信用等级公告

联合〔2019〕1547号

联合资信评估有限公司通过对铜仁市水务投资有限责任公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持铜仁市水务投资有限责任公司主体长期信用等级为AA，维持“18铜仁管廊债/18铜管廊”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

二〇一九年六月十九日

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

铜仁市水务投资有限责任公司跟踪评级报告

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

本次担保方主体长期信用等级：AApi[1]
上次担保方主体长期信用等级：AApi

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
18 铜仁管廊债/18 铜管廊	10 亿元	2028/11/29	AApi	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 19 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	10.45	3.03	3.24
资产总额(亿元)	102.70	109.09	122.59
所有者权益(亿元)	71.13	72.86	75.00
短期债务(亿元)	4.79	9.17	0.60
长期债务(亿元)	17.28	11.96	21.52
全部债务(亿元)	22.07	21.13	22.12
营业收入(亿元)	4.25	3.17	2.99
利润总额(亿元)	2.29	2.61	2.63
EBITDA(亿元)	4.14	3.16	3.14
经营性净现金流(亿元)	-4.70	-6.11	0.82
营业利润率(%)	52.61	60.08	50.57
净资产收益率(%)	3.16	2.99	2.85
资产负债率(%)	30.75	33.21	38.82
全部债务资本化比率(%)	23.68	22.48	22.78
流动比率(%)	311.32	233.98	248.94
经营现金流动负债比(%)	-55.04	-42.80	5.18
全部债务/EBITDA(倍)	5.33	6.70	7.04

分析师：张雪婷　王中天
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

[1] pi 表明联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，为主动评级。

评级观点

铜仁市水务投资有限责任公司（以下简称“公司”）是铜仁市水利基础设施及配套项目建设、供排水业务运营主体。跟踪期内，铜仁市经济持续发展，固定资产投资增速较快，公司外部发展环境较好，在区域内供水及污水处理领域区域专营性强，持续获得地方政府在财政补贴等方面的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收类款项对资金占用较大、投资性房地产占比高、公司盈利能力仍弱、未来供水工程投资规模较大等因素对公司经营和偿债能力带来的不利影响。随着未来公司供水区域的拓展及上下游产业链的完善，公司经营前景良好。

“18铜仁管廊债/18铜管廊”设置了分期偿还本金条款，有效缓解了公司的集中偿付压力。同时贵州省梵净山投资控股集团有限公司（以下简称“梵净山投资”）为“18铜仁管廊债/18铜管廊”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，梵净山投资主体长期信用等级为AApi，评级展望为稳定，梵净山投资担保能力很强，可进一步保障“18铜仁管廊债/18铜管廊”的偿付能力。

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“18铜仁管廊债/18铜管廊”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，铜仁市经济持续增长，固定资产投资增速较快，为公司创造了良好的外部环境。
2. 供水行业是与城市发展和人民生活息息相关的基础产业，公司所处行业发展前景较好；公司作为铜仁市唯一的供水和污水处理企业，具有很强的专营性。
3. 跟踪期内，公司在政策支持、财政补贴等

方面获得的支持力度仍较强，为公司经营发展提供有力支撑。

4. “18 铜仁管廊债/18 铜管廊”设置分期偿还条款，有助于缓解公司未来的集中偿付压力；同时，梵净山投资为“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，梵净山投资作为铜仁市重要的基础设施项目投资建设平台，其发展得到铜仁市政府的大力支持，资产规模大，担保实力强，可进一步保障“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”的偿付能力。

关注

1. 跟踪期内，公司投资性房地产及应收类款项规模仍较大，往来款项对公司资金占用明显，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润对投资性房地产公允价值变动收益依赖大，盈利能力仍弱。
3. 跟踪期内，公司供水工程未来投资额较大，面临一定的资金压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由铜仁市水务投资有限责任公司（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。

铜仁市水务投资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（以下简称“联合资信”）关于铜仁市水务投资有限责任公司（以下简称“公司”或“铜仁水务”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 58.73 亿元，其中贵州省铜仁市城市开发投资集团有限公司（以下简称“铜仁城投”）持股 80.04%、铜仁市公产管理办公室持股 11.91%、国开发展基金有限公司持股 8.05%，铜仁城投为公司控股股东，实际控制人为铜仁市国有资产监督管理局（以下简称“铜仁市国资局”）。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，仍为铜仁市水利基础设施及配套项目建设、供排水业务运营主体，在当地水务领域中处于专营地位，具有很强的竞争优势。截至 2019 年 3 月底，公司本部内设综合部、资金运营部、项目部、党办和规划发展部 5 个职能部门；拥有 5 家全资子公司。

截至2018年底，公司合并资产总额122.59亿元，所有者权益75.00亿元；2018年，公司实现营业收入2.99亿元，利润总额2.63亿元。

公司注册地：贵州省铜仁市碧江区梵净山大道7号；法定代表人：陈世新。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，联合资信所评“18铜仁管廊债/18铜管廊”尚需偿还债券本金10.00亿元，“18铜仁管廊债/18铜管廊”设置债券提前偿还条款。跟踪期内，存续债券尚未到本金兑付期，公司已按期支付债券利息，公司过往付息情况良好。

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 铜仁管廊债/18 铜管廊	10.00	10.00	2018/11/29	10 年

资料来源：联合资信整理

“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”募集资金拟全部用于铜仁市地下综合管廊工程项目（以下简称“募投项目”），项目建成运营后可实现募投项目收入，包括管线入廊费、管线维护管理费、综合开发收入等。由于募投项目涉及范围较广，前期协调工作较为繁琐，目前募投项目尚处于前期手续办理、土建勘测及招标等阶段。根据公司提供的《关于 18 铜管廊债自查工作报告》，截至 2019 年 2 月 14 日，募投项目计划总投资 30.11 亿元，公司已将募集资金 9.57 亿元作为工程预付款支付给募投项目施工方，账面剩余 0.30 亿元。

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。

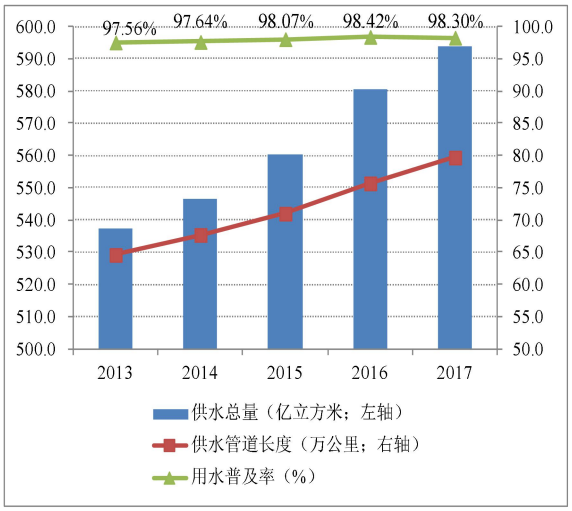
(1) 供水行业分析

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，较上年底增长 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

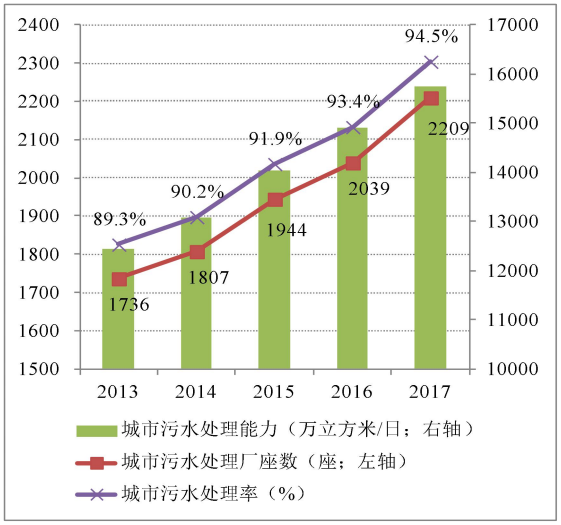
从长期来看，基于水资源的稀缺性和城镇化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，自来水价格仍将长期处于上行通道。

(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 年底前，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

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建设投资，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。

2. 城市基础设施建设行业分析

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区

域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 5　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。

2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

3. 区域经济

公司是铜仁市水利基础设施及配套项目建设、供排水业务运营主体。公司业务范围集中在铜仁市境内，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济增长水平的影响。

跟踪期内，铜仁市经济实力不断增强，但在贵州省仍处于落后地位；固定资产投资保持较高增速，为公司发展创造良好外部环境。

根据《铜仁市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年铜仁市全年实现地区生产总值（GDP）1066.52 亿元，铜仁市 2018 年地区生产总值在贵州省各市州（6 市、3 州）中排名超过黔东南州上升至第 7 位，但仍处于落后水平；按可比价格计算，铜仁市 GDP 较上年增长 9.6%，增速高于全国 3.0 个百分点、贵州省

0.5 个百分点，GDP 增速在贵州省各市州中排名第 7 位。2018 年铜仁市人均地区生产总值 33720 元（以常住人口计算），按可比价计算，较上年增长 9.1%。

分产业看，2018 年铜仁市第一产业实现增加值 242.51 亿元，较上年增长 6.9%；第二产业实现增加值 301.55 亿元，较上年增长 7.1%；第三产业实现增加值 522.46 亿元，较上年增长 12.3%。三次产业结构为 22.7:28.3:49.0，第三产业比重较上年提升 3 个百分点，铜仁市经济结构以第三产业为主。

2018 年，铜仁市固定资产投资保持较高增速，全年 500 万元及以上项目固定资产投资同比增长 17.6%。按国民经济行业划分，第一产业同比下降 15.8%；第二产业同比增长 27.5%；第三产业同比增长 18.7%。按投资产业划分，工业投资（不含工业园区基础设施投资）同比增长 14.0%；公路投资同比增长 23.3%；房地产开发投资同比增长 4.5%。

五、基本素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 58.73 亿元，其中铜仁城投持股 80.04%、铜仁市公产管理办公室持股 11.91%、国开发展基金有限公司持股 8.05%，控股股东仍为铜仁城投，实际控制人仍为铜仁市国资局。

2. 人员素质

跟踪期内，公司董事长完成任命，总经理职位仍空缺，高管人员具备较丰富的行业从业经历，员工结构能够满足公司日常经营需要。

跟踪期内，公司董事长完成任命，由陈世新担任公司董事长，兼任总经理职位。

陈世新先生，1962 年 2 月出生，中共党员，1979 年参加工作；历任铜仁市自来水公司办公室副主任、副总经理；铜仁地区供排水协会秘书长；铜仁市兴欣市政设施建设有限公司法定代表人；铜仁市水务投资有限责任公司董事、副总经理；贵州省铜仁市城市开发投资集团有限公司党委委员、董事、副总经理；2019 年 4 月至今任公司董事长、法定代表人。

截至 2018 年底，公司合并口径拥有在职员工共 369 人，其中生产人员占 38%、技术人员占 55%、财务人员占 5%、其他人员占 2%。

3. 外部支持

2018 年，铜仁市一般预算收入继续增长，财政实力对上级补助收入依赖大，财政自给能力仍很弱，且地方政府债务率高。

根据《铜仁市 2018 年全市和市本级预算执行情况与 2019 年全市和市本级预算草案的报告》，2018 年铜仁市全市完成一般公共预算收入 69.15 亿元，较上年增长 5.35%。其中，税收收入 51.32 亿元，增长 5.10%，占一般预算收入的比重为 74.22%，财政收入稳定性较好；同期，铜仁市获得上级补助收入 279.33 亿元，铜仁市财力对转移性收入和税收返还依赖较大；政府性基金收入为 69.58 亿元，较上年增长 8.87%，其中国有土地使用权出让收入 67.91 亿元，增长 9.77%。财政支出方面，2018 年铜仁市全市一般公共预算支出 414.89 亿元，较上年增长 3.73%，财政自给率为 16.67%，铜仁市财政自给能力很弱，财政支出对上级补助依赖大。地方政府债务方面，截至 2018 年底，铜仁市政府债务余额为 641.82 亿元（其中一般债务 501.52 亿元、专项债务 140.30 亿元），略低于债务限额 648.02 亿元，相对财政收入而言，铜仁市政府债务规模大，债务率高。

跟踪期内，公司在供水、污水水价补贴和市政公益用水费用补偿等方面继续得到铜仁市政府的大力支持。

跟踪期内，公司作为铜仁市中心城区唯一的供排水和污水处理业务经营主体，在财政补贴方面继续获得铜仁市政府的大力支持，主要包括贷款贴息、水价补贴和治污补贴三方面；

同时，对于市政公益用水，铜仁市政府每年向公司支付相关水费和污水处理费，计入公司主营业务收入。2018 年，铜仁市财政局向公司下属铜仁市供水总公司拨付市政用水收入及补助款合计 6227.88 万元，其中，市政用水供水收入 2625.34 万元，日常供水补贴款 3602.54 万元。2018 年，铜仁市财政局向公司下属铜仁市城市污水综合治理有限公司拨付市政用水污水处理费及治污补贴款合计 2319.05 万元，其中，市政用水污水处理收入 612.58 万元，日常污水处理补贴 1706.47 万元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况尚可；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（机构信用代码：G10520602000431509），截至 2019 年 6 月 10 日，公司无未结清和已结清的不良及关注类贷款记录，有一笔欠息记录，已于 2016 年 6 月 25 日结清。根据中国农业银行铜仁锦江支行出具的《说明》，公司欠息原因为账户理财资金赎回未能于 2016 年 6 月 21 日及时到账，导致利息未能及时归还，非公司恶意欠息。

截至 2019 年 6 月 10 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，公司管理制度执行情况良好。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务正常开展，收入来源构成保持稳定，受工程建设收入减少影响，主营业务收入有所下降，综合毛利率有所下滑。

公司是铜仁市水利基础设施及配套项目建设、供排水业务运营主体，主营业务涉及自来水的生产和销售、污水处理、供排水业务相关工程安装及代建业务。2018年，公司实现营业收入2.99亿元，同比下降5.62%，主要系代建业务收入减少所致。从收入构成看，公司供水、污水业务收入同比分别增长12.00%和12.74%，在营业收入中合计占比66.87%，是公司营业收入的主要来源；供排水安装业务收入同比增长28.97%，在营业收入中占比上升至21.47%；代建收入继续快速下降，但仍对营业收入形成重要补充。从毛利率看，2018年公司综合毛利率51.15%，较上年下降9.83个百分点，主要系毛利率为100%的代建业务收入大幅下降所致。

表6 2017~2018年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供水业务	13958.50	44.00	68.54	15622.59	52.24	66.62
污水处理	3882.00	12.24	29.00	4376.46	14.63	27.10
代建业务	8269.44	26.07	100.00	3200.00	10.70	100.00
供排水安装	4978.58	15.69	-0.42	6420.66	21.47	4.11
房屋租赁	636.97	2.01	63.60	257.05	0.86	94.12
桶装水销售	--	--	--	30.88	0.10	-7.96
合计	**31725.48**	**100.00**	**60.98**	**29907.64**	**100.00**	**51.15**

注：2017年桶装水销售收入并入供水业务核算，2018年调整为单独核算
资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司供水业务在铜仁市仍处于区域垄断地位，售水量及供水收入均有所增长，

未来随着在建项目相继投产，公司供水收入规模和盈利能力有望进一步提升；同时，公司在建供水项目后续投资需求较大，公司面临一定资金支出压力。

供水业务是公司主营业务，在铜仁市处于垄断地位。公司供水业务主要由子公司贵州省铜仁市供水总公司和铜仁市万山区自来水公司负责。

截至2018年底，公司拥有3个自来水厂，分别为桐梓坳水厂、鹭鸶岩水厂和大兴尖岩水厂，较上年无变化，日均产能合计16.50万吨/日，主网管总长度200余公里，干支管网总长度785公里，主要服务铜仁市主城区、川硐教育园区、大兴工业园区、灯塔工业园区及谢桥新区区域，服务人口约为38万人，覆盖率在98%以上。

表 7　2016~2018 年公司供水业务主要运营指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
水厂个数（个）	3	3	3
供水能力（万吨/日）	16.50	16.50	16.50
居民售水量（万吨/日）	5.94	7.13	7.92
售水总量（万吨）	2825.58	3384.31	3792.14
水质合格率（%）	100.00	100.00	100.00
供水普及率（%）	97.00	97.00	97.00

注：售水总量包含市政公益用水
资料来源：公司提供

水源方面，公司所有水厂的水源均直接来自当地河流，水量丰富、水质良好，水源水质达到国家颁发的《地表水环境质量标准》Ⅱ到Ⅲ类水质标准。

跟踪期内，铜仁市自来水销售价格未进行调整，对已实施“一户一表、抄表到户”的居民生活用户实行阶梯水价，第一级阶梯水价为2.70元/m³，第二级阶梯水价为4.05元/m³，第三级阶梯水价为8.10元/m³；对未实施“一户一表、抄表到户”的合表居民用户和执行居民生活用水价格的非居民用户执行单一水制价，水价为3.375元/m³，为兼顾季节性用水差异，居民阶梯水价以年为执行周期。

供水收入来源方面，公司供水收入来源于三部分：（1）日常供水收入；（2）根据《铜仁地区行政公署关于对市政用水实行有偿服务的通知》（铜署发〔2011〕8号，以下简称“8号文”）由铜仁市政府支付公司的市政公益用水的供水收入（按公司年售水量的30%计算）；（3）铜仁市政府每年根据公司供水总量（日常供水量与市政供水量之和）给予公司一定供水水价补贴收入。2018年，公司供水业务上述三部分收入同比均有所增长，带动供水收入较上年增长11.92%，为1.56亿元。同期，供水业务毛利率为66.62%，同比小幅下降1.92个百分点。

表 8　公司供水业务收入构成（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
日常供水收入	7352.66	8270.24	9206.03
市政用水供水	1956.17	2342.79	2625.34
供水水价补贴	2684.30	3214.83	3602.55
供水收入	**9308.03**	**13958.50**	**15622.59**

注：2016 年供水收入不包含供水水价补贴
资料来源：公司提供

表 9　截至 2018 年底公司主要供水在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	已投资额	开工时间	预计竣工时间
供水二期工程	28028.00	23414.00	2013 年	2019 年
供水三期工程	25303.98	8160.00	2017 年	2019 年
铜仁市中心城区地下综合管廊	300000.00	55000.00	2018 年	2021 年
五福新城供水工程	4800.00	760.00	2016 年	2019 年
铜仁市中心城区鹭鸶岩水厂取水点上移工程	18682.77	18682.77	2017 年	已基本竣工
铜仁市白马洞桥梁及引道项目	1350.97	1376.00	2018 年	2019 年

铜仁市白马洞水厂取水泵房工程	2628.24	978.00	2018 年	2019 年
合　计	**380793.96**	**108370.77**	--	--

资料来源：公司提供

供水业务在建项目方面，公司根据服务区域政府的规划，适度超前建设自来水厂及管网设施，以保证未来经济发展和居民用水的需求。截至 2018 年底，公司在建供水项目主要包括供水二期工程、供水三期工程、铜仁市中心城区地下综合管廊、五福新城供水工程和铜仁市中心城区鹭鸶岩水厂取水点上移工程等项目，项目总投资 38.08 亿元，已完成投资 10.84 亿元，尚需投资 27.24 亿元，随着未来项目的建设完工，公司供水能力预计将提升至 20 万吨/日。随着周边乡镇居民扶贫搬迁向中心城区集聚，公司供水服务人口有望增加，供水收入规模有望持续增长。在建项目后续投入较大，公司面临一定资金支出压力。

跟踪期内，公司污水处理业务在铜仁市仍处于区域垄断地位，污水处理量及相关收入均有所增长；公司在建污水项目规模较小，未来投资需求较少。

公司污水处理业务主要由子公司铜仁市城市污水综合治理有限公司（以下简称“污水处理公司”）负责运营。污水处理公司是集建设、管理、运行、维护、污水收集、处理、排放设施提供、污水处理服务于一体的铜仁市中心城区唯一的污水处理公司，其污水处理业务在铜仁市占据垄断地位。

截至2018年底，公司拥有3家污水处理厂，分别为漩水湾污水厂（一期）、漩水湾污水厂（扩建）和灯塔水厂，较上年无变化，污水处理能力合计12万吨/日。污水处理公司运行稳定，处理后的污水主要指标达到国家《城镇污水处理厂污染物排放标准》（GB18918-2002）一级A标准。

表 10　2016~2018 年公司污水处理业务运营情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
处理厂数量（个）	1	3	3
处理能力（万吨/日）	5.00	12.00	12.00
处理总量（万吨）	1950	3384	3875
产能利用率（%）	107.00	77.00	88.00
污水处理收入（万元）	2106.99	3884.03	4376.45
污水处理成本（万元）	1827.02	2756.04	3190.59
污水处理毛利率（%）	13.29	29.00	27.10

资料来源：公司提供

跟踪期内，铜仁市污水处理价格未进行调整。公司污水处理收入来源于三部分：（1）用户缴纳的污水处理费，由政府收取后按月返还给公司；（2）根据“8号文”中提及的市政公益用水污水处理收入；（3）铜仁市政府根据公司污水处理总量（日常污水处理量与市政污水处理量之和）给予公司一定污水处理补贴收入。2018年，公司污水处理业务上述三部分收入同比均有所增长，带动污水处理收入较上年增长12.74%，为0.44亿元。同期，污水处理业务毛利率为27.10%，同比小幅下降1.90个百分点。

表 11　公司污水处理业务收入构成（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
日常污水处理收入	1650.56	1812.53	2057.42
市政用水污水处理补贴	456.43	546.65	612.57
污水处理补贴	1271.50	1522.82	1706.46
污水处理收入	**2106.99**	**3882.00**	**4376.45**

注：2016年污水处理收入不包含污水处理补贴
资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在建污水处理项目7个，项目总投资7.08亿元，已完成投资6.33亿元，计划铺设污水管网总长164.12公里，已完成管网铺设78公里，拟建工程计划铺设管网55公里，未来污水处理项目投资规模较少。

表 12　截至 2018 年底公司主要污水处理在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	已投资额	建设期间

铜仁市漩水湾污水处理厂提标改造工程	3020.75	3020.75	2017~2019 年
铜仁市污水处理二期提标改造工程	2539.17	2539.17	2017~2019 年
铜仁市污水处理二期工程	24477.00	23499.00	2013~2019 年
铜仁市大兴新区污水处理工程	4235.59	1270.00	2018~2019 年
铜仁市城区排水管网二期工程	3865.00	3501.00	2013~2019 年
铜仁市中心城区排水（雨水）一期工程	21560.00	18814.00	2014~2019 年
铜仁市漩水湾污水处理厂扩建工程	11120.00	10685.00	2016~2019 年
合　计	**70817.51**	**63328.92**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司代建项目较少，投资规模和确认收入较上年均大幅下降，未来代建管理费收入持续性存在不确定性。

公司与政府签订委托代建协议，按照项目总投资的20%收取管理费，并只确认管理费为收入。结算方面，公司每年底根据项目建设进度向市财政局申请拨付工程代建管理费收入，财政局核实工程量后拨付给公司代建管理费。2018年，公司代建项目资金投入16480万元，确认代建收入3200万元，较上年大幅下降61.30%，均来自大兴水利枢纽工程确认的收入。截至2018年底，公司代建项目包括铜仁市小云南水库工程和铜仁市大兴水利枢纽工程，项目总投资17.78亿元，截至2018年底已投资16.67亿元（计入“存货—工程建设”），累计确认管理费收入2.68亿元，累计收到管理费回款1.52亿元，其中2018年未收到回款。代建项目前期建设投入资金由公司自筹，项目完工后交由公司管理运营，拟通过项目运营产生的经营性收入覆盖前期投入成本。

表 13　截至 2018 年底公司主要在建的代建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	项目总投	已投资额	工期	累计已确认收入	累计回款金额
铜仁市小云南水库工程	33757	23000	2013.10~2017.12	5903.84	4663.43
贵州省铜仁市大兴水利枢纽工程	143997	143665	2015.10~2018.12	20870.14	10545.54
合　计	**177754**	**166665**	--	**26773.98**	**15208.97**

资料来源：公司提供

跟踪期内，供排水安装业务仍是公司营业收入的重要补充，收入规模较稳定。

公司的供排水安装业务主要包括与城市公共供排水管网连接的供排水管道及其附属设施的安装、消防系统工程项目的安装以及供水机电设备的安装等。供水安装业务主要由子公司铜仁市供水安装公司负责运营，其拥有机电设备安装、给排水管道安装、消防管道安装专业承包二级资质。此外，公司全资子公司贵州省铜仁市供水总公司也承担了一部分供排水安装业务。

公司供排水管网建设工程一般会预收工程款，待工程完工及小区建筑面积测定办理结算，收入规模相对稳定。2018年，公司签订各类工程合同28份，其中招投标工程26份，一户一表安装工程15份，施工工程8份，总造价6.74亿元，累计完成产值2.33亿元。截至2018年底，已竣工验收工程11项，工程合格率为100%，工程合同履行率为100%，2018年实现收入0.64亿元，较上年增长28.97%。总体看，公司供排水安装业务稳定，收入变化不大。

公司未来仍将以区域内的供排水和污水处理业务运营为主，并根据铜仁市整体供水规划扩大供水区域，拓展上下游产业链，主营业务区域垄断优势有望进一步增强。

近年来，公司的供排水和污水处理业务在

铜仁中心城区内具有专营优势，未来公司根据铜仁市整体供水规划，计划扩大供水区域，计划到2020年完成对碧江区、万山区、铜仁高新区、江口县、玉平县等地区的水务一体化整合，公司供水能力预计达26万吨/日，污水处理能力预计达16.52万吨/日。公司供水及污水收入规模有望持续提升。同时，公司将积极拓展建筑安装、排水管网养护、水质化验监测等上下游产业链，进一步提高市场竞争力。

八、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报告，大华会计师事务所（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，公司拥有合并范围子公司5家，较上年底无变化。公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额保持增长，公司投资性房地产规模很大，其中以土地使用权为主；应收类款项对资金形成较大占用；公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额122.59亿元，同比增长12.37%，主要系存货、投资性房地产及在建工程等科目增长所致。公司资产结构仍以非流动资产为主，占比67.65%。

表14　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	3.03	2.78	3.24	2.64
其他应收款	28.37	26.00	17.32	14.13
存货	0.06	0.05	16.73	13.65
流动资产	**33.40**	**30.62**	**39.65**	**32.35**
投资性房地产	69.75	63.94	71.49	58.32
固定资产	2.59	2.38	2.47	2.01
在建工程	2.05	1.88	6.51	5.31
非流动资产	**75.69**	**69.38**	**82.94**	**67.65**
资产总额	**109.09**	**100.00**	**122.59**	**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39.65亿元，同比增长18.71%。其中，货币资金3.24亿元，主要系银行存款，不存在质押或冻结的受限货币资金。公司应收账款主要系应收铜仁市财政局的供水、污水处理费以及代建管理费（占92.86%），2018年底为2.28亿元。其他应收款17.32亿元，同比大幅下降38.95%，主要系公司对项目投资进行规范化管理，2018年将代建项目和自建项目开发成本从其他应收款分别调整至存货科目和在建工程科目所致；其他应收款主要为公司与关联企业或铜仁市政府单位的往来款，其中前五名欠款单位金额合计占其他应收款总额的89.34%，集中度高，截至2018年底计提坏账准备0.09亿元。公司存货期末账面价值16.73亿元，较上年底大幅增长16.67亿元，系新增16.67亿元工程建设成本所致。

表15　截至2018年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	性质	金额	占比
贵州梵源建筑工程有限公司	往来款	8.91	51.18
铜仁市财政局	往来款	2.92	16.80
铜仁市九龙地矿投资开发有限责任公司	往来款	2.79	16.04
德江县惠民投资有限责任公司	往来款	0.50	2.86
江口县人民政府	往来款	0.43	2.46
合计	**--**	**15.55**	**89.34**

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司非流动资产82.94亿元，同比增长9.57%。其中，投资性房地产71.49亿元，同比增长2.50%，主要为铜仁市政府注入的出让土地、公司购置的出让土地及房屋、建筑物等，2018年底投资性房地产账面价值增加系公允价值变动所致。固定资产2.47亿元，

同比略有下降，主要系计提折旧所致。在建工程 6.51 亿元，同比增加 4.45 亿元，主要系将鹭鸶岩取水口上移工程、铜仁市漩水湾污水处理厂扩建工程等供水、污水处理工程由其他应收款调整至在建工程所致，故未产生现金流。

截至 2018 年底，公司通过抵押土地、房产等获得银行贷款及融资租赁款合计 5.90 亿元，通过质押应收账款权益获得银行贷款金额 15.60 亿元，公司因抵押受限的资产（土地、房产）账面价值合计 12.10 亿元，占同期资产总额的 9.87%，受限比例一般。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定；负债总额持续增长，整体债务负担尚可，有息债务以长期债务为主，集中偿付压力较小；未来随着在建及拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

截至2018年底，公司所有者权益75.00亿元，同比增长2.94%，主要来自未分配利润的增长，实收资本未发生变化，资本公积略有下降，公司权益稳定性较高。

表16 公司主要负债和所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应交税费	1.38	3.80	1.44	3.04
其他应付款	3.36	9.26	13.32	28.00
一年内到期的非流动负债	9.17	25.31	0.40	0.84
流动负债	**14.28**	**39.40**	**15.93**	**33.47**
长期借款	11.96	33.01	11.80	24.80
应付债券	--	--	9.72	20.42
长期应付款	6.47	17.84	8.02	16.86
非流动负债	**21.96**	**60.60**	**31.66**	**66.53**
负债总额	**36.23**	**100.00**	**47.59**	**100.00**
实收资本	58.73	80.61	58.73	78.30
资本公积	0.98	1.35	0.95	1.26
未分配利润	12.23	16.79	14.29	19.05
所有者权益合计	**72.86**	**100.00**	**75.00**	**100.00**

注：其他应付款数据不包含应付利息和应付股利；长期应付款数据不包括专项应付款
资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司负债总额47.59亿元，同比增长31.33%，主要系其他应付款增长所致。其中，流动负债占比33.47%、非流动负债占比66.53%，负债结构仍以非流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债15.93亿元，同比增长11.57%。从构成看，其他应付款13.32亿元，同比大幅增长9.96亿元，主要系增加对铜仁市大兴水利枢纽建设指挥部办公室的往来款9.95亿元，其余主要为应付关联方或国有企业往来款或拆借款。一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款0.40亿元，同比大幅减少95.64%，主要系公司于2018年11月兑付私募债“15铜水务”7.50亿元本金。

截至2018年底，公司非流动负债31.66亿元，同比增长44.17%。其中，长期借款11.80亿元，较上年底略有下降，由抵押+质押+保证借款7.24亿元、抵押+质押借款2.46亿元、保证借款1.40亿元和抵押借款0.70亿元构成。应付债券9.72亿元，系公司2018年新增发行的10亿元“18铜仁管廊债/18铜管廊”。长期应付款8.02亿元，同比增长24.07%，主要由融资租赁款和政府置换债券资金（5.46亿元）构成，其中融资租赁款为有息债务。

有息债务方面，由于长期应付款中融资租赁款为有息债务性质，应调整至长期债务核算。截至 2018 年底，公司调整后全部债务 24.68 亿元，同比增长 6.84%；其中短期债务占 2.43%、调整后长期债务占 97.57%，短期债务占比很小，公司有息债务以长期债务为主。从偿债指标看，截至 2018 年底，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较上年底均有所增长，分别为 38.82%、24.76%和 24.30%，公司整体债务负担尚可。从债务期限结构来看，2019~2021 年，公司分别计划偿还有息债务 3.92 亿元、1.37 亿元和 2.90 亿元，未来集中偿付压力较小，其中 2019 年需偿还金额大于短期债务主要系公司根据自身资金安排提前偿还部分长期债务所致。随着公司

在建、拟建项目的持续投入，未来债务规模或将进一步扩大。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，盈利能力仍弱；公司对期间费用控制能力较弱，投资性房地产公允价值变动收益对公司利润贡献较大。

2018 年，公司实现营业收入 2.99 亿元，同比下降 5.62%，主要系代建业务收入减少所致。同期，公司营业成本有所增长，主要系收入规模下降的代建业务不确认成本，而其他主要业务板块收入均有所增长，成本相应增长所致。营业利润率下降至 50.57%，较上年下降 9.51 个百分点。

2018 年，公司期间费用 0.69 亿元，较上年略有增长，期间费用率为 23.06%，较上年上升 2.36 个百分点。公司对期间费用控制能力较弱。

非经营性损益方面，2018 年公司获得政府补助收入 831.58 万元，分别体现在其他收益（802.00 万元）和营业外收入（29.58 万元），主要为工程项目补贴和税费返还等。公司将供水及污水处理相关补贴计入主营业务收入，故其他收益规模较小。2018 年，公司确认公允价值变动收益 1.74 亿元，主要系公司投资性房地产以公允价值评估收益变动所致。

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率较上年均略有下降，分别为 2.35%和 2.85%。公司盈利能力仍弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司对关联方和政府单位的其他资金往来规模仍较大，政府供水及污水处理补贴款项到账情况较好，公司收入实现质量大幅提升，经营活动现金净流量由负转正。公司投资活动现金流保持净流出，筹资活动现金流入及流出水平保持稳定。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的其他资金往来款项等。2018 年公司经营活动现金流入量为 17.66 亿元，较上年大幅增长 11.25 亿元，主要系收到的与关联方和政府单位的其他资金往来款项增加使得收到其他与经营活动有关的现金大幅增长所致；2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 2.84 亿元，现金收入比由 2017 年的 51.77%大幅上升至 94.71%，收入实现质量大幅提升，主要系当年供水和污水处理补贴及时到账所致。同期，公司经营活动现金流出 16.84 亿元，同比增长 34.50%；其中支付其他与经营活动有关的现金 14.49 亿元，较上年增长 1.98 亿元。2018 年公司经营活动现金流量净额由负转正，为 0.82 亿元。

2018 年，公司未收到投资活动产生的现金流入，同期投资活动现金流出 1.60 亿元，系构建固定资产、无形资产等支付的现金 0.66 亿元和投资支付的现金 0.94 亿元。

2018 年，公司筹资活动现金流水平较上年保持稳定，通过发行债券、银行及非金融机构借款等形式共获得筹资活动现金流入 12.57 亿元，较上年筹资规模增长 13.23%；同期，公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息，为 11.56 亿元，较上年增长 15.47%。公司筹资活动现金流量净额为 1.01 亿元，较上年略有下降。

5. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 119.28 亿元，同比增长 13.48%，占合并口径资产总额的 97.30%。其中流动资产占 31.71%、非流动资产占 68.29%，资产结构较上年底保持稳定。母公司资产主要由其他应收款（占 15.90%）、存货（占 13.99%）和投资性房地产（占 59.93%）构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 70.34 亿元，较上年略有增长。其中实收资本占 83.49%、资本公积占 1.28%、未分配利润占 8.10%，权益稳定性较强。

截至 2018 年底，母公司负债总额 48.94 亿元，同比增长 35.94%，主要系其他应付款增长所致。其中流动负债占 35.43%、非流动负债占 64.57%。

2018年，母公司实现营业收入0.34亿元，主要来自代建项目收入，同比下降60.35%，营业利润率为99.27%，利润总额为1.65亿元。

2018年，母公司经营活动现金流净额0.62亿元，投资活动现金流净额-1.42亿元，筹资活动现金流净额0.38亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模小，短期偿债能力强，自身经营对存量债务的保障能力尚可，考虑到政府对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，截至 2018 年底，公司流动比率有所上升，受存货大幅增长影响，速动比率较上年大幅下降，上述指标分别为 248.94%和 143.93%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 5.18%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力弱。同期，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 5.40 倍，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.14 亿元，较上年略有下降，其中利润总额 2.63 亿元、折旧摊销 0.17 亿元、费用化利息支出 0.34 亿元，利润总额占比 83.76%，EBITDA 质量较好。同期，公司调整后全部债务/EBITDA 倍数较 2017 年的 7.32 倍上升至 7.86 倍，EBITDA 对调整后全部债务的保障能力尚可。总体看，公司长期偿债能力尚可，同时考虑到公司获得的外部支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

截至 2018 年底，公司获得银行授信总额度为 13.90 亿元，其中已使用额度 9.64 亿元，尚未使用额度 4.26 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司仅有 1 笔对外担保，对外担保余额 1.01 亿元，担保比率为 1.35%，担保期限为 2018 年 6 月 29 日至 2029 年 6 月 28 日。被担保企业为铜仁市能源投资有限公司，系铜仁市国资局下属国有企业，公司或有负债风险较小。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2018 年底，公司存续债券余额 10.00 亿元；存续债券不存在短期债券偿付压力，未来偿债压力集中度低。

截至2018年底，公司存量应付债券为“18铜仁管廊债/18铜管廊”，债券余额10.00亿元，无一年内到期兑付部分。“18铜仁管廊债/18铜管廊”设置债券提前偿还条款，在债券存续期第3、4、5、6年度分别偿还债券发行总额的10%，第7、8、9、10年度分别偿还债券发行总额的15%，故公司将于2025~2028年达到存续债券偿还本金峰值1.50亿元。截至2018年底，公司非受限现金类资产3.24亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为17.66亿元、0.82亿元和3.14亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司存续债券不存在短期偿债压力，未来偿债压力集中度低，经营活动现金流入量和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障能力强。

表17 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	1.50
非受限现金类资产/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	11.77
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.55
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.09

资料来源：联合资信整理

十、担保方分析

1. 担保方主体概况

跟踪期内，梵净山投资股东及实收资本发生变化。2018年9月，根据《国开发展基金投资合同（适用于逐年退出项目-增资目标公司股东回购模式）》，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）减资58034万元，本次减资完成后，梵净山投资实收资本为79.46亿元，股权情况见下表。截至2018年底，本次减资尚未进行工商变更，梵净山投资注册资本85.58亿元，实收资本79.46亿元，实际控制人为铜仁市国有资产监督管理局。

表18　截至2018年底梵净山投资股权构成情况

（单位：万元，%）

股东名称	出资额	持股比例
铜仁市国有资产监督管理局	300000	37.75
铜仁市公产管理办公室	280000	35.24
铜仁市财政局	120000	15.10
国开发展基金有限公司	94646	11.91
合　计	**794646**	**100.00**

资料来源：梵净山投资审计报告

跟踪期内，梵净山投资职能定位和经营范围未发生变化，仍为铜仁市重要的城市基础设施项目投资建设主体，区域专营优势明显。截至2018年底，梵净山投资合并范围内拥有子公司9家。

梵净山投资注册地址：贵州省铜仁市碧江区锦江北路39号15栋4楼；法定代表人：高应军。

2. 外部支持

梵净山投资是铜仁市重要的城市基础设施建设实施主体，跟踪期内，公司在资产注入方面获得铜仁市政府的支持。

梵净山投资主要承担铜仁市重点城市基础设施项目的投资建设。成立以来，铜仁市政府持续向梵净山投资注入土地使用权，成为梵净山投资实收资本及资本公积的最主要构成。跟踪期内，根据铜财资函〔2018〕12号文件，铜仁市财政局将铜仁市建筑勘察设计院划转至梵净山投资，增加资本公积4033.52万元。

3. 经营分析

跟踪期内，梵净山投资仍是铜仁市重要的城市基础设施建设主体，区域专营优势突出。2018年梵净山投资营业收入有所下降，工程施工仍为收入主要来源，受结算进度、结算方式、成本波动以及市场竞争程度等因素影响，其各业务收入规模及毛利率水平存在波动。

2018年，梵净山投资实现营业收入8.09亿元，同比下降11.69%，其中工程施工收入仍是营业收入的主要来源，收入占比稳定。商品销售收入主要来自水泥、钢材等产品的销售，2018年实现收入0.57亿元，同比下降44.12%。2018年，租赁费收入保持稳定，为0.45亿元，对营业收入形成补充。

从毛利率来看，2018年，梵净山投资业务综合毛利率19.18%，较上年增长6.01个百分点，系各主要业务板块毛利率均有不同程度提升所致。其中，工程施工业务毛利率11.95%，较上年上升2.41个百分点。

表19　2017~2018年梵净山投资营业收入及毛利率情况表（单位：万元、%）

项　目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	7.36	80.35	9.54	6.66	82.33	11.95
商品销售	1.02	11.14	13.11	0.57	7.10	13.91
租赁费	0.44	4.80	82.70	0.45	5.57	98.07
其他业务	0.34	3.71	3.17	0.40	5.00	57.85
合　计	**9.16**	**100.00**	**13.17**	**8.09**	**100.00**	**19.18**

注：梵净山投资2017年收入情况取自2018年审计报告上期发生额；其他业务包括房屋销售、勘察设计费、会议费等收入

资料来源：梵净山投资审计报告

跟踪期内，梵净山投资工程施工业务收入有所下降，仍具有一定区域专营优势；基础设施建设业务受结算进度影响未确认收入，在建

项目具有较强社会效应，计划投资规模大，未来存在较大融资压力。

工程施工业务是梵净山投资最主要的收入来源，业务实施主体为梵净山投资子公司铜仁梵净山城市建设投资有限公司（以下简称“城建公司”），城建公司具有建筑工程施工二级资质并完全以市场化运作方式对外开展工程施工业务。2018 年，梵净山投资确认工程施工收入 6.66 亿元，同比下降 9.51%，毛利率为 11.95%，较上年有所提升。截至 2018 年底，城建公司中标的工程施工项目主要包括北京师范大学铜仁附属学校建设项目、铜仁汽车客运北站、梵能移动能源产业园等项目，梵净山投资未提供在手合同信息，鉴于其是铜仁市城市建设重要的投资企业，每年在技术人才及合同签订等方面均给予城建公司大力支持，城建公司具有区域优势，易受客户认可；且随着铜仁市经济的持续增长及城镇化建设的持续推进，配套工程施工项目充足，城建公司工程施工业务外部发展环境较好。

基础设施建设业务，梵净山投资本部受铜仁市政府委托，承担了铜仁市部分重大基础设施建设的投资任务，回购/代建协议约定 8~20%的成本加成比率进行项目回购/代建，据以确认基础设施建设收入。2018 年，梵净山投资未确认基础设施建设收入。截至 2018 年底，梵净山投资承接的在建基础设施项目包括铜仁市“五馆三中心”建设项目、铜仁市奥体中心建设项目、铜仁凤凰机场航站区改扩建工程（国际楼）等，建设项目具有较强的社会效应，主要在建项目合计总投资 348.11 亿元，已完成投资 133.69 亿元，尚需投资 214.42 亿元，梵净山投资未来存在较大融资压力。

销售商品业务，梵净山投资主要经营水泥、砖、砂石、混凝土等产品的加工及销售。2018 年，梵净山投资实现商品销售收入 0.57 亿元，较上年减少 0.45 亿元，毛利率 13.91%，同比略有上升。

4. 财务分析

梵净山投资公开披露了2018年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。从合并范围来看，截至2018年底，梵净山投资合并范围子公司9家，较上年底新增2家，即贵州省武陵担保有限公司和铜仁市建设勘察设计院有限公司。上述合并范围变化对梵净山投资合并财务数据可比性影响较小。

截至2018年底，梵净山投资总资产497.67亿元，所有者权益合计216.81亿元（含少数股东权益1.09亿元）；2018年，梵净山投资实现营业收入8.09亿元，利润总额0.59亿元。

跟踪期内，梵净山投资资产总额保持增长，仍以流动资产为主；梵净山投资与铜仁市及下属区县政府往来款多，土地使用权占比高，短期变现能力有限，整体资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2018年底，梵净山投资资产总额497.67亿元，同比增长8.17%，资产结构仍以流动资产为主，其中其他应收款和存货占比高，资产流动性较弱。

流动资产方面，截至2018年底，梵净山投资流动资产368.56亿元，同比增长4.49%。其中，货币资金5.86亿元，同比减少9.06亿元，主要为银行存款，无使用受限的货币资金。应收账款6.58亿元，同比增加3.59亿元，梵净山投资未提供应收账款明细，前五名欠款方应收款合计4.44亿元，占应收账款期末余额的66.41%，集中度一般，截至2018年底应收账款计提坏账准备0.10亿元。预付账款主要系预付下游施工单位的工程款，2018年底为3.44亿元。其他应收款135.96亿元，同比增长17.91%，主要为应收贵州铜仁高新技术产业开发区财政局、铜仁市交通运输局、铜仁市碧江区财政局和铜仁川硐教育园区建设指挥部的往来款等，账龄多在1年以上；2018年底，梵净山投资应收类款项/资产总额为37.83%，资金占用明显。存货为216.61亿元，同比略有增长，其中，拟开发土地账面

价值212.33亿元（面积8.30万亩），除耕地流转指标为5.86亿元（面积4.48万亩）外，其余均为出让性质土地；2018年底，梵净山投资已抵押土地账面价值合计为43.19亿元，土地抵押比率20.34%。

非流动资产方面，截至2018年底，梵净山投资非流动资产129.11亿元，同比增长20.27%。其中，可供出售金融资产30.01亿元，主要为按成本计量的权益工具26.94亿元。长期应收款45.74亿元，同比增长24.23%，其中铜仁市交通运输局铜仁市农村公路2016年公路建设项目资金30.35亿元，分期收款提供劳务资金11.19亿元。长期股权投资为10.52亿元，主要为对贵州铜玉铁路有限责任公司（8.96亿元）、铜仁梵净山科技创业投资有限公司（0.51亿元）、铜仁市黔东汇能物流公司（0.50亿元）等联营企业的投资。在建工程33.27亿元，系公司承建的基础设施项目投资成本。其他非流动资产为国开基金投资款，截至2018年底为4.16亿元。

表 20　梵净山投资主要资产构成情况表

（单位：亿元、%）

项　目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.92	3.24	5.86	1.18
其他应收款	115.31	25.06	135.96	27.32
存货	215.47	46.83	216.61	43.52
流动资产	**352.71**	**76.66**	**368.56**	**74.06**
可供出售金融资产	28.18	6.13	30.01	6.03
长期应收款	36.82	8.00	45.74	9.19
长期股权投资	8.91	1.94	10.52	2.11
在建工程	22.18	4.82	33.17	6.67
非流动资产	**107.36**	**23.34**	**129.11**	**25.94**
资产总额	**460.07**	**100.00**	**497.67**	**100.00**

注：梵净山投资 2017 年财务数据取自 2018 年期初数

资料来源：梵净山投资审计报告

跟踪期内，梵净山投资所有者权益略有下降，实收资本及资本公积占比大，权益稳定性强。

截至2018年底，梵净山投资所有者权益合计216.01亿元，同比略有下降。其中，实收资本79.46亿元，同比减少5.08亿元，系国开基金股权依照合同分期退出所致；资本公积114.24亿元，同比略有增长，主要系铜仁市财政局将铜仁市建筑勘察设计院划转至梵净山投资，增加资本公积4033.52万元；未分配利润18.10亿元，同比略有增长。整体看，梵净山投资所有者权益以实收资本和资本公积为主，权益稳定性强。

跟踪期内，梵净山投资负债总额保持增长，债务负担加重；有息债务中长期债务占比高，其中扶贫投资基金借款规模大，梵净山投资面临较大的偿债压力。未来随着在建及拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

截至2018年底，梵净山投资负债总额281.66亿元，同比增长17.25%，负债结构保持稳定，仍以非流动负债为主，占比65.30%。

截至2018年底，梵净山投资流动负债97.73亿元，同比增长19.56%，主要系应付账款增加所致。从构成看，应付账款36.38亿元，同比增长51.53%，主要为应付下游施工单位的工程款。其他应付款43.58亿元，较上年底基本持平，主要为应付铜仁市九龙地矿投资开发有限责任公司、铜仁市旅游投资有限公司、铜仁市公路处、铜仁市财政局等单位款项。

截至2018年底，梵净山投资非流动负债183.93亿元，同比增长16.05%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。从构成看，长期借款为111.65亿元，同比增加7.44亿元，其中质押借款35.62亿元、抵押借款0.23亿元、扶贫投资基金借款75.80亿元。应付债券为2015年发行的7年期企业债券，期末余额8.96亿元。长期应付款包括49.31亿元交银基金股权回购款、光大基金股权回购款9.40亿元和融资租赁款4.36亿元，均为有息债务。

有息债务方面，由于长期应付款中的股权回购款和融资租赁款均为有息债务性质，应调整至长期债务核算。截至2018年底，梵净山投资调整后全部债务为189.19亿元，同比增长17.88%，其中短期债务占2.92%、调整后长期债

务占97.08%，梵净山投资有息债务以长期债务为主。截至2018年底，梵净山投资资产负债率、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56.60%、46.69%和45.96%，较上年底均有所增长，梵净山投资债务负担加重。公开资料未披露有息债务期限结构。未来随着在建及拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

表21　梵净山投资主要负债构成情况表

（单位：亿元、%）

项　目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	24.01	9.99	36.38	12.92
其他应付款	43.54	18.12	43.58	15.47
一年内到期的非流动负债	2.04	0.85	4.63	1.64
流动负债合计	**81.74**	**34.03**	**97.73**	**34.70**
长期借款	104.21	43.48	111.65	39.64
应付债券	19.72	8.21	8.96	3.18
长期应付款	34.33	14.29	63.07	22.39
非流动负债	**158.49**	**65.97**	**183.93**	**65.30**
负债总计	**240.23**	**100.00**	**281.66**	**100.00**

注：梵净山投资2017年财务数据取自2018年期初数

资料来源：梵净山投资审计报告

跟踪期内，梵净山投资营业收入有所下降，期间费用控制能力尚可，由于其利润水平对铜仁市政府补贴收入依赖大，2018年未收到财政补助收入，导致利润总额大幅下降，整体盈利能力弱。

2018年，梵净山投资实现营业收入8.09亿元，期间费用率较低，2018年为8.96%。2018年梵净山投资未收到来自政府的补贴收入，故利润总额较上年大幅下降1.76亿元，为0.59亿元。

从盈利指标看，2018年，梵净山投资实现营业利润率17.43%，总资本收益率和净资产收益率较上年均下降明显，分别为0.13%和0.22%，梵净山投资盈利能力弱。

跟踪期内，梵净山投资主营业务回款情况仍较差，企业间资金拆借及往来大幅净流出，经营活动现金流转为大幅净流出，投资活动仍保持净流出。筹资活动现金净流量转负为正，但未能完全覆盖经营及投资活动资金缺口。

2018年，梵净山投资现金收入比为49.92%，主营业务回款情况仍较差。2018年，梵净山投资经营活动收到及支出的企业间资金拆借及往来款规模均大幅上升，同时梵净山投资保持较大规模的项目投入，2018年梵净山投资经营活动现金净流出27.40亿元，净流出规模较大。

2018年，梵净山投资投资活动现金流规模较上年大幅缩减，2017年净流出1.94亿元，主要是新增或追加对联营企业的投资所致。

梵净山投资筹资活动现金流入主要为取得借款及收到政府及其他单位融资款所收到的现金，2018年筹资活动现金流入为84.93亿元，偿还债务本息支付的现金规模基本持平，但支付与政府部门资金拆借款项规模大幅下降，2018年梵净山投资筹资活动现金净流量由负转正，为20.28亿元。

跟踪期内，梵净山投资短期偿债能力一般，长期偿债能力极弱，担保比率高且存在一定或有负债风险。综合考虑其在铜仁市城市建设中的重要地位以及持续获得较强的外部支持，梵净山投资整体偿债能力强。

从短期偿债能力看，截至2018年底，梵净山投资流动比率和速动比率较上年略有下降，分别为377.11%和155.47%。2018年，梵净山投资经营现金流动负债比为-28.03%，经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。同期，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为1.06倍，梵净山投资短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2018年，梵净山投资EBITDA为0.81亿元，受利润总额大幅减少影响较上年大幅下降，其中利润总额0.59亿元、折旧摊销0.15亿元、费用化利息支出0.06亿元，利润总额占比72.84%，EBITDA质量尚可。同期，调整后全部债务/EBITDA倍数为233.79倍，较2017年大幅上升，EBITDA对全部债务的保障能力极弱。总体看，梵净山投资长期偿债能力极弱，但考虑到其获得的外部支持力度较大，整

体偿债风险小。

截至2018年底，梵净山投资获得银行授信总额度为56.35亿元，其中已使用额度37.84亿元，尚未使用额度18.51亿元，间接融资渠道较为通畅。

截至2018年底，梵净山投资对外担保余额合计94.48亿元，担保比率为43.74%，对外担保规模较大，被担保方主要为国有企业或事业单位，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

5. 担保方对“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”偿债保障能力分析

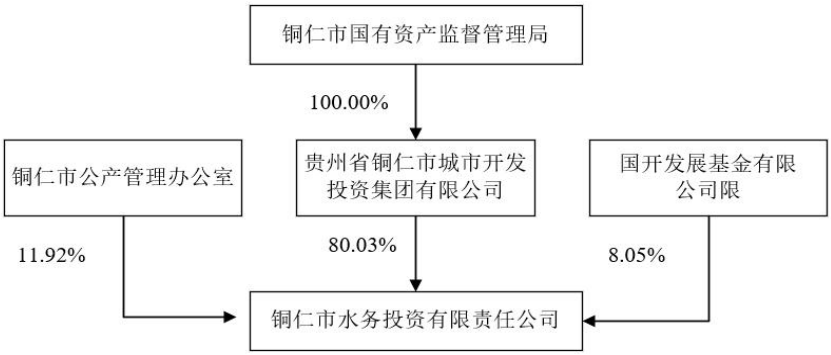
2018年，梵净山投资EBITDA为“18铜仁管廊债/18铜管廊”债券余额的0.08倍，为“18铜仁管廊债/18铜管廊”分期最高偿还本金的0.54倍；经营活动现金流入量为“18铜仁管廊债/18铜管廊”债券余额的6.77倍，为“18铜仁管廊债/18铜管廊”分期最高偿还本金的45.11倍；经营活动现金净流量仍为负，对“18铜仁管廊债/18铜管廊”无保障能力。总体看，梵净山投资经营活动现金流入量对“18铜仁管廊债/18铜管廊”本金偿还的保障能力强。

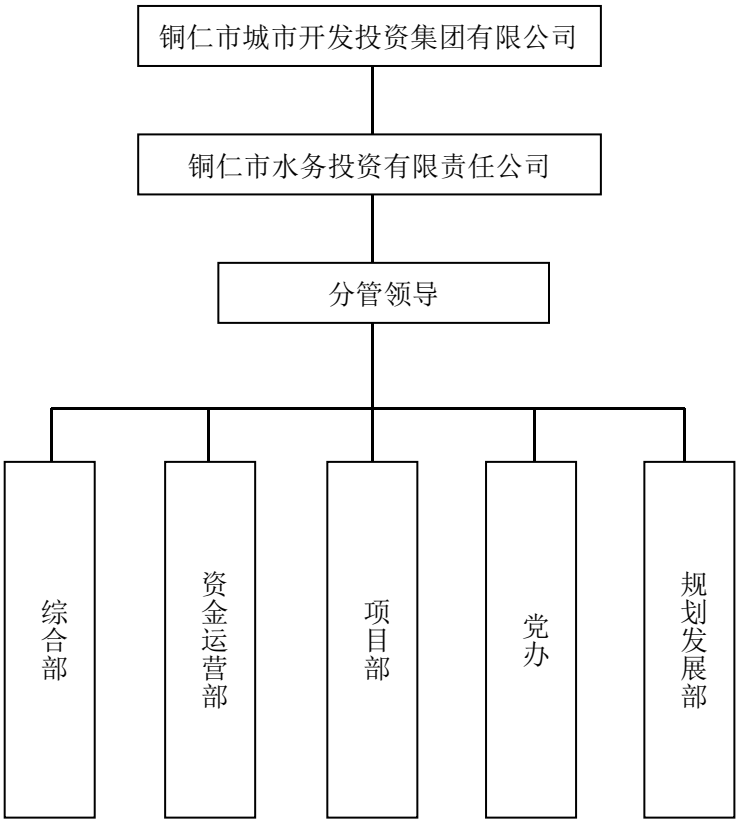
综合考虑，联合资信确定维持梵净山投资主体长期信用等级为 AApi，评级展望维持为稳定。梵净山投资以其自身较强的实力为“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，增强了“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”的信誉度、流动性和安全性，为其还本付息提供了有力的保障。

十一、 结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“18铜仁管廊债/18铜管廊”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年底公司股权结构及组织架构图





附件 2　截至 2018 年底公司合并范围内子公司情况

序号	子公司全称	持股比例（%）	业务性质	取得方式
1	铜仁市城市污水综合治理有限公司	100.00	城市污水处理	政府划入
2	贵州省铜仁市供水总公司	100.00	城市供水排水	政府划入
3	铜仁市供水安装公司	100.00	水暖设备安装	政府划入
4	铜仁市万山区自来水公司	100.00	自来水供应、给排水安装	政府划入
5	贵州省铜仁市供水总公司清水泉饮水厂	100.00	桶装泉水生产销售	政府划入

资料来源：公司提供

附件 3-1　公司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)	10.45	3.03	3.24
资产总额(亿元)	102.70	109.09	122.59
所有者权益(亿元)	71.13	72.86	75.00
短期债务(亿元)	4.79	9.17	0.60
长期债务(亿元)	17.28	11.96	21.52
调整后长期债务(亿元)	20.04	13.93	24.08
全部债务(亿元)	22.07	21.13	22.12
调整后全部债务(亿元)	24.83	23.10	24.68
营业收入(亿元)	4.25	3.17	2.99
利润总额(亿元)	2.29	2.61	2.63
EBITDA(亿元)	4.14	3.16	3.14
经营性净现金流(亿元)	-4.70	-6.11	0.82
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	3.93	1.54
存货周转次数(次)	74.38	29.66	0.17
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03
现金收入比(%)	101.23	51.77	94.71
应收类款项/资产总额(%)	18.54	27.48	15.99
营业利润率(%)	52.61	60.08	50.57
总资本收益率(%)	4.08	2.52	2.35
净资产收益率(%)	3.16	2.99	2.85
长期债务资本化比率(%)	19.55	14.10	22.30
调整后长期债务资本化比率(%)	21.98	16.05	24.30
全部债务资本化比率(%)	23.68	22.48	22.78
调整后全部债务资本化比率(%)	25.88	24.07	24.76
资产负债率(%)	30.75	33.21	38.82
流动比率(%)	311.32	233.98	248.94
速动比率(%)	311.01	233.58	143.93
经营现金流动负债比(%)	-55.04	-42.80	5.18
全部债务/EBITDA(倍)	5.33	6.70	7.04
调整后全部债务/EBITDA(倍)	5.99	7.32	7.86

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中融资租赁款；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3-2 担保方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)	50.83	14.92	5.90
资产总额(亿元)	420.16	460.07	497.67
所有者权益(亿元)	227.24	219.84	216.06
短期债务(亿元)	9.17	2.24	5.52
长期债务(亿元)	90.40	123.93	120.61
调整后长期债务(亿元)	107.99	158.25	183.68
全部债务(亿元)	99.57	126.17	126.13
调整后全部债务(亿元)	117.16	160.49	189.19
营业收入(亿元)	8.11	9.16	8.09
利润总额(亿元)	2.39	2.35	0.59
EBITDA(亿元)	2.59	2.48	0.81
经营性净现金流(亿元)	1.33	8.00	-27.40
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.78	1.51	1.69
存货周转次数(次)	0.06	0.04	0.03
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.02
现金收入比(%)	56.64	48.24	49.92
应收类款项/资产总额(%)	26.48	33.71	37.83
营业利润率(%)	14.95	11.74	17.43
总资本收益率(%)	0.64	0.52	0.13
净资产收益率(%)	0.96	0.88	0.22
长期债务资本化比率(%)	28.46	36.05	35.83
调整后长期债务资本化比率(%)	32.21	41.86	45.96
全部债务资本化比率(%)	30.47	36.46	36.86
调整后全部债务资本化比率(%)	34.02	42.20	46.69
资产负债率(%)	45.92	52.22	56.60
流动比率(%)	459.31	431.51	377.11
速动比率(%)	196.03	167.90	155.47
经营现金流动负债比(%)	1.61	9.79	-28.03
全部债务/EBITDA(倍)	38.51	50.80	155.85
调整后全部债务/EBITDA(倍)	45.31	64.61	233.79

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款付息项；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 4　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	（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

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

附件 5-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAApi、AApi、Api、BBBpi、BBpi、Bpi、CCCpi、CCpi、Cpi。除AAApi级，CCCpi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：

级别设置	含义
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务