信用等级公告

联合〔2020〕1725 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

二〇二〇年六月二十三日

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

铜仁市水务投资有限责任公司
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
铜仁市水务投资有限责任公司	AA	稳定	AA	稳定
贵州省梵净山投资控股集团有限公司	AA_{pi}	稳定	AA_{pi}	稳定
18铜仁管廊债/18铜管廊	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
18铜仁管廊债/18铜管廊	10.00亿元	10.00亿元	2028/11/29

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券

评级时间：2020年6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

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，公司在区域内供水及污水处理领域仍保持很强的专营性，并在供排水财政补贴和市政用水费用补偿、资产划入、资本注入等方面继续得到铜仁市政府有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司收现质量有待改善、短期偿债指标弱化、应收类款项对资金占用较大、盈利能力一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。随着未来公司供水范围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”（以下简称“本期债券”）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，梵净山投资担保能力很强，其担保可进一步保障“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. **公司区域专营性很强。**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；公司作为铜仁市中心城区唯一的供水和污水处理运营主体，仍具有很强的专营性。
2. **跟踪期内，公司继续获得有力的外部支持。**2019年，铜仁市财政局向公司拨付供排水财政补贴和市政用水费用补偿合计9233.26万元；铜仁市人民政府划入2823套公租房导致公司“资本公积”增加0.81亿元；铜仁市财政局将累计拨付公司

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		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	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

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

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

的项目建设资金 1.56 亿元明确为资本公积。

3. **本期债券设置了分期偿还本金条款和担保机制。**“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，资产规模大，担保实力很强，其担保可进一步保障“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”的偿付能力。

关注

1. **资产质量一般。**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。
2. **经营活动现金净流量由正转负，收现质量有待提升。**跟踪期内，公司经营活动现金流入量下降明显，同时收现质量较上年明显下滑，经营活动现金净流量由正转负。
3. **短期偿债指标弱化。**跟踪期内，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数由上年的 5.40 倍下降为 0.34 倍，公司短期偿债指标弱化。
4. **盈利能力一般。**跟踪期内，公司期间费用控制能力仍有待提升，投资性房地产公允价值变动收益对公司利润影响较大，整体盈利能力一般。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	3.03	3.24	1.79
资产总额(亿元)	109.09	122.59	134.52
所有者权益(亿元)	72.86	75.00	78.85
短期债务(亿元)	9.17	0.60	5.31
长期债务(亿元)	11.96	21.52	24.85
全部债务(亿元)	21.13	22.12	30.15
营业收入(亿元)	3.17	2.99	4.15
利润总额(亿元)	2.61	2.63	1.92
EBITDA(亿元)	3.16	3.05	2.23
经营性净现金流(亿元)	-6.11	0.82	-6.25
营业利润率(%)	60.08	50.57	39.73
净资产收益率(%)	2.99	2.85	1.87
资产负债率(%)	33.21	38.82	41.39
全部债务资本化比率(%)	22.48	22.77	27.66
流动比率(%)	233.98	248.94	233.34
经营现金流动负债比(%)	-42.80	5.18	-30.87
现金短期债务比(倍)	0.33	5.40	0.34
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	2.01	1.26
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	7.25	13.51
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	105.44	119.28	127.22
所有者权益(亿元)	69.14	70.34	72.02
全部债务(亿元)	21.12	21.72	28.97
营业收入(亿元)	0.86	0.34	1.30
利润总额(亿元)	1.72	1.65	1.10
资产负债率(%)	34.42	41.03	43.39
全部债务资本化比率(%)	23.40	23.59	28.68
流动比率(%)	196.20	218.09	197.06
经营现金流动负债比(%)	-39.84	3.59	-17.31

评级历史：

债项简称	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
18 铜仁管廊债/18 铜管廊	AA	AA	稳定	2019/06/19	张雪婷 王中天	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
18 铜仁管廊债/18 铜管廊	AA	AA	稳定	2018/11/13	王 妍 楚 方媛	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

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，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。

铜仁市水务投资有限责任公司

2020 年跟踪评级报告

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”）及其相关债券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，公司股东及持股比例发生变化。根据审计报告披露，2019 年 3 月，股东国开发展基金有限公司根据国开发展基金投资协议及补充协议，将其持有的公司 0.67 亿元股权转让给铜仁市财政局；2019 年 9 月，铜仁市国有资产监督管理局（以下简称“铜仁市国资局”）将铜仁市机关事务中心持有的 0.70 亿元股权无偿划转给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”）。2019 年 10 月，铜仁城投进行首次增资，增资金额为 1.80 亿元，公司注册资本由 58.73 亿元增长至 60.53 亿元。截至 2019 年底，公司注册资本 60.53 亿元，实收资本 58.73 亿元，其中铜仁城投持股 91.95%、铜仁市财政局持股 4.53%、国开发展基金有限公司持股 3.52%。铜仁城投仍为公司控股股东，实际控制人仍为铜仁市国资局。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，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，在当地水务领域处于专营地位，具有很强的竞争优势。

跟踪期内，公司经营范围变更为：全市重点水利基础设施及配套项目；大中型和小（一）型水源工程；人畜饮水工程；流域开发与治理；城乡供水排水、污水处理、城镇防洪；水环境治理、水土保持及综合开发利用；经济林地开发及综合利用；房产及土地资源开发、投资管理；建设项目投资；水力发电；水利风景区的投资开发利用；建筑材料销售；房屋租赁。

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设行政部、财务部和项目部等 10 个职能部门；拥有 5 家全资子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 134.52 亿元，所有者权益 78.85 亿元（无少数股东权益）；2019 年，公司实现营业收入 4.15 亿元，利润总额 1.92 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2020年5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”募集资金计划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。根据公司提供的《关于 18 铜管廊债自查工作报告》，截至 2020 年 2 月 12 日，募投项目计划总投资 30.11 亿元，公司已将全部募集资金作为工程预付款支付给工程联合体中标施工方贵州梵源建筑工程有限公司（以下简称“梵源工程公司”）。由于募

投项目涉及范围较广，需协调单位较多，目前募投项目已完成了对部分道路勘察施工。

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

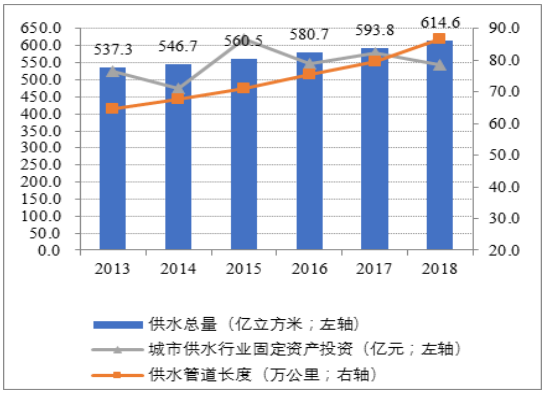
南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

（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

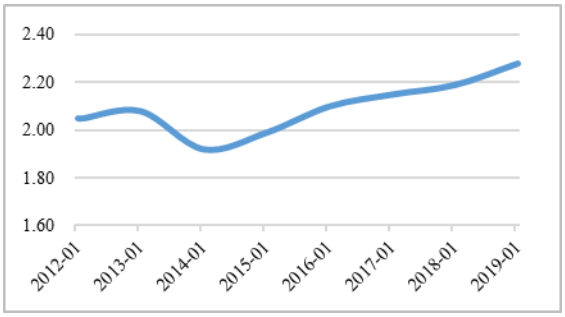
近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势，2019年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进，城市供水价格仍有进一步上调空间

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。

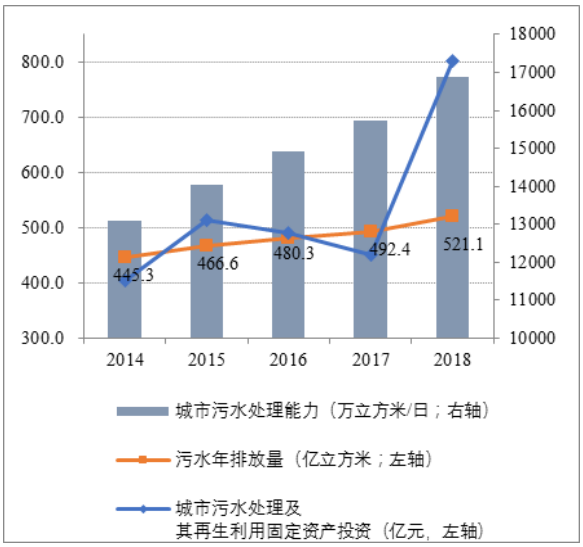
（3）污水处理行业分析

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



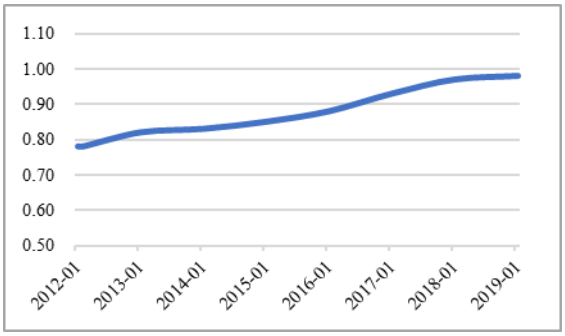
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

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。

[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。

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. 城市基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符

合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 6　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设

2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

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，铜仁市经济规模在贵州省仍处于靠后位次，但增速较快，为公司发展创造了较好的外部环境。

2019 年铜仁市全年实现地区生产总值（GDP）1249.16 亿元，增长 8.0%，增速位列全省第 5；固定资产投资增长 1.6%，增速位列全省第 4；城镇、农村居民人均可支配收入分别为32158元、10259元，分别增长9.3%、10.7%，增速分别排名全省第 3、第 6。

五、基本素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及持股比例发生变化。根据审计报告披露，2019 年 3 月，股东国开发展基金有限公司根据国开发展基金投资协议及补充协议，将其持有的公司 0.67 亿元股权转让给铜仁市财政局；2019 年 9 月，铜仁市国资局将铜仁市机关事务中心持有的 0.70 亿元股权无偿划转给铜仁城投。2019 年 10 月，铜仁城投进行首次增资，增资金额为 1.80 亿元，公司注册资本由 58.73 亿元增长至 60.53 亿元。截至 2019 年底，公司注册资本 60.53 亿元，实收资本 58.73 亿元，其中铜仁城投持股 91.95%、铜仁市财政局持股 4.53%、国开发展基金有限公司持股 3.52%。铜仁城投仍为公司控股股东，实际控制人仍为铜仁市国资局。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管发生变更，总经理职位完成任命。总体看，公司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，公司高管发生变更，舒玉先生出任公司总经理，段绍平先生出任公司副总经理。

舒玉先生，1981 年 10 月出生，本科学历；历任贵州省铜仁市供水总公司（以下简称“供水总公司”）生产技术科科长、总经理助理、质检部主任、工程和生产技术部副主任；公司项目管理部技术员、项目管理部副经理、项目管理部负责人、副总经理；现任公司总支部委员会书记、总经理。

截至 2019 年底，公司合并口径拥有在职员工共 346 人，其中生产人员占 259 人、管理人员 87 人；按年龄划分，50 岁以上 46 人、30 至 50 岁 267 人、30 岁以下 33 人。

3. 外部支持

2019 年，铜仁市一般预算收入受减税降费影响而有所下降，财政收入对上级补助收入依赖大，财政自给能力仍很弱，且地方政府债务负担重。

根据《铜仁市 2019 年全市和市本级预算执行情况与 2020 年全市和市本级预算草案的报告》，2019 年铜仁市一般公共预算收入完成 63.55 亿元，为调整预算的 100.55%，比上年减收 5.67 亿元，下降 8.18%，下降的主要原因是各级落地落实国家减税降费政策，市县级收入相应减少。其中，税收收入 46.08 亿元，减收 5.31 亿元，下降 10.34%；非税收入 17.47 亿元，减收 0.36 亿元，下降 1.98%；税收收入占比为 72.51%。同期，铜仁市获得上级补助收入 300.38 亿元，铜仁市财政收入对上级补助收入依赖大；政府性基金收入为 99.62 亿元，比上年增加 30.14 亿元，增长 43.18%。财政支出方面，2019 年铜仁市全市一般公共预算支出 438.84 亿元，增加 29.41 亿元，增长 7.18%，财政自给率为 14.48%，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 2019 年底，铜仁市政府债务余额为 682.6 亿元（一般债务余额 528.01 亿元，专项债务余额 154.59 亿元），相对财政收入而言，铜仁市政府债务规模大，债务负担重。

跟踪期内，公司在供排水财政补贴和市政用水费用补偿、资产划入、资本注入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，在供排水财政补贴和市政用水费用补偿方面继续获得铜仁市政府的大力支持。2019 年，铜仁市财政局向公司下属供水总公司拨付 6727.99 万元，其中，市政用水供水补偿 2836.15 万元，日常供水补贴款 3891.83 万元，计入“营业收入”。2019 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（以下简称“污水处理公司”）拨付 2505.27 万元，其中，市政用水污水处理补偿 661.77 万元，日常污水处理补贴 1843.50 万元，计入“营业收入”。

跟踪期内，根据《铜仁市人民政府关于市本级公租房租金收入相关事宜的批复》（铜府函〔2019〕137 号），为提升公租房使用效率，铜仁市本级所属的 2823 套公租房所有权划转至公司，据此增加公司“资本公积”0.81 亿元。

跟踪期内，根据铜仁市财政局《关于将拨付给供水总公司、万山自来水公司的项目建设资金明确为资本公积的通知》，将累计拨付供水总公司 1.12 亿元项目建设资金和铜仁市万山区自来水公司 0.44 亿元项目建设资金明确为资本公积，据此“资本公积”增加 1.56 亿元。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（自主查询版，中证码：5222010000087843），

截至 2020 年 6 月 22 日，公司无未结清和已结清的不良及关注类贷款记录，过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 6 月 20 日，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

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务正常开展，营业收入规模实现较大幅度增长。其中，供水、污水业务仍是公司营业收入的主要来源且收入规模同比均有所增长；同时，由于新增管材销售收入规模较大但毛利率为负，公司毛利率有所下滑。

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，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。2019年，公司实现营业收入4.15亿元，同比增长38.56%，主要系新增管材销售收入以及供水收入等增长所致。从收入构成看，公司供水、污水业务收入同比分别增长13.21%和12.03%，在营业收入中合计占比54.45%，占比较上年有所下降但仍是公司营业收入的主要来源；新增管材销售收入规模较大；安装业务收入同比变化不大；代建管理费收入继续下降，但仍对营业收入形成重要补充。从毛利率看，2019年公司综合毛利率41.29%，较上年下降9.91个百分点，主要系占比较高的管材销售业务毛利率为负所致。

表7　2018－2019年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供水收入	15622.59	52.18	66.62	17686.73	42.63	67.17
管材销售收入	--	--	--	7855.87	18.94	-1.65
安装收入	6420.66	21.44	4.11	6471.36	15.60	2.89
污水处理收入	4376.46	14.62	27.10	4902.87	11.82	25.44
代建管理费收入	3200.00	10.69	100.00	2984.40	7.19	100.00
租金收入	257.05	0.86	94.12	1040.17	2.51	99.30
桶装水销售收入	30.88	0.10	-7.96	--	--	--
其他业务收入	33.73	0.11	100.00	545.69	1.32	-12.72
合计	**29941.38**	**100.00**	**51.20**	**41487.09**	**100.00**	**41.29**

资料来源：根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司供水业务在铜仁市仍处于区域垄断地位，供水收入同比有所增长。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供水总公司和铜仁市万山区自来水公司负责。

截至2019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 8　公司供水业务主要运营指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
水厂个数（个）	3	3	3
供水能力（万吨/日）	16.50	16.50	16.50
供水总量（万吨）	3983.00	4413.14	5077.00
售水总量（万吨）	3384.31	3792.14	4046.28
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价制，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。2019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13.21%；同期，供水业务毛利率为67.17%，同比小幅上升0.54个百分点。

表 9　公司供水业务收入构成（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
日常供水收入	8315.24	9294.7	10958.75
市政用水供水	2392.97	2725.34	2836.15
供水水价补贴	3214.83	3602.55	3891.83
供水收入	**13923.04**	**15622.59**	**17686.73**

注：2017年供水收入为2018年审计报告披露供水收入的上期发生额
资料来源：公司提供

表 10　截至 2019 年底公司主要在建供水项目情况（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
铜仁市供水管网三期工程	25303.98	10260.00	2017 年	2020 年
铜仁市地下综合管廊	301108.53	99490.00	2018 年	2021 年
铜仁市中心城区鹭鸶岩水厂取水点上移工程	18682.77	30733.00	2017 年	2020 年
合　计	**345095.28**	**140483.00**	--	--

注：铜仁市中心城区鹭鸶岩水厂取水点上移工程根据工程实际建设需要目前投资已超概，后续尚余收尾公司，未来投资金额很小；铜仁市地下综合管廊系“18铜仁管廊债/18铜管廊”募投项目，募集资金10.00亿元挂账“其他应收款”，“在建工程”中的9206.94万元主要为募集资金利息支出
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 2019 年底，公司在建供水项目主要包括铜仁市供水管网三期工程、铜仁市地下综合管廊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 34.51 亿元，已完成投资 14.05 亿元。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2019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 11　公司污水处理业务运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
处理厂数量（个）	3	3	3
处理能力（万吨/日）	12.00	12.00	12.00
处理总量（万吨）	3384	3875	4096
产能利用率（%）	77	88	93

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。2019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12.03%；同期，污水处理业务毛利率为25.44%，同比小幅下降1.66个百分点。

表 12　公司污水处理业务收入构成（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
日常污水处理收入	1812.53	2057.42	2397.60
市政用水污水处理补贴	546.65	612.57	661.77
污水处理补贴	1522.82	1706.46	1843.50
污水处理收入	**3882.00**	**4376.45**	**4902.87**

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司主要在建污水处理项项目总投资4.29亿元，已完成投资3.54亿元，未来污水处理项目投资规模较小。

表 13　截至 2019 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	1204.07	2017－2020 年
铜仁市污水处理二期工程	24477	24208	2013－2020 年
铜仁市大兴新区污水处理工程	4235.59	459.2	2018－2020 年
铜仁市漩水湾污水处理厂扩建工程	11120	9486.5	2016－2020 年
合　计	**42853.34**	**35357.77**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司代建项目接近尾声，确认收入较上年小幅下降，未来代建管理费收入实现存在不确定性。

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。2019年，公司代建项目资金投入15369.66万元，确认代建收入2984.40万元，较上年小幅下降6.74%，均来自大兴水利枢纽工程确认的收入。截至2019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2019年底已投资19.70亿元，累计确认管理费收入3.22亿元，累计收到管理费回款1.52亿元，2019年公司未收到管

理费回款。代建项目前期建设投入资金来自公司自筹和财政资金，项目完工后将交由公司管理运营，未来铜仁市小云南水库工程将产生供水收入，贵州省铜仁市大兴水利枢纽工程将产生供水、发电等收入。

表 14　截至 2019 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	累计管理费回款金额
铜仁市小云南水库工程	33757	33757	2013.10~2017.12	5903.84	4663.43
贵州省铜仁市大兴水利枢纽工程	143997	163276	2015.10~2020.12	26344.07	10545.54
合　计	**177754**	**197033**	--	**32247.91**	**15208.97**

注：贵州省铜仁市大兴水利枢纽工程已超概，但已基本建设完成，未来尚需投资规模不大
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。2019年，公司承接工程合同项目212项，总造价8100万元，累计完成产值0.65亿元，已竣工验收工程89项，工程合格率为100%，工程合同履行率为100%。2019年，公司安装业务实现营业收入0.65亿元，较上年增长0.79%。总体看，公司供排水安装业务稳定，收入变化不大。

跟踪期内，公司新增管材销售收入，对整体收入规模起到提升作用。

公司的管材销售业务由公司本部负责。公司从贵州瀚举投资有限责任公司采购管材销售给铜仁交旅集团实业投资有限公司，与上下游结算基本采用货到付款的方式。2019年，公司新增管材销售收入7855.87万元，毛利率为-1.65%，系账务有误，多结转了部分管网成本所致。

3. 未来发展

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范围，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，公司一方面将继续加强供排水项目建设工作，积极推进铜仁市供水管网三期工程、鹭鸶岩取水口上移工程等项目落地；另一方面将继续加强供排水生产经营管理工作，统筹推进中心城区供水规范化管理，力争实现二次供水统建统管，提升供水水质。

除了中心城区供排水外，根据铜仁市整体规划，公司计划扩大供排水区域，逐步完成对碧江区、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，公司供水及污水收入规模有望持续提升。

八、财务分析

公司提供了 2019 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 2019 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，公司以土地使用权为主的投资性房地产规模很大；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 2019 年底，公司资产总额 134.52 亿元，较上年底增长 9.73%，主要系其他应收款、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 64.87%。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.24	2.64	1.79	1.33
其他应收款	17.32	14.13	23.32	17.34
存货	16.73	13.65	18.45	13.72
流动资产	**39.65**	**32.34**	**47.26**	**35.13**
投资性房地产	71.49	58.32	73.38	54.55
固定资产	2.47	2.01	2.33	1.73
在建工程	6.51	5.31	8.39	6.24
非流动资产	**82.94**	**67.66**	**87.26**	**64.87**
资产总额	**122.59**	**100.00**	**134.52**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动资产 47.26 亿元，较上年底增长 19.19%。其中，货币资金 1.79 亿元，较上年底下降 44.93%，构成主要系银行存款 1.63 亿元，受限货币资金 0.15 亿元，系资产池保证金。公司应收账款 3.52 亿元，较上年底增长 1.24 亿元，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 94.92%）。其他应收款 23.32 亿元，较上年底增长 34.62%，构成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 84.40%，集中度高；截至 2019 年底计提坏账准备 0.22 亿元。公司存货期末账面价值 18.45 亿元，较上年底增长 10.30%，系代建工程建设成本增加所致。

表16 截至2019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	12.19	51.80
铜仁市财政局	往来款	4.14	17.61
贵州省铜仁市城市开发投资集团有限公司	往来款	1.98	8.43
铜仁市九龙地矿投资开发有限责任公司	往来款	1.05	4.45
德江县惠民投资有限责任公司	往来款	0.50	2.11
合计	**--**	**19.87**	**84.40**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司非流动资产 87.26 亿元，较上年底增长 5.21%。其中，投资性房地产 73.38 亿元，较上年底增长 2.64%，主要为铜仁市政府注入的出让土地，少量为公司购置的出让土地及房屋、建筑物等，2019 年底投资性房地产账面价值增加主要系公允价值变动和政府注入 2823 套公租房资产（正在办理过户手续）所致。固定资产 2.33 亿元，较上年底略有下降，主要系计提折旧所致。在建工程 8.39 亿元，较上年底增长 28.97%，主要系鹭鸶岩取水口上移工程、铜仁市供水管网三期工程等项目投入增加所致。

截至 2019 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 7.00 亿元，通过质押应收账款权益获得银行贷款金额 16.60 亿元，此外尚有资产池保证金 0.15 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，受益于资产注入和财政资金拨付，公司所有者权益有所增长，整体稳定性较好。负债总额持续增长，结构以长期债务为主，但整体债务负担尚可；未来随着在建及拟建项目的持续投入，负债水平或将进一步上升。

截至2019年底，公司所有者权益78.85亿

元，较上年底增长5.13%，主要来自资本公积和未分配利润的增长。其中，实收资本未发生变化，仍为58.73亿元；资本公积3.32亿元，较上年底大幅增长，系政府注入2823套公租房和铜仁市财政局将项目建设资金1.56亿元确认为资本公积所致。整体看，公司实收资本和资本公积合计规模较大，权益稳定性较好。

表17　公司主要所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	58.73	78.31	58.73	74.48
资本公积	0.95	1.27	3.32	4.21
盈余公积	1.04	1.39	1.12	1.42
未分配利润	14.29	19.05	15.67	19.87
归属于母公司权益合计	**75.00**	**100.00**	**78.85**	**100.00**
所有者权益合计	**75.00**	**100.00**	**78.85**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司负债总额55.67亿元，较上年底增长16.99%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款等增长所致。其中，流动负债占比36.38%、非流动负债占比63.62%，负债结构仍以非流动负债为主。

表18　公司主要负债构成情况

（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.20	0.42	2.27	4.08
应交税费	1.44	3.03	1.65	2.96
其他应付款	13.32	27.99	12.78	22.96
一年内到期的非流动负债	0.40	0.84	3.04	5.46
流动负债	**15.93**	**33.47**	**20.25**	**36.38**
长期借款	11.80	24.80	14.63	26.28
应付债券	9.72	20.42	10.22	18.36
长期应付款	8.02	16.85	8.03	14.42
递延所得税负债	2.12	4.45	2.37	4.26
非流动负债	**31.66**	**66.53**	**35.42**	**63.62**
负债总额	**47.59**	**100.00**	**55.67**	**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：公司审计报告

截至2019年底，公司流动负债20.25亿元，较上年底增长27.16%。从构成看，短期借款2.27亿元，构成系1.82亿元保证借款和抵质押借款。应交税费1.65亿元，较上年底增长14.23%，主要系应交企业所得税和增值税增长所致。其他应付款12.78亿元，较上年底下降4.08%，主要构成为对铜仁市大兴水利枢纽建设指挥部办公室的往来款10.87亿元，其余主要为应付关联方或国有企业往来款、拆借款、保证金、质保金等。一年内到期的非流动负债3.04亿元，较上年底大幅增长，构成包含一年内到期的长期借款2.59亿元和一年内到期的长期应付款0.45亿元。

截至2019年底，公司非流动负债35.42亿元，较上年底增长11.88%。其中，长期借款14.63亿元，较上年底增长23.98%，主要由抵质押保证等各类借款构成。应付债券10.22亿元，较上年底增长5.13%，系由公司2018年发行的10.00亿元“18铜仁管廊债/18铜管廊”和2019年新增的0.50亿元“取水点上移私募可转债”构成。长期应付款8.03亿元，与上年基本持平，主要由融资租赁款和政府置换债券资金（5.46亿元）构成，其中除了政府置换债券资金的部分为有息债务。

有息债务方面，将长期应付款中有息部分调整至长期债务核算。截至 2019 年底，公司调整后全部债务 32.27 亿元，较上年底增长 30.76%；其中短期债务占 16.45%、调整后长期债务占 83.55%，短期债务占比较小，公司有息债务以长期债务为主。从偿债指标看，截至 2019 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 41.39%、29.04%和 25.48%，公司整体债务负担尚可。从债务期限结构来看，2020－2021 年，公司需偿还的有息债务在 5 亿元左右，2022－2023 年在 2 亿元左右。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，受益于新增管材销售收入以及供排水业务收入增长，公司营业收入规模有所增长，期间费用控制能力有所改善，但仍有待提升；投资性房地产公允价值变动收益对公司利润影响较大，整体盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 4.15 亿元，同比增长 38.56%，主要系新增管材销售收入以及供排水业务收入增长所致。同期，公司营业成本 2.44 亿元，同比增长 66.70%，增速高于营业收入增速。营业利润率下降至 39.73%，较上年下降 10.85 个百分点。

2019 年，公司期间费用 0.59 亿元，较上年略有下降，期间费用率为 14.30%，较上年下降 8.76 个百分点。跟踪期内，公司期间费用控制能力有所改善，但仍有待提升。

非经营性损益方面，2019 年公司获得政府补助收入 54.24 万元，体现在其他收益科目，较上年的 831.58 万元下降明显，全部为财政返还手续费。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。2019 年，公司确认公允价值变动收益 1.03 亿元，较上年下降 40.71%，主要系公司投资性房地产以公允价值评估收益变动所致。2019 年，公司实现利润总额 1.92 亿元，同比下降 26.88%。

从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率较上年均有所下降，分别为 1.48%和 1.87%，公司盈利能力一般。

4. 现金流分析

跟踪期内，主要受收到关联方和政府单位的其他资金往来规模下降影响，公司经营活动现金流入量下降明显，同时收现质量较上年明显下滑，经营活动现金净流量由正转负；公司投资活动现金流保持净流出，但资金缺口较小；筹资活动现金流保持净流入且规模较上年大幅增长。

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。2019 年公司经营活动现金流入量为 12.74 亿元，同比下降 27.89%，主要系收到的与关联方和政府单位的其他资金往来款、暂借款等下降所致；2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 3.02 亿元，现金收入比 72.68%，较上年明显下降。同期，公司经营活动现金流出 18.99 亿元，同比增长 12.77%。2019 年公司经营活动现金流量净额由正转负，为-6.25 亿元。

2019 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 1.33 亿元，全部系购建固定资产、无形资产等支付的现金。公司投资活动现金流保持净流出，但资金缺口较小。

2019 年，公司通过发行债券、银行及非金融机构借款等形式共获得筹资活动现金流入 11.22 亿元，较上年筹资规模下降 10.67%；同期，公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息，为 5.25 亿元，较上年下降 54.55%。公司筹资活动现金流量净额为 5.97 亿元，较上年大幅增长。

5. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产和权益均有所增长，占合并口径比重仍很高；整体债务规模有所增长，但债务负担仍较轻；受益于新增管材销售收入，母公司营业收入规模同比大幅增长，但占合并口径营业收入的比重较低。

截至 2019 年底，母公司资产总额 127.22 亿元，较上年底增长 6.65%，占合并口径资产总额的 94.57%。其中流动资产占 32.53%、非流动资产占 67.47%，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 20.86 亿元、存货 18.42 亿元和投资性房地产 73.38 亿元构成。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 72.02 亿元，占合并口径所有者权益的 91.34%，规模较上年增长 2.39%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。其中实收资本占 81.55%、

资本公积占 2.38%、未分配利润占 14.51%，权益稳定性较强。

截至 2019 年底，母公司负债总额 55.20 亿元，占合并口径负债总额的 99.14%，规模较上年底增长 12.77%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款增长所致。其中流动负债占 38.05%、非流动负债占 61.95%。截至 2019 年底，母公司全部债务 28.97 亿元，以长期债务为主，全部债务资本化比率 28.68%，较上年底有所增长，但债务负担仍较轻。

2019年，母公司实现营业收入1.30亿元，主要来自管材销售和代建管理费收入，占合并口径营业收入的31.37%。受益于新增管材销售收入，母公司营业收入规模同比大幅增长，营业利润率为31.96%，利润总额为1.10亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标弱化，长期偿债能力尚可，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 2019 年底，公司流动比率和速动比率较上年有所下降，上述指标分别为 233.34%和 142.25%。2019 年，公司经营现金流动负债比为负，经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。同期，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数由上年的 5.40 倍下降为 0.34 倍，公司短期偿债指标弱化。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.23 亿元，较上年有所下降，其中利润总额 1.92 亿元、折旧摊销 0.17 亿元、费用化利息支出 0.14 亿元，EBITDA 质量较好。同期，公司调整后全部债务/EBITDA 倍数由上年的 8.09 倍上升至 14.46 倍，EBITDA 对调整后全部债务的保障能力一般。总体看，公司长期偿债能力尚可。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 2019 年底，公司获得银行授信总额度为 43.65 亿元，其中已使用额度 30.09 亿元，尚未使用额度 13.56 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至 2019 年底，公司仅有 1 笔对外担保，对外担保金额 2.11 亿元，担保比率为 2.67%，担保期限为 2017 年 12 月 19 日至 2022 年 12 月 19 日。被担保企业为印江土家族苗族自治县美美哒文化产业发展有限公司，系印江土家族苗族自治县财政局下属国有企业，公司或有负债风险较小。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2019 年底，公司存续债券余额 10.00 亿元；存续债券不存在短期偿付压力，未来集中偿债压力不大。

截至2019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2019年底，公司非受限现金类资产1.64亿元；2019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12.74亿元、-6.25亿元和2.23亿元，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，未来集中偿债压力不大，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强。

表19 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 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	8.49
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-4.17
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.49

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，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”）注册资本由79.46亿元增加至85.58亿元，系国开发展基金有限公司认缴注册资本金额由9.46亿元增加至15.58亿元所致。截至2019年底，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资局。2020年5月底，梵净山投资股权情况见下表。

表20　截至2020年5月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	35.06
铜仁市机关事务中心	280000	32.72
国开发展基金有限公司	155780	18.20
铜仁市财政局	120000	14.02
合　计	**855780**	**100.00**

资料来源：联合资信整理

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2019年底，梵净山投资合并范围内拥有子公司8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，跟踪期内在财政补助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，根据铜财呈〔2019〕146号文件，梵净山投资收到市财政局拨付2019年防范化解债务风险奖补资金用于化解隐性债务0.40亿元，计入“营业外收入”。

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。2019年梵净山投资营业收入同比略有下降，收入来源多元化，受市场需求波动等因素影响，工程施工收入规模大幅下降，新增毛利率水平较高的耕地流转指标销售业务，系当年营业收入的主要来源；整体毛利率同比增长明显。

2019年，梵净山投资实现营业收入8.06亿元，同比下降0.32%，其中工程施工收入1.12亿元，同比下降83.14%，系受市场需求波动等因素影响所致。商品销售收入主要来自水泥、砖、砂石、混凝土等产品的销售，2019年实现收入0.61亿元，同比小幅增长7.00%。2019年，梵净山投资新增耕地流转指标销售收入5.52亿元，系当年营业收入最重要的来源。

从毛利率来看，2019年，梵净山投资业务综合毛利率44.28%，较上年增长25.10个百分点，系毛利率较高的销售耕地流转指标收入占比上升所致。同时，工程施工和商品销售业务毛利率同比均有所增长。

表21　梵净山投资营业收入及毛利率情况表（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	6.66	82.33	11.95	1.12	13.92	34.28
商品销售	0.57	7.10	13.91	0.61	7.62	19.55
销售耕地流转指标	--	--	--	5.52	68.43	47.44

其他业务	0.86	10.57	79.03	0.81	10.03	55.42
合计	**8.09**	**100.00**	**19.18**	**8.06**	**100.00**	**44.28**

注：其他业务包括房屋销售、勘察设计费、会议费、租赁业务等收入
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大幅下降，新增耕地流转指标销售业务为当年收入及毛利润主要来源。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重要的收入来源，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。2019年，梵净山投资确认工程施工收入1.12亿元，同比下降83.14%，系受市场需求波动等因素影响所致；毛利率为34.28%，较上年增长明显。梵净山投资未提供在手和新签合同信息，鉴于其是铜仁市城市建设重要的投资企业，铜仁市人民政府每年在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，配套工程施工项目将逐渐增多。与此同时，工程施工业务收入规模受施工进度影响较大，盈利能力受原材料成本及市场竞争影响较大，该板块收入规模和毛利率存在一定的波动性。

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。2019年，梵净山投资未确认基础设施建设收入。截至2019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345.05亿元，已完成投资55.79亿元，尚需投资289.26亿元，梵净山投资未来存在较大融资压力。该板块收入受项目完工结算进度及代建协议实际执行情况影响或存在一定波动性风险。

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。2019年，梵净山投资实现商品销售收入0.61亿元，同比增长7.00%，毛利率19.55%，同比上升5.64个百分点。

耕地流转指标销售业务是2019年梵净山投资主要收入及毛利润来源，联合资信未获取梵净山投资对应的客户及业务模式。

4. 财务分析

梵净山投资公开披露了2019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2019年底，梵净山投资合并范围子公司8家，较上年底减少1家，系铜仁市梵净山房地产有限责任公司股权无偿转让所致。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2019年底，梵净山投资资产总额525.66亿元，所有者权益217.65亿元（含少数股东权益1.19亿元）；2019年，梵净山投资实现营业收入8.06亿元，利润总额2.92亿元。

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；存货中土地使用权规模大且部分因抵押受限，短期变现能力有限；应收类款项对资金占用明显，整体资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2019年底，梵净山投资资产总额525.66亿元，较上年底增长5.62%，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2019年底，梵净山投资流动资产398.04亿元，较上年底增长8.00%。其中，货币资金3.51亿元，较上年底减少40.10%，主要为银行存款1.27亿元和其他货币资金2.24亿元及少量库存现金。应收账款7.44亿元，较上年底增长13.16%，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4.75亿元，占应收账款期末余额的61.40%，集中度较高，截至2019年底应收账款计提坏账准备0.29亿元。预付账款主要系预付下游施工单位的工程款，2019年底为7.73亿元，较上年底增长124.54%，系增加预付土地出让金所致。其他应收款169.64亿元，较上年底增长24.78%，构成为往来款和少量代偿款。应收对象主要为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；存货为209.71亿元，较上年底下降3.19%，其中，拟开发土地账面价值209.43亿元，主要系股东注入的土地资产，除耕地流转指标2.96亿元（面积4.48万亩）外，其余均为出让性质土地，用途全部为商业、商服和综合；2019年底，梵净山投资已抵押土地账面价值合计为43.19亿元，系为发行公司债券提供抵押担保。

非流动资产方面，截至2019年底，梵净山投资非流动资产127.62亿元，较上年底下降1.15%。其中，可供出售金融资产31.14亿元，较上年底增长3.76%，主要为按成本计量的权益工具28.12亿元。长期应收款41.49亿元，较上年底下降9.29%，主要构成为铜仁市2016年棚户区改造项目（一期）贷款29.72亿元，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4.28亿元和分期收款提供劳务资金8.10亿元。长期股权投资为10.61亿元，较上年底增长0.81%，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（0.48亿元）、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34.01亿元，较上年底增长2.22%，系承建的基础设施项目投资成本。其他非流动资产5.92亿元，较上年底增长42.11%，系新增511工程、卷烟厂复烤厂物流通道工程、城市主干道连接线工程投资成本所致。截至2019年底，梵净山投资应收类款项/资产总额为41.58%，资金占用明显。

表22　梵净山投资主要资产构成情况表

（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.86	1.18	3.51	0.67
其他应收款	135.96	27.32	169.64	32.27
存货	216.61	43.52	209.71	39.89
流动资产	**368.56**	**74.06**	**398.04**	**75.72**
可供出售金融资产	30.01	6.03	31.14	5.92
长期应收款	45.74	9.19	41.49	7.89
长期股权投资	10.52	2.11	10.61	2.02
在建工程	33.27	6.69	34.01	6.47
非流动资产	**129.11**	**25.94**	**127.62**	**24.28**
资产总额	**497.67**	**100.00**	**525.66**	**100.00**

资料来源：梵净山投资审计报告

跟踪期内，主要受益于经营累积，梵净山投资所有者权益略有增长，实收资本及资本公积占比大，权益稳定性强。

截至2019年底，梵净山投资所有者权益合计217.65亿元，较上年底增长0.76%。其中，实收资本和资本公积分别为79.46亿元和114.24亿元，较上年底无变化；未分配利润20.55亿元，较上年底略有增长。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。

表23　梵净山投资主要所有者权益构成情况表

（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	79.46	36.79	79.46	36.51
资本公积	114.24	52.89	114.24	52.49
盈余公积	2.01	0.93	2.21	1.02

未分配利润	18.94	8.77	20.55	9.44
归属于母公司权益合计	**214.92**	**99.50**	**216.47**	**99.46**
少数股东权益	**1.09**	**0.50**	**1.19**	**0.55**
所有者权益合计	**216.01**	**100.00**	**217.65**	**100.00**

资料来源：梵净山投资审计报告

跟踪期内，梵净山投资负债总额保持增长；有息债务规模大，中长期债务占比高，债务负担有所加重。未来随着在建及拟建项目的持续投入，负债水平或将进一步上升。

截至2019年底，梵净山投资负债总额308.01亿元，较上年底增长9.35%，仍以非流动负债为主，占比61.10%。

截至2019年底，梵净山投资流动负债119.83亿元，较上年底增长22.61%，主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。从构成看，短期借款6.35亿元，较上年底大幅增长，包含信用借款5.92亿元和保证借款0.43亿元。其中5.90亿元存在逾期未偿还，已与贵州银行铜仁分行签署展期协议。应付账款35.51亿元，较上年底下降2.41%，主要为应付下游施工单位的工程款34.68亿元。其他应付款54.14亿元，较上年底增长24.24%，构成主要为53.86亿元往来款和少量保证金等，应付对象主要为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。

截至2019年底，梵净山投资非流动负债188.18亿元，较上年底增长2.31%，主要系长期应付款增加所致。从构成看，长期借款为105.51亿元，较上年底下降5.50%，其中主要包括质押借款31.31亿元和委托借款（扶贫投资基金借款）73.62亿元。应付债券10.13亿元，较上年底增长13.10%，构成为2015年发行的7年期企业债券余额5.98亿元以及2019年新增的直接融资工具0.61亿元、金融资产交易产品0.35亿元和债权融资计划3.19亿元。长期应付款71.36亿元，较上年底增长13.16%，系光大基金回购款及融资租赁款增长所致。从构成看，长期应付款包含交银基金股权回购款49.31亿元、光大基金股权回购款15.70亿元和融资租赁款6.36亿元，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2019年底，梵净山投资调整后全部债务为203.80亿元，较上年底增长7.72%，其中短期债务占8.24%、调整后长期债务占91.76%，梵净山投资有息债务以长期债务为主。截至2019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58.59%、48.36%和46.21%，较上年底均有所增长。2020－2024年，除2021年计划偿还规模在7亿元左右，其余年份均在15亿元左右。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24　梵净山投资主要负债构成情况表

（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.89	0.32	6.35	2.06
应付账款	36.38	12.92	35.51	11.53
其他应付款	43.58	15.47	54.14	17.58
一年内到期的非流动负债	4.63	1.64	10.45	3.39
流动负债	**97.73**	**34.70**	**119.83**	**38.90**
长期借款	111.65	39.64	105.51	34.26
应付债券	8.96	3.18	10.13	3.29
长期应付款	63.07	22.39	71.36	23.17
非流动负债	**183.93**	**65.30**	**188.18**	**61.10**
负债总额	**281.66**	**100.00**	**308.01**	**100.00**

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规模较上年基本持平，但当年收入主要来自毛利率较高的耕地流转指标销售，当年政府补贴收入规模小，资产减值损失规模仍较大，投资收益明显增长并对利润形成补充。总体看，梵净山投资盈利能力仍偏弱。

2019年，梵净山投资实现营业收入8.06亿元，与上年基本持平；营业成本4.49亿元，较上年下降31.28%，营业利润率为42.82%，同比

大幅上升，主要系梵净山投资当年收入主要来自耕地流转指标销售，该部分业务毛利率较高所致。

2019年，梵净山投资期间费用率为10.00%，较上年略有增长。同期，梵净山投资收到来自政府的补贴收入0.40亿元，规模很小；坏账导致的资产减值损失规模仍较大，2019年为0.54亿元，对利润形成一部分侵蚀；投资收益0.50亿元，较上年大幅增长，主要来自处置长期股权投资产生的投资收益以及可供出售金融资产等取得的投资收益。2019年，梵净山投资实现利润总额2.92亿元，较上年大幅增长。

从盈利指标看，2019年，梵净山投资总资本收益率和净资产收益率较上年均提升明显，分别为0.64%和1.00%，但盈利能力仍偏弱。

跟踪期内，受企业间往来款收支规模下降影响，梵净山投资经营活动现金流规模显著下降，当年收现质量明显改善，经营活动现金流净额由负转正；投资活动仍保持净流出且资金缺口明显扩大；筹资活动现金净流量持续为正，但当年净融资规模很小。

2019年，梵净山投资经营活动现金流入26.65亿元，较上年下降60.62%，主要系收到其他与经营活动有关的现金规模大幅下降所致。其中，销售商品、提供劳务收到的现金8.11亿元，较上年大幅增长，现金收入比为100.55%，收现质量明显改善。收到其他与经营活动有关的现金18.54亿元，较上年下降70.86%，系收到企业间往来款大幅下降所致。2019年，受支付企业间往来款大幅下降影响，经营活动现金流出18.89亿元，较上年下降80.13%。2019年，梵净山投资经营活动现金净流入7.76亿元，由负转正。

2019年，梵净山投资投资活动现金流入6.72亿元，较上年增长150.69%，构成主要为收回投资收到的现金2.98亿元和收到其他与投资活动有关的现金（收到其他往来单位借款为主）3.52亿元。投资活动现金流出17.07亿元，较上年增长269.51%，构成主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金10.12亿元和支付其他与投资有关的现金6.61亿元（购买银行理财产品及其他投资产品、支付其他单位借款）。2019年，梵净山投资投资活动现金净流出10.35亿元，资金缺口较上年明显扩大。

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，2019年筹资活动现金流入为85.44亿元，规模较上年基本持平。筹资活动现金流出主要为偿还债务及企业间借款等，2019年梵净山投资筹资活动现金净流量规模很小，为0.24亿元。

跟踪期内，梵净山投资短期偿债能力较弱，长期偿债能力弱，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外部支持，梵净山投资整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，截至2019年底，梵净山投资流动比率较上年有所下降，速动比率较上年略有上升，分别为332.18%和157.17%。2019年，梵净山投资经营现金流动负债比为6.48%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力较弱。同期，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为0.21倍，梵净山投资短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2019年，梵净山投资EBITDA为3.22亿元，较上年明显增长，其中利润总额2.92亿元、折旧摊销0.22亿元、费用化利息支出0.08亿元，利润总额比重较高，EBITDA质量尚可。同期，调整后全部债务/EBITDA倍数为63.37倍，较上年大幅下降，但EBITDA对全部债务的保障能力仍弱。总体看，梵净山投资长期偿债能力弱，但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，整体偿债风险很低。

截至2019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2019年底，梵净山投资对外担保余额合计82.52亿元，担保比率为37.91%，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。

跟踪期内，梵净山投资母公司资产和权益均有所增长，占合并口径比重仍很高；整体债务负担较轻；营业收入主要来自毛利率较高的耕地流转指标销售，占合并口径营业收入的比重较高。

截至 2019 年底，梵净山投资母公司资产总额 523.61 亿元，较上年底增长 3.30%，占合并口径资产总额的 99.61%。其中流动资产占 60.11%、非流动资产占 39.89%，资产结构较上年底保持稳定。梵净山投资母公司资产主要由其他应收款 149.48 亿元、存货 151.48 亿元、长期股权投资 137.25 亿元和在建工程 34.01 亿元构成。

截至 2019 年底，梵净山投资母公司所有者权益合计 215.45 亿元，占合并口径所有者权益的 98.99%，规模较上年底增长 0.76%，主要系未分配利润增长所致。其中实收资本占 36.88%、资本公积占 53.02%、未分配利润占 9.07%，权益稳定性较强。

截至 2019 年底，梵净山投资母公司负债总额 308.16 亿元，规模较上年底增长 5.15%，主要系短期借款和长期应付款等增长所致。其中流动负债占 50.33%、非流动负债占 49.67%。截至 2019 年底，梵净山投资母公司全部债务 95.06 亿元，以长期债务为主，全部债务资本化比率 30.61%，较上年底有所增长，但债务负担较轻。

2019年，梵净山投资母公司实现营业收入5.70亿元，主要来自毛利率较高的耕地流转指标销售，占合并口径营业收入的70.76%，营业利润率为46.58%，利润总额为2.71亿元。

5. 担保方对“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”偿债保障能力分析

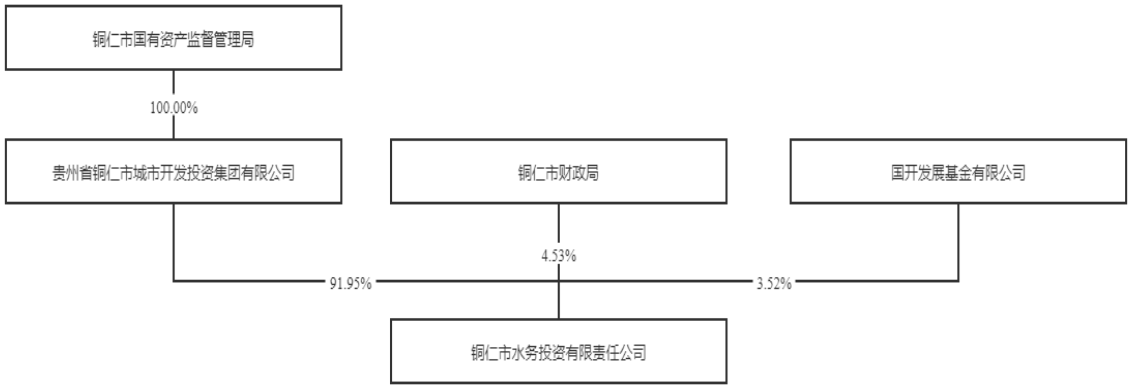
2019年，梵净山投资EBITDA为“18铜仁管廊债/18铜管廊”债券余额的0.32倍，为“18铜仁管廊债/18铜管廊”分期最高偿还本金的2.15倍；经营活动现金流入量为“18铜仁管廊债/18铜管廊”债券余额的2.67倍，为“18铜仁管廊债/18铜管廊”分期最高偿还本金的17.77倍；经营活动现金净流量由负转正，为“18铜仁管廊债/18铜管廊”债券余额的0.78倍，为“18铜仁管廊债/18铜管廊”分期最高偿还本金的5.17倍。总体看，梵净山投资经营活动现金流入量对“18铜仁管廊债/18铜管廊”本金偿还的保障能力强。

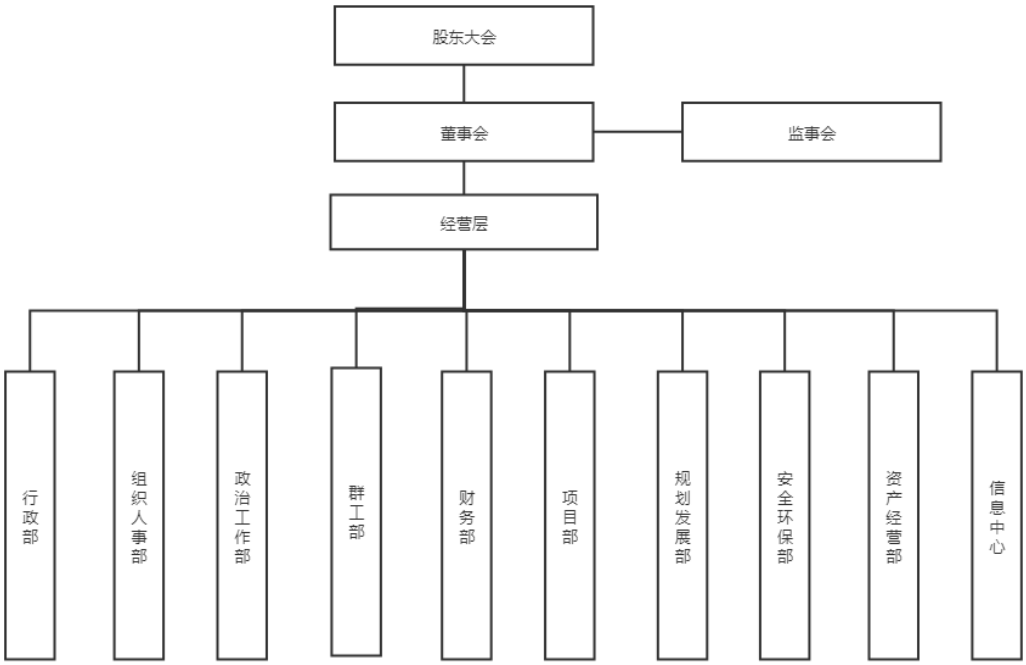
综合考虑，联合资信确定维持梵净山投资主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望维持为稳定。梵净山投资为“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保可进一步保障“18 铜仁管廊债/18 铜管廊”的偿付能力。

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 2019 年底公司股权结构及组织架构图





附件 2　截至 2019 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（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.03	3.24	1.79
资产总额(亿元)	109.09	122.59	134.52
所有者权益(亿元)	72.86	75.00	78.85
短期债务(亿元)	9.17	0.60	5.31
长期债务(亿元)	11.96	21.52	24.85
调整后长期债务(亿元)	13.93	24.08	26.96
全部债务(亿元)	21.13	22.12	30.15
调整后全部债务(亿元)	23.10	24.68	32.27
营业收入(亿元)	3.17	2.99	4.15
利润总额(亿元)	2.61	2.63	1.92
EBITDA(亿元)	3.16	3.05	2.23
经营性净现金流(亿元)	-6.11	0.82	-6.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.93	1.54	1.43
存货周转次数(次)	29.66	0.17	0.14
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03
现金收入比(%)	51.77	94.71	72.68
营业利润率(%)	60.08	50.57	39.73
总资本收益率(%)	2.70	2.45	1.48
调整后总资本收益率(%)	2.64	2.39	1.45
净资产收益率(%)	2.99	2.85	1.87
长期债务资本化比率(%)	14.10	22.29	23.96
调整后长期债务资本化比率(%)	16.05	24.30	25.48
全部债务资本化比率(%)	22.48	22.77	27.66
调整后全部债务资本化比率(%)	24.07	24.76	29.04
资产负债率(%)	33.21	38.82	41.39
流动比率(%)	233.98	248.94	233.34
速动比率(%)	233.58	143.93	142.25
经营现金流动负债比(%)	-42.80	5.18	-30.87
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	7.25	13.51
调整后全部债务/EBITDA(倍)	7.32	8.09	14.46
现金短期债务比(倍)	0.33	5.40	0.34
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	2.01	1.26

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

附件 3-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.07	1.66	1.16
资产总额(亿元)	105.44	119.28	127.22
所有者权益(亿元)	69.14	70.34	72.02
短期债务(亿元)	9.17	0.20	4.12
长期债务(亿元)	11.95	21.52	24.85
全部债务(亿元)	21.12	21.72	28.97
营业收入(亿元)	0.86	0.34	1.30
利润总额(亿元)	1.72	1.65	1.10
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-6.34	0.62	-3.63
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.02	0.50	1.98
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.05
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.01
现金收入比(%)	0.16	206.69	69.49
营业利润率(%)	98.87	99.27	31.96
总资本收益率(%)	1.52	1.33	0.86
净资产收益率(%)	1.98	1.74	1.21
长期债务资本化比率(%)	14.74	23.43	25.65
全部债务资本化比率(%)	23.40	23.59	28.68
资产负债率(%)	34.42	41.03	43.39
流动比率(%)	196.20	218.09	197.06
速动比率(%)	196.04	121.84	109.35
经营现金流动负债比(%)	-39.84	3.59	-17.31
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
现金短期债务比(倍)	0.23	8.28	0.28
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

附件 3-3 担保方主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.92	5.90	3.51
资产总额(亿元)	460.07	497.67	525.66
所有者权益(亿元)	219.84	216.01	217.65
短期债务(亿元)	2.24	5.52	16.80
长期债务(亿元)	123.93	120.61	115.64
调整后长期债务(亿元)	158.25	183.68	187.00
全部债务(亿元)	126.17	126.12	132.44
调整后全部债务(亿元)	160.49	189.19	203.80
营业收入(亿元)	9.16	8.09	8.06
利润总额(亿元)	2.35	0.59	2.92
EBITDA(亿元)	2.48	0.81	3.22
经营性净现金流(亿元)	8.00	-27.40	7.76
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.51	1.69	1.15
存货周转次数(次)	0.04	0.03	0.02
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
现金收入比(%)	48.24	49.92	100.55
营业利润率(%)	11.74	17.43	42.82
总资本收益率(%)	0.57	0.16	0.64
调整后总资本收益率(%)	0.52	0.13	0.53
净资产收益率(%)	0.88	0.22	1.00
长期债务资本化比率(%)	36.05	35.83	34.70
调整后长期债务资本化比率(%)	41.86	45.96	46.21
全部债务资本化比率(%)	36.46	36.86	37.83
调整后全部债务资本化比率(%)	42.20	46.69	48.36
资产负债率(%)	52.22	56.60	58.59
流动比率(%)	431.51	377.11	332.18
速动比率(%)	167.90	155.47	157.17
经营现金流动负债比(%)	9.79	-28.03	6.48
全部债务/EBITDA(倍)	50.80	155.85	41.18
调整后全部债务/EBITDA(倍)	64.61	233.79	63.37
现金短期债务比(倍)	6.66	1.07	0.21
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

注：1. 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；2. 梵净山投资未提供资本化利息费用金额

附件 3-4 担保方主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.04	0.63	2.72
资产总额(亿元)	448.32	506.88	523.61
所有者权益(亿元)	218.94	213.81	215.45
短期债务(亿元)	2.04	3.11	11.19
长期债务(亿元)	94.36	84.99	83.87
全部债务(亿元)	96.40	88.10	95.06
营业收入(亿元)	0.32	3.51	5.70
利润总额(亿元)	1.65	0.32	2.71
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	11.75	3.60	15.42
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.09	1.66	1.62
存货周转次数(次)	0.00	0.02	0.02
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.01
现金收入比(%)	744.46	27.99	101.86
营业利润率(%)	65.37	12.10	46.58
总资本收益率(%)	0.44	0.09	0.64
净资产收益率(%)	0.64	0.13	0.93
长期债务资本化比率(%)	30.12	28.44	28.02
全部债务资本化比率(%)	30.57	29.18	30.61
资产负债率(%)	51.16	57.82	58.85
流动比率(%)	284.08	205.43	202.91
速动比率(%)	130.63	101.94	105.25
经营现金流动负债比(%)	11.69	2.41	9.94
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
现金短期债务比(倍)	4.43	0.20	0.24
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--

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-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 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