

信用等级公告

联合（2020）2284号

联合资信评估有限公司通过对云南省水利水电投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将云南省水利水电投资有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，将“16云南水利MTN001”和“17云南水利MTN001”信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十六日

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>

云南省水利水电投资有限公司

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
云南省水利水电投资有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
16 云南水利 MTN001	AA ⁺	稳定	AA	稳定
17 云南水利 MTN001	AA ⁺	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 云南水利 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/10/21
17 云南水利 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/06/28

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 7 月 16 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（打分表）	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

云南省水利水电投资有限公司（以下简称“公司”）作为云南省最重要的水利工程建设开发和运营主体，业务专营性很强。跟踪期内，云南省政府将公司往年承接的省级统贷水利项目资产确权至公司名下，公司资产、权益规模显著增加，资产规模突破千亿，资本实力显著增强，债务指标明显改善；同时云南省计划自 2020 年起在全省大力推进农业水价改革，公司上述确权资产将逐步实现收益；此外，政府持续向公司注入项目资本金，公司获得外部支持力度大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司筹资活动前现金缺口持续扩张、资产流动性仍弱、有息债务规模快速增长等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，云南省经济持续增长，水利基础设施投资不断加快，公司外部发展环境持续向好。未来，随着公司承接的省级水利项目规模扩大，以及财政资本金的持续注入，公司资产、权益规模有望进一步增长；且随着云南农业水价改革的逐步落实，公司未来收入有望增长。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺，将“16 云南水利 MTN001”和“17 云南水利 MTN001”信用等级由 AA 调整为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 外部发展环境持续向好。2019 年，云南省经济持续增长，实现地区生产总值 23223.75 亿元，比上年增长 8.1%；同期，水利基础设施投资不断加快，水利系统完成投资 336.33 亿元，同比增长 24.2%。
2. 业务专营性很强。公司作为云南省最重要的水利工程建设开发和运营主体，业务专营性很强。
3. 公司资产及权益规模显著增加，外部支持力度大。跟踪期内，云南省政府将公司往年承接的省级统贷水利项目资产确权至公司名下，公司资本公积增加

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa'	评级结果			AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	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	1	
			企业管理	1	
			经营分析	2	
财务风险	F4	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	4	
			现金流量	3	
		资本结构	1		
		偿债能力	4		
调整因素和理由					调整子级
外部支持					2

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: 张婷婷 王治 吕泽峰

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

454.49 亿元; 同期, 政府注入水利建设资本金 30.00 亿元。截至 2019 年底, 公司资产及权益规模分别大幅增长至 1036.13 亿元和 731.50 亿元。

4. **债务指标明显改善。**2019 年底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 29.40% 和 28.53%, 较上年底分别下降 19.17 个百分点和 18.43 个百分点。
5. **公司未来权益规模及收入有望进一步增长。**未来, 随着剩余 42.00 亿元财政资本金的陆续到位, 公司资产、权益规模有望进一步增长; 且随着云南农业水价改革的逐步落实, 公司新确权资产将逐步实现收益, 公司收入有望增长。

关注

1. **公司筹资活动前现金缺口持续扩张, 对外部融资依赖很大。**2019 年, 公司收入实现质量一般, 公司筹资活动前现金流量净额为-110.30 亿元, 缺口持续扩张。未来随着省级水利设施建设项目的推进, 公司存在很大的外部融资需求。
2. **资产流动性仍弱, 资产质量一般。**跟踪期内, 公司资产中水利项目资产占比高, 资产流动性弱, 整体资产质量一般。
3. **有息债务规模快速增长。**截至 2019 年底, 公司全部债务 291.94 亿元, 较上年底增长 33.00%; 2020 年 3 月底, 公司全部债务 323.95 亿元, 较 2019 年底进一步增长 10.96%。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	33.10	39.02	22.14	51.28
资产总额(亿元)	266.91	482.12	1036.13	1067.46
所有者权益合计(亿元)	115.17	247.95	731.50	731.08
短期债务(亿元)	1.91	2.91	29.34	28.69
长期债务(亿元)	126.95	216.60	262.61	295.27
全部债务(亿元)	128.86	219.51	291.94	323.95
营业总收入(亿元)	15.25	16.55	19.61	4.64
利润总额(亿元)	0.29	0.60	0.71	-0.40
EBITDA(亿元)	7.39	7.23	7.33	--
经营性净现金流(亿元)	7.18	-4.44	-1.18	0.42
营业利润率(%)	18.11	28.83	25.89	14.28
净资产收益率(%)	0.22	0.05	0.02	--
资产负债率(%)	56.85	48.57	29.40	31.51
全部债务资本化比率(%)	52.80	46.96	28.53	30.71
流动比率(%)	309.91	707.77	177.05	262.36
现金短期债务比(倍)	17.35	13.39	0.75	1.79
经营现金流动负债比(%)	33.09	-43.04	-3.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.44	30.37	39.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.96	0.48	0.94	--
公司本部(母公司)				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	223.82	402.11	352.93	351.47
所有者权益(亿元)	118.85	252.11	205.82	205.66
全部债务(亿元)	65.00	114.91	97.07	95.57
营业收入(亿元)	0.24	0.29	0.78	0.00
利润总额(亿元)	2.06	0.76	0.36	-0.16
资产负债率(%)	46.90	37.30	41.68	41.49
全部债务资本化比率(%)	35.35	31.31	32.05	31.73
流动比率(%)	538.35	1605.34	103.12	84.50
经营现金流动负债比(%)	30.30	-12.23	1.01	--

注:由于前期会计差错更正,公司2017年财务数据取自2018年审计报告期初数;2020年一季度财务数据未经审计;本报告已将长期应付款调整至长期债务核算

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
16 云南水利 MTN001/ 17 云南水利 MTN001	AA	AA	稳定	2019/07/25	张龙景 吕泽峰	水务企业主体信用评级方法(2018年) 水务企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
17 云南水利 MTN001	AA	AA	稳定	2017/06/21	张龙景 常楚笛	水务企业信用评级方法及分析要点(2009年)	阅读全文
16 云南水利 MTN001	AA	AA	稳定	2016/07/18	张峻铖 常楚笛	水务企业信用评级方法及分析要点(2009年)	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由云南省水利水电投资有限公司（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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

云南省水利水电投资有限公司

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”）关于云南省水利水电投资有限公司（以下简称“公司”）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，公司注册资本及实收资本未发生变化，注册资本仍为29.15亿元，实收资本仍为29.29亿元。公司第一大股东仍为云南省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“云南省国资委”），持股99.66%；第二大股东仍为新华水利控股集团有限公司，持股0.34%；实际控制人仍为云南省国资委。

跟踪期内，公司经营范围未发生变更。

截至2020年3月底，公司合并范围内拥有子公司10家，本部内设风险管控部、规划投资部、财务管理部、企业管理部等14个职能部门。

截至2019年底，公司资产总额1036.13亿元，所有者权益731.50亿元（含少数股东权益-3.47亿元）；2019年，公司实现营业收入19.61亿元，利润总额0.71亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额1067.46亿元，所有者权益731.08亿元（含少数股东权益-3.62亿元）；2020年1—3月，公司实现营业总收入4.64亿元，利润总额-0.40亿元。

公司注册地址：云南省昆明市穿金路140号水利大厦二楼。法定代表人：王仕宗。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年3月底，联合资信所评公司债券余额合计15.00亿元（详见表1）。跟踪期内，“16云南水利MTN001”和“17云南水利

MTN001”均已按期足额支付利息。截至2020年3月底，“16云南水利MTN001”和“17云南水利MTN001”的募集资金已按约定用于偿还公司有息债务，全部使用完毕。

表1 截至2020年3月底公司存续债券概况(单位:亿元)

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 云南水利 MTN001	10.00	10.00	2016/10/21	5 年
17 云南水利 MTN001	5.00	5.00	2017/06/28	5 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 水务行业分析

水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。水资源在日常生产、生活中不可或缺，水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低，属于弱周期性行业，且由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。水务行业产业链主要涉及原水获取、自来水生产、供应和污水处理和再生利用等环节，受区域水资源禀赋、水务政策影响较大。近年来，随着我国城市化进程推进，一系列节水和环保治污政策出台，为水务行业进一步发展释放空间。

（1）区域水资源禀赋

我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源禀赋较南方大部分地区有所欠缺，原水获取受到一定挑战，南水北调成为缓解我国区域水资源短缺的重要方式

我国水资源主要来源于地表水，地表水占水资源总量的95.85%。由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平

均水平的三分之一。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。

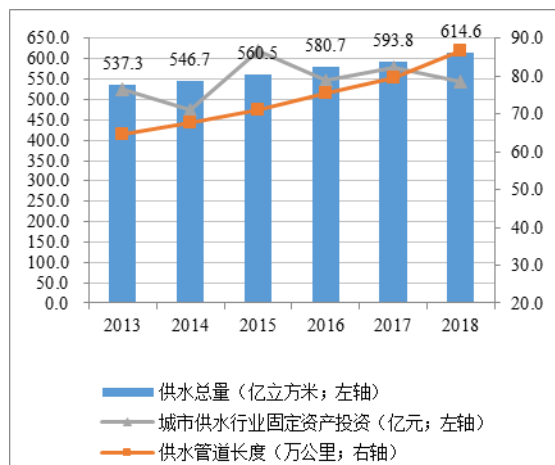
（2）供水行业分析

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



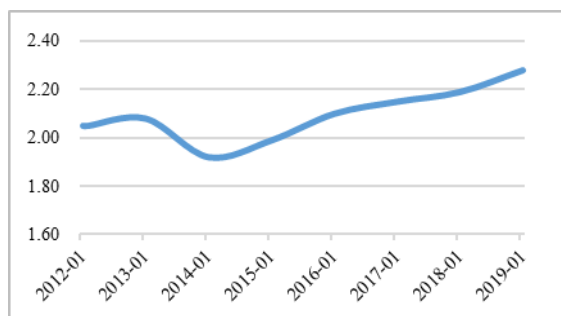
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

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

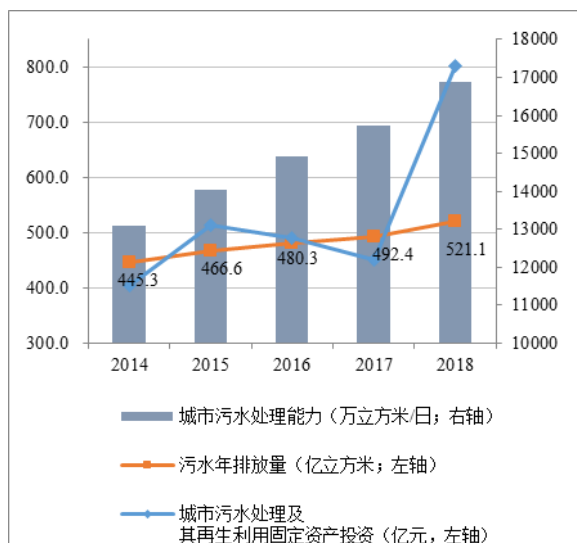
污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类, 以生活污水为主。近年来, 生活污水占全国污水排放总量的60%以上。2018年, 全国城市污水排放量521.1亿立方米, 较2017年增长5.84%。同期, 全国城市污水处理能力1.69万立方米/日, 较2017年增长7.23%, 显著高于同期城市供水能力增速。2018年, 全国城市污水处理率增至95.49%, 同比增长0.95个百分点, 城市污水处理率进一步上升。2018年, 全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为802.6亿元, 同比增长78.04%。2016—2018年, 我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计1743.3亿元,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

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

展期。

图3 近年来我国城市污水处理变动情况

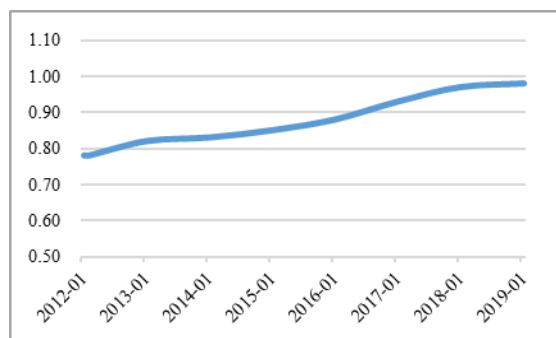


资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于0.95元/吨，非居民不低于1.40元/吨。近年来，根据我国重点城市居民生活污水处理平均价格走势来看，居民生活污水处理平均价格虽持续上升，但仍低于1.00元/吨，该价格仅基本满足国家规定收费标准最下线，并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如太原、拉萨、海口等地，污水处理价格处于0.50元/吨~0.90元/吨，尚未满足国家规定最低收费标准0.95元/吨。整体看，污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

图4 重点城市居民生活污水处理均价变动情况
(单位：元/吨)



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

表4 截至2019年底全国重点城市居民污水处理费
(单位：元/吨)

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	上海	1.70	19	西安	0.95
2	南京	1.42	20	石家庄	0.95
3	北京	1.36	21	哈尔滨	0.95
4	南宁	1.14	22	大连	0.95
5	武汉	1.10	23	银川	0.95
6	杭州	1.00	24	福州	0.95
7	贵阳	1.00	25	乌鲁木齐	0.95
8	青岛	1.00	26	广州	0.95
9	济南	1.00	27	合肥	0.95
10	重庆	1.00	28	成都	0.95
11	昆明	1.00	29	天津	0.95
12	宁波	1.00	30	南昌	0.95
13	厦门	1.00	31	呼和浩特	0.95
14	西宁	0.95	32	沈阳	0.95
15	兰州	0.95	33	深圳	0.90
16	长沙	0.95	34	拉萨	0.80
17	长春	0.95	35	海口	0.80
18	郑州	0.95	36	太原	0.50

注：该表污水处理费为居民生活污水处理收费，若有阶梯污水处理费的收费标准，表中数据为第一阶梯污水处理费

资料来源：各城市水务局、中国水网

(4) 行业政策

水务行业是典型的公用事业，为确保水务行业健康和可持续发展，国家有关部门制定了一系列政策和规划为其健康发展提供了保障。2019年以来，国家发改委、水利部等在节水和

污水处理方面新出台文件，要求控制用水总量，提高用水效率，到2020年，全国用水总量控制在6700亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平；2018年，我国公共供水管网漏损率达14.62%，较2020年目标仍有一定差距，未来加快城市老旧供水管网改造成为节水提效的重要工作之一。污水方面，随着《城镇污水

处理提质增效三年行动方案（2019—2021年）的通知》等文件陆续出台，要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村，城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，以上政策进一步推动我国城镇生活污水的治理，为水务行业发展提供扩容空间。

表 5 水务行业相关的主要政策、法规情况表

序号	名称	颁布单位
1	《水利改革发展“十三五”规划》（2016年12月）	国家发改委、水利部、住建部
2	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（发改环资〔2016〕2849号）	国家发改委、住建部
3	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
4	《重点流域水污染防治规划（2016—2020年）》（环水体〔2017〕142号）	环境保护部
5	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》（环水体〔2017〕18号）	环境保护部、财政部
6	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》（国科发社〔2017〕119号）	科技部、环境保护部、住建部、林业局、气象局
7	《关于修改〈中华人民共和国水污染防治法〉的决定》第二次修正（2017年6月27日）	全国人大常委会
8	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》（财建〔2017〕455号）	财政部
9	《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资〔2017〕128号）	国家发改委、水利部、住建部
10	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143号）	住建部
11	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决定〉实施方案》（环厅〔2018〕70号）	生态环境部
12	《住房城乡建设部生态环境部关于印发城市黑臭水体治理攻坚战实施方案的通知》（建城〔2018〕104号）	住建部、生态环境部
13	《排污许可证申请与核发技术规范水处理（试行）》（HJ 978-2018）	生态环境部
14	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695号	国家发改委、水利部
15	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021年）的通知	国家住房和城乡建设部、生态环境部、发展改革委

资料来源：联合资信整理

（5）行业竞争和发展趋势

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

水务企业大致可分为国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，国有地方水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务

行业的主力军。央属水务企业基于雄厚的股东背景和资金实力，通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等手段在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，进入壁垒较高。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少。由于水务行业涉及国计民生，民营水务企业所占市场份额较小，主要集中在污水处理领域。伴随经济发达的城市水务行业进入成熟期，需求增长放缓，相关配套设施还不健全的区县城市

及乡镇地区成为主要渗透目标。行业地位突出、技术水平较好的水务企业逐步进行异地扩张。未来受资金和技术实力较强的水务企业异地扩张影响，水务行业竞争将有所加剧，但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。

受城镇污水处理提质增效等政策影响，未来，我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。PPP投资模式的转变推进了水务行业市场化改革，但同时增加了水务企业的投资和回款压力

随着经济水平增长、城镇化进程推进和一系列节水和环保水务政策的出台，我国供水行业在老旧供水管网提标改造，提升供水效率方面尚有一定空间，污水处理行业在投资和扩产能方面将有较大发展空间，预期未来我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。在建设资金配置方面，财政部、住建部等多次提出，鼓励政府参与的污水处理项目实施 PPP 模式，鼓励社会资金参与水务设施建设，水务行业投资模式逐步向多元化转变，社会资本方的介入一定程度推进了水务行业市场化改革。在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过 PPP 模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

2. 区域经济情况

跟踪期内，云南省经济持续增长，水利基础设施投资不断加快，公司外部发展环境持续向好。

根据云南省统计局公布的《云南省2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年，云南省实现地区生产总值23223.75亿元，比上

年增长8.1%，高于全国2.0个百分点。其中，第一产业增加值3037.62亿元，增长5.5%；第二产业增加值7961.58亿元，增长8.6%；第三产业增加值12224.55亿元，增长8.3%。三次产业结构为13.1：34.3：52.6。全省人均生产总值47944元，比上年增长7.4%。非公经济增加值10954.75亿元，比上年增长8.7%，占全省生产总值47.2%，与上年同期持平。2019年，云南省工业生产平稳增长，全年全部工业增加值5301.51亿元，比上年增长8.1%。规模以上工业增加值增长8.1%。2019年，云南省固定资产投资（不含农户）同比增长8.5%。分三次产业看，第一产业投资增长25.5%；第二产业投资增长11.8%，其中工业投资增长11.7%；第三产业投资增长7.0%。2019年，云南省水利系统完成投资336.33亿元，同比增长24.2%。整体看，云南省经济持续增长，水利基础设施投资不断加快，公司外部发展环境持续向好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生重大变动，公司第一大股东仍为云南省国资委，第二大股东仍为新华水利控股集团有限公司，实际控制人仍为云南省国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，云南省财政收入有所增长，财政实力较强。但云南省财政预算收支缺口较大，财政自给能力仍弱。云南省政府在资产划转、资本金注入方面持续给予公司大力支持。

根据云南省财政厅《云南省2019年财政收支情况》，2019年，云南省地方一般公共预算收入完成2073.5亿元，比上年决算数增收79.2亿元，增长4%。其中，税收收入完成1450.6亿元，同比增长1.9%，占一般公共预算收入的69.95%；非税收入完成622.9亿元，

同比增长 9.1%。同期，云南省政府性基金收入为 1590.7 亿元，其中国有土地使用权出让收入 1463.9 亿元。财政支出方面，2019 年，云南省公共预算支出完成 6770.1 亿元，比上年增长 11.4%。2019 年，云南省财政自给率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为 30.63%，较上年下降 2.20 个百分点，公共财政预算的缺口主要由上级补助来弥补，财政自给能力仍弱。

公司作为云南省最重要的水利工程建设开发和运营主体，在“十一五”“十二五”期间承接了较多的省级水利项目建设统借贷款，形成的资产（主要为各州县水库及加固工程、农村饮水安全项目、农村灌溉工程、水土保持工程等）、债务及财政拨付资金没有在财务报表内反映。2019 年，云南省政府将相关资产确权至公司名下，公司资本公积大幅增加。其中水利资产确权入账增加资本公积 454.49 亿元，财政注入水利建设资本金增加资本公积 30.00 亿元。

另外，根据《关于下达云南省农业水价综合改革 2020 年实施计划的通知》，云南省 2020 年计划进行农业水价改革，计划对农村人畜饮水、农田灌溉用水等收取水费并将水费的收取情况列入对各州市县政府的考核，公司上述确权资产将实现收益。若云南省农业水价改革顺利推进，公司上述确权资产预计将于 2021 年实现水费收入约 10 亿元。

此外，根据 2020 年《深化改革推动全省水利建设投融资工作专题会议纪要》（云南省人民政府专题会议纪要第 103 期），会议明确以下事项：为保证公司完成“十三五”期间省级水利建设 400 亿元融资任务，云南省财政将以资本金方式从 2017 年底起逐年注入公司资本金总额 100 亿元，截至 2019 年底，公司已收到 58 亿元，剩余资本金将在 2021 年足额到位；同时，省级财政预算安排的水利建设资金和地方政府债券资金在优先保障中央基建投资水利项目省级配套需求后，余

额会继续注入公司。

3. 人员素质

跟踪期内，公司原董事长、法定代表人陶关亮先生退休，由公司原总经理王仕宗先生接任公司董事长、法定代表人，公司总经理未任命。

王仕宗先生，1962 年 11 月生，研究生学历。历任云南剑川县东岭区区长、县林业局局长、常务副县长，永平县县长、县委书记，宾川县委书记，大理州副州长，怒江州委副书记、纪委书记，云南省水利厅副厅长；2017 年 9 月至 2020 年 2 月任公司总经理、副董事长；2020 年 2 月至今任公司董事长。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用信息报告（统一社会信用代码：9153000079985310XU），截至 2020 年 6 月 9 日，跟踪期内公司无新增关注类和不良类贷款，按时偿还贷款本息，债务履约情况良好。

截至 2020 年 7 月 8 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入较快增长，主营业务构成基本稳定，受贸易业务亏损影响，公司综合毛利率小幅下降。

公司主要负责云南省水利水电项目的建设开发和运营，钢材等大宗商品的贸易业务，收入主要来源于售水、售电和大宗商品贸易业务。

2019 年，公司实现营业收入 19.61 亿元，同比增长 18.49%，主要系贸易业务增加所致。从收入构成来看，公司售水收入同比下降 7.27%，主要系牛栏江-滇池补水工程的售水量

下降所致；贸易收入同比增长49.53%，主要系子公司云南水投水务产业有限公司（以下简称“水务公司”）部分项目投入建设，公司开展物资供应导致收入大幅增加；受上网电量减少影响，公司售电业务收入有所下降；公司其他业务收入主要来自项目服务、经营管理、勘察设计、技术服务、安装维修和招标代理等业务，对公司经营收入形成一定补充，当期其他业务收入大幅增长主要系本年度新增经营管理、勘察设计和技术服务等业务所致。

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率

26.53%，较上年下降2.67个百分点，主要系贸易业务亏损所致。分板块业务来看，公司售水业务毛利率较上年略有下降；贸易业务毛利率由正转负，主要系部分商品去库存，打折出售所致；售电业务毛利率下降主要系售电收入下降但固定资产折旧等成本不变所致；其他业务毛利率大幅增长，主要原因系新增业务毛利率较高。

2020年1—3月，公司实现营业收入4.64亿元，较上年同期增长7.91%。毛利率方面，公司综合毛利率14.43%，较上年同期下降12.10个百分点。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2018年			2019年			2020年3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
售水	10.04	60.68	39.61	9.31	47.48	37.91	1.59	34.22	30.27
售电（水电）	0.55	3.33	67.51	0.39	1.99	47.85	0.07	1.59	43.18
贸易业务	5.37	32.44	2.62	8.03	40.95	-0.76	2.79	60.15	0.00
其他业务	0.59	3.55	58.19	1.88	9.59	82.22	0.19	4.04	83.69
合计	16.55	100.00	29.20	19.61	100.00	26.53	4.64	100.00	14.43

注：2020年1—3月，公司贸易业务毛利率接近为0

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 经营分析

（1）售水业务

跟踪期内，公司售水业务收入及毛利率均小幅下降。未来随着云南省农业水价改革的顺利推进，确权至公司名下的水利资产将陆续实现水费收入，对公司未来收入的增长形成良好支撑。

公司售水业务分城镇供水和牛栏江-滇池补水工程供水。2019年，公司售水收入9.31亿元，较上年下降7.27%，主要系牛栏江-滇池补水工程的售水量下降所致。

城镇供水方面，截至2020年3月底，公司控股的自来水公司主要有楚雄市永安自来水厂、武定县鸿盛供水公司和景谷威远供水有限公司，较上年没有变化。2019年，上述3家自来水公司售水量分别为389.04万立方

米、242.76万立方米和131.86万立方米，较上年均有所增长；3家自来水公司供水产销差分别为35.66%、25.93%和30.65%，产销差高主要原因系管网老化漏损率高，同时也存在一定的计量误差。售水价格方面，2019年，楚雄市永安自来水厂和武定县鸿盛供水公司的售水均价同比有所下降，主要系居民用户占比上升所致；景谷威远供水有限公司的售水均价有所上升，主要系非居民用户占比上升所致。

牛栏江-滇池补水工程供水方面，牛栏江-滇池补水工程项目仍由公司全资子公司云南水投牛栏江滇池补水工程有限公司运营（以下简称“滇池补水”）。牛栏江-滇池补水工程2019年售水量53999.00万立方米（根据牛栏江-滇池补水工程供水承销合同，年度供水

量每年可能存在波动，但多年平均供水量不低于 5.66 亿立方米），较上年略有下降。补水价格仍为 2.00 元/立方米，较上年无变化。牛栏江-滇池补水工程供水承销合同将于 2020 年 12 月到期，合同到期前 3 个月由滇池补水和昆明滇池投资有限责任公司根据“十四五”

规划中滇池及德泽水库上游治理提出的目标要求另行协商合同，新合同的签订可能会对牛栏江-滇池补水工程的供水量和供水价格产生影响，联合资信将持续关注新签订合同的情况。

表 7 近年公司供水业务经营情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	售水量		售水均价	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
景谷	385.29	389.04	2.54	2.77
楚雄	238.38	242.76	2.75	2.73
武定	120.70	131.86	2.59	2.47
牛栏江	57600.00	53999.00	2.00	2.00
合计	58344.37	54762.66	--	--

资料来源：公司提供

另外，根据《国家发展改革委关于云南省牛栏江-滇池补水工程可行性研究报告的批复》，牛栏江滇池补水工程近期任务是向滇池补水，改善滇池水质环境，并具备为昆明市应急供水的能力，远期在向滇池补水的同时，向曲靖市和昆明市供水。

未来，随着云南省农业水价改革顺利推进，2019 年确权至公司名下的水利资产将陆续实现水费收入，对公司未来收入的增长形成良好支撑。

（2）水利基础设施建设

跟踪期内，公司承接的省级水利基础设施建设项目规模加大，未来存在很大的资金需求。

公司作为云南省最重要的水利工程项目建设开发和运营主体，承接了较多的省级水利建设项目。截至 2019 年底，公司主要在建工程为宣威市城区供水项目、云南省牛栏江红石岩堰塞湖整治工程及“十三五”400 亿元省级水利建设项目等，总投资合计 439.74 亿元，累计已投资 159.46 亿元，尚需投资 280.27 亿元。

公司水利建设项目资金来源除公司自筹外，部分资金来源于中央水利建设资金和省级财政预算安排的水利建设资金等。根据 2017 年 9 月《“十三五”省级水利建设资金协调会议纪要》（云南省人民政府专题会议纪要第 57 期）和 2018 年 3 月《“十三五”期间省级水利建设资金筹措工作方案》（云南省政府文审单办 2018—1157 号，以下简称“筹措方案”）的要求，为满足云南省水利建设资金需求，云南省政府计划将“十三五”期间中央、省级财政水利建设资金（不含省级地方政府债券）全部注入到公司作为资本金，确保公司完成 400 亿融资任务。

融资任务方面，2018 年，公司启动云南省“十三五”水利建设 400 亿元融资工作，与农业发展银行云南省分行签订了 400 亿元《战略合作协议》，并授权下属子公司水务公司作为投融资实施主体。截至 2019 年底，水务公司与农业发展银行云南省分行签订了 196.43 亿元的贷款协议，已到位 125.72 亿元，后续水务公司仍存在很大的筹资需求。

资本金方面，2017 年起云南省财政逐年

注入公司资本金总额 100 亿元（根据公司筹资情况和项目进展资金需求及时注入相应资本金，争取财政每年 20~30 亿元的资本金注入，计划 2021 年完成注资），截至 2019 年底，上述资本金已到位 58 亿元。注资到位后，中央水利建设资金、省级财政预算安排的水利建设资金和地方政府债券资金在优先保障中央基建投资水利项目省级配套需求后，余额继续注入公司。对于中央水利建设资金、省级财政预算安排的水利建设资金投资相关建设项目形成的资产，公司享有占有、使用、

收益和处分的权利。

由于公司授权子公司水务公司承接 400 亿元水利建设资金的筹措和投资管理工作，其所投资和在建项目基本属于水利基础设施工程，盈利能力弱；水务公司按融资拨款金额向项目单位一次性收取 2% 项目服务费，水务公司与项目单位签订服务合同，将服务费纳入工程建设成本，同时核算服务管理费收入。2019 年，水务公司确认服务费收入 9148.56 万元，计入“营业收入—其他业务”。

表 8 截至 2019 年底公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
“十三五”400 亿元省级水利建设项目	400.00	126.00	274.00
勐遮镇（镇域）集中供水项目	1.11	0.95	0.16
宣威市城区供水项目	3.31	2.24	1.06
鲁甸县卯家湾异地扶贫搬迁安置片区及老 城区供水项目	0.78	0.32	0.46
云南省昭通市靖安城区供水项目	0.97	0.39	0.58
昭通市昭阳区靖安易地扶贫搬迁安置区污 水处理项目	0.50	0.20	0.30
牛栏江红石岩堰塞湖整治项目	33.07	29.36	3.71
合计	439.74	159.46	280.27

资料来源：公司提供

（3）售电业务

跟踪期内，公司上网电量减少，售电收入有所下降。公司整体装机规模仍较小，受来水量、线路维修等因素影响大。

截至 2020 年 3 月底，公司控股运营水电站 7 个，可控装机总容量 6.49 万千瓦，权益装机容量 9.63 万千瓦，跟踪期内权益装机容量略有增长。

2019 年，公司实现售电收入 0.39 亿元，较上年有所下降，主要系部分电站机组因机组停机、线路抢修、水库蓄水等原因发电量减少所致。

公司水电站生产的电力全部出售给云南电网有限责任公司，上网电价由云南省物价

局制定，跟踪期内上网电价未发生变化，仍按云价价格（2012）28 号、云价价格（2013）139 号文件执行，即单机装机在 5 万千瓦以下的机组，实行丰枯季节上网电价，丰水期（6 月—10 月）、平水期（5 月—11 月）、枯水期（12 月—次年 4 月）上网电价分别为每千瓦时 0.162 元、0.222 元和 0.296 元。

表 9 公司电力生产情况

项目	2018 年	2019 年
可控装机总容量（万千瓦）	6.49	6.49
权益装机容量（万千瓦）	9.63	9.63
发电量（万千瓦时）	26637.19	11648.04
发电设备平均利用小时（小时）	2680	2680

资料来源：公司提供

从各电站运营情况看，除洒水河电站、清华洞电站上网电量增加外，其他电站上网电量均有所下降。公司各电站除清华洞电站、牛栏江坝后电站为坝式水电站外，其余为径

流式电站，不具有来水调节功能或调节功能较弱，发电量受上游来水量、机组和线路维修以及自然灾害等因素影响具有波动性。

表 10 公司电站运营情况 (单位: 万千瓦、%、元/千瓦时、万千瓦时、万元)

电站名称	装机容量	持股比例	上网电价	上网电量		发电收入	
				2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
洒水河二级电站	0.56	100.00	0.24	2125.51	2166.71	339.14	334.00
云桥电站	0.40	60.00	0.24	1487.56	1192.25	313.82	254.25
三佳电站	1.35	56.00	0.24	4696.15	2257.02	999.16	524.62
亚尼电站	0.40	100.00	0.24	1147.51	514.84	262.62	133.29
清华洞电站	0.50	60.00	0.24	1384.29	1523.66	291.63	323.64
大河边电站	1.28	100.00	0.24	4538.54	3993.57	894.50	758.86
牛栏江坝后电站	2.00	100.00	0.23	11258.19	9351.06	2708.46	1559.72
控股电站合计	6.49	--	--	26637.75	20999.10	5809.33	3888.37

注：上网电价为指导价格，实际上考虑到不同时期阶段电价有区别，发电收入与实际确认收入存在误差
资料来源：公司提供

(4) 贸易业务

跟踪期内，公司主要销售产品仍为钢材，供应商及客户集中度较高；大理石产品去库存压力较大，部分产品打折出售导致 2019 年贸易业务呈亏损状态。

公司贸易业务由子公司云南众成爨玉实业有限公司（以下简称“爨玉公司”）和水务公司负责。跟踪期内，公司主要销售产品仍为钢材。

2019 年，公司累计钢材销量 15.04 万吨，较上年增加 3.69 万吨，实现钢材贸易收入 6.06 亿元，占当期贸易业务板块收入的 75.47%。其中爨玉公司钢材销售销量 1.60 万吨，实现销售收入 0.64 亿元，水务公司钢材销量 13.44 万吨，实现钢材销售收入 5.42 亿元。公司钢材贸易业务模式为：从上游供货商处进货，并销售给下游客户，公司从中赚取差价，毛

利率水平低。爨玉公司供应商为武钢集团昆明钢铁股份有限公司（采购占比 100.00%），主要销售客户有上海佰隆实业发展有限公司、蒙自市龙源矿业经营有限责任公司和云南昆钢国际贸易有限公司（销售合计占比 89.03%）。水务公司主要供应商为鹤壁福源煤炭购销有限公司、四川能投物资产业集团有限公司、云南能投物流有限责任公司、四川铁投广润物流有限公司、新兴铸管股份有限公司长沙销售分公司（采购合计占比 96.06%），主要销售客户为河南平煤神马集团许昌首山化工科技有限公司、杭州市金融投资集团有限公司、云南交投集团物资有限公司、杭州金投企业集团有限公司、云南建投第二水利水电建设有限公司(销售合计占比 95.67%)。

表 11 公司钢材贸易情况

项目	爨玉公司		水务公司	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
销售量(万吨)	7.47	1.60	3.88	13.44

销售均价(元/吨)	4032.98	3990.63	4134.54	4022.56
销售收入(亿元)	3.01	0.64	1.60	5.42
采购量(万吨)	7.47	1.60	4.59	13.44
采购均价(元/吨)	3970.00	3947.50	4052.00	4008.13
采购金额(亿元)	2.97	0.63	1.86	5.40

资料来源：公司提供

2019年，公司贸易业务呈亏损状态，主要系大理石去库存、打折出售所致。2020年一季度，公司贸易业务毛利很少，毛利率接近0。公司尚未完成对大理石产品的库存清理，预计余下的大理石产品销售将为公司带来一定亏损，联合资信将持续关注公司贸易业务毛利及风险情况。

3. 未来发展

未来，公司仍将以云南省内水利项目建设、运营为主业，加快实施“以水为主”和“投融建管运”一体化改革；随着云南农业水价改革的逐步落实，公司水利资产有望被进一步盘活。

作为云南省最重要的水利工程项目开发建设、运营主体，公司未来仍将以云南省内水利项目建设、运营为主业。公司计划进一步扩大水务产业，通过省级财政资本金注入，加快实施公司“以水为主”和“投融建管运”一体化改革，与各州市县签订投资协议，落实项目主体地位，做实400亿水利资产，整合一批水利项目。

针对公司水利资产，根据《关于下达云南省农业水价综合改革2020年实施计划的通知》，云南省将在2020年开始对省内402万亩农田逐步实施农业水价综合改革。各地方政府综合考虑供水成本、水资源稀缺程度以及用户承受能力等因素合理进行水价成本测算，明确水价形成机制；同时结合农业产业发展要求，综合考虑农户灌溉用水承受水平，对现行的精准补贴和节水奖励机制进行修改

完善。未来，随着云南农业水价改革的逐步落实，公司售水收入有望增长，公司水利资产有望被进一步盘活。

七、财务分析

公司提供了2019年合并财务报告，永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

合并范围变动方面，2019年，公司新设子公司云南省水投后勤服务有限公司；2020年1—3月，公司合并范围无变动；截至2020年3月底，公司合并范围全部子公司为10家。总体来看，合并范围变动对公司财务数据影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，由于云南省政府将公司往年承接的省级水利建设项目资产确权至公司名下，公司资产规模显著增长。公司资产中水利项目资产占比高，资产流动性弱，整体资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额1036.13亿元，较上年底增长114.91%，主要系云南省政府将公司往年承接的省级水利建设项目资产确权至公司名下所致。其中，流动资产占5.97%，非流动资产占94.03%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产较上年底占比上升较快。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	38.57	52.78	21.62	34.96	50.77	57.17
应收账款	14.84	20.31	21.97	35.53	20.20	22.74
其他应收款	12.61	17.25	13.64	22.07	13.61	15.32
流动资产	73.09	15.16	61.84	5.97	88.82	8.32
固定资产	73.25	17.91	73.77	7.57	73.05	7.46
在建工程	200.75	49.08	138.49	14.21	140.98	14.41
其他非流动资产	122.30	29.90	750.85	77.07	752.80	76.92
非流动资产	409.03	84.84	974.30	94.03	978.64	91.68
资产总计	482.12	100.00	1036.13	100.00	1067.46	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年一季度财务数据整理

截至2019年底，公司流动资产61.84亿元，较上年底下降15.39%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和其他应收款构成。公司货币资金21.62亿元，较上年底下降43.96%；货币资金中无受限资金。公司应收账款21.97亿元，较上年底增长48.05%，主要系牛栏江-滇池引水工程供水水费应收款增加所致；其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款1.26亿元，账龄一年以内的占58.73%，1~2年的占4.76%，2~3年占20.63%，三年以上占15.87%。公司应收账款前五大欠款方合计金额为22.50亿元（其中昆明滇池投资有限责任公司欠款22.05亿元，所欠款项为牛栏江-滇池引水工程供水水费），占比为96.47%，集中度高。公司应收账款期末计提坏账余额1.34亿元。其他应收款13.64亿元，较上年底增长8.21%；公司其他应收款主要为应收昆明市国福房地产开发集团有限责任公司（以下简称“国福公司”）借款本金及利息8.18亿元，占比51.74%；应收云南置丰房地产置业有限公司借款本金及利息0.99亿元，占比6.26%；应收云南水投丽都投资开发有限公司投资款0.85亿元，占比5.38%。公司应收国福公司欠款仍未按照协议约定收回，目前公司逐步将国福公司部分商品房、底商、车位、临街商铺等进行了抵押，抵押

合计金额9.20亿元左右，抵押资产金额大于债务金额，故不计提坏账准备；所有抵押物由国福公司负责销售，公司收到回款后进行解押，预计债权回收时间仍然很长。公司其他应收款期末计提坏账余额2.16亿元，占其他应收款账面原值的15.84%，坏账计提比例较高。

截至2019年底，公司非流动资产974.30亿元，较上年底增长138.20%；非流动资产主要由在建工程和其他非流动资产构成。公司固定资产73.77亿元，较上年底变化不大，主要由泵站、抽水设备、大坝、坝后电站、输水管线等房屋建筑物、机器设备构成；公司固定资产累计计提折旧18.55亿元，未计提减值准备。公司在建工程138.49亿元，较上年底下降31.02%，主要系部分在建省级水利工程完工转入其他非流动资产所致。公司其他非流动资产750.85亿元，较上年底增长513.95%，主要系当期确权水利资产（包括各州县水库及加固工程、农村饮水安全项目、农村灌溉工程、水土保持工程等）入表所致。公司资产中水利项目资产占比高，资产流动性弱，整体资产质量一般。

截至2019年底，公司受限资产总额66.72亿元，主要为资产抵质押，其中包括应收账款20.87亿元、其他非流动资产45.83亿元、无形资产0.03亿元（加总数与受限资产总额不一

致系四舍五入所致)。受限资产占资产总额的6.25%，受限比例较低。

截至2020年3月底，公司资产总额1067.46亿元，较上年底增长3.02%。其中，流动资产占8.32%，非流动资产占91.68%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较2019年底变化不大。截至2020年3月底，公司货币资金50.77亿元，较上年底增长134.87%。其余科目较2019年底变动不大。

2. 资本结构

跟踪期内，随着水利资产的确权及财政资本金的注入，公司所有者权益显著增长，资本公积占比高，整体稳定性好。

截至2019年底，公司所有者权益合计731.50亿元，较上年底增长195.02%，主要系资本公积大幅增长所致。公司资本公积707.23亿元，较上年底增加484.78亿元，主要系水利资产确权入账增加资本公积454.49亿元及财政注入水利建设资本金增加资本公积30.00亿元所致。少数股东权益为负，主要系子公司亏损所致。实收资本和资本公积分别占4.00%和96.68%，公司所有者权益中资本公积占比高，结构稳定性好。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计731.08亿元，较上年底变化不大。其中，资本公积及实收资本均较2019年底无变动。

表13 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		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	29.29	11.81	29.29	4.00	29.29	4.01
资本公积	222.45	89.72	707.23	96.68	707.23	96.74
盈余公积	0.52	0.21	0.52	0.07	0.52	0.07
未分配利润	-2.10	-0.85	-2.06	-0.28	-2.33	-0.32
所有者权益	247.95	100.00	731.50	100.00	731.08	100.00

资料来源:根据公司审计报告及2020年一季度财务数据整理

跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，有息债务结构以长期债务为主。公司债务指标明显改善，公司债务负担相对较轻。考虑到公司水利基础设施建设项目未来资金需求仍很大，公司有息债务规模或将持续增长。

截至2019年底，公司负债总额304.63亿元，较上年底增长30.09%。其中，流动负债占11.46%，非流动负债占88.54%。公司负债以非流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表14 公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

科目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.41	13.69	5.75	16.47	6.25	18.47
应付账款	3.29	31.86	2.76	7.91	1.79	5.28
其他应付款	2.22	21.51	1.46	4.17	2.50	7.39
一年内到期的非流动负债	1.50	14.53	23.59	67.53	22.43	66.27
流动负债	10.33	4.41	34.92	11.46	33.85	10.06
长期借款	174.57	77.99	230.05	85.30	262.87	86.89
长期应付款	32.03	14.31	32.56	12.07	29.59	9.78
非流动负债	223.84	95.59	269.71	88.54	302.52	89.94

负债合计	234.17	100.00	304.63	100.00	336.38	100.00
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：根据公司审计报告及2020年一年度财务数据整理

截至2019年底，公司流动负债34.92亿元，较上年底增长238.21%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款5.75亿元，较上年底增长306.71%，全部为保证借款。公司应付账款2.76亿元，较上年底下降16.07%，主要为应付工程款。公司其他应付款1.46亿元，较上年底下降34.36%，主要系水利工程质量保证金、扣留工程款以及与外部单位往来款下降所致。公司一年内到期的非流动负债23.59亿元，较上年底增长1471.83%，主要为一年内到期的长期借款及长期应付款。

截至2019年底，公司非流动负债269.71亿元，较上年底增长20.49%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。公司长期借款230.05亿元，较上年底增长31.78%，主要包括质押借款77.73亿元、抵押借款14.93亿元、保证借款56.16亿元和信用借款81.24亿元。公司长期应付款32.56亿元，较上年底变化不大，主要包括中期票据款15.00亿元和融资租赁款17.56亿元，均为有息债务，已调整至有息债务核算。

截至2019年底，公司全部债务291.94亿元，较上年底增长33.00%；其中，短期债务占10.05%，长期债务占89.95%，以长期债务为主。

截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为29.40%、28.53%和26.42%，较上年底分别下降19.17个百分点、18.43个百分点和20.21个百分点。从债务指标来看，公司债务负担相对较轻。

截至2020年3月底，公司负债总额336.38亿元，较上年底增长10.42%，主要系长期借款增长所致。其中，流动负债占10.06%，非流动负债占89.94%。公司以非流动负债为主，负债结构较2019年底变化不大。截至2020年3月底，公司长期借款262.87亿元，较上年底增长14.27%；其余科目较2019年底变动不大。

截至2020年3月底，公司全部债务323.95亿元，较上年底增长10.96%。其中，短期债务28.69亿元（占8.85%），长期债务295.27亿元（占91.15%）。截至2020年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为31.51%、30.71%和28.77%，较上年底分别提高2.11个百分点、2.18个百分点和2.35个百分点。考虑到公司水利基础设施建设项目未来资金需求仍很大，公司有息债务规模或将持续增长。

公司有息债务到期情况如下表所示，公司将于2021—2022年面临一定集中兑付压力。

表15 截至2019年底公司债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	≤1年	1~2年	2~3年	3~4年	4~5年	>5年	合计
到期金额	29.34	48.41	40.83	28.30	25.74	119.33	291.94

注：各项加总数和合计数不一致系四舍五入所致
资料来源：公司提供

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但期间费用控制能力仍较弱，坏账损失对公司利润影响较大，公司整体盈利能力偏弱。

2019年，公司实现营业收入19.61亿元，同比增长18.52%，主要系贸易业务收入增长所

致。同期，公司营业成本14.41亿元，同比增长22.99%；营业收入增速低于营业成本增速，因此公司营业利润率同比下降2.95个百分点，为25.89%。

期间费用方面，2019年，公司期间费用总额为3.55亿元，同比增长11.65%。从构成看，

公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为3.25%、35.57%和61.18%，以财务费用为主。2019年，公司财务费用为2.17亿元，同比变化不大。2019年，公司期间费用占收入比例为18.10%，同比下降1.11个百分点，公司费用控制能力仍较弱。

非经常性损益方面，2019年，公司资产减值损失1.01亿元，系坏账损失，对公司营业利润形成较大侵蚀。2019年，公司利润总额0.71亿元，同比增长17.59%。

2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.38%、0.02%，同比分别下降0.41个百分点和0.03个百分点。公司整体盈利能力偏弱。

2020年1-3月，公司实现营业收入4.64亿元，利润总额为-0.40亿元，营业利润率为14.28%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营现金持续净流出，收入实现质量一般；投资活动现金流出额大幅增长，筹资活动前现金缺口持续扩张；公司主要依赖筹资活动实现资金平衡，且2019年融资力度有所加大。未来随着省级水利设施建设项目推进，公司仍存在很大的外部融资需求。

公司经营活动现金主要为业务收支。2019年，公司经营活动现金流入13.46亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金12.93亿元；经营活动现金流出14.64亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金11.39亿元。2019年，公司经营活动现金净流出1.18亿元。2019年，公司现金收入比为65.94%，同比下降0.67个百分点，收入实现质量一般，主要系牛栏江-滇池补水工程售水回款较少所致。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入1.34亿元，同比下降84.13%，主要系赎回的理财产品大幅下降所致；投资活动现金流出110.46亿元，同比增长195.68%，主要系公司水利建设工程投入增加所致（该投入大部分暂不在资产负债表上反映，后期将逐步确权到公

司账上）。2019年，公司投资活动现金净流出109.12亿元。

2019年，公司筹资活动前现金流量净额为-110.30亿元，现金缺口持续扩张。

公司主要依赖筹资活动实现资金平衡。2019年，公司融资力度有所加大，筹资活动现金流入133.28亿元，同比增长56.79%，主要为吸收投资收到的现金（主要为财政注入资本金）30.82亿元和取得借款收到的现金87.58亿元；筹资活动现金流出39.94亿元，同比下降12.39%，主要为用于偿还债务和利息支付的现金。2019年，公司筹资活动现金净流入93.34亿元，同比增长136.79%。

2020年1-3月，公司实现经营活动现金净流入0.42亿元，实现投资活动现金净流出1.39亿元，实现筹资活动现金净流入30.12亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力偏弱；考虑到公司在云南省水利基础设施建设方面的重要作用以及持续获得外部的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的707.77%和673.77%分别下降至177.05%和168.85%。截至2020年3月底，公司流动比率与速动比率分别上升至262.36%和253.88%。2019年，公司经营活动现金流量净额为负，对公司流动负债无保障能力。截至2019年底和2020年3月底，公司现金短期债务比分别为0.75倍和1.79倍。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为7.33亿元，同比增长1.43%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占38.27%）、费用化利息支出（占50.49%）和利润总额（占9.69%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的0.48倍提高至0.94倍，公司全部债务/EBITDA由上年的30.37倍上升至39.82倍。整体看，公司长期债务偿债能力偏弱。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行授信总额 256.82 亿元，未使用额度 64.00 亿元，公司间接融资渠道相对通畅。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 1.00 亿元，担保比率为 0.14%（以 2019 年底所有者权益核算），对外担保规模相对小。公司担保对象为云南隆龙金属材料有限公司，目前正常经营；该担保设置了反担保措施，代偿风险小。公司或有负债风险小。

6. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产总额和所有者权益占合并口径的比重相对较小，公司的主要业务由子公司负责，需关注母公司对子公司的实际管控情况。

截至 2019 年底，母公司资产总额 352.93 亿元，较上年底下降 12.23%。其中，流动资产 43.03 亿元(占比 12.19%)，非流动资产 309.90 亿元(占比 87.81%)。从构成看，流动资产由货币资金(占 32.83%)和其他应收款(占 67.17%)构成，非流动资产主要由长期股权投资(占 62.04%)和在建工程(占 35.36%)构成。母公司资产总额占合并口径的 34.06%，占比相对较小。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 205.82 亿元，较上年底下降 18.36%。其中，实收资本为 29.29 亿元(占 14.23%)，资本公积为 175.08 亿元(占 85.06%)。

截至 2019 年底，母公司负债总额 147.10 亿元，较上年底下降 1.93%。其中，流动负债 41.73 亿元(占比 28.37%)，非流动负债 105.38 亿元(占比 71.63%)。从构成看，流动负债主要由其他应付款(占 60.72%)和一年内到期的非流动负债(占 38.91%)构成，非流动负债主要由长期借款(占 76.71%)和长期应付款(占 23.27%)构成。截至 2019 年底，母公司全部债务为 97.07 亿元，较上年底增长 76.79%。截至 2019 年底，母公司资产负债率 41.68%，全部债务资本化比率 32.05%。

2019 年，公司业务主要由子公司负责，母公司营业收入为 0.78 亿元，利润总额为 0.36 亿元。

现金流方面，2019 年，公司母公司经营活动现金流由净流出转为净流入，为 0.42 亿元；投资活动现金净流出 18.72 亿元；筹资活动现金净流入 23.85 亿元。

2019 年底，母公司流动比率和速动比率均为 103.12%，现金短期债务比为 0.87 倍，母公司短期偿债能力尚可。

八、存续期内债券偿还能力

截至 2020 年 6 月底，公司存续债券余额 15.00 亿元，无一年内到期债券，将于 2022 年到达偿债峰值 10.00 亿元；经营活动现金流入量对存续债券保障能力尚可。

截至 2020 年 6 月底，公司存续债券余额 15.00 亿元，无一年内到期债券，将于 2022 年到达偿债峰值 10.00 亿元。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 7.33 亿元和 13.46 亿元，对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为 0.73 倍和 1.35 倍。总体看，经营活动现金流入量对存续债券保障能力尚可。

表 16 公司存续债券保障情况(单位: 亿元、倍)

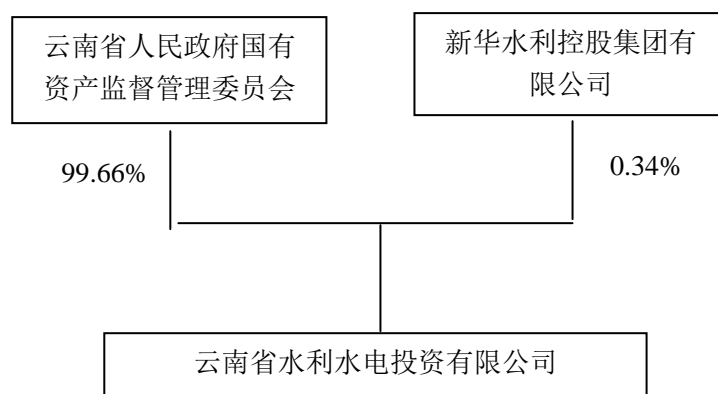
项目	2019 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.35
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.73

资料来源：联合资信整理

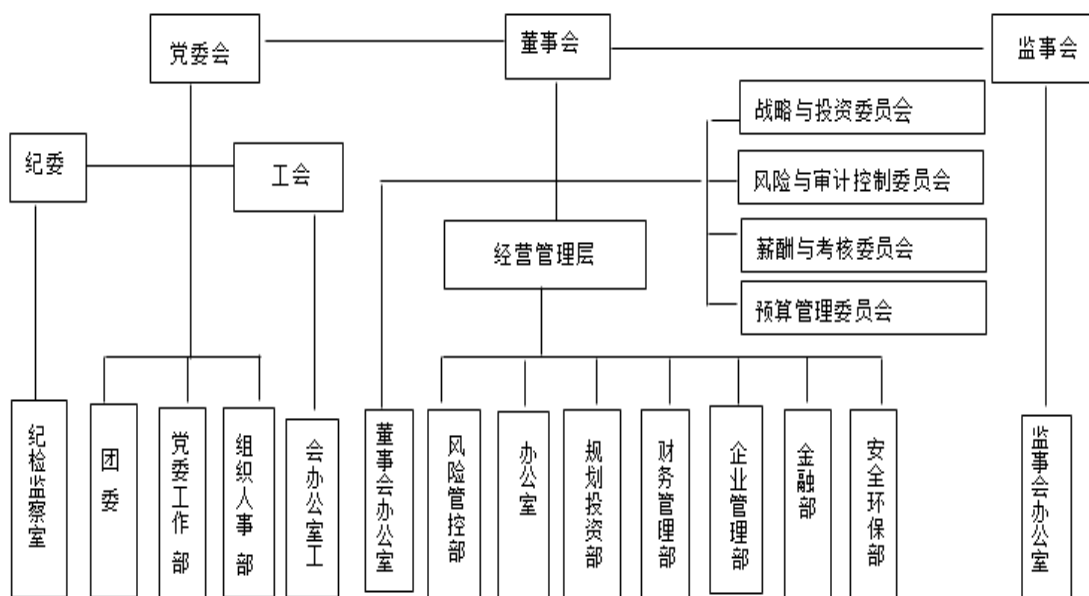
九、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺，将“16 云南水利 MTN001”和“17 云南水利 MTN001”信用等级由 AA 调整为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2020 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	所持股份
云南水投牛栏江堰塞湖工程建设有限公司	100.00%
武定县鸿盛供水有限责任公司	64.50%
云南众成燮玉实业有限公司	51.00%
云南省水投后勤服务有限公司	100.00%
云南水投融资投资开发有限公司	52.00%
云南省地方电力实业开发有限公司	100.00%
云南水投工程管理咨询有限公司	100.00%
楚雄市永安自来水厂	84.97%
云南水投牛栏江滇池补水工程有限公司	100.00%
云南水投水务产业有限公司	100.00%

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.10	39.02	22.14	51.28
资产总额(亿元)	266.91	482.12	1036.13	1067.46
所有者权益(亿元)	115.17	247.95	731.50	731.08
短期债务(亿元)	1.91	2.91	29.34	28.69
长期债务(亿元)	126.95	216.60	262.61	295.27
全部债务(亿元)	128.86	219.51	291.94	323.95
营业收入(亿元)	15.25	16.55	19.61	4.64
利润总额(亿元)	0.29	0.60	0.71	-0.40
EBITDA(亿元)	7.39	7.23	7.33	--
经营性净现金流(亿元)	7.18	-4.44	-1.18	0.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.13	1.41	1.06	--
存货周转次数(次)	3.60	3.45	4.52	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	86.65	66.60	65.94	148.09
营业利润率(%)	18.11	28.83	25.89	14.28
总资本收益率(%)	1.68	0.79	0.38	--
净资产收益率(%)	0.22	0.05	0.02	--
长期债务资本化比率(%)	52.43	46.63	26.42	28.77
全部债务资本化比率(%)	52.80	46.96	28.53	30.71
资产负债率(%)	56.85	48.57	29.40	31.51
流动比率(%)	309.91	707.77	177.05	262.36
速动比率(%)	294.83	673.77	168.85	253.88
经营现金流流动负债比(%)	33.09	-43.04	-3.38	--
现金短期债务比(倍)	17.35	13.39	0.75	1.79
EBITDA 利息倍数(倍)	0.96	0.48	0.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.44	30.37	39.82	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4 主要财务数据及指标(公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.55	8.58	14.13	6.44
资产总额(亿元)	223.82	402.11	352.93	351.47
所有者权益(亿元)	118.85	252.11	205.82	205.66
短期债务(亿元)	0.00	0.00	16.24	15.09
长期债务(亿元)	65.00	114.91	80.84	80.48
全部债务(亿元)	65.00	114.91	97.07	95.57
营业收入(亿元)	0.24	0.29	0.78	0.00
利润总额(亿元)	2.06	0.76	0.36	-0.16
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.39	-0.32	0.42	-1.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	106.00	106.00	40.38	--
营业利润率(%)	94.39	95.70	96.74	--
总资本收益率(%)	1.12	0.21	0.12	--
净资产收益率(%)	1.73	0.30	0.17	--
长期债务资本化比率(%)	35.35	31.31	28.20	28.13
全部债务资本化比率(%)	35.35	31.31	32.05	31.73
资产负债率(%)	46.90	37.30	41.68	41.49
流动比率(%)	538.35	1605.34	103.12	84.50
速动比率(%)	538.35	1605.34	103.12	84.50
经营现金流流动负债比(%)	30.30	-12.23	1.01	--
现金短期债务比(倍)	--	--	0.87	0.43
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2017-2019 年，母公司无存货及应收账款；公司未提供母公司现金流量表补充资料，故不计算母公司 EBITDA 等相关数据

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级(含)以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变