 4300 万；苏伊士公司则在中国拥有逾 20 座城市管理着近 30 个水务项目，供水人口达到 1500 万，设计建造了逾 200 座水厂和污水处理厂，处理能力达到 550 万吨/日以上。

民营水务公司，由于水务行业涉及国计民生，对一国的经济社会稳定十分关键，因此，目前进入该行业的民营公司相对较少，所占市场份额也较为有限，主要集中在污水处理领域。代表公司为桑德环保资源股份有限公司和北京碧水源科技股份有限公司。

（3）市场化水平低、行业处于保本微利运行状态

水务行业作为国民经济重要的基础产业之一，关系到城乡居民生活、企业生产和生态环境的保护，是社会可持续发展的基础。长期

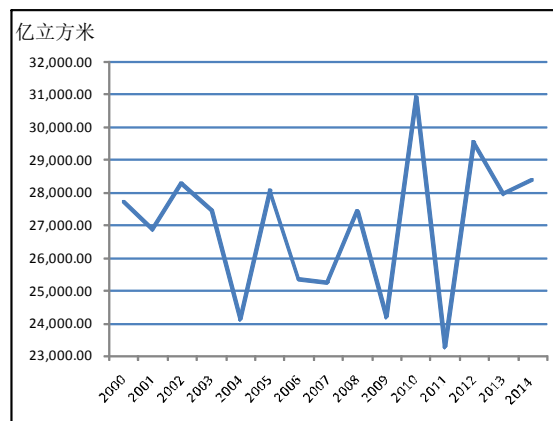
以来水务业被作为社会福利品向居民低价提供。同时，水务行业具有投资金额大、投资周期长、投资回报率低而稳定的行业特征，因此水务企业通常由政府出资或扶持保证其正常运营。尤其是供水行业大多由地方政府独家垄断经营，供水公司的商业运作与管理创新受到较大限制。由于水务行业市场化程度不高，城市水价构成中，主要考虑净水成本补偿，而对供排水管网建设和污水处理成本补偿不足。水价尚未建立根据市场供求和成本变化及时调整的机制，供水价格普遍偏低，造成供水企业长期处于保本微利甚至亏损状态，严重阻碍了供水行业的发展。

供水子行业分析

（1）中国水资源匮乏

从水资源总量来看，由于受降雨量变动等自然条件的影响，水资源量波动性较大，自 2000 年以来在 24000 亿立方米和 31000 亿立方米区间波动。2014 年，中国水资源总量为 28370.00 亿立方米，较上年上升 1.83%。

图 1 2000 年~2014 年中国水资源总量



资料来源：wind 资讯

从人均水资源占有情况来看，中国水资源较为匮乏。按照第六次全国人口普查数据计算，人均水资源量为 2125 立方米，不足世界平均水平的三分之一。水资源短缺已成为制约中国经济和社会可持续发展的重要因素。

（2）供水总量逐年提升

2006~2014 年，中国供水总量呈现出稳步

上升的态势。从来源的角度来看，用水主要来源于地表水和地下水两部分，其中地表水是供水的主要来源，其供给量占供水总量的 80% 左右。从历年供水量看，中国供水总量平稳增长，生产用水波动不大，生活用水呈现上涨态势。根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长，城市化发展和经济发展，中国供水行业将保持稳定增长，到 2030 年，中国国民经济用水需求量将达到 7000 亿至 8000 亿立方米。其中，城市供水需求增长将领先于其他用水需求量的增长。

（3）自来水用水量基本稳定

2014 年全年总用水量 6220 亿立方米，比上年增长 0.6%。其中，生活用水增长 2.7%，工业用水增长 1.0%，农业用水增长 0.1%，生态补水增长 0.6%。万元国内生产总值用水量 112 立方米，比上年下降 6.3%。万元工业增加值用水量 64 立方米，下降 5.6%。人均用水量 456 立方米，比上年增长 0.1%。近年自来水用量基本稳定，自来水供应可分为居民生活用水和生产经营用水（包括工业用水、行政事业用水、经营服务用水和特种行业用水），其中工业用水是用水主体。2014 年中国自来水生产量为 4641137.09 万立方米，比上年增长了 15.64%。2014 年，全国自来水生产量达 4948708.8 万立方米。

（4）自来水价格偏低，水价上调仍是必然

从定价模式来看，中国水价仍然由各地物价局举行价格听证会的方式决定，但是自来水价格正在逐步实现市场化调整。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，中国自来水价格也不断上涨。据统计，目前全国 36 个大中城市，居民生活用水（自来水）价格平均为 2.08 元/吨，其中 36% 的城市水价在 2 元—3 元/吨，8% 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。

从全球角度看，中国水价远远低于国际水

平。水费支出占居民可支配收入的比重（以下简称水费收入比）是世界上最主要的水价衡量指标之一。全球范围内的水费收入比一般在 2%~5% 之间，原中国建设部在《城乡缺水问题研究》中明确指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到 2.5%~3% 为宜。而从现状看，现行水价远未达到上述标准。以全国水价较高的北京市为例，其用水家庭支出占家庭收入的比重也仅为 1.8%，全国平均水平仅在 1% 左右，基本没有体现自来水的稀缺资源价值。

从长期来看，基于水资源的稀缺性和中国城市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。

表 1 2015 年 4 月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	沈阳	1.80
2	长春	3.80	20	银川	1.80
3	北京	3.64	21	厦门	1.80
4	成都	2.94	22	兰州	1.75
5	重庆	2.70	23	福州	1.70
6	石家庄	2.50	24	南京	1.68
7	昆明	2.45	25	上海	1.63
8	宁波	2.40	26	郑州	1.60
9	哈尔滨	2.40	27	海口	1.60
10	呼和浩特	2.35	28	南昌	1.58
11	太原	2.30	29	合肥	1.55
12	大连	2.30	30	长沙	1.53
13	深圳	2.30	31	武汉	1.52
14	济南	2.25	32	南宁	1.48
15	西安	2.25	33	乌鲁木齐	1.36
16	贵阳	2.00	34	杭州	1.35
17	广州	1.98	35	杭州	1.35
18	青岛	1.80	36	西宁	1.30

资料来源：相应城市物价局、政府网及新闻门户网站。

注：该表自来水价格不含污水处理费。

污水行业分析

（1）污水处理行业发展概述

污水处理分为工业废水处理和生活污水

处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的60%以上。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。

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，行业进入高速扩张期。根据《中国2014年国民经济和社会发展统计公报》，城市污水处理厂日处理能力达到12896万立方米，比上年末增长3.5%，城市污水处理率达到90.2%，提高0.8个百分点。

表2 2015年4月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	南京	1.42	19	兰州	0.80
2	北京	1.36	20	海口	0.80
3	上海	1.30	21	南昌	0.80
4	南宁	1.17	22	武汉	0.80
5	重庆	1.00	23	长沙	0.75
6	昆明	1.00	24	贵阳	0.70
7	厦门	1.00	25	青岛	0.70
8	天津	0.90	26	银川	0.70
9	深圳	0.90	27	乌鲁木齐	0.70
10	济南	0.90	28	呼和浩特	0.65
11	广州	0.90	29	西安	0.65
12	成都	0.90	30	郑州	0.65
13	福州	0.85	31	沈阳	0.60
14	西宁	0.82	32	合肥	0.51
15	石家庄	0.80	33	太原	0.50
16	宁波	0.80	34	杭州	0.50
17	哈尔滨	0.80	35	杭州	0.50
18	大连	0.80	36	长春	0.40

资料来源：中国水网

在污水处理价格方面，由于污水处理行业较早开始市场化运作，相对于自来水价格，污水价格更多采取市场定价方式。根据中国水网

公布的最新数据，截至2015年4月，居民生活污水处理费排名前十的城市包括南京、北京、上海等地，价格处于1.3~1.5元/吨之间。

(2) 行业政策及未来发展

污水处理行业是典型的公用事业，因此其主要驱动因素是产业政策。近年来，国家政策不断向行业倾斜。

作为“十二五”时期七大战略性新兴产业规划之一，2012年发布的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》指出，“十二五”期间，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近4300亿元。同年5月，《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及2020年远景目标》出台，涉及水厂改造、管网改造、新建管网、新建水厂、水质检测监管、供水应急能力建设等多个领域。

2015年4月国务院出台的《水十条》指出到2020年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良(达到或优于III类)比例总体达到70%以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内，地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于III类比例总体高于93%，全国地下水质量极差的的比例控制在15%左右，近岸海域水质优良(一、二类)比例达到70%左右。京津冀区域丧失使用功能(劣于V类)的水体断面比例下降15个百分点左右，长三角、珠三角区域力争消除丧失使用功能的水体。到2030年，全国七大重点流域水质优良比例总体达到75%以上，城市建成区黑臭水体总体得到消除，城市集中式饮用水水源水质达到或优于III类比例总体为95%左右。

总体来看，污水处理行业正处于快速发展阶段，污水处理总量节节攀升，“十二五”规划和“水十条”对于污水处理又提出了进一步的要求，势必会带动大批行业投资。从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由物价局决定，价格整体仍然处于低位，长期价格上涨已是必然之势。总体来说，污水处理行业长

期看好。

2. 水电行业

中国水电资源丰富，开发潜力很大，水电装机容量保持增长，受来水影响，水力发电有所波动，2014年水力发电量实现恢复性增长

中国水能资源蕴藏量居世界第一位，理论蕴藏量为 6.67 亿 Kw，其中可开发的水能资源为 3.78 亿 Kw。调查显示，发达国家水能资源开发利用率已超过 60%，而中国目前水能资源开发利用率仅为 24%，开发潜力很大。

近年来，随电力供需矛盾逐步缓和，电力产业在规模扩张时也开始逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续开发，水电由于其丰富资源蕴藏量，成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。

2014 年水电装机容量 30183 万千瓦，同比增长 7.9%，新增 2181 万千瓦，同比下降 27.13%。

目前国内已投运的水电站主要分布在 12 个水能资源极其丰富、开发条件较好的水电基地，主要包括黄河上游、南盘江、红水河、金沙江、大渡河、乌江、长江上游、湘西和闽、浙、赣水系等。截至 2014 年底，发电装机容量 136019 万千瓦，比上年末增长 8.7%。其中，火电装机容量 91569 万千瓦，增长 5.9%；水电装机容量 30183 万千瓦，增长 7.9%；核电装机容量 1988 万千瓦，增长 36.1%；并网风电装机容量 9581 万千瓦，增长 25.6%；并网太阳能发电装机容量 2652 万千瓦，增长 67.0%。

受经济增长放缓等因素影响，全社会用电量增速回落幅度较大，电力消费需求放缓，但随着来水情况持续好转，2014 年水电发电量实现恢复性增长，2014 年全国发电量 54638 亿千瓦时，同比增长 3.2%，其中水电发电量 9440 亿千瓦时，同比增长 18%，火电发电量 42049 亿千瓦时，同比下降 0.4%；全社会用电量 55233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速同比回落 3.7 个百分点。

从子行业运营特点看，相对于现阶段国内火电行业经营业绩受电煤价格影响出现波动，水电行业运行相对较为平稳，一方面是由于在现行的“节能调度”原则下，水电优先核电和火电调度发电，出力较有保障，另外一方面是由于水电工程前期建设投入大，后期运营成本较低且相对稳定。

国家大力发展可再生能源，未来水电是国家发展再生能源的重点

2007 年 9 月，国家发改委出台了《可再生能源中长期发展规划》，指出中国可再生能源发展的重点是水能、生物质能、风能和太阳能，到 2020 年将建成水电 3 亿千瓦、风电 3000 万千瓦、生物质发电 3000 万千瓦、太阳能发电 180 万千瓦。可再生能源中，风力发电不稳定、太阳能发电受天气影响较大，而水电无论是可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的社会贡献效益上，都具有较好竞争优势，因此，未来水电是国家发展再生能源的重点。预计至 2020 年，中国水电装机容量将达 4 亿千瓦左右，除西藏外大部分地区水电资源将开发完毕。

再生能源中，风电发电不稳定、太阳能发电受天气影响较大，而水电无论是可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的社会贡献效益上，都具有较好竞争优势，因此，未来水电是国家发展再生能源的重点。

水电行业行业政策和未来发展

我国水电资源丰富，建国以来，我国政府一直高度重视水电综合开发和利用，水电站建设稳步发展。大力发展可再生能源是我国的现实选择，因为水电外的其他可再生能源受技术和成本等因素的制约，在短期内难以成为主导。我国水力资源丰富，开发程度较低、运行成本低、可靠性高，具备大规模开发的技术和市场条件。

目前我国水电平均上网电价约 0.27 元/kwh，火电平均上网电价约 0.4~0.5 元/kwh。虽然“水火不同价”作为历史遗留问题，暂时很难解决，但从长远来看，水火同价是大趋势。国

家电监会已明确表示，在条件成熟时将实施水电和火电同价政策，以鼓励水电等可再生能源的利用。据《可再生能源中长期发展规划》推测，2020年前，我国水电装机容量的复合增长率将保持在5.98%以上；到2020年，中国水电总装机容量将达到2.90亿千瓦。

国家发改委与相关部委还陆续发布了《可再生能源发电有关管理规定》、《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》和《可再生能源产业发展指导目录》等一系列配套政策，有力的促进了可再生能源行业的发展。

总之，水电作为可再生清洁能源，为国家政策鼓励发展产业，具备大规模开发的技术和市场条件，发展前景较好。

3. 怀化市区域经济环境

怀化市概况

怀化市位于湖南省西部，南接广西，西连贵州，与湖南的邵阳、娄底、益阳、常德、张家界等市和湘西苗族土家族自治州接壤，素有“黔滇门户”、“全楚咽喉”之称，并有湖南“西大门”之美誉，是东中部地区通向大西南的桥头堡和国内重要交通枢纽城市。

怀化市区域经济概况

根据《怀化市 2014 年国民经济与社会发展统计公报》，全市实现地区生产总值（GDP）1181.01 亿元、增长 5.1%。第一产业实现增加值 171.47 亿元、增长 4.4%；第二产业实现增加值 516.52 亿元、增长 6.8%；第三产业实现增加值 493.03 亿元、增长 3.6%。三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 9.9 %、60.0%和 30.1%，三次产业结构调整为 14.5: 43.7: 41.7，第一产业较上年提高 0.8 个百分点，第二、三产业分别回落 0.4 个百分点和 0.5 个百分点。按常住人口计算，人均 GDP 达 24363 元，增长 4.1%。全市非公有制经济实现增加值 676.06 亿元、增长 4.5%，占 GDP 的 57.2%。

2014 年，完成全社会固定资产投资 851.35 亿元，增长 6.2%。投资亿元以上项目 179 个，

本年新开工项目 50 个，亿元以上项目完成投资 188.7 亿元，占固定资产投资总额的 22.2%；其中基础设施建设完成投资 314.3 亿元，增长 13.3%。

总体来看，怀化市区域经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

怀化市财政实力概况

从收入构成上来看，怀化市地方可控财力主要由一般预算收入、上级补助收入、基金收入和预算外财政专户收入四部分构成，详见下表。

表3 2012~2014年怀化市财力情况（单位：万元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
一般预算收入	690729	768071	661890
税收收入	430527	473468	397835
非税收入	260202	294603	264055
基金收入	705133	592735	955987
上级补助收入	1538510	1758578	2113228
返还性收入	72188	73926	81150
一般性转移支付	892155	1067987	1229346
专项转移支付	574167	616665	802732
预算外财政专户收入	64017	43922	34158
地方可控财力	2998389	3163306	3765263
一般预算支出	2225273	2571436	2809030
基金支出	736494	680151	990481
预算外支出	52710	46570	33407
地方财政支出	3014477	3298157	3832918
财政当年结余	-16088	-134851	-67655

资料来源：怀化市财政局

财政收入方面，2012~2014年，怀化市地方可控财力呈稳定增长态势，2014年怀化市地方可控财力达到376.53亿元，其中一般预算收入、上级补助收入和基金收入分别占17.58%、56.12%和25.39%。2014年，怀化市一般预算收入66.19亿元，同比下降13.82%，主要系土地交易三税下降，其中税收收入和非税收入分别为39.78亿元和26.41亿元。同期，上级补助收入211.32亿元，主要为一般性转移支付和专项转移支付。近年来，怀化市财政收入中基金收入主要为国有土地使用权出让收入，受怀化市政

府对土地出让速度有所控制的影响，近三年基金收入有所波动。

财政支出方面，2012~2014年，怀化市财政总支出亦呈快速增长趋势，地方可控财力对其覆盖程度较弱。近年来，怀化市财政支出主要为一般预算支出和基金支出，2014年分别为280.90亿元和99.05亿元。

总的来看，随着怀化市经济持续发展，怀化市总体竞争力稳步提升，地方财政收入不断增长，但税收收入大幅下降。财政总支出亦呈快速增长趋势，怀化市财政收支平衡主要依赖于上级补助收入。

4. 怀化市水务发展概况

怀化市水能资源十分丰富，是全国十大水电基地之一的主体地带，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“三湘四水”中著名的沅水自南向北贯穿境内，干流境内总长为568公里，流域面积达27239平方公里，境内重要的支流有酉水、辰水、溆水、舞水和渠水，古称“五溪”。目前公司下属两个水厂取水源地均为舞水河。

表4 湖南省各市居民生活用水价格明细
(单位: 元/立方米)

地区	自来水价格	污水处理价格	水资源费
长沙市	1.53	0.75	0.02
湘潭市	1.57	0.65	0.02
常德市	1.42	0.80	0.02
邵阳市	1.55	0.55	0.02
娄底市	1.66	0.60	0.02
怀化市	1.98	0.75	0.02
株洲市	1.61	0.60	0.02
衡阳市	0.98	0.80	0.02
岳阳市	1.85	0.60	0.02
郴州市	1.20	0.60	0.02

资料来源：湖南省人民政府网站

怀化市区的自来水业务主要由公司承担，下属县的供水分别由县级自来水公司承担。怀化市区用水需求主要来源于居民用水需求（约

占65%-70%左右），近年来伴随着怀化市城市化水平不断提高，工业企业发展迅速，自来水的用量稳步增长。

在自来水价格方面，怀化市居民生活用水价格在湖南省各市中处于较高水平，保证了公司水务业务的正常运营。另外，考虑到水费调价需经过怀化市物价局批准，因此怀化市水价受政府政策影响较大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年3月底，公司注册资本和实收资本均为2亿元，公司实际控制人为怀化市国资委。

2. 企业规模

公司作为怀化市最重要的供水经营主体，主要业务为供水与排水、管道安装、污水处理以及水力发电，其供水业务在怀化市城区占据主导地位。此外，怀化市另一家涉及水业的公司为怀化市水务投资集团有限公司，与公司关系为非同一控制下的关联方关系，主要负责怀化市水利设施建设。

水务方面，公司目前承担怀化市城区全部的供水任务。截至2015年3月底，公司拥有2个自来水厂，设计供水能力合计为16.4万吨/日；管网铺设总长度560公里；供水服务面积50平方公里，服务人口约50万人。污水处理业务方面，服务面积72平方公里，服务人口约63万人，合计污水处理能力25万吨/日。

水电方面，公司目前年发电量约占怀化市全部地区（含城区及县）用电量的30%左右。截至2015年3月底，公司共有全资及控股发电站5家，装机容量5.061万KW，水库总容量16590万立方米。

污水处理方面，公司污水处理板块经营主体是环境发展公司。2014年，环境发展公司服务面积72平方公里，服务人口约63万人，合计污水处理能力10.3万吨，全年合计处理量

3760 万吨。

表 5 截至 2015 年 3 月底公司子公司情况

企业名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
怀化市二次供水有限责任公司	500	100
怀化市水务建设经营有限公司	1000	100
怀化湘源电力股份有限公司	2000	95
怀化市给排水安装工程有限公司	500	80
怀化市自来水有限公司	3500	100
怀化市水务环境发展有限公司	1000	100
怀化兴达市政工程设计有限公司	100	100
怀化市鸿达管网维护有限公司	30	100
怀化市鸿达物业有限公司	50	100

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年 3 月底，公司拥有全资子公司 7 家，控股子公司 2 家。其中怀化湘源电力股份有限公司（以下简称“湘源电力”）成立于 2010 年 12 月，主要经营高低压输配电建设与管理、新能源开发研究等；怀化市给排水安装工程有限公司（以下简称“给排水公司”）成立于 2001 年 7 月，主营业务包括给排水工程勘察设计等；怀化市水务建设经营有限公司（以下简称“水务建设公司”）成立于 2012 年 2 月，主营业务包括水资源利用开发项目建设、水利项目建设、供水、排水、污水处理项目建设、涉水项目配置资源的综合开发和经营等；怀化市水务环境发展有限公司（以下简称“环境发展公司”）成立于 2012 年 3 月，主要经营城市污水处理业务；怀化市二次供水有限责任公司（以下简称“二次供水公司”）成立于 2011 年 3 月，主营业务包括二次供水设施设备及表后管道维护、提供二次加压用水服务等；2013 年 4 月，公司成立子公司怀化市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”），主营业务包括抽水、供水、给排水设计、管道施工等；2010 年 2 月，公司成立子公司怀化兴达市政工程设计有限公司（以下简称“兴达市政”），主营业务包括环境工程、市政工程、给排水工程的设计、施工及咨询等；2010 年 4 月，公司成立怀化市鸿达管网维护有限公

司（以下简称“鸿达管网维护公司”），主营业务包括管道维护等；2010 年 4 月，公司成立怀化市鸿达物业有限公司（以下简称“鸿达物业公司”），主营业务包括物业服务等。

3. 政府支持

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，怀化市政府每年给予公司水价补贴和电价补贴。其中，水价补贴标准为 0.75 元/吨；电价补贴为 0.15 元/千瓦时。

表 6 2013~2014 年公司获得的政府补助（单位：万元）

年度	项目	补贴金额
2013 年	水价补贴	3100.00
	电价补贴	2900.00
2014 年	水价补贴	3250.00
	电价补贴	3120.00

资料来源：公司提供

根据怀化市财政局《关于 2014 年度供水管网建设补贴的函》（怀财函【2015】5 号），以公司年度供水管网投资规模为补贴依据，新城区管网建设补贴标准为 90 万元/公里。公司 2014 年度新城区建设供水管网 53.4 公里，补贴金额合计为 4800 万元，计入公司“营业外收入”科目。

2014 年根据《湖南省小型农田水利设施建设工程补助专项资金管理办法》，怀化市财政局拨付农田水利建设资金补贴 3780 万元，计入“营业外收入”科目。

整体而言，跟踪期内，怀化市政府继续以财政补助的形式给予公司一定资金补贴，对公司的正常运营形成了有力保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理层无人员变动情况，且管理方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责怀化市区的自来水供应、管

网建设与维护、下属 9 县污水处理以及部分县域水利发电等业务。2012~2014 年，公司分别实现营业收入 1.53 亿元、2.34 亿元和 2.70 亿元。

从收入构成看，由于 2012 年将湘源电力纳入合并范围，公司业务板块增加电费收入；同年，公司将环境发展有限公司纳入合并范围，但由于其下属污水处理公司未及时完成工商登记变更，因此公司于 2013 年增加污水处理业务。2014 年，公司营业收入中水费收入、管线安装收入、电费收入、污水处理收入和其他分别占营业收入的 31.59%、23.71%、31.06%、13.64%和 15.51%。其中其他业务板块收入大幅增加，主要系新增代建费收入和利息收入的增加。

从毛利率看，2012~2014 年，公司综合毛利率呈增长趋势，三年分别为 35.46%、38.21%和 42.47%，其中 2012 年综合毛利率增长较快主要是由于新增的电费板块毛利率较高，有效提升了公司整体毛利率水平；2013 年综合毛利率的小幅上涨主要是因为下半年水价上涨，以及较高毛利的污水业务纳入合并范围所致。2014 年毛利率上涨主要是加强了供水板块成本控制。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.63 亿元，为 2013 年全年的 23.36%。同期，公司综合毛利率为 42.44%，较 2014 年综合毛利率下降 0.03%，整体经营状况保持平稳。

表7 2012~2015年3月公司营业收入情况（单位：万元、%）

项 目	2012 年度			2013 年度			2014 年度			2015 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	收入	占比	毛利率
水费收入	6217.23	40.58	16.11	6585.09	28.12	22.34	7199.30	31.59	28.51	2168.49	34.41	29.22
管线安装	2450.45	15.99	21.07	5156.75	22.02	19.37	5404.45	23.71	17.40	1060.38	16.83	20.73
电费收入	5559.65	36.29	52.36	7220.22	30.83	59.84	7077.52	31.06	49.05	1189.92	18.88	34.55
污水收入				3007.60	12.84	42.35	3108.58	13.64	44.30	741.60	11.77	36.15
其他	1093.73	7.14	91.72	1451.68	6.20	60.92	4183.97	15.51	85.33	1141.46	18.11	86.27
合计	15321.07	100.00	35.46	23421.34	100.00	38.21	26973.82	100	42.47	6301.85	100	42.44

资料来源：公司提供

2. 水务板块

公司的水务业务主要包括自来水供应以及污水处理。其中供水业务方面，公司拥有包括从水源取水、自来水净化到输水管网输送的完整产业链条，主要由子公司自来水公司负责；污水处理业务方面，由子公司环境发展公司承担。

（1）供水业务

目前，公司拥有 2 个自来水厂，设计供水能力合计为 16.4 万吨/日；管网铺设总长度 560 公里；供水服务面积 50 平方公里，服务人口约 50 万人。目前第二水厂二期正在建设当中，预计工程完工后该水厂供水能力可达 20 万吨/日，能够基本满足怀化市的新增用水需求。

表8 公司下属水厂情况

水厂名称	供水能力	备注
第一水厂	6.4万吨/日	建成时间为1981年，因为制水工艺水平相对落后，取水区域水源水质相对较差，所以已经停止日常运营，改为备用水厂
第二水厂	10万吨/日	建成时间为2000年，现为怀化市区的主力供水水厂

资料来源：公司提供

公司取水水源为舞水河，舞水河系长江水系，水源水量较为充沛，水质达到国家出台的《地表水环境质量标准》三类水质标准，可以满足公司业务需要。公司取水的同时无需缴纳水资源费，取水成本主要来自动力电耗，取水成本约为 0.02 元/吨。2012~2014 年，公司源水取水量呈稳定增长态势，分别为 4212.67 万吨、

4261.49 万吨和 4618.27 万吨。2015 年 1~3 月，公司源水取水量为 1254.52 万吨，为 2014 年全年的 27.16%。

近年来，公司制水成本维持在 1.30~1.36 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，其中设备折旧费用是制水的主要成本。近几年公司制水成本中人工成本逐年下降，主要系自来水公司对一线员工数量加大控制力度，协议解聘少量员工。

表 9 公司制水成本构成表（单位：元/吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
药剂	0.02	0.01	0.01	0.01
人工	0.14	0.09	0.07	0.05
动力电耗	0.17	0.18	0.16	0.19
折旧费用	0.97	1.01	1.01	1.01
修理费	0.04	0.04	0.03	0.04
其他费用	0.02	0.02	0.02	0.01
合计	1.36	1.35	1.30	1.31

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司实际年供水总量持续增长，三年分别为 4086 万吨、4174 万吨和 4478 万吨。2015 年 1~3 月，公司实际自来水供应量 1157 万吨，为 2014 年全年供应的 25.84%。

2012~2014 年，公司供水管网成新率分别为 82.00%、81.50%和 81.00%，成新率有所下

降。2015 年 1~3 月，公司供水管网成新率为 80.50%。

近三年，公司供水产销差基本保持在 23~25%左右的水平，主要系怀化市区公益性用水及老旧管网漏水损耗导致公司供水产销差处于较高水平。

表10 2012~2015年3月公司供水情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
年供水量(万吨)	4086	4174	4478	1157
年销售量（万吨）	3067	3205	3428	887
供水管网成新率（%）	82.00	81.50	81.00	80.50
供水产销差（%）	24.94	23.21	23.46	23.28
水费回收率（%）	97	98	98	97

资料来源：公司提供

从自来水销售看，公司自来水销售量保持小幅稳定增长态势，近三年分别为3067万吨、3205万吨和3428万吨。2015年1~3月，公司自来水销量为887万吨，为2014年全年的25.86%，售水量保持稳定。

从用水客户看，怀化市将客户用水分为居

民生活用水、非居民生活用水和特种用水三类。公司用水客户主要以居民用水为主，用水量基本保持稳定，占公司总用水量的比重保持在 65%~75%之间；公司其他用水客户主要为非居民用水和特种用水，合计占公司总用水量的比重约为25%~35%。

表 11 公司用水客户占比情况表（单位：万吨、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
居民用水	2074	67.62	2158	67.33	2394	69.84	643	72.49

非居民用水	921	30.03	971	30.30	564	27.80	225	25.37
特种用水	72	2.35	76	2.37	63	2.36	19	2.14
合计	3067	100	3205	100	3428	100.00	887	100.00

资料来源：公司提供

从水价看，2009年4月，根据《怀化市物价局关于调整城区自来水价格的批复》（怀市价【2009】60号文件），怀化市自来水价格自2009年4月起开始调整，兼顾企业和居民的承受能力，怀化市城区供水基本水价也由1.63元/立方米调整为2.02元/立方米（具体水价分类见下表）。

表12 2009年调整后怀化市自来水价格
(单位：元/立方米)

类别	价格
居民用水	2.42
行政事业用水	2.60
工业用水	2.69
经营服务用水	3.89
特种用水	7.62

资料来源：公司提供

注：含水资源费和污水处理费。

根据《怀化市物价局关于调整怀化市城区供水价格的通知》（怀市价【2013】99号）文件，将现行的居民生活用水、行政事业用水、工业用水、经营服务用水和特种用水五类，归并简化为居民生活用水、非居民生活用水和特种用水三类，怀化市城区供水基本水价也由现行的2.02元/立方米调整为2.35元/立方米，调整后的城市供水价格从2013年9月1日起执行。此次价格调整将有效改善公司供水业务的盈利能力及公司整体的经营情况。

表13 2013年调整后怀化市自来水价格

(单位：元/立方米)

类别	自来水价格	污水处理价格
居民用水	1.98	0.75
非居民用水	2.97	0.90
特种用水	7.92	1.00

资料来源：公司提供

注：水资源费为0.02元/立方米。

(2) 污水处理

公司污水处理板块业务的经营主体为环境发展公司。2012年，怀化市水务投资集团有限公司成立其子公司环境发展公司，随后怀化市政府将其无偿划入公司。同年，环境发展公司收购9家污水处理公司，分别负责溆浦、靖州县及洪江市等九个地区污水处理业务，但由于该9家公司未在当年完成工商登记变更，因此2012年公司未计入其污水处理收入。2013年上半年，环境发展公司完成9家污水处理公司工商登记变更并纳入公司合并范围；2013年三季度，环境发展公司将9家污水处理公司设立为9家分公司。

2014年，环境发展公司服务面积72平方公里，服务人口约63万人，合计污水处理能力10.3万吨/日，全年合计污水处理量3760万吨；2015年1~3月，环境发展公司污水处理量927万吨。

表14 截至2014年底环境发展公司污水处理业务情况

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)	生产能力 (万吨/日)	日污水处理量 (万吨/日)
溆浦水务环境发展有限公司	城市污水处理	7.6	8.5	2.0	1.6
靖州县水务环境发展有限公司	城市污水处理	12.0	12.0	1.5	1.2
洪江市水务环境发展有限公司	城市污水处理	8.0	8.0	1.0	0.8
洪江区水务环境发展有限公司	城市污水处理	6.5	7.0	1.0	0.8
芷江水务环境发展有限公司	城市污水处理	7.5	8.0	1.0	0.8
会同水务环境发展有限公司	城市污水处理	7.3	5.0	1.0	0.8

麻阳水务环境发展有限公司	城市污水处理	10.0	4.3	1.0	0.8
辰溪水务环境发展有限公司	城市污水处理	9.5	6.2	1.0	0.8
通道水务环境发展有限公司	城市污水处理	3.6	4.0	0.8	0.6
合计	--	72.0	63.0	10.3	8.2

资料来源：公司提供

怀化市污水处理费涵盖在水价中，由各县城自来水公司一并收取上交市财政，最后由市财政统一拨付各污水处理公司。2014年，

公司实现污水处理收入3108.58万元，毛利率为44.37%。2015年1~3月，公司实现污水处理收入741.60万元，毛利率为36.15%。

表15 近年来9家污水处理公司经营情况（单位：万元、%）

名称	2012 年度			2013 年度			2014 年度			2015 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	收入	占比	毛利率
靖州厂	439.20	14.56	32.42	438.00	14.56	42.17	438.00	14.09	41.55	99.50	13.42	41.16
溆浦厂	585.60	19.42	51.92	584.00	19.42	53.23	584.00	18.79	54.67	126.00	16.99	52.12
麻阳厂	292.80	9.71	40.77	292.00	9.71	41.15	312.00	10.04	38.34	78.00	10.52	40.32
洪江区厂	292.80	9.71	41.88	292.00	9.71	42.14	312.98	10.07	47.25	72.85	9.82	42.56
洪江市厂	292.80	9.71	41.65	292.00	9.71	41.25	292.00	9.39	38.27	73.00	9.84	43.33
芷江厂	292.80	9.71	33.14	292.00	9.71	41.34	292.00	9.39	30.62	73.00	9.84	40.04
辰溪厂	292.80	9.71	44.35	292.00	9.71	45.13	292.00	9.39	41.08	73.00	9.84	45.13
通道厂	234.24	7.77	33.99	233.60	7.77	35.15	293.60	9.44	28.53	73.25	9.88	35.15
会同厂	292.80	9.71	43.40	292.00	9.71	43.07	292.00	9.39	47.71	73.00	9.84	43.07
合 计	3015.84	100	41.25	3007.60	100	42.35	3108.58	100	44.37	741.60	100	36.15

资料来源：公司提供

（3）管线安装

公司管线安装业务主要由公司子公司怀化市给排水公司和怀化市二次供水公司负责。

公司管线安装业务分为市政工程和用户工程。其中市政工程主要为自营工程，涉及小区管网铺设以及道路分管网铺设。用户工程特指用户在公司营业所开户后将小区管道接入用户结算水表工程，主要为居民用户。

公司管线安装业务目前全部由公司自营，施工现场由公司工程部人员统一管理调度，具体施工人员按照工程规模，统一进行外部临时聘用，签订临时用工合同。

工程款结算方面，公司按照工程技术部编制的工程预算结算书进行结算，开发商及单位安装业务工程款结算按照签订的施工协议及工程预算表进行结算。基于公司工程工期一般较短的原因，收入确认按照工程完工后整体确认

收入，工程结算款一般采用预收 20%~50%，待工程完工后全部结清的方式。另外，居民用户一般情况不签订施工合同，而是按照用户管线铺设情况，根据实际工程结算金额确认收入。

表 16 2012~2015 年 3 月公司签订的安装合同情况

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年 1-3月
新签安装合同数量（个）	420	530	486	118
新签合同金额（万元）	2659.56	5,730.28	5582.6	1138.7
完工安装合同数量（个）	432	514	522	126
完工安装合同金额（万元）	2301.09	5,156.75	5,404.45	1060.38

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司安装合同数量及金额均呈波动增长态势，其中 2014 年公司新签安装合同和完工安装合同分别为 486 和 522 个；

同期，公司新签合同金额有所下降是因为用户安装工程减少，完工安装合同金额同比增加，主要是由于完工了部分去年的合同。

用户工程方面，2014 年，公司搭线用户 468 户，同比增长 10 户；实现收入 548.92 万元，同比减少 7.83 万元。2015 年 1~3 月，公司新增搭线用户 167 户，实现收入 198.33 万元，第一季度用户工程增量较 2014 年水平相比较少，主要是由于用户安装基本饱和。

3. 水电板块

公司水电板块的经营主体主要为怀化市湘源电力股份有限公司（以下简称“湘源电力”）。截至 2015 年 3 月底，公司下属 5 个水电站，累计装机容量 5.061 万 KW，水库总容量 16590 万立方米。

2012~2014 年，湘源电力下属 5 个水电站年发电量分别为 2.11 亿千瓦时、1.99 亿千瓦时和 2.15 亿千瓦时。2014 年，受益于降雨量增加，

湘源电力下属 5 个水电站年发电量 2013 年大幅提升。2015 年 1~3 月，湘源电力下属 5 个水电站发电量为 0.32 亿千瓦时，发电量保持稳定。

从平均上网电价看，2011 年，湘源电力下属 5 个水电站上网电价均为 0.331 元/千瓦时；2012 年，根据湖南省物价局《湖南省物价局关于怀化市黄狮洞电站等水电项目上网电价问题的批复》（湘价函【2012】275 号），同意将湘源电力下属牌楼、渔梁湾 2 家水电站的上网电价调为 0.36 元/千瓦时。2013 年，湖南省物价局同意将湘源电力下属水酿塘、蓑衣塘和马鞍洞 3 家水电站的上网电价调为 0.35 元/千瓦时。

表 17 公司水电发电主要指标

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
装机容量（万千瓦）	5.12	5.10	5.06	5.06
发电量（亿千瓦时）	2.11	1.99	2.15	0.32
上网电量（亿千瓦时）	2.06	1.91	2.08	0.31

资料来源：公司提供

表 18 2012~2014 年公司下属电站发电情况统计

电站名称	发电设备平均利用小时（小时）			发电量（万千瓦时）			售电量（万千瓦时）		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
牌楼水电站	4416.80	4112.00	4024.00	8347.84	7772.63	8772.47	8186.28	7325.42	1683.34
水酿塘水电站	3759.00	3970.00	4216.70	5638.00	5956.07	6324.90	5510.00	5837.36	6218.51
渔梁湾电站	3819.00	3187.00	5213.00	3055.00	2559.36	2401.73	3029.00	2550.68	2243.39
蓑衣塘电站	4798.00	4772.00	4641.00	2375.00	2100.00	2258.59	2328.00	2042.00	8248.18
马鞍洞电站	3893.00	3384.00	2989.67	1693.00	1471.69	1749.90	1554.00	1392.54	2381.78
合计	--	--	--	21108.84	19859.75	21507.59	20607.28	19148.00	20775.2

资料来源：公司提供

表 19 公司下属水电站情况

电站名称	所处位置	水库总库容（万 m3）	有效库容（万 m3）	年平均流量（m3/s）	建立时间	开始发电时间	总投资规模（万元）	装机容量（万 KW）	是否承担农田灌溉	发电设备情况（KW）
牌楼水电站	中方县牌楼镇冯家湾村	4460	1690	173	2003 年	2006 年	18066	1.89	否	3X6300
水酿塘水电站	靖州县江东乡泡里村	7750	1700	84.4	1991 年	1991 年	6206	1.50	否	3X5000
渔梁湾电站	洪江区桂花乡渔梁湾村	1580	1580	97.7	2004 年	2006 年	8447	0.80	否	2X4000
蓑衣塘电站	会同连山乡漩水村	2300		104	1966 年	1971 年	2127	0.476	是	2X125+2X430+2X650+2500
马鞍洞电站	靖州县江东乡马鞍村	485		94.6	1975 年	1979 年	1230	0.435	否	3X800+3X650

资料来源：公司提供

注：马鞍洞电站是滚水坝电站，蓑衣塘是引水式电站，均无调节能力，因此不存在有效库容。

2012~2014 年，公司电费板块收入分别为 0.55 亿元、0.72 亿元和 0.71 亿元，其中 2013 年收入增长较快主要是由于一方面湘源电力自 2012 年二季度起并入公司，相应的仅确认了 2012 年后三个季度的收入；另一方面，由于雨水比较充足，水电站发电量大力攀升，导致收入增长。2014 年，由于增效扩容导致折旧费用上升，电费板块毛利率较 2013 年下降。2015 年 1~3 月，电费收入是 0.12 亿元，毛利率是 34.55%，与 2014 年同期基本保持稳定。

公司水电板块的主要经营资产以及营业收入主要来自湘源电力下属的 5 个水电站，分别由 5 家子公司进行运营：

牌楼电站地处中方县牌楼镇冯家湾村，距怀化市 25 公里，属舞水流域规划最末一级梯级低水头径流电站，电站总控制流域面积 9955 平方公里，正常蓄水调节容库 1690 万立方米，总库容 4460 万立方米。电站于 2003 年 9 月开工，2006 年 4 月开始发电。总装机三台 6300KW 贯流灯泡式水轮发电机组，总装机容量为 1.9 万 KW，发电运行全部实现自动化控制系统微机操作管理。

水酿塘电站位于沅水一级支流渠水中游河段，座落在靖州县江东管委会泡里村，是以发电为主兼防洪综合效能的水利水电工程，系中国防洪重点中型水库之一。枢纽控制流域面积 4199 平方公里，总库容 7750 万立方米，其中水利库容 5050 万立方米，调节库容 1700 万立方米，多年平均流量 84.4 秒立方米，多年平均降雨量 1300 毫米。电站于 1991 年 1 月成立，同年 10 月首台机组并网发电，总装机容量 3×5000 千瓦。2014 年 3 月进行电站增效扩容工程，其中水轮发电机组预计 2015 年 9 月底前完工，主变及高压电气设备，2014 年底完成高压电气设备的安装调试工作，经初步验收，投入运行正常。

渔梁湾水电站位于地洪江区境内的巫水干流上，巫水为沅江的一级支流，该电站是巫水流域规划中的最末一级电站。电站总装机容量

8000kw，大坝控制流域总面积 4193 平方公里，多年平均流量 97.7 立方米/秒，总库容 1580 万立方米，2004 年 12 月工程开工建设，2006 年 12 月两台机组并网发电。

蓑衣塘电站位于沅水一级水流渠水下游，于 1971 年投入运行，并于 1998 年、2004 年先后进行扩容改造和机组改造，目前控制流域面积 5320 平方公里，现有装机容量为 4910KW。2014 年 8 月蓑衣塘增效扩容项目启动，现已完成水轮发电机组及附属设备采购与安装、电器及自动化设备采购与安装的招标。预计 2015 年 6 月底完成变压器、控制屏的安装工作。

马鞍洞电站位于靖州县江东乡马鞍村，属沅水一级支流渠水中段径流式电站，1975 年 10 月动工，于 1979 年 10 月首台机组发电，控制流域面积为 4600 平方公里，水库总库容为 500 万立方米，平均流量 94.6 立方米/秒。全站共有 6 台发电机组，总装机容量为 4350 千瓦（650×3+800×3）。2014 年 7 月启动水电站增效扩容改造工程，同年 10 月完成电气设备采购、水轮发电机组及附属设备与安装项目的招标。2015 年将完成高低压开关柜及直流屏的改造工作。

从销售客户看，公司售电的客户为国家电网子公司怀化电力集团。运营模式主要由各个电站发电后输送至客户处，并计量实际供电量，向客户直接收取发电销售收入。结算方式上，怀化电力集团在上网电费确认后向公司支付该期上网电费，采取转账汇款方式，周期一般为一个月左右。

4. 未来发展

近年来，随着怀化市经济快速发展，城镇化水平不断提高，人口数量迅速增长，导致城区内用水量逐年递增。据公司测算，近年来城区供水高峰值最高达到 17 万立方米/日，使公司二水厂出现超负荷运转的现象，为缓解供水压力，公司投资建设怀化市二水厂二期工程、怀化市城区第二水源供水工程及怀化市城区供

水管网四期工程，项目总投资合计 15.01 亿元；同时，公司其他在建项目还包括蓑衣塘水电站增效扩容工程、水酿塘水电站增效扩容工程、

马鞍洞水电站增效扩容工程、红岩灌溉排水泵站工程等，总投资额合计 17.28 亿元。

表 20 公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方式	截至 2015 年 3 月底已完成投资	2015 年 3-12 月计划投资	2016 年计划投资	建设周期
沪昆客专怀化南站区域撇洪排涝工程	14374.88	自筹	9000.00	2300.00	3074.88	2014-2016
供水管网建设四期工程	68000.00	自筹	41600.00	19880.00	6520.00	2015-2017
怀化市二水厂二期工程项目	10134.56	自筹、外部融资	9150.00	984.56	-	2014-2015
怀化市城区第二水源供水工程	72000.00	政府专项资金+外部融资	150.00	1500.00	28800	2015-2018
蓑衣塘水电站增效扩容工程	1781.07	政府专项资金	30.00	301.00	450.70	2014-2015
水酿塘水电站增效扩容工程	5123.10	政府专项资金	3250.00	1650.00	2123.10	2014-2015
马鞍洞水电站增效扩容工程	1418.48	政府专项资金	32.00	540.00	680.00	2014-2015
合计	172832.10	-	63212.00	27155.56	32053.8	-

资料来源：公司提供

2016 年底以前，公司在建项目仍需投资 5.93 亿元，存在较大的投资需求，从而增加了自身的筹资压力。除上述在建项目以外，2013 年 8 月，子公司水务建设公司与怀化市水务投资集团有限公司（以下简称“水务投公司”）签订工程建设合同，负责建设阮陵县西水白田段河道综合治理及土地整理项目与怀化市城区太平溪清淤及生态补水工程，合同金额分别为 4.00 亿元和 5.00 亿元，结算方式为按施工进度结算。

工程进度方面，截至 2015 年 3 月底，阮陵县西水白田段河道综合治理及土地整理项目已完成投资 2.98 亿元，太平溪清淤及生态补水工程 180 万元。

发展规划

根据公司“十二五”规划，目标定位：实现城乡水务一体化，城区供水正常有序、安全可靠，供水水质综合合格率达到 98% 以上，并符合国家新颁布的标准，污水处理达标率为 98% 以上；继续加快供水管网等供水基础设施建设，完成二水厂二期扩建、紫东区加压站和办公大楼建设、老城区管网改造及二套水源建设，保障城市安全供水的需求；完成各污水处理厂的

扩容工作，将日污水处理能力提升到 27 万吨；整合市域内的水电资源，对全市优质民营小水电站进行收购；稳固发展现有产业市场，开辟水务相关延伸业务。

总体看，公司未来投资规模较大，资金保障主要通过内部留存资金及外部融资渠道补充，考虑到公司所从事的公用事业行业盈利能力较低的特性，公司未来融资压力大。

八、募集资金使用情况

公司于 2014 年 6 月发行的“14 怀化水业 MTN001”募集资金为 3 亿元，截至本次跟踪评级日，募集资金中 7000 万元已用于怀化市二水厂二期工程，19860 万元用于怀化市城区供水管网四期工程，3000 万元用于补充营运资金，剩余 140 万元尚未使用。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年审计报告已经中勤万信会计师事务所审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2015 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按新会计准则格

式编制。

合并范围变化：2012 年，公司将怀化市政府无偿划入的怀化市水务环境发展有限公司、怀化市水务建设经营有限公司及怀化市湘源电力股份有限公司等 3 家子公司纳入合并范围；2013 年，公司将怀化市自来水有限公司纳入合并范围。2014 年合并范围没有变化。

截至 2014 年底，公司资产总额为 44.12 亿元，所有者权益为 33.23 亿元（含少数股东权益 0.29 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 2.70 亿元，利润总额 1.55 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 44.61 亿元，所有者权益为 33.25 亿元（含少数股东权益 0.28 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.63 亿元，利润总额 0.02 亿元。

1. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 32.69%，其中 2013 年公司实现营业收入 2.34 亿元，同比增长 52.87%，主要系新增污水处理收入，同时管线安装、电费收入等均较上年有所提升；2014 年营业收入 2.70 亿元，同比增长 15.17%，主要是由于新增水电站等代建费收入和利息收入。2012~2014 年，公司营业利润率分别为 34.04%、36.80% 和 40.97%，营业利润率增长较快主要系公司自来水板块毛利率上升。

从期间费用看，公司期间费用主要是管理费用和财务费用。2012~2014 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 38.20%，主要是由于近两年公司合并范围扩大，管理成本上升，以及公司发行中期票据导致财务费用增加。2014 年，公司期间费用为 1.24 亿元，其中管理费用为 0.73 亿元，财务费用为 0.45 亿元，财务费用主要是公司利息支出。2012~2014 年，公司期间费用占营业收入比重高，三年分别为 42.38%、37.69% 和 45.98%，公司对期间费用控制水平有待提高。

2012~2014 年公司营业利润分别为-228.06

万元、324.97 万元和-708.34 万元。

2012~2014 年，公司营业外收入波动增长，分别为 1.34 亿元、1.15 亿元和 1.62 亿元，主要由怀化市政府对水价、电价、管网建设、农田水利建设资金补贴等构成。同期，公司利润总额分别为 1.31 亿元、1.11 亿元和 1.55 亿元。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.63 亿元，营业利润 93.35 万元，营业利润率为 47.89%。同期，公司实现利润总额 0.02 亿元。

从盈利能力指标看，2012~2014 年，公司总资产收益率和净资产收益率均值分别为 3.94% 和 3.47%；2014 年，受公司利润的增加，上述比率同比上升为 4.40% 和 4.44%。公司盈利能力指标较低。

总体看，跟踪期内，公司营业收入增长较快，但受制于公司业务公益性较强，整体盈利能力较弱，利润总额对政府的财政补贴依赖性较大。公司对期间费用控制水平有待提高。

2. 现金流及保障

经营活动方面，随着营业收入的增长，近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所增长，其中 2014 年为 2.17 亿元，同比下降 11.00%，主要系应收票据和应收账款增加所致。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金 2.79 亿元，主要是公司收到关联单位的往来款。2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 1.98 亿元，年复合增长 105.77%。同期，公司支付其他与经营活动有关的现金 1.46 亿元，同比下降 56.65%，主要是公司支付与关联单位的往来款和质保金。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.96 亿元、-0.97 亿元和 0.60 亿元。从收现质量看，2012~2014 年公司现金收入分别为 120.04%、104.03% 和 80.39%，2014 年现金收入比同比下降 23.64 个百分点，公司收现质量一般。

投资活动方面，近年来公司投资活动以支出为主，导致投资活动呈净流出态势。2014 年，公司投资活动现金流入量 3.43 亿元，主要来自

出售大伏潭水电站股权收到的股权出售款。近三年，公司投资活动现金流出量增长较快，三年分别为 0.85 亿元、1.62 亿元和 7.50 亿元，主要来自于“购建固定资产、无形资产等支付的现金”科目和“支付其他与投资活动有关的现金”科目，主要是公司投资在建项目支付的资金和往来款。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.78 亿元和-1.12 亿元和-4.08 亿元，呈波动增长趋势，年复合增长率 128.69%。

筹资活动方面，2012 年，由于合并范围扩大，公司筹资活动现金流入量同比大幅增长，为 1.59 亿元，其中怀化市政府对公司注资 1.53 亿元，计入“吸收投资收到的现金”科目；公司筹资活动现金流出主要是用于偿还债务、分配股利及支付利息等。2014 年公司借款规模和发行债券规模增大，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金，分别为 2.41 亿元和 3.00 亿元；筹资活动现金流出为 1.66 亿元。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.11 亿元、0.49 亿元和 4.22 亿元，年复合增长率 94.65%。

2015 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额为-0.07 亿元；公司投资活动产生的现金流净额为-0.06 亿元；公司筹资活动产生的现金流净额为 0.01 亿元。总体看，公司现金流量较小。

总体看，跟踪期内，受支付关联单位往来款金额规模较大的影响，近年来公司经营现金净流波动大。近三年投资活动较大规模的净流出导致公司对筹资活动依赖大。考虑到公司在建项目仍需较大投入，公司未来存在一定筹资压力。

3. 资本及债务结构

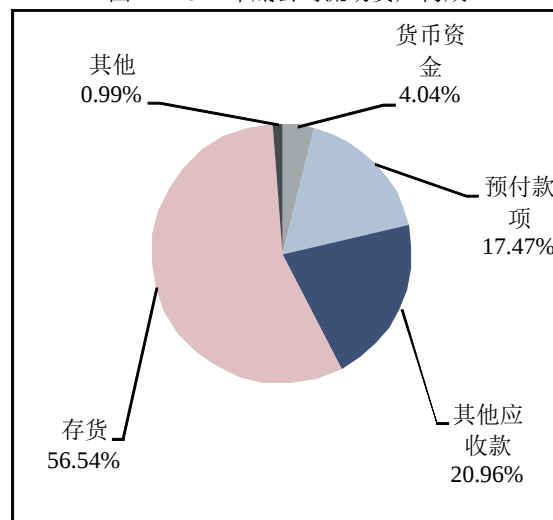
2012~2014 年，公司资产规模不断增长，年均复合增速达到 10.06%。截至 2014 年底，公司资产总额 44.12 亿元，同比增长 10.48%，其中流动资产占 74.93%，非流动资产占

25.07%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 17.32%，主要源自预付账款的快速增长。截至 2014 年底，公司流动资产合计 33.06 亿元，同比增长 10.05%，主要以存货（占 56.54%）、其他应收款（占 20.96%）和预付款（占 17.47%）为主。

图 2 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动下降，年复合变动率-21.91%。截至 2014 年底，公司货币资金为 1.34 亿元，同比上升 125.42%，构成中银行存款占 99.95%。另外，公司货币资金不存在受限资金部分。

2012~2014 年，公司应收账款净额快速增长，年均复合增长 113.88%。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额为 3281.41 万元，主要是与公司业务相关的电费款、工程款和与行政管理部门相关的往来款。从账龄看，一年以内的占 86.11%，1~2 年的占 13.00%，2~3 年的占 0.59%，5 年以上的占 0.30%。期末大额应收账款前五名单位分别为靖州电力公司、宏宇新城有限公司、怀化水务投资集团有限公司、璐源房地产有限公司和芷江电业局，合计金额 1511.00 万元，占应收账款账面余额的 46.05%。截至 2014 年底，公司应收账款净额 3150.18 万

元。

2012~2014 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 898.75%。截至 2014 年底，公司预付款项 5.77 亿元，较上年大幅上升。公司预付账款主要为预付工程款。从账龄看，1 年以内的占 97.55%，1~2 年的占 2.45%，账龄短。期末大额预付款项前五名占预付款项总额的 94.57%，其中预付岳阳顺意工程有限公司工程款 3.38 亿元。

2012~2014 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 36.18%。截至 2014 年底，公司其他应收款 6.93 亿元，同比下降 32.71%，主要是因为怀化市水务投资集团有限公司重分类抵销怀化财政局往来款 6073 万元，水务建设经营公司本年归还水务投集团借款 6847.53 万元，湘源电力公司归还水务投资集团借款 2810.50 万元等。从账龄看，1 年以内的占比 26.40%，1 至 2 年的占比 57.98%，2 至 3 年的占比 14.91%，3 至 5 年的占比 0.71%。2014 年，公司共计计提坏账准备 1451.21 万元，计提比例为 2.05%。从集中度上看，公司前五名欠款客户欠款总额占其他应收款总额的 46.35%，集中度相对较高。公司其他应收款主要债务人为怀化水务投资集团有限公司、怀化市融诚水业有限公司等，回款风险较低，但一定程度上形成了对公司资金的占用，加大公司资金周转压力。

表21 截至2014年底公司主要其他应收款
(单位: 亿元, %)

债务人名称	金额	占比	账龄
怀化水务投资集团有限公司	0.63	8.90	1~2 年
怀化水务投资集团有限公司	1.73	24.43	2~3 年
怀化水务投资集团有限公司	0.08	1.13	1~3 年
怀化市融诚水业投资有限公司	0.84	11.89	1~2 年
合 计	3.28	46.35	--

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货规模保持相对稳定，年均复合增长 2.01%。截至 2014 年底，公司存货 18.69 亿元，主要由库存商品（占

95.39%）和开发成本及施工成本（占 4.44%）构成，其中库存商品主要为政府以配置土地的方式增加对公司的政府投入，所配置土地用于项目开发。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产呈波动下降态势，年均复合下降 5.58%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 11.06 亿元，同比上升 11.72%，主要系长期应收款增加所致所致。从构成看，公司非流动资产主要由固定资产（占 75.60%）、长期应收款（占 10.85%）、无形资产（占 6.99%）和在建工程（占 6.35%）构成。

2014 年长期应收款为 1.2 亿元，是公司对于怀化市水务投资集团有限公司的借款，期限为三年。

2012~2014 年，公司固定资产净值呈波动增长趋势，年均复合增长 3.89%。截至 2014 年底，公司固定资产净值 8.36 亿元，同比下降 5.75%。公司固定资产构成中以房屋建筑物（占 38.64%）、机器设备（占 21.50%）和管网（占 38.54%）为主。2014 年，公司固定资产累计计提折旧 4.52 亿元。

2012~2014 年，公司在建工程波动幅度较大，年均复合增长 2.81%。截至 2014 年底，公司在建工程 0.70 亿元，为怀化市二水厂二期项目和主城区管网。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 44.61 亿元，较 2014 年底增长 1.10%，基本保持稳定。同期，公司资产总额中流动资产占 75.16%，非流动资产占 24.84%，公司资产仍以流动资产为主。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，以流动资产为主。公司流动资产中其他应收款及土地资产占比较高，资产流动性偏弱；公司长期应收款大幅增长，其他应收款及长期应收款对公司资金形成占用；非流动资产中主要是固定资产。公司整体资产质量一般。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益有所增长，

年均复合增长 3.42%。截至 2014 年底，公司所有者权益 33.23 亿元（含少数股东权益 0.29 亿元），主要由实收资本（占 6.07%）、资本公积（占 80.32%）和未分配利润（占 3.20%）构成。

截至 2014 年底，公司实收资本 2.00 亿元；资本公积 26.46 亿元，公司资本公积主要系政府注入的土地资产及部分子公司的股权；未分配利润 4.35 亿元，同比增长 50.38%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 33.25 亿元（含少数股东权益 0.28 亿元），较上年底小幅上升 0.06%，构成基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2012~2014 年，公司负债总额呈快速增长态势，年均复合增长 42.53%，主要源自公司 2014 年发行的 3 亿元中期票据。截至 2014 年底，公司负债总额为 10.89 亿元，其中流动负债占为 42.80%，非流动负债占为 57.20%，公司负债以非流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债呈波动增长态势，年复合增长 23.55%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 4.66 亿元，同比下降 13.13%，构成中短期借款占 45.47%，其他应付款占 40.25%。

截至 2014 年底，公司短期借款 2.12 亿元，其中抵押借款 0.12 亿元，保证借款 2.00 亿元。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 91.26%，截至 2014 年底，公司应付账款 0.15 亿元。从账龄看，1 年以内的占 66.71%，1~2 年的占 33.29%。

2012~2014 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 15.54%。截至 2014 年底，公司预收款项 0.13 亿元，同比下降 62.99%，从账龄看，1 年以内的占 98.21%，1 年以上的占 1.79%。

2012~2014 年，公司其他应付款呈波动下降趋势，截至 2014 年底，公司其他应付款 1.88 亿元，同比下降 49.35%，下降的原因主要是水业投资总公司重分类抵销怀化财政局往来款 6073 万元，水务建设经营公司本年归还水务投

集团借款 6847.53 万元，湘源电力公司归还水务投资集团借款 2810.50 万元等。2012 年和 2013 年大幅增长主要系公司与水务投公司等单位的往来款增长所致。水务投公司为财政局下属公司，与公司为关联方关系。2014 年其他应付款主要是欠怀化市水务投资集团有限公司往来款 1.46 亿元，占其他应收款总额的 77.66%。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 64.31%，截至 2014 年底，公司非流动负债合计 6.23 亿元，同比增长 152.02%，主要来自应付债券的增长。非流动负债主要由长期借款（占 29.23%）和应付债券（占 49.92%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款有所波动，年均复合下降 2.33%。截至 2014 年底，公司长期借款 1.82 亿元，同比下降 0.21%，其中质押借款占 32.40%，抵押借款占 63.04%，信用借款 4.57%。

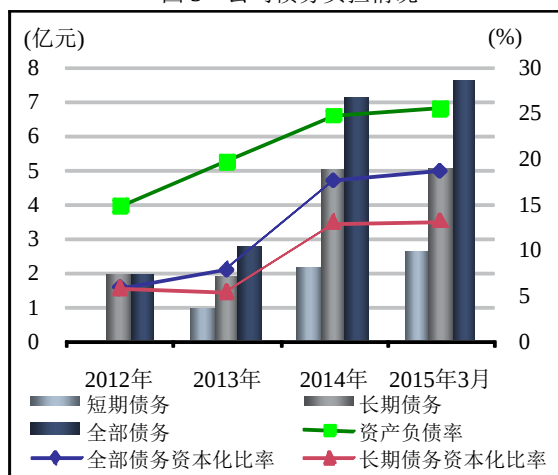
截至 2014 年底，公司专项应付款 7112.32 万元，本年新增 4609.32 万元，新增专项应付款为水电站增效扩容补贴、财政管网资金和蓑衣塘水闸项目款。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 11.36 亿元，较上年底增长 4.28%，增长主要源自短期借款。公司负债构成中流动负债占比为 43.80%，非流动负债占比为 56.20%，公司非流动负债快速增长。

2012~2014 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 92.20%。截至 2014 年底，公司全部债务 7.05 亿元，其中长期债务 4.93 亿元，短期债务 2.12 亿元。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 7.37%，为 7.57 亿元，构成主要为长期债务。

从负债指标看，2012~2014 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均值分别为 21.18%、12.24% 和 9.23%；截至 2014 年底，上述比率分别为 24.69%、17.51% 和 12.93%。截至 2015 年 3 月底，上述比率分别为 25.47%、18.55% 和 13.08%。

图3 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告和财务报告

总体来看，跟踪期内，公司负债总额以非流动负债为主，有息债务规模有所上升，但整体债务负担仍保持较低水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年公司流动比率和速动比率波动较大，三年加权平均值分别为685.09%和241.94%，其中2014年分别为709.11%和308.14%。2015年3月底分别为673.69%和295.00%。2012~2014年，公司经营现金流动负债比波动较大，加权平均值为7.36%，2014年为12.90%。总体看，考虑到公司流动负债中主要为应付关联单位往来款和短期借款，公司存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA分别为1.77亿元、2.05亿元和2.43亿元；全部债务/EBITDA分别为1.08倍、1.32倍和2.91倍，EBITDA利息倍数为45.28倍、8.53倍和5.27倍。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至2015年3月底，公司存续期债券总额为3亿元，为2014年6月发行的第一期额度3亿元的中期票据“14 怀化水业 MTN001”（以下简称“存续债券”），期限为3年。2014年，公司经营活动现金流入量为4.98亿元，为存续债券的1.66倍，公司经营活动现金流入量对存续债券保障程度尚可。2014年，公司EBITDA为2.43亿元，为存续债券的0.83倍，对存续债券

保障程度一般。总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券保障程度尚可。

在或有负债方面，截至2015年3月底，公司对外担保1.00亿元，担保比率为3.10%，被担保单位分别是怀化市水务投资集团有限公司，担保期限2012年7月30日至2015年7月30日，抵押物为蓑衣塘电站厂房资产、马鞍洞电站厂房资产和水酿塘电站厂房资产。近年来，水务投公司经营状况良好，截至2014年12月31日，怀化水务投资公司总资产10.57亿元，总负债4.76亿元，净资产5.81亿元，资产负债率45.03%。2014年，实现营业收入2.94亿元，利润总额0.87亿元，净利润0.65亿元。总体看，公司或有负债风险低。

表22 截至2014年底公司对外担保情况明细

（单位：万元）

被担保企业	担保方式	抵押物	合同金额	担保期限
怀化市水务投资集团有限公司	抵押担保	蓑衣塘电站厂房资产	10000.00	2012.7.30-2015.7.30
	抵押担保	马鞍洞电站厂房资产		
	抵押担保	水酿塘电站厂房资产		

数据来源：公司审计报告

截至2015年3月底，公司获得银行授信额度为12.75亿元，其中尚未使用授信额度9.30亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具《企业信用报告》，截至2015年4月27日，公司未结清的信贷信息中含有2笔关注类贷款，均为中国建设银行怀化鹤城支行贷款，主要系公司将上述2笔贷款展期所致；已结清信贷信息中含有4笔关注类贷款和2笔不良贷款，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。

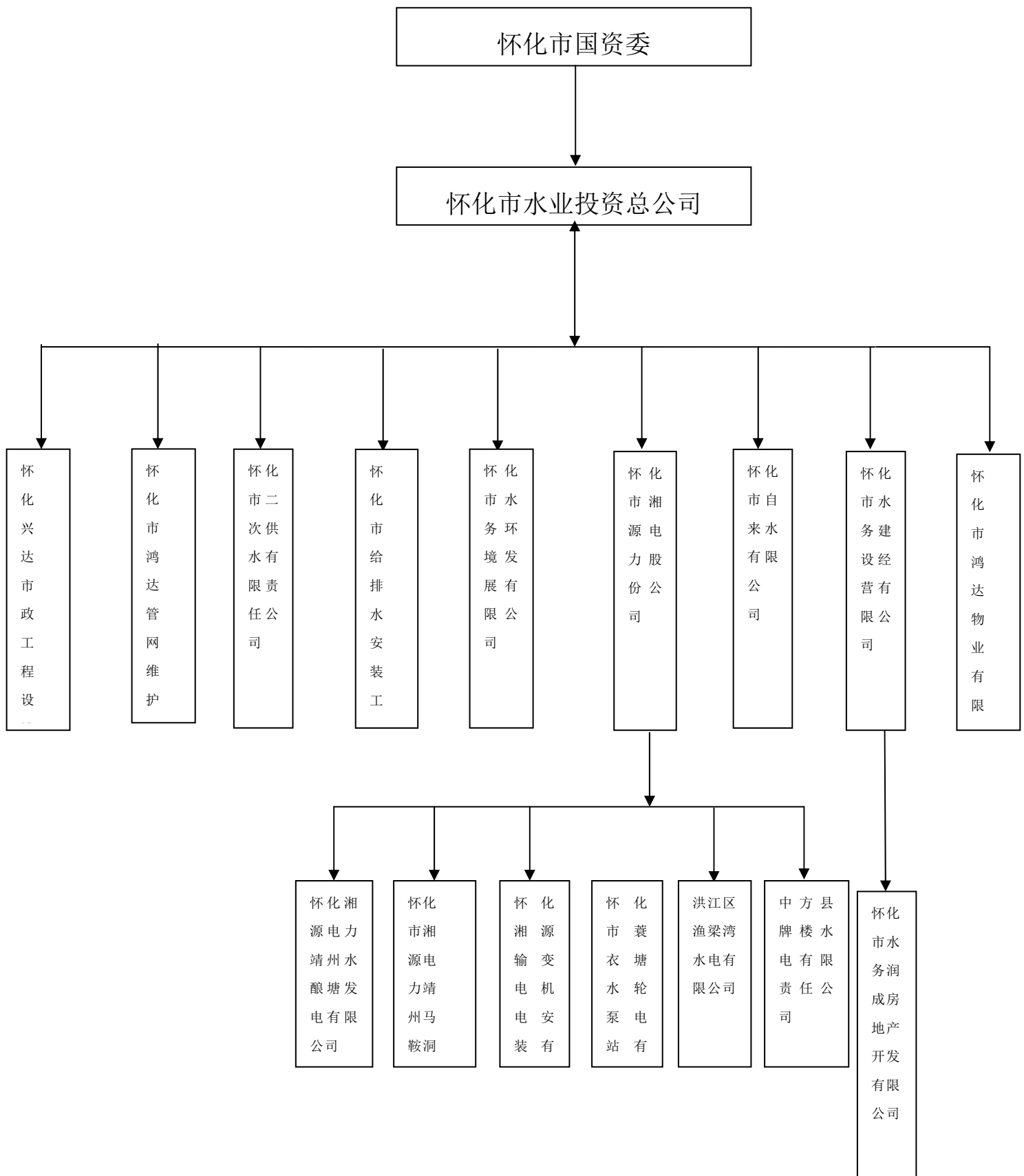
6. 抗风险能力

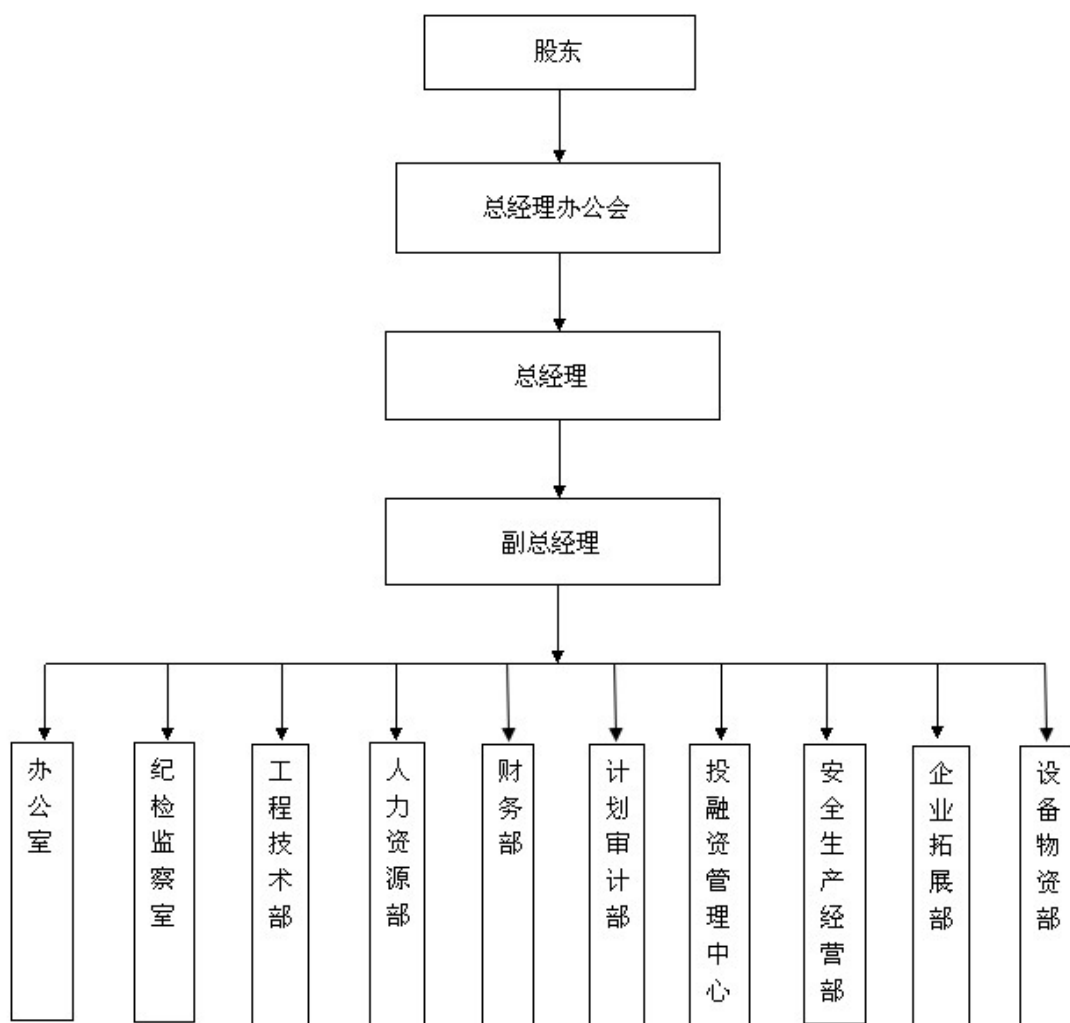
基于对公司自身经营和财务风险，以及怀化市区域及财力状况、怀化市政府的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持怀化市水业投资总公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14怀化水业MTN001”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图





附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.19	0.59	1.35	1.21
资产总额(亿元)	36.42	39.94	44.12	44.61
所有者权益(亿元)	31.06	32.10	33.23	33.25
短期债务(亿元)	0.00	0.88	2.12	2.57
长期债务(亿元)	1.91	1.83	4.93	5.00
全部债务(亿元)	1.91	2.70	7.05	7.57
营业收入(亿元)	1.53	2.34	2.70	0.63
利润总额(亿元)	1.31	1.11	1.55	0.02
EBITDA(亿元)	1.77	2.05	2.43	--
经营性净现金流(亿元)	0.96	-0.97	0.60	-0.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	44.50	16.21	9.88	--
存货周转次数(次)	0.11	0.08	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	120.04	104.03	80.39	85.33
营业利润率(%)	34.04	36.80	40.97	47.89
总资本收益率(%)	3.53	3.88	4.40	--
净资产收益率(%)	3.64	3.47	4.44	--
长期债务资本化比率(%)	5.79	5.38	12.93	13.08
全部债务资本化比率(%)	5.79	7.76	17.51	18.55
资产负债率(%)	14.72	19.63	24.69	25.47
流动比率(%)	786.44	559.74	709.11	673.69
速动比率(%)	198.21	219.47	308.14	295.00
经营现金流流动负债比(%)	31.52	-18.00	12.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	45.28	8.53	5.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.08	1.32	2.91	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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-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	
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%

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+一年内到期的长期负债+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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。