

# 信用等级公告

联合[2018]2120号

铜仁市水务投资有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2018 年铜仁市水务投资有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券进行了主动评级，确定：

**铜仁市水务投资有限责任公司主体长期信用等级为 AApi，评级展望为“稳定”**

**铜仁市水务投资有限责任公司拟发行的 2018 年铜仁市水务投资有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券信用等级为 AA<sub>pi</sub>**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十二月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 2018年铜仁市水务投资有限责任公司 城市地下综合管廊建设专项债券主动评级报告

本次债券信用等级：AA<sub>pi</sub>

公司主体信用等级：AA<sub>pi</sub>

评级展望：稳定

发行规模：10亿元

债券期限：10年

担保方：贵州省梵净山投资控股集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式：每年付息，存续期第3~6年每年偿还债券本金的10%，第7~10年每年偿还债券本金的15%

评级时间：2018年12月13日

主要财务数据：

发行人

项目	2015年	2016年	2017年
资产总额(亿元)	88.68	102.70	109.09
所有者权益(亿元)	63.06	71.13	72.86
长期债务(亿元)	16.09	20.04	18.43
全部债务(亿元)	18.49	24.83	27.60
营业收入(亿元)	4.33	4.25	3.17
净利润(亿元)	2.21	2.25	2.18
EBITDA(亿元)	3.51	4.14	3.16
经营性净现金流(亿元)	-3.00	-4.70	-6.11
营业利润率(%)	23.15	52.61	60.08
净资产收益率(%)	4.34	3.35	3.03
资产负债率(%)	28.89	30.75	33.21
全部债务资本化比率(%)	22.67	25.88	27.47
流动比率(倍)	2.75	3.11	2.34
EBITDA全部债务比(倍)	0.19	0.17	0.11
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.35	0.41	0.32

担保方

项目	2015年	2016年	2017年
资产总额(亿元)	332.27	420.16	436.84
所有者权益(亿元)	200.26	227.24	203.55
营业总收入(亿元)	7.81	8.11	9.15
净利润(亿元)	2.11	2.18	1.87
资产负债率(%)	39.73	45.92	53.40

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、公司长期应付款中带息部分计入长期债务；3、除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对铜仁市水务投资有限责任公司（以下简称“公司”或“铜仁水务”）的评级反映了公司作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，在区域发展环境、盈利能力及地区业务专营性等方面具有显著优势，在资产注入、财政补贴方面得到铜仁市政府的大力支持。同时联合评级也关注到公司代建业务和土地整理业务稳定性较差、收入规模有所下降等因素对公司信用水平产生的不利影响。

随着公司在建及规划的自来水厂、污水处理厂陆续投产，公司供水、污水处理收入规模有望持续增长，盈利水平有望提升，联合评级对公司的评级展望为稳定。

本次债券由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”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保有效提升了本次债券的安全性。另外，本次债券设置了本金分期偿还条款，将有助于降低本次债券的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 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，且近年来政府对公司政策支持、资产注入支持力度较强，为公司经营提供良好的环境。

2. 本次债券设置本金分期偿还条款，有助于缓解公司未来的集中偿付压力；梵净山投资为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任

保证担保，有效提高了本次债券的信用水平。

#### 关注

1. 公司资产构成中非流动资产占比高，且以投资性房地产为主，资产流动性偏弱。
2. 公司营业收入中土地出让业务和代建业务稳定性较差，收入规模波动性较大。
3. 公司其他应收款金额大，对营运资金形成一定占用。
4. 公司一年内到期的非流动负债规模较大，公司面临一定的短期偿债压力。
5. 本次债券发行额度较大，债券偿付资金主要来源于募投项目自身收入，未来项目收益情况存在一定的不确定性。

#### 分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由铜仁市水务投资有限责任公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因铜仁市水务投资有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与铜仁市水务投资有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对铜仁市水务投资有限责任公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

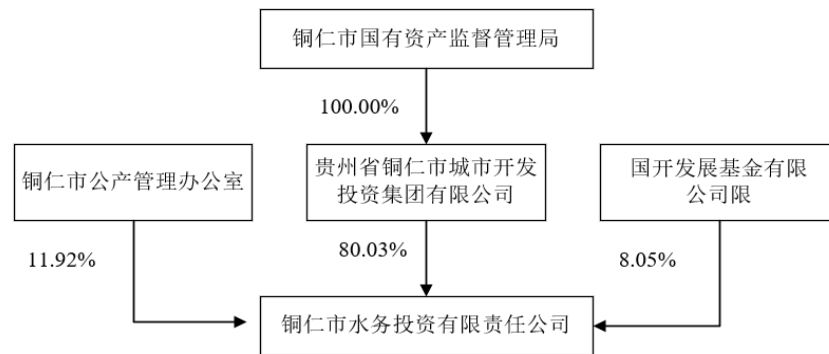
分析师：



## 一、主体概况

铜仁市水务投资有限责任公司（以下简称“公司”或“铜仁水务”）系于 2011 年 12 月经铜署函[2011]180 号文《关于组建铜仁市水务投资有限责任公司的批复》，由铜仁地区行署出资（2012 年 1 月撤地建市后出资人更名为铜仁市人民政府），授权铜仁地区财政局（现铜仁市财政局）和铜仁地区公产管理办公室（现铜仁市公产管理办公室）共同履行出资职责，注册成立的国有独资有限责任公司，注册资本为人民币 10.00 亿元，实收资本人民币 2.00 亿元，其中铜仁市财政局实缴出资人民币 0.60 亿元，铜仁市公产管理办公室出资人民币 1.40 亿元。2014~2016 年，股东分别投入 0.48 亿元、6.43 亿元和 1.09 亿元增加公司实收资本。2016 年 10 月，公司注册资本由 10.00 亿元增加至 58.73 亿元，其中由国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）以货币出资 4.73 亿元人民币，由铜仁市国有资产监督管理局（以下简称“铜仁市国资局”）以公司资本公积出资 44.00 亿元人民币。2017 年，根据《关于请求划转铜仁市水务投资有限责任公司股权请示的批复》，铜仁市国资局同意将其持有铜仁水务 44.00 亿元的股权划转给铜仁市兴欣市政设施建设有限公司（以下简称“兴欣建设”）；根据《关于将财政局持有市水投、九龙地矿、能投等 3 户市管企业股权作变更划转的批复》（铜财资[2017]6 号），铜仁市财政局同意将铜仁水务 3 亿元实收资本出资人“铜仁市财政局”变更为兴欣建设持有。2017 年 8 月，兴欣建设名称变更为“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”）。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 58.73 亿元，其中铜仁市公共管理办公室持股比例为 11.92%，铜仁城投持股比例为 80.03%，国开基金持股比例为 8.05%，公司控股股东为铜仁城投，公司实际控制人为铜仁市国资局。

图 1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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。

截至 2017 年底，公司本部下设综合部、资金运营部、党建办、规划发展部和项目部五个职能部门；下辖全资子公司 4 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 109.09 亿元，负债合计 36.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 72.86 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017 年，公司实现营业收入 3.17 亿元，净利润（含少数股东损益）2.18 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额为-6.11 亿元；现金及现金等价物净增加额为-7.11 亿元。

公司注册地址：铜仁市梵净山大道7号；法定代表人：张凯。

## 二、本次公司债券及募投项目概况

### 1. 本次债券概况

本次公司债券名称为“2018年铜仁市水务投资有限责任公司城市地下综合管廊建设专项债券”，公司拟注册并发行10.00亿元专项债券，期限10年，本次债券采用固定利率方式，每年付息一次，同时设置本金提前分期偿还条款，即在债券存续期第3、4、5、6年，每年偿还债券发行总额的10%，即1.00亿元；第7、8、9、10年，每年偿还债券发行总额的15%，即1.50亿元。

本次债券由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”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

### 2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金总额为10.00亿元，全部用于铜仁市地下综合管廊工程项目。根据《铜仁市地下综合管廊工程建设项目可行性研究报告》（下称“可研报告”），铜仁市地下综合管廊工程建设项目估算静态总投资为30.11亿元，本次债券融资10.00亿元，占项目总投资额的33.21%。

表1 本次债券募集资金主要投向明细表（单位：亿元）

项目名称	总投资	募集资金使用额	占项目总投资比例
铜仁市城市地下综合管廊建设项目	30.11	10.00	33.21%

资料来源：公司提供

根据可研报告，铜仁市地下综合管廊工程建设项目建设地点位于铜仁市中心城区（碧江新区），建设内容包括通信光缆（包括有线电视）、给水管线、再生水管、电力电缆、燃气、其他管线及其消防及配套工程。铜仁市地下综合管廊工程总长度为35.80公里，包括五福大道、环东路、桃园大道、快速路等。

表2 铜仁市中心城区综合管廊项目规模概况表

实施年限	建设地点	建设规模（公里）
2017~2019	五福大道	5.50
2017~2019	环东路	6.80
2017~2019	桃园大道	3.60
2017~2019	快速路	19.90
合计	--	35.80

资料来源：公司提供

### 3. 募投项目进度及收益

根据可研报告，项目建设期计划建设周期为2017~2019年，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。募投项目全投资内部收益率6.36%，投资回收期为15.23年。

截至2018年9月底，项目已投资金额401.95万元，尚处于前期准备阶段。目前，项目已完成前期备案审批工作，项目已获得相关政府机构的行政许可（如表3所示）。

表 3 募投项目政府批复情况

文号	批复	日期
铜发改投[2016]241 号	铜仁市发展和改革委员会关于铜仁市地下综合管廊工程可行性研究报告的批复	2016/7/29
铜市国土资预审函[2016]25 号	铜市国土资源局关于铜仁市城市地下综合管廊工程用地预审的规划审查意见	2016/7/22
--	铜仁市人民政府关于《铜仁市城市地下综合管廊工程社会稳定风险评估报告》的批复	2016/7/21
铜发改生态[2016]244 号	铜仁市发展和改革委员会关于铜仁市地下综合管廊工程节能评估报告表的审查意见	2016/7/25
选字第 520000201508351 号	铜仁市城乡规划局建设项目选址意见书	2016/7/19
铜环函[2016]41 号	铜仁市环境保护局关于铜仁市城市地下综合管廊工程已办理环评审批的函	2016/7/20
铜环审[2014]15 号	铜仁市环境保护局关于铜仁市碧江新区道路工程（环东大道）环境影响报告书的批复	2014/7/5
铜环审[2014]16 号	铜仁市环境保护局关于铜仁市碧江新区道路工程（桃园大道）环境影响报告书的批复	2014/7/5
铜环审[2014]17 号	铜仁市环境保护局关于铜仁市碧江新区道路工程（五福大道）环境影响报告书的批复	2014/7/5
铜地环评估表[2007]6 号	关于对《铜仁市滨江旅游大道建设项目环境影响报告表》的评估意见	2007/9/3

资料来源：根据公司提供文件整理

总体看，本次债券募投项目的建设预期可产生较客观的经营性收入，但投资收益率较低，同时考虑管线入廊费较现行直埋费用高，募投项目收入的实现或存在一定的执行困难。

### 三、行业分析

#### 1. 水务行业分析

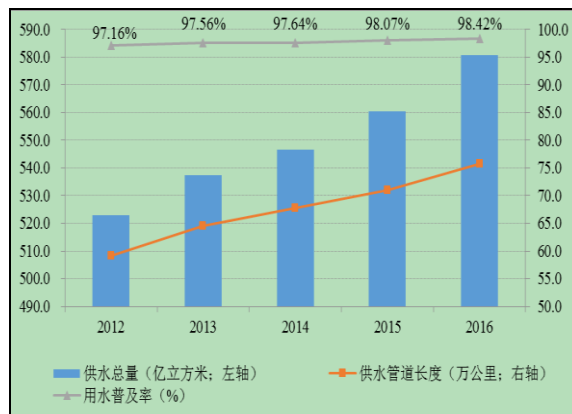
水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。

##### (1) 供水行业分析

2012~2016 年，我国供水总量呈现出稳步上升的态势。截至 2016 年底，我国城市供水能力达 3.03 亿立方米/日，较上年增长 2.2%；供水管道长度 75.7 万公里，较上年底增长 6.5%，城市用水普及率增加 0.35 个百分点至 98.42%。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。

由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，2016 年底仅为 2,180.50 立方米，不足世界平均水平的三分之一，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。2016 年底，全年用水量 6,040.2 亿立方米，占全年水资源总量的 18.6%，人均综合用水量 438 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 9 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。

图 2 我国城市供水规模变动情况



资料来源：联合评级根据《2016年城乡建设统计公报》整理

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 4 月底，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 2.29 元/吨，其中 47% 的城市水价在 2~3 元/吨，14% 的城市水价高于 3 元/吨。为体现水资源的稀缺性，充分发挥水价的调节作用，国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。

表 4 截至 2018 年 4 月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	2.15
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	合肥	1.90
9	青岛	2.50	27	贵阳	1.82
10	重庆	2.50	28	西宁	1.76
11	昆明	2.45	29	兰州	1.75
12	宁波	2.40	30	海口	1.75
13	哈尔滨	2.40	31	长沙	1.63
14	呼和浩特	2.35	32	南京	1.62
15	沈阳	2.35	33	南昌	1.58
16	太原	2.30	34	南宁	1.45
17	大连	2.30	35	拉萨	1.54
18	乌鲁木齐	2.25	36	武汉	1.37

资料来源：自来水企业、中国水网等

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。

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。

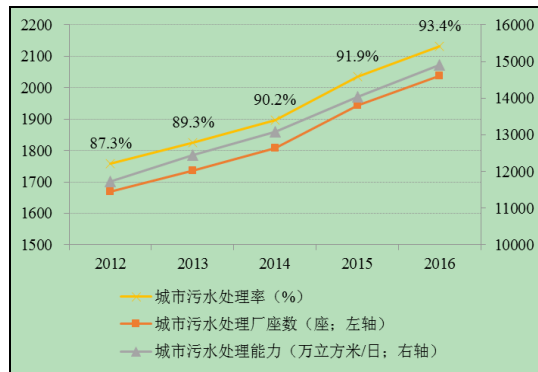


综上，我国供水总量逐年提升，供水行业平稳发展；但我国水资源匮乏，人均水资源量与用水量不匹配。目前自来水价格正在逐步实现市场化，但自来水价格偏低，仍存在较大上调空间。

(2) 污水处理行业分析

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3 我国污水处理规模变动情况



资料来源：联合评级根据《2016年城乡建设统计公报》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。截至2016年底，我国耗水总量3,192.9亿立方米，全国废污水排放总量765亿立方米。截至2016年底，全国累计建成污水处理厂3,552座，城市污水处理能力达14,910万立方米/日（544吨亿/年），较上年增长6.2%；排水管道长度达57.7万公里，较上年底增长6.9%，城市污水处理率提升1.54个百分点至93.44%。自2010年以来污水处理行业增速基本稳定在5%~6%左右。污水处理能力尚未无法满足国内废污水排放总量，行业正处于快速成长期。

表5 2018年4月底全国重点城市居民污水处理费（单位：元/立方米）

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	深圳	0.90
13	厦门	1.00	31	海口	0.80
14	西宁	0.95	32	南昌	0.80
15	兰州	0.95	33	拉萨	0.80
16	长沙	0.95	34	呼和浩特	0.65
17	长春	0.95	35	沈阳	0.60
18	郑州	0.95	36	太原	0.50

资料来源：Wind 资讯、自来水企业、中国水网等

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。

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。

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 1.4 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 4 月底，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后六位的城市包括天津、深圳等地，价格处于 0.50 元/吨~0.90 元/吨，未来尚有较大的价格上调空间。

### （3）行业政策

污水处理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 6 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	《排污许可管理办法（试行）》（环境保护部部令 48 号）	环境保护部

资料来源：联合评级整理

### （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，但在跨地域经营、规模经济水平较弱。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 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，2017年水务企业IPO全面爆发，其中4家企业A股上市和2家企业港股上市，行业竞争将进一步加剧。

随着经济水平增长、城市化进程推进，污水处理市场仍有较大需求，水环境治理包括农村水环境治理和流域综合治理等领域随着新政落实，未来市场需求空间较大。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，对于行业地位突出、技术水平较好的水务企业会逐步进行异地扩张，水务市场初步呈现多元资本跨地区参与的趋势。

综上，受环保等多因素影响，污水处理基础设施投资加大，污水处理行业进入快速发展期，但污水处理能力仍无法满足废污水排放总量，污水处理能力尚有较大提升空间。由于目前污水处理行业依然是典型的公共事业，且多为区域专营，污水处理价格仍由政府决定，污水费处理费仍处低位，长期看，随着市场化改革推进，污水处理价格有较多上涨空间。

## 2. 城市基础设施建设行业

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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

### （1）行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通

过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 7 2017 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
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预[2017]50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预[2017]87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金[2017]55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预[2017]89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金[2017]92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预[2018]34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金[2018]54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合评级综合整理

## （2）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为

城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

### 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。

#### (1) 铜仁市经济概况

2015~2017年，铜仁市地区生产总值不断增长，年复合增长12.17%。根据《铜仁市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年铜仁市全年实现地区生产总值（GDP）969.86亿元，铜仁市2017年地区生产总值在贵州省各市州（6市、3州）中排名第8位，处于落后水平；按可比价格计算，铜仁市GDP较上年增长11.5%，增速分别高于全国、贵州省4.6个百分点和1.3个百分点，在贵州省各市州中排名第6位。2017年铜仁市人均地区生产总值30,801元（以常住人口计算），按可比价计算，较上年增长10.9%。

分产业看，2017年铜仁市第一产业实现增加值219.73亿元，较上年增长6.6%；第二产业实现增加值277.53亿元，较上年增长11.8%；第三产业实现增加值472.60亿元，较上年增长13.6%。三次产业结构为22.7:28.6:48.7，第一产业、第二产业比重略有下降，第三产业比重有所上升，铜仁市经济结构以第三产业为主。

2017年，铜仁市固定资产投资保持较高增速。2017年，铜仁市全年完成500万元及以上项目固定资产投资1,073.58亿元，较上年增长22.8%。按国民经济行业划分，第一产业完成投资71.96亿元，较上年下降17.4%；第二产业完成投资132.15亿元，较上年下降40.1%；第三产业完成投资869.47亿元，较上年增长53.6%。按投资产业划分，工业投资（不含工业园区基础设施投资）完成132.85亿元，较上年下降8.9%；公路投资完成272.15亿元，较上年增长174.2%；房地产开发投资完成118.08亿元，较上年增长6.7%。

#### (2) 铜仁市财政实力

2015~2017年，铜仁市财政实力不断增强，2017年铜仁市完成一般公共预算收入65.64亿元，较上年增加5.79%，其中税收收入48.83亿元，占一般公共预算收入比重较高（74.39%），稳定性较好；铜仁市税收返还和转移性收入为276.72亿元，较上年增长14.95%，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63.91亿元，以土地使用权出让金为主，较上年减少26.46%，系土地存量、建设规划、国家政策及土地市场交易情况等因素影响所致。财政支出方面，2017年铜仁市一般公共预算支出为399.48亿元，较上年增长17.21%；铜仁市财政自给率为16.43%，铜仁市财政自给能力很弱，对上级补助依赖大。地方政府债务方面，截至2017年底，铜仁市政府债务余额为639.08亿元，相对财政收入而言，铜仁市政府债务规模大，债务率高。总体来看，铜仁市财政实力继续增强，对上级各项补助收入依赖大，但财政自给能力仍很弱，且地方政府债务率高。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司作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，主要负责土地收储、土

地一级开发、城市配套设施建设等业务。

根据《中共铜仁市委办公室、铜仁市人民政府办公室关于印发铜仁市市级国有投资公司整合方案的通知》[铜委办字（2017）52号]，铜仁市政府在原有八家平台基础上进行整合，成立主营业务突出的三大集团公司：在铜仁市梵净山投资有限公司基础上，组建贵州省铜仁市投资控股集团有限公司（现更名为“贵州省梵净山投资控股集团有限公司”）；在铜仁市梵净山旅游开发投资有限公司基础上，组建贵州省铜仁市交通旅游开发投资集团有限公司；在铜仁水务、铜仁市九龙地矿投资开发有限责任公司基础上，组建铜仁城投。公司成为新组建的铜仁城投子公司。

截至 2017 年底，公司涉及供水、污水处理、市政建设等业务，拥有 3 个自来水厂，日均产能 16.5 万吨，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 90% 以上。

总体看，公司在当地水务领域中处于专营地位，具有较强的区域竞争优势。

## 2. 人员素质

截至2017年底，公司本部高管成员共5人。目前公司董事长、总经理职位空缺，由公司副总经理主持工作。

公司副总经理舒玉先生，1981年生，本科学历，曾任供水总公司工程和生产技术部副主任、铜仁水务项目管理部副总经理、负责人；现任铜仁水务副总经理，负责主持工作。

截至2017年底，公司共有在职员工373人，从文化程度看，公司在职工中本科及以上学历的占31.64%、大专学历的占43.97%、高中学历及以下的占24.39%；从年龄结构看，公司在职工中30岁以下占14.75%、30至50岁的占69.97%、50岁以上的占15.28%。

总体看，公司高级管理人员拥有一定的管理经验；公司的人员构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

## 3. 政府支持

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、资产注入等方面持续获得铜仁市政府支持。

### （1）股东背景

截至 2018 年 9 月底，公司注册资金 58.73 亿元，其中铜仁城投持股比例为 80.03%，铜仁市公共管理办公室持股比例为 11.92%，国开基金持股比例为 8.05%，铜仁城投为公司控股股东和实际控制人，最终控制人为铜仁市国资局。

### （2）财政补贴

2015~2017年公司分别获得政府补助1.27亿元、1.89亿元和0.82亿元，主要包括贷款贴息、水价补贴和治污补贴三方面。

根据铜仁地区行政公署《铜仁地因行政公署关于对城市供水排污实行补贴的通知》（铜署发[2011]7号，以下简称“7号文”），铜仁市财政每年安排专项资金对供水总公司和污水处理公司的日常供水和污水处理进行补贴，该补贴所对应的供水总量和污水处理总量包含市政用水。自2011年起，以供水总公司供水总量为依据，铜仁市政府对供水总公司按0.95元/吨进行水价补贴，对污水公司按0.45元/吨进行治污补贴，年终由地区财政局一次性拨款。2011年至2017年间补贴暂按此比例执行，下一步将充分考虑城市供排水企业经营成本变化和供排水企业经营的实际状况，另行调整。截至2017年底，补贴标准仍按上述文件执行。

(3) 土地资产注入

2015年铜仁市人民政府向公司注入土地资产33.08亿元，根据铜仁市财政局《关于注入土地资产的通知》，财政局将铜仁市公产管理办公室拥有的面积3,763.31亩、账面价值33.08亿元土地注入公司，其中5.60亿元计入公司的实收资本，15.74亿元计入公司的资本公积，11.74亿元作为财政负债，该部分款项用于抵销财政应付公司的其他应收款。

表 8 近年铜仁市财政局主要土地资产注入情况 (单位: 亩、亿元)

时间	文号	地块	面积	入账价值	入账方式
2015.5.5	铜财(国)(2015)3号	铜仁市碧江区八官溪片区	1,500.00	8.02	其中 2.64 亿元增加本公司实收资本, 其余 5.37 亿元作为财政负债
2015.7.28	铜财(国)(2015)26号	铜仁市川硐城市快速路沿线控规 A-07-01 号	291.91	1.15	计入实收资本
2015.7.28	铜财(国)(2015)27号	铜仁市川硐城市快速路沿线控规 A-05-05 号	148.90	0.89	计入实收资本
2015.12.28	铜财(国)(2015)36号	铜仁市川硐片区	1,822.50	23.03	其中 0.91 亿元增加实收资本, 15.74 亿元增加公司资本公积, 其余 6.37 亿元作为财政负债
合计	-	-	3,763.31	33.08	--

资料来源: 公司提供

注: 2015 年 12 月 28 日增加 157,435.56 万元资本公积于 2016 年底调至实收资本,

(4) 市政公益用水费

对于市政公益用水, 由铜仁市政府支付水费给公司, 计入公司主营业务收入。

根据铜仁地区行政公署《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”), 政府每年对市政公益用水及污水处理进行补偿, 市政公益用水以及随水费收取的污水处理费实行有偿服务补偿, 区财政据实拨付, 每年底由财政局与供水总公司、污水处理公司结算; 收费标准按铜仁市价水费3元/吨、污水处理费0.7元/吨执行, 市政公益水量以每年市供水总公司售水量的30%计算。

(5) 资本金拨付

2015年12月30日, 根据铜仁市财政局(铜财办[2014]281号)文件, 拨入0.83亿元增加公司实收资本。

2016年4月30日, 铜仁市财政局拨入1.09亿元增加公司实收资本。

总体看, 近年来铜仁市政府为公司发展提供了政策、资金和资源等多方面的支持。

## 五、管理分析

### 1. 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定, 设有健全的董事会和监事会等内部治理结构。

公司为国有独资公司, 不设股东会, 由出资人行使股东会权利, 公司管理实行董事会领导下的总经理负责制。公司董事会由7名董事组成, 目前实际董事人数为5名, 设董事长1名, 其中1名为职工代表董事;

公司设立监事会, 监事会由5人组成, 设监事会主席1名, 其中3名非职工代表监事和2名职工代表监事按照《公司法》有关规定产生。

公司设总经理1人, 副总经理2人, 总会计师1人、总工程师1人。

总体看，公司治理结构较为完善，整体运行情况良好。

## 2. 管理体制

公司本部下设项目部、规范发展部、资金运营部、党建办和综合部五个职能部门，并建立了相对完善的内部管理制度。

财务管理方面，公司制定了《基建财务暂行管理办法》、《基建审计暂行管理办法》、《财务管理及会计核算制度》、《预算管理制度》、《会计核算基础工作规定》、《内部审计制度》等13项财务管理方面的制度，以加强公司的资金和成本管理。财务部指定专职或兼职基建财务责任人，建立基建财务管理的树形体系，责任到人；工程项目部必须报送基建合同给相关部门及公司领导审核。合同签订后，综合部必须存档备案，并将原件送财务部存档。

工程项目管理方面，公司制定了包括工程招标投标制度，工程施工组织实施制度、工程竣工验收制度等多项制度来保证工程的顺利施工。项目工程部负责工程质量、工程进度、安全生产监督管理；组织实施项目勘测、设计、招投标、工程施工、工程监理、财务审计、竣（交）验收等工作；加强施工现场管理，审查分包商资质，提出审查意见，严禁违法转包、分包行为。

投融资管理方面，公司制定了投融资管理制度和招商引资管理办法，规范了公司的投融资行为，保证了资金运营的安全高效。公司对外投资计划要经法定程序集体讨论、决策，并报市委、市政府备案；投资在100万元以下项目，由项目工程部报公司总经理办公会审批，投资在100万元以上项目，由项目工程部报董事会审批。

总体看，公司职能部门设置和内部管理制度相对完善，能够满足公司日常运营需要。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司作为铜仁市唯一的水务投资、运营公司，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；受宏观政策和市场因素影响，2017年公司未产生土地销售收入。

2015~2017年，公司营业收入持续下降，分别实现营业收入4.33亿元、4.25亿元和3.17亿元，主要由于土地销售收入持续减少所致，其中，主营业务收入分别占39.86%、74.69%和97.99%，主营业务逐年突出。从收入构成看，近三年，公司收入构成有所变化。公司供水、污水业务收入快速增长，2017年供水、污水业务收入在营业收入占比中超过50%；代建收入三年波动较大，但仍是营业收入的重要来源；近三年安装收入相对稳定，在营业收入占比稳定在12%~15%之间；土地销售收入占比迅速下降，2017年未产生收入。

公司综合毛利率较高，且增速较快，近三年分别为28.18%、54.41%和60.98%，主要系收入规模占比较大的供水、污水业务毛利快速增加所致。2015~2017年，公司供水、污水业务毛利快速增加，主要系在营业成本相对稳定的情况下，服务区域使用者增加及2017年以来供水、污水主营业务收入核算方式变化扩大了收入规模所致；近三年公司代建业务毛利率维持约100%，主要系代建业务只确认管理费收入所致。公司综合毛利率较高。



表9 2015~2017年公司营业收入情况表(单位:万元、%)

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
<b>主营业务</b>	<b>17,255.90</b>	<b>39.86</b>	<b>39.75</b>	<b>31,726.15</b>	<b>74.69</b>	<b>68.36</b>	<b>31,088.51</b>	<b>97.99</b>	<b>60.93</b>
供水	8,267.49	19.10	50.09	9,308.03	21.91	58.41	13,958.50	44.00	68.54
污水	1,881.26	4.35	2.31	2,106.99	4.96	13.29	3,882.00	12.24	29.00
代建	1,700.00	3.93	99.35	15,208.98	35.81	100.00	8,269.44	26.07	100.00
安装	5,407.14	12.49	18.22	5,102.15	12.01	14.93	4,978.58	15.69	-0.42
<b>其他业务</b>	<b>26,034.37</b>	<b>60.14</b>	<b>20.51</b>	<b>10,748.23</b>	<b>25.31</b>	<b>13.24</b>	<b>636.97</b>	<b>2.01</b>	<b>63.60</b>
土地销售	25,000.00	57.75	18.30	9,787.39	23.04	6.66	--	--	-
资金占用费	561.07	1.30	100.00	327.78	0.77	100.00	--	--	--
房租违约金等	473.29	1.09	43.16	633.06	1.49	69.91	636.97	2.01	63.60
<b>合计</b>	<b>43,290.26</b>	<b>100.00</b>	<b>28.18</b>	<b>42,474.38</b>	<b>100.00</b>	<b>54.41</b>	<b>31,725.48</b>	<b>100.00</b>	<b>60.98</b>

资料来源:公司审计报告

总体看,2015~2017年,公司营业收入逐年下降,主要由于土地销售收入逐年大幅下降,且2017年未产生土地销售收入所致;受土地销售收入大幅减少影响,公司供水、污水、代建及安装的主营业务占营业收入的比重逐年提高,成为公司的主要收入来源;受供水业务毛利率逐年上涨影响,公司综合毛利率逐年提升。

## 2. 业务经营分析

### (1) 供水业务

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。

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,设计日均产能16.50万吨,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90.00%以上。

表10 2015~2017年公司供水业务主要运营指标

项目	2015年	2016年	2017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)	7.00	7.60	7.60
售水总量(万吨)	2,565.69	2,825.58	3,384.03
水质合格率(%)	100.00	100.00	100.00
供水普及率(%)	97.00	97.00	97.00

资料来源:公司提供

注:售水总量包含市政公益用水

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。

水价方面,铜仁市自来水销售价格由地方物价部门核定,分为居民生活用水和非居民用水等,一般三年一调价,2015年3月,根据铜仁市发展与改革委员会发布《关于调整铜仁市中心城区居民生活用水价格的公告》,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/m<sup>3</sup>，第二级阶梯水价为 4.05 元/m<sup>3</sup>，第三级阶梯水价为 8.10 元/m<sup>3</sup>；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因不具备阶梯水量确认条件，仍执行单一水制价，水价为 3.375 元/m<sup>3</sup>，为兼顾季节性用水差异，居民阶梯水价以年为执行周期。根据居民实际用水量看，一级阶梯水价基本可覆盖 80% 居民。

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“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。2015~2016 年，公司将自来水销售收入和市政公益用水收入计入主营业务收入，将供水水价补贴收入计入营业外收入。2017 年，公司将三部分收入均计入主营业务收入，进而带动公司供水业务收入大幅增长。

表 11 公司供水业务收益构成（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
日常供水收入	8,267.49	7,352.66	8,400.87
市政用水供水		1,956.17	2,342.79
供水水价补贴	2,437.40	2,684.30	3,214.83
供水收入	<b>8,267.49</b>	<b>9,308.03</b>	<b>13,958.50</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：2015 年、2016 年供水收入不包含供水水价补贴。

2015~2017 年，公司分别实现供水收入 0.83 亿元、0.93 亿元和 1.40 亿元，毛利率分别为 50.09%、58.41% 和 68.54%。公司上游供应水质较好，生产成本较低，供水业务毛利率较高，且受供水业务收入确认方式的改变，成本保持相对稳定的情况下，收入规模的增长推动公司毛利率持续增长。

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及管网设施，以保证未来经济发展和居民用水的需求。截至 2017 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、谢桥新区代门坡供水工程、铜仁市中心城区地下综合管廊和五福新城供水工程项目，计划项目总投资投入 20.99 亿元，现已投入 1.88 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，覆盖区域将扩展至川硐教育园区、大兴高新区等区域，供水收入规模有望持续增长；在建项目后续投入较大，公司也面临一定资本支出压力。

表 12 截至 2017 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	28,000.00	12,000.00	2013 年	2019 年
供水三期工程	25,000.00	3,500.00	2015 年	2019 年
谢桥新区代门坡供水工程	2,142.00	1,700.00	2015 年	已基本竣工
铜仁市中心城区地下综合管廊	150,000.00	830.00	2017 年	2020 年
五福新城供水工程	4,800.00	760.00	2016 年	2019 年
合计	<b>209,942.00</b>	<b>18,790.00</b>	--	--

资料来源：公司提供

## （2）污水处理业务

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、排放设施提供和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。

近年来公司污水处理项目有所扩建。公司下属污水厂增至 3 家，分别为漩水湾污水厂（一期）、漩水湾污水厂扩建工程、灯塔水厂。污水处理能力由 2015 年的 5 万吨/日提高至 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 B 标准。

污水处理价格方面，按照《关于制定和调整污水处理收费标准有关问题的通知》（发改价格[2015]119 号）文件精神，自 2016 年 10 月 1 日起，公司对铜仁市市区居民污水处理费标准由 0.90 元/吨上调为 0.95 元/吨，非居民污水处理费标准由 1.20 元/吨上调为 1.40 元/吨。同时，为减轻调价对市区低收入群体生活的影响，此次对低收入人群的污水处理费标准暂不作调整，公司 2017 年继续执行上述收费标准。

表 13 2015~2017 年公司污水处理业务运营情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
处理厂数量（个）	1	1	3
处理能力（万吨/日）	5.00	5.00	12.00
处理总量（万吨）	1825	1950	3384
产能利用率（%）	100.00	107.00	77.00
污水处理收入（万元）	1,881.26	2,106.99	3,884.03
污水处理成本（万元）	1,691.95	1,827.02	2,756.04
污水处理毛利率（%）	2.31	13.29	29.00

资料来源：公司提供

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。2015~2016 年，公司污水处理确认收入包括日常污水处理收入和市政用水污水处理补贴；2017 年公司污水处理收入包括日常污水处理收入、市政用水污水处理补贴和污水处理补贴三部分。

表 14 公司污水处理业务收益构成（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
日常污水处理收入	1,881.26	1,650.56	1,812.53
市政用水污水处理补贴		456.43	546.65
污水处理补贴	1,154.56	1,271.50	1,522.82
<b>污水处理收入</b>	<b>1,881.26</b>	<b>2,106.99</b>	<b>3,882.00</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：2015 年、2016 年污水处理收入不包含污水处理补贴。

2015~2017 年，公司实现污水收入分别为 0.19 亿元、0.21 亿元和 0.39 亿元。

截至 2017 年底，公司在建污水项目 5 个，分别为铜仁市污水处理二期工程、铜仁市漩水湾污水处理厂扩建工程、铜仁市城区排水管网二期工程、铜仁市漩水湾污水处理厂提标改造工程和铜仁市污水处理二期提标改造工程。项目总投资为 4.50 亿元，计划铺设污水管网总长 164.12 公里。截至 2017 年底累计完成投资 3.87 亿元，已完成管网敷设 134.245 公里，未来污水处理项目投资规模较少。

### （3）代建业务

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。2015~2017年，公司分别实现代建收入0.17亿元、1.52亿元和0.83亿元，2016年、2017年公司的代建收入均来自小云南水库工程和大兴水利枢纽工程确认收入。截至2017年底，公司代建项目仅有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17.46亿元，截至2017年底已投资11.70亿元，尚需投入5.76亿元，累计确认收入2.35亿元。公司无新增代建项目。

表 15 截至 2017 年底公司主要代建在建项目情况表（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资额	工期	确认收入	回款金额
铜仁市小云南水库工程	33,757	23,000	2013.10~2017.12	5,903.84	4,663.43
贵州省铜仁市大兴水利枢纽工程	140,885	94,034	2015.10~2018.12	17,574.14	10,545.54
<b>合计</b>	<b>174,642</b>	<b>117,034</b>	--	<b>23,477.98</b>	<b>15,208.97</b>

资料来源：公司提供

#### （4）供排水安装业务

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。近年来，公司供排水安装业务收入相对稳定，2017年，公司签订各类工程合同65份，其中招投标工程1份，一户一表安装工程12份，施工工程52份，总造价0.34亿元，累计完成产值0.48亿元。截至2017年底，已竣工验收工程47项，工程合格率为100.00%，工程合同履行率为100.00%，2017年实现收入0.50亿元，较上年基本保持稳定。总体看，公司供排水安装业务稳定，收入变化不大。

#### （5）土地销售业务

公司其他业务主要系土地销售业务，公司委托国土资源局通过“招拍挂”程序拍卖土地，拍卖收入扣除相关税费后由国土资源局拨付给公司，公司将可供出让的土地均计入投资性房地产科目，目的为土地增值后出售。该部分土地主要系铜仁市政府注入的土地资产，少部分来自公司购置，公司自身不经营土地一级开发整理业务，截至2017年底，公司投资性房地产项下土地使用权66.09亿元，约8,395亩，平均入账价值76万元/亩。公司出让土地需经过铜仁市政府批准，根据市场情况主动调整土地出让规模，受城市开发进程和土地市场价格波动影响，该业务后续经营持续性和稳定性一般。

2015~2016年，公司土地销售收入占全部业务收入的比重分别为57.75%和23.04%，同期，公司分别出让了土地440.82亩和182.21亩，分别获得土地销售收入2.50亿元和0.98亿元，毛利率分别为18.30%和6.66%，公司土地出让的收入和毛利率与具体地块的差异以及当年土地市场行情密切相关。2017年公司未实现土地销售收入。

总体来看，公司供水业务处于区域垄断地位，近三年售水量持续扩大，水价补贴等计入主营业务收入带动供水收入进一步增加，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；同时随着污水处理厂的扩建，公司污水处理能力和处理量大幅提高，盈利能力显著增长；公司代建业务受政府投资项目的较大影响，目前公司代建项目较少，未来代建管理费收入持续性存在不确定性。

### 3. 未来发展

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，将在 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。

总体看，公司发展规划明确，有利于公司未来保持健康发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2014~2016年三年连审报告以及2017年合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对2014~2016年财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见审计结论；中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对2017年财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见审计结论。

截至2017年底，公司合并范围全资子公司4家。2015~2016年，公司合并范围子公司无变化，2017年，公司合并范围子公司减少1家，为铜仁市兴欣市政设施建设有限公司（以下简称“兴欣公司”），资产规模较小。公司近三年审计报告财务信息可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 109.09 亿元，负债合计 36.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 72.86 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017 年，公司实现营业收入 3.17 亿元，净利润（含少数股东损益）2.18 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额为-6.11 亿元；现金及现金等价物净增加额为-7.11 亿元。

### 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 10.92%。截至 2017 年底，公司资产总额为 109.09 亿元，较上年末增长 6.22%，其中流动资产和非流动资产分别占 30.62%和 69.38%，公司资产以非流动资产为主。

表 16 2015~2017 年公司资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.91	5.53	10.45	10.17	3.03	2.78
其他应收款	7.13	8.04	15.89	15.47	28.37	26.00
<b>流动资产</b>	<b>17.47</b>	<b>19.70</b>	<b>26.59</b>	<b>25.89</b>	<b>33.40</b>	<b>30.62</b>
长期应收款	3.21	3.61	3.15	3.07	0.00	0.00
投资性房地产	64.41	72.63	68.45	66.65	69.75	63.94
<b>非流动资产</b>	<b>71.20</b>	<b>80.30</b>	<b>76.12</b>	<b>74.11</b>	<b>75.69</b>	<b>69.38</b>
<b>资产合计</b>	<b>88.68</b>	<b>100.00</b>	<b>102.70</b>	<b>100.00</b>	<b>109.09</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告整理

### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 38.26%。截至 2017 年底，公司流动资产 33.40 亿元，较上年末增长 25.64%；公司流动资产构成以其他应收款和货币资金为主。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 99.50%。截至 2017 年底，公司其他应

收款账面价值28.37亿元，主要是对铜仁市财政局大兴水利枢纽工程的应收款及关联企业借款。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额60.82%，集中度高。从其他应收款坏账计提方面分析，公司仅有0.26亿元其他应收款按账龄组合计提坏账准备，其中，1年以内的占43.87%，1~3年的占56.05%，3年以上的占0.09%。由于其他应收款主要为应收国有企业和政府机关款项，回收风险小。

2015~2017年，公司货币资金余额分别为4.91亿元、10.45亿元和3.03亿元，以银行存款为主。2015~2017年，公司货币资金不存在质押、冻结，或有潜在收回风险的款项。

截至2017年底，公司应收账款为1.61亿元，主要系应收铜仁市财政局代建管理费、市政供水费一级污水处理费，回收风险低。

### 非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产波动中有所增长，年均复合增长3.10%。截至2017年底，公司非流动资产合计75.69亿元，较2016年末下降0.56%，主要由投资性房地产（占92.15%）、固定资产（占3.43%）、在建工程（占2.71%）和可供出售金融资产（1.65%）构成。

2015~2017年，公司投资性房地产有所增长，年均复合增长4.07%。截至2017年底，公司投资性房地产69.75亿元，较2016年末增长1.90%；该科目为铜仁市政府资产划拨或政府注入的出让土地、公司购置的出让土地及房屋、建筑物，公司持有后以增值出售、或出租为目的，并以评估机构出具的土地估价报告作为确认公允价值依据。截至2017年底，公司投资性房地产账面价值增加，一方面系资产评估公司新确认了公司房屋、建筑物及土地使用权的公允价值变动损益1.32亿元，另一方面是公司新购置少量房屋和建筑物。

2015~2017年，公司长期应收款快速下降，截至2017年底，公司长期应收款降至0.00亿元。长期应收款主要为铜仁市政府代建项目，待项目竣工结算后与专项应付款一同结转。截至2017年底，长期应收款减少至0.00亿元系本期合并范围减少兴欣公司的影响。

2015~2017年，公司固定资产规模有所增长，年均复合增长9.12%。截至2017年底，公司固定资产2.59亿元，较2016年末增长9.09%，主要系在建工程中部分项目完工转入管道设备科目所致。截至2017年底，公司固定资产构成中，房屋建筑物及构筑物占31.00%、供水管道设备占51.95%、机械设备占13.79%、运输、电子设备及其他占比3.26%，由于供水管道及机械设备折旧率高，截至2017年底公司当年累计计提折旧1.83亿元。

2015~2017年，公司在建工程快速增长，年均复合增长22.79%。截至2017年底，公司在建工程合计2.05亿元，较2016年末上升1.76%，主要系铜仁市供水三期工程等项目新增投资所致。截至2017年底，公司在建工程主要为市政基础设施类项目，包括供水二期工程、铜仁市供水三期工程、大兴水厂以及职院应急工程等。

受限资产方面，截至2017年底，公司受限资产账面价值15.66亿元，其中固定资产-管道设备受限2.32亿元，投资性房地产-土地受限13.03亿元，投资性房地产-房屋建筑物受限0.31亿元，以上受限原因均为融资抵押受限。

总体来看，公司资产规模持续增长，非流动资产占比较高，投资性房地产规模大，加大了公司资金周转压力；公司其他应收款回收风险小，但规模大，对资金形成很大占用。公司资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2015~2017年，公司负债总额持续快速增长，年均复合增长18.93%。截至2017年底，公司负债

总额36.23亿元，其中流动负债占39.40%，非流动负债占60.60%。

表 17 2015~2017 年公司负债情况 (单位: 亿元、%)

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一年内到期的非流动负债	2.40	9.37	4.79	15.17	9.17	25.31
其他应付款	0.64	2.50	0.69	2.18	3.36	9.26
<b>流动负债</b>	<b>6.35</b>	<b>24.80</b>	<b>8.54</b>	<b>27.05</b>	<b>14.28</b>	<b>39.40</b>
长期借款	1.72	6.71	7.28	23.06	11.96	33.01
应付债券	13.00	50.75	10.00	31.67	0.00	0.00
长期应付款	1.37	5.35	2.76	8.73	6.47	17.84
专项应付款	1.84	7.17	1.64	5.19	1.84	5.08
<b>非流动负债</b>	<b>19.26</b>	<b>75.20</b>	<b>23.04</b>	<b>72.95</b>	<b>21.96</b>	<b>60.60</b>
<b>负债总额</b>	<b>25.62</b>	<b>100.00</b>	<b>31.58</b>	<b>100.00</b>	<b>36.23</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 根据公司审计报告整理

2015~2017年,公司流动负债逐年增长,主要系一年内到期的非流动负债逐年增长所致;截至2017年底,公司流动负债14.28亿元;流动负债主要由一年内到期的非流动负债和其他应付款构成。

截至2017年底,公司一年内到期的非流动负债总额9.17亿元,较上年末增长91.44%,公司于2015年发行的3年期非公开发行公司债一年内需偿付本金为7.50亿元。

2015~2017年,公司其他应付款快速增长,年均复合增长128.92%,截至2017年底,公司其他应付款总额3.36亿元,较2016年底增长387.88%,主要系公司应付单位及个人往来款大幅增加所致,其他应付款均为无息负债。

2015~2017年,公司非流动负债呈波动增长趋势,主要系长期借款和长期应付款逐年增长,应付债券逐年减少所致;截至2017年底,公司非流动负债21.96亿元,主要由长期借款和长期应付款构成;公司非流动负债主要包括长期借款(占54.48%)、长期应付款(占29.45%)、专项应付款(占8.38%)和递延所得税负债(占7.69%)。

2015~2017年,公司长期借款快速增长,年均复合增长163.88%,截至2017年底,公司长期借款总额11.96亿元,较2016年底增长4.68亿元,主要系公司2017年增加3.11亿元抵押借款和1.40亿元的保证借款所致。

2015~2017年,公司长期应付款快速增长,年均复合增长117.24%,截至2017年底,公司长期应付款总额6.47亿元,较2016年底增长134.64%,主要系公司当年增加应付政府置换债券资金4.46亿元所致。截至2017年底,长期应付款主要由融资租赁款和政府置换债券资金构成,均为有息债务。

2015~2017年,公司专项应付款波动增长,年均复合增长0.12%,截至2017年底,公司专项应付款总额1.84亿元,较2016年底增长12.29%,主要为收到政府拨付的专项工程款。

2015~2017年,公司全部债务规模持续增长。截至2017年底,公司全部债务27.60亿元,较2016年底增长11.15%;从债务结构看,短期债务占33.23%,长期债务占66.77%,公司债务结构以长期债务为主。2015~2017年,公司全部债务资本化比率和资产负债率持续上升,其中全部债务资本化比率分别为22.67%、25.88%和27.47%,资产负债率分别为28.89%、30.75%和33.21%;长期债务资本化比率波动增长,分别为20.33%、21.98%和20.19%。从近三年偿债安排来看,2018年8~12月需要偿还9.72亿元,2019年需要偿还2.37亿元,2020年需要偿还2.87亿元。

### 所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长7.49%，截至2017年底，公司所有者权益合计72.86亿元，较2016年底增加1.73亿元，主要系公司盈余公积及未分配利润的增长所致。另外，根据公司与铜仁市国有资产管理局签订的无偿划转子公司铜仁市兴欣市政建设有限公司股份的协议，2017年公司无偿划转兴欣公司未分配利润0.77亿元。

表 18 2015~2017 年公司所有者权益情况（单位：亿元、%）

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	8.91	14.13	58.73	82.57	58.73	80.61
资本公积	44.98	71.33	0.98	1.38	0.98	1.35
未分配利润	8.54	13.55	10.64	14.95	12.23	16.79
<b>所有者权益合计</b>	<b>63.06</b>	<b>100.00</b>	<b>71.13</b>	<b>100.00</b>	<b>72.86</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告

近年来，公司实收资本快速增长并保持稳定。公司实收资本由2015年底的8.91亿元，2016年底快速增加至58.73亿元，主要系公司将资本公积中政府划拨资产和注入土地转入实收资本科目，同时国开基金以货币形式出资4.73亿元计入实收资本。截至2017年底，公司实收资本58.73亿元，与上一年规模相同，资本公积0.98亿元，与2016年底规模相同；未分配利润12.23亿元，较2016年底增加1.60亿元。

整体看，公司权益稳定性较好。

#### 4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入不断下降，年均复合下降14.39%，2017年，公司实现营业收入3.17亿元，同比下降25.31%，主要系代建收入和土地销售收入下降所致。

公司期间费用主要体现为财务费用和管理费用，2015~2017年复合下降25.35%，主要财务费用中利息支出规模下降所致。

公司2015~2017年公司营业外收入分别为1.29亿元、1.91亿元和11.77万元。2017年公司营业外收入大幅降低，主要系公司将该年收到政府供水水价补助调至主营业务收入核算所致。此外，公司将2017年收到的政府补贴资源费、电费补贴、经费补贴等列入其他收益科目，共计536.60万元。

2015~2017年，公司公允价值变动收益分别为1.46亿元、0.08亿元和1.30亿元，主要系公司投资性房地产以公允价值评估收益变动所致；公允价值变动收益占营业利润的比重分别为111.03%、20.35%和49.74%，营业利润受投资性房地产公允价值变动收益影响较大。

受公司2017年营业成本和财务费用快速降低，2017年公司实现营业利润2.62亿元，同比增加559.29%。从盈利指标来看，2015~2017年，公司营业利润率分别为23.15%、52.61%和60.08%，营业利润率快速增加；总资本收益率分别为4.59%、4.41%和2.58%，总资产报酬率分别为4.75%、4.14%和2.80%，净资产收益率为4.34%、3.35%和3.03%，均逐年降低。

总体看，随着公司将供水水价补贴调至主营业务收入核算，公司供水、污水收入规模有所增长，但由于代建和土地销售收入下降，公司近三年收入规模仍呈下降趋势；非经常损益对公司利润总额贡献大，公司盈利能力弱。



## 5. 现金流

经营活动现金流入方面，2015~2017年，公司销售商品提供劳务收到的现金快速下降，三年复合下降38.70%，分别为4.37亿元、4.30亿元和1.64亿元，2017年现金流入规模大幅下降主要系公司当年代建管理费、供水和污水处理补贴未到账所致。同期，收到其他与经营活动有关的现金波动增长，三年复合增长34.84%，分别为2.62亿元、7.39亿元和4.77亿元，主要为收到单位和个人往来款；公司现金收入比波动下降，三年分别为100.97%、101.23%和51.77%，2017年公司收入实现大幅滑，主要系公司代建项目管理费、供水、污水补贴未到账所致。经营活动现金流出方面，2015~2017年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动增长，年均复合增长9.10%，分别为0.74亿元、0.73亿元和0.88亿元；支付其他与经营活动有关的现金波动增长，年均复合增长12.14%，分别为8.79亿元、15.24亿元和11.05亿元，主要系支付单位和个人往来款。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额三年均为负值，分别为-3.00亿元、-4.70亿元和-6.11亿元，公司经营活动现金流净流出规模扩大。近三年，公司收入实现质量有所下降，随着公司往来款流出规模大幅增加，公司经营活动现金流净流出规模持续扩大。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入波动下降，总额分别是0.68亿元、2.54亿元和4.00万元；2017年公司投资活动现金流入全部为处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额，规模很小。2015~2017年，投资活动现金流出快速下降，三年复合下降38.52%。2017年投资活动现金流出2.08亿元，同比下降12.86%，主要系构建固定资产等支付现金及支付其他与投资活动有关现金减少所致；公司2017年投资活动产生的现金流量净额由2016年的0.14亿元下降为-2.09亿元。

筹资活动方面，2015~2017年，筹资活动现金流入年均复合下降8.72%，构成主要是取得的银行借款。2017年公司筹资活动现金流入11.10亿元，同比下降27.08%，主要系公司收到的银行借款、国债转贷资金和专项拨款；2015~2017年，筹资活动现金流出年均复合增长112.86%，构成主要是偿还债务及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2017年公司筹资活动现金流出10.00亿元，同比增长95.45%，主要系偿还债务支付现金增长所致；筹资活动产生的现金流量净额为1.09亿元，较2016年同比下降89.22%。近三年，公司对外融资活动有所放缓，随着偿债高峰期的到来，公司偿债规模持续增加，筹资活动现金流净流入规模持续下降。

总体看，受支付单位和个人往来款规模较大影响，公司经营活动现金流持续呈现净流出状态，且规模逐年扩大。近年来，公司筹资活动流入规模持续下降，流出规模持续增长，公司筹资活动现金流净流入规模逐年下降。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，受流动负债快速增加影响，公司短期偿债能力有所弱化。2015~2017年，公司流动比率分别2.75倍、3.11倍和2.34倍；速动比率分别2.75倍、3.11倍和2.34倍。受经营现金流量净额连续三年均为负值影响，公司经营活动产生的现金流量对短期债务无覆盖能力。2015~2017年，公司现金类资产分别为4.91亿元、10.45亿元和3.03亿元，公司现金类资产对短期债务覆盖倍数分别为2.05倍、2.18倍和0.33倍，现金类资产对短期债务保障能力弱化，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力来看，2015~2017年公司EBITDA波动下降，分别为3.52亿元、4.14亿元和3.16亿元，EBITDA全部债务比持续下降，分别为0.19倍、0.17倍和0.11倍，长期偿债能力偏弱。

截至2018年9月底，公司对外担保规模1.01亿元，担保比率为1.39%，担保规模较小。被担保方为铜仁市能源投资有限公司，属于城投公司下属国有企业。

截至2018年9月底，公司未使用银行授信额度为14.85亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

总体看，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力偏弱，考虑到公司持续获得外部支持能力较强，公司整体偿债能力较强。

## 八、本次债券偿债能力分析

### 1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券发行额度为10.00亿元，占公司2017年底全部债务的36.23%，对公司现有债务影响很大。

截至2017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33.21%、27.47%和20.19%，以公司2017年底财务数据为基础，假设募集资金净额为10亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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将分别上升至38.82%、34.04%和28.07%，公司债务负担有所加重。

### 2. 本次债券偿还能力分析

2015~2017年，公司EBITDA分别为3.51亿元、4.14亿元和3.16亿元，分别为本次债券额度的0.35倍、0.41倍和0.32倍，公司EBITDA对本次债券覆盖程度弱。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本次债券额度的-0.30倍、-0.47倍和-0.61倍，对本次债券无保障能力。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为7.00亿元、11.69亿元和6.41亿元，分别为本次债券额度的0.70倍、1.17倍和0.64倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度弱。

本次债券设置分期偿付条款，单年最高分期偿还本金为1.50亿元。2015~2017年，公司EBITDA对最高分期偿还本金的覆盖倍数分别为2.35倍、2.76倍和2.11倍，保障能力尚可；经营活动现金流入量对最高分期偿还本金的覆盖倍数分别为4.67倍、7.79倍和4.27倍，保证能力较强。

总体看，公司EBITDA对本次债券分期偿还本金的保障能力尚可，经营活动现金流入量对本次债券分期偿还本金的保障能力较强。

### 3. 募投项目收益偿债能力分析

本次债券发行规模为10.00亿元，全部用于募投项目建设，在存续期内每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，分别于本次债券存续期第3~6年每年偿还本金的10%，第7~10年每年偿还本金的15%。

根据可研报告，2017~2019年为本次债券募投项目的建设期，2020年及以后为运营期。

项目建成运营后，预计收入来源包括管线入廊费、管线维护管理费、综合开发收入等。其中，管线入廊费是指拟入廊单位按照传统直埋方式敷设预计成本与投资补偿成本向公司支付的入廊费用，第1~3年为建设期，免交管线入廊费，第4~10年收取管线入廊费28,774万元/年，第11~30年收取管线入廊费15,107万元/年。维护管理费是管线使用单位向公司支付的运营管理费用，金额为1,380万元/年。综合开发收入是地下综合管廊地上、地下空间综合开发取得收入，包括监控中心综合开发所建设物业出租收入等，金额为675万元/年。参考同类项目运营费用现状，结合铜仁市实际情况，测算综合管廊运营费为360万元/年。

表19 运营期募投项目现金流入量对本次债券本金覆盖情况测算表（单位：万元、倍）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	合计
现金流入	30,829	30,829	30,829	30,829	30,829	30,829	17,162	17,162	219,298

其中：管线入廊费	28,774	28,774	28,774	28,774	28,774	28,774	15,107	15,107	<b>202,858</b>
运营维护费	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	<b>11,040</b>
综合开发收入	675	675	675	675	675	675	675	675	<b>5,400</b>
当期偿还本金	10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000	15,000	<b>100,000</b>
<b>现金流入量覆盖倍数</b>	<b>3.08</b>	<b>3.08</b>	<b>3.08</b>	<b>3.08</b>	<b>2.06</b>	<b>2.06</b>	<b>1.14</b>	<b>1.14</b>	<b>2.19</b>

资料来源：可研报告、联合评级整理

假设本次债券于 2018 年发行，在募投项目进入运营期时开始分期偿还本金。募投项目在债券存续期现金流入量对本次债券本金的覆盖倍数为 2.19 倍，募投项目的收入对债券本金的覆盖程度较好。本次债券设置了分期偿付条款，募投项目每年现金流入对债券分期偿还本金覆盖程度较高。

## 九、本次债券保护条款分析

### 1. 增信措施

本次债券由梵净山投资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

### 2. 担保方概况

#### (1) 担保方主体概况

梵净山投资成立于 2006 年 12 月，其前身为铜仁地区维信投资有限公司，由铜仁地区财政局出资组建的国有独资有限公司，初始注册资本 3 亿元。2008 年 11 月，经铜仁地区行政公署“铜署发（2008）54 号”文件批准，铜仁地区维信投资有限公司更名为贵州省铜仁地区梵净山投资有限责任公司。2008 年 12 月，申请增加注册资本 37 亿元，由铜仁地区财政局和铜仁地区公产管理办公室分五期缴足。2012 年，更名为铜仁市梵净山投资有限公司。2015 年 10 月，国家开发基金有限公司对其增资 15.58 亿元，2016 年 8 月，铜仁市国有资产监督管理局（以下简称“铜仁国资局”）以其资本公积转增实收资本 30 亿元。2017 年 6 月，名称变更为贵州省铜仁市投资控股集团有限公司；2018 年 4 月，更名为现名。

截至 2017 年底，梵净山投资注册资本 85.58 亿元，实收资本 85.27 亿元<sup>1</sup>，铜仁市国有资产监督管理局、铜仁市公产管理办公室、国家开发基金有限公司和铜仁市财政局分别持股 35.18%、32.84%、17.91% 和 14.07%，梵净山投资实际控制人为铜仁市国有资产监督管理局。

梵净山投资经营范围：城市基础设施建设；教育卫生基础建设、交通、水电能源、农、林、牧、渔业投资开发利用；房地产及土地资源开发；矿产投资；旅游项目开发及投资担保；资产置换。

梵净山投资注册地址：贵州省铜仁市锦江北路 39 号 15 栋 4 楼；法定代表人：蔡江。

#### (2) 外部支持

梵净山投资主要承担了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，截至 2017 年底，梵净山投资实收资本 85.27 亿元、资本公积 96.44 亿元。

此外，铜仁市政府每年还向梵净山投资拨付 1.50 亿元补贴资金，对其利润形成较大补充。

2017 年，铜仁市政府对区域内国有企业进行资源整合，梵净山投资即为整合后三大集团企业之一，区域专营优势进一步突出。

<sup>1</sup> 国开基金投资款分期回购所致，注册资本未及时变更。

### 3. 担保方经营分析

#### (1) 经营概况

梵净山投资业务板块多元，主要业务包括铜仁市内城市基础设施建设等，同时，梵净山投资利用自身优势积极参与当地城市基础设施建设、土地一级开发以及相关的资源性资产开发业务，巩固自身地位。

梵净山投资主营业务收入来源包括城市基础设施项目回购、工程施工、销售商品、公交运营收入，此外还包括房屋销售、资产转让、租赁业务等其他收入，涉及领域较为丰富，但主要收入贡献仍系工程施工和基础设施建设。2017年，受合并范围影响，梵净山投资不再实现公交营业收入。

2015~2017年，梵净山投资分别实现主营业务收入7.50亿元、7.71亿元和9.03亿元。其中2017年工程施工收入和基础设施建设收入变动大，主要系受工程施工进度、项目结算进度及方式影响所致；公司销售商品收入逐年增长，2017年为1.17亿元，主要为水泥、钢材等产品的销售。

2015~2017年，梵净山投资主营业务毛利率分别为12.98%、11.95%和12.17%，其中工程施工业务受人工成本、市场竞争等因素影响存在较大波动；基础设施建设毛利率变动主要系成本加成比率较低且收入确认方式改变所致；销售商品业务毛利率逐年增长，2017年为9.43%。

表 20 2015~2017年梵净山投资主营业务收入及毛利率情况表（单位：万元、%）

项 目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	18,278.94	24.37	9.35	8,570.15	11.12	28.44	74,233.75	82.17	10.95
销售商品	5,230.87	6.97	3.12	8,170.93	10.60	9.10	11,676.15	12.92	9.43
基础设施建设	43,216.15	57.61	16.64	50,886.81	66.02	10.91	218.67	0.24	100.00
公交营业	4,260.71	5.68	-9.22	5,193.59	6.74	-20.82	--	--	--
其他	4,025.41	5.37	26.40	4,253.59	5.52	36.76	4,212.91	4.66	36.63
<b>合 计</b>	<b>75,012.09</b>	<b>100.00</b>	<b>12.98</b>	<b>77,075.06</b>	<b>100.00</b>	<b>11.95</b>	<b>90,341.47</b>	<b>100.00</b>	<b>12.17</b>

资料来源：公司提供资料

注：其他包括房屋销售、租赁业务等收入。

总体来看，梵净山投资是铜仁市重要的城市基础设施建设实施主体，区域专营优势突出。近年，梵净山投资主营业务收入持续增长，主要来自工程施工业务及基础设施建设业务，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。

#### (2) 业务运营分析

工程施工业务，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。近年相继完成了檀木桥安置区道路工程、铜仁复烤厂物流通道工程、沿河温泉城旅游基础设施建设项目（一期工程）等项目，完工数量及工程规模小。2015~2017年，梵净山投资分别确认工程施工收入1.83亿元、0.86亿元和7.42亿元，2017年收入大幅增长主要系沿河温泉项目施工进度较快所致，同期，工程施工毛利率分别为9.35%、28.44%和10.95%，主要受原材料价格、人力成本及市场竞争等因素影响。梵净山投资未披露在手合同信息，鉴于其是铜仁市城市建设重要的投资企业，每年在技术及人才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，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。2015~2017 年，公司基础设施建设收入分别为 4.32 亿元、5.09 亿元和 0.02 亿元，毛利率分别为 16.64%、10.91%和 100%，2017 年收入低且毛利率高系当期结转项目较少，且采用代建方式结算，即仅确认成本加成部分为营业收入。截至 2017 年底，梵净山投资在建项目包括城市快速干道工程、铜仁奥体中心工程、铜仁凤凰机场航站区改扩建工程等，建设项目具有较强的社会效应，在建主要项目合计计划总投资 112.08 亿元，已完成投资 25.28 亿元，梵净山投资未来具有较大融资压力。

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。得益于铜仁市城市建设的推进，各类产品销量持续增长，近三年，梵净山投资销售商品收入持续增长，毛利率波动增长，2017 年分别为 1.17 亿元和 9.43%。

公交业务，业务实施主体为梵净山投资子公司贵州省铜仁市公共交通有限责任公司（以下简称“公交公司”），主要从事铜仁市内公共汽车及出租车运营。2015~2016 年，公交营业收入规模小，受制于该业务的公益性质，梵净山投资公交业务呈连年亏损态势，2017 年，根据铜仁市政府对国有企业的整合，公交公司不再纳入梵净山投资合并范围。上述划出有利于梵净山投资更为集中的进行主业经营并一定程度上改善了其利润水平。

总体看，梵净山投资工程施工业务规模小、资质水平弱，施工经验不足，但具有一定区域专营优势；基础设施建设业务系受铜仁市政府委托，建设项目具有较强社会效应，计划投资规模大，未来具有较大融资压力；销售业务近年持续向好；公交业务于 2017 年起被划出。

#### 4. 担保方财务分析

##### （1）财务概况

梵净山投资公开披露了 2015~2017 年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。从合并范围来看，2016 年梵净山投资投资设立子公司 1 家，2017 年划出子公司 2 家（含公交公司），划出资产 4.72 亿元、负债 4.38 亿元、所有者权益 0.34 亿元，对存货、其他应付款、专项应付款、资本公积等科目有一定影响，但因规模相对小而影响不大。整体看，梵净山投资近年财务数据可比性较好。

截至 2017 年底，梵净山投资总资产 436.84 亿元，所有者权益合计 203.55 亿元（含少数股东权益 0.60 亿元），归属于母公司所有者权益 202.95 亿元。2017 年，公司实现营业收入 9.15 亿元，净利润（含少数股东损益）1.87 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.83 亿元；经营活动现金流量净额为 -12.81 亿元；现金及现金等价物净增加额为 -34.70 亿元。

##### （2）资产质量

2015~2017 年，梵净山投资资产规模持续快速增长，截至 2017 年底为 436.84 亿元，其中流动资产占比超过 80%，是资产的主要构成。

##### 流动资产

流动资产方面，2015~2017 年，梵净山投资货币资金波动下降，受限资金分别为 5.60 亿元、0.14 亿元和 0 元；应收账款少，主要为贵州滨江市政建设有限责任公司应收工程款，截至 2017 年底该工程款为 7.75 亿元；其他应收款快速增长，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工程垫付款及往来款，多在 1 年以上；截至 2017 年底，梵净山投资应收类款项/资产总额为 27.00%，资金占用明显；2015~2017 年，存货占资产总额比重逐年下降，截至 2017 年底为 49.40%，仍系梵净山投资最主要的资产构成，其中，土地使用权账面价值 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；截至2017年底，梵净山投资已抵押土地账面价值合计为99.03亿元，占总资产比重为22.67%。

### 非流动资产

非流动资产方面，2015~2017年，梵净山投资长期应收款波动增长，2017年为29.24亿元，其中棚改项目转贷资金25.07亿元，应收方以铜仁市下辖区县城投企业为主；长期股权投资于2016年大幅增加，主要系当期新增18.00亿元扶贫投资基金等基金投资款，股权比例在15~25%之间，系政策性投资活动，2017年又追加投资12.48亿元投资款，近年未确认投资收益。

表 21 梵净山投资主要资产构成情况表（单位：亿元、%）

项 目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.38	7.34	50.32	11.98	14.94	3.42
应收账款	6.38	1.92	9.13	2.17	10.72	2.45
其他应收款	69.38	20.88	101.62	24.19	107.24	24.55
存货	216.14	65.05	217.33	51.73	215.81	49.40
<b>流动资产</b>	<b>318.38</b>	<b>95.82</b>	<b>379.15</b>	<b>90.24</b>	<b>353.00</b>	<b>80.81</b>
长期应收款	1.49	0.45	0.52	0.12	29.24	6.69
长期股权投资	1.34	0.40	25.79	6.14	35.35	8.09
<b>非流动资产</b>	<b>13.89</b>	<b>4.18</b>	<b>41.01</b>	<b>9.76</b>	<b>83.84</b>	<b>19.19</b>
<b>资产总额</b>	<b>332.27</b>	<b>100.00</b>	<b>420.16</b>	<b>100.00</b>	<b>436.84</b>	<b>100.00</b>

资料来源：梵净山投资审计报告

总体看，资产方面，近年来，受往来款、转贷款、扶贫基金投资款等增加影响，梵净山投资资产规模快速增长；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。

### （3）负债及所有者权益构成

#### 负债

2015~2017年，梵净山投资负债总额快速增长，截至2017年底为233.29亿元，非流动负债占比快速提升，截至2017年底为75.19%。

截至2017年底，梵净山投资其他应付款40.61亿元，主要为应付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；近年，梵净山投资长期借款快速增长，截至2017年底为104.32亿元，其中质押借款29.60亿元、抵押借款2.35亿元、扶贫投资基金借款74.30亿元；应付债券为2012年及2015年发行的7年期企业债券；长期应付款包括15.27亿元国开基金投资款<sup>2</sup>及34.33亿元交银基金投资款<sup>3</sup>；2017年专项应付款清零系子公司公交公司不再纳入合并范围所致。

全部债务方面，梵净山投资全部债务快速增长，年均复合增长51.00%，截至2017年底，全部债务为177.42亿元，较2016年底增长51.44%；从债务结构看，短期债务占比为1.20%，长期债务占比为98.80%，债务结构以长期债务为主。2015~2017年，梵净山投资全部债务资本化比率分别为27.98%、34.02%和46.57%，资产负债率分别为39.73%、45.92%和53.40%；长期债务资本化比率分别为23.16%、32.21%和46.27%，均逐年上升。整体看梵净山投资债务负担一般，但考虑到近年债务规模增长过快且资产质量一般，梵净山投资整体偿债压力较大。

<sup>2</sup> 2015年，国开基金向梵净山投资支付15.58亿元股权投资款，梵净山投资据以增加实收资本15.58亿元，减少资本公积15.58亿元，同时增加长期应付款15.58亿元；2017年，国开基金股权分期退出，实收资本及长期应付款均调减0.31亿元，资本公积增加0.31亿元。

<sup>3</sup> 交银基金股权投资对象为梵净山投资子公司城建公司，2016、2017年分别投资25.00亿元和9.33亿元。

总体看，近年来，梵净山投资债务水平快速增长，长期债务占比极高，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。

表 22 梵净山投资主要负债构成情况表（单位：亿元、%）

项 目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.94	9.80	4.90	2.54	0.20	0.09
其他应付款	40.52	30.69	60.00	31.10	40.61	17.41
一年内到期的非流动负债	4.50	3.41	4.09	2.12	1.93	0.83
<b>流动负债合计</b>	<b>69.43</b>	<b>52.60</b>	<b>82.55</b>	<b>42.79</b>	<b>57.87</b>	<b>24.81</b>
长期借款	17.96	13.61	68.34	35.42	104.32	44.72
应付债券	24.42	18.50	22.07	11.44	19.72	8.45
长期应付款	17.97	13.61	17.58	9.12	51.26	21.97
<b>非流动负债</b>	<b>62.57</b>	<b>47.40</b>	<b>110.37</b>	<b>57.21</b>	<b>175.42</b>	<b>75.19</b>
<b>负债总计</b>	<b>132.01</b>	<b>100.00</b>	<b>192.92</b>	<b>100.00</b>	<b>233.29</b>	<b>100.00</b>

资料来源：梵净山投资审计报告

### 所有者权益

2015~2017年，梵净山投资所有者权益分别为200.26亿元、227.24亿元和203.55亿元。截至2017年底，实收资本85.27亿元，主要来自资本公积转增及土地使用权注入，2017年实收资本减少为国开基金股权分期退出所致；截至2017年底，资本公积为96.44亿元，基本均为2011年前铜仁市政府向公司注入的土地使用权；截至2017年底，少数股东权益0.60亿元，较上年下降25.00亿元，为交银基金股权投资款，于2017年调入长期应付款。

总体看，近年来，梵净山投资所有者权益波动增长，实收资本及资本公积占比大。

#### （4）盈利能力

2015~2017年，梵净山投资实现营业收入有所增长，2017年为9.15亿元，期间费用率低，2017年为0.94%。2015~2017年，梵净山投资分别收到铜仁市政府拨付的政府补助1.47亿元、1.54亿元和1.40亿元，对利润形成较大支撑，2017年实现利润总额2.03亿元。

从盈利能力指标来看，2015~2017年，营业利润率波动下降，2017年为11.53%；随着资产及净资产的增加，总资本收益率和净资产收益率下降，2017年分别为0.52%和0.87%，梵净山投资盈利能力弱。

总体看，2015~2017年，梵净山投资营业收入有所增长，铜仁市政府拨付的补贴对其利润形成较大支撑，整体盈利能力仍弱。

#### （5）现金流

2015~2017年，梵净山投资现金收入比分别为60.82%、56.64%和55.35%，主营业务回款情况较差。2017年，梵净山投资经营活动收到的企业间资金拆借款规模大幅下降，同时梵净山投资保持较大规模的项目投入，2017年梵净山投资经营活动现金净流出12.81亿元，经营活动现金大规模净流出。

近年，梵净山投资投资活动支出规模保持较大规模，2017年净流出11.56亿元，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所收到的现金，2017年为50.07亿元，偿还债务支付的现金规模有所下降，但支付与政府部门资金拆借款项规模大幅增加，2017年梵净山投资筹资活动现金净流出规模大幅增加。

总体看，梵净山投资主营业务回款情况较差，投资活动和筹资活动现金支出规模均较大，在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力。

#### （6）偿债能力

2015~2017年，梵净山投资流动比率和速动比率均上升，2017年底分别为6.10倍和2.37倍；经营现金流动负债比率波动大，2015~2017年分别为-6.97%、1.61%和-22.13%；扣除受限资金后现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为1.09倍、5.53倍和7.84倍，梵净山投资短期偿债能力较强。

长期偿债能力，2015~2017年梵净山投资EBITDA全部债务比持续下降，分别为0.03倍、0.02倍和0.01倍，梵净山投资长期偿债能力弱。考虑其持续获得铜仁市政府的大力支持，梵净山投资整体偿债能力强。

截至2017年底，梵净山投资对外担保余额合计84.41亿元，担保比率为41.47%，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。

总体看，偿债能力方面，受债务结构及自身盈利能力影响，梵净山投资短期偿债能力较强，长期偿债能力弱，担保比率高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。

### 5. 债权保护效果评价

2015~2017年，梵净山投资EBITDA分别为本次债券发行规模的0.25倍、0.26倍和0.22倍，分别为本次债券分期最高偿还本金的1.66倍、1.75倍和1.44倍；经营活动现金流入量分别为本次债券发行规模的2.46倍、1.41倍和0.75倍，分别为本次债券分期最高偿还本金的16.39倍、9.39倍和4.98倍；经营活动现金净流量波动大且两年为负，对本次债券无保障能力。总体看，梵净山投资经营活动现金流入量对本次债券分期最高偿还本金的保障能力较强。

总体看，梵净山投资以其自身较强的实力为本次债券提供全额担保，其担保有效提升了本次债券本息偿付的安全性。

### 6. 偿债资金账户

为保证本次债券募集资金合理使用，公司与贵阳银行铜仁分行（以下简称“监管银行”）签订了《2016年铜仁水务投资有限责任公司债券账户与资金监管协议》（以下简称“《监管协议》”），公司为本次债券设立监管银行并与其签订了账户及资金监管协议，公司将在监管银行处设立专项偿债账户、偿债准备金账户和监管账户，确保本次债券按时还本付息。

监管账户是公司在监管银行处开立的专门用于接收发行企业债券所募资金及所有项目相关资金的银行账户。

偿债账户实行专户管理，本次债券存续期间的还本付息工作将通过该账户来完成。偿债账户内资金仅能划付至本次债券募集说明书规定的债券托管机构的指定银行账户。若偿债账户的资金在本次债券每年还本付息日前第八个工作日小于当年应付本息额（利息按债券当期利率计算），监管银行将通知公司筹措资金补足偿债账户；若偿债账户的资金在本次债券每年还本付息日前第五个工作日仍小于当年应付本息额时，监管银行可无需公司授权从监管账户划转资金至该账户予以补足。

偿债准备金账户是公司在监管银行处开立的专门用于接收公司为偿还债券本息而转入的还款准备金的银行账户。公司应于债券存续期第三年开始向偿债准备金账户划入还款准备金，并保证在每年还本付息日前六十日偿债准备金账户余额不低于当年应还本总额的30%。如在每年还本付息日前六十日偿债准备金专户余额未达到规定要求，监管银行将通知公司于五个工作日内补足余款。偿债



准备金账户内资金仅能用于偿还债券的本息，公司将偿债准备金账户资金用于偿还当期本息，须于当期还本付息日前十个工作日向监管银行提出申请，监管银行收到申请后在还本付息日前五个工作日将申请的款项划入公司开立的偿债账户。如在本次债券当期还本付息日五个工作日前，公司偿债账户余额不足以支付当期应还本息总额，监管银行有权在书面通知发公司的前提下将偿债准备金专户中的资金划入偿债账户用于当期的本息偿还。

表 23 公司偿债准备金计提表

日期	偿债准备金专户余额 (万元)	当期应还本金额 (万元)	专户余额/当期应还本金额 (%)
债券发行当年	0	0	--
第一年	0	0	--
第二年	0	0	--
第三年	3,000	10,000	30
第四年	3,000	10,000	30
第五年	3,000	10,000	30
第六年	3,000	10,000	30
第七年	4,500	15,000	30
第八年	4,500	15,000	30
第九年	4,500	15,000	30

资料来源：公司《监管协议》

## 十、综合评价

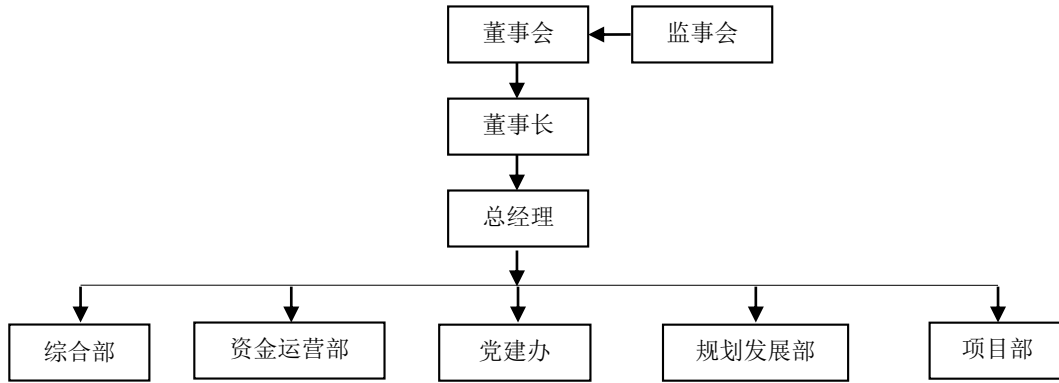
公司作为铜仁市水利基础设施及配套项目建设、供排水业务运营主体，在区域发展环境、盈利能力及地区业务专营性等方面具有显著优势，在资产注入、财政补贴方面得到铜仁市政府的大力支持。同时联合评级也关注到公司代建业务和土地整理业务稳定性较差、收入规模有所下降等因素对公司信用水平产生的不利影响。

铜仁市经济总量持续增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。公司作为铜仁市中心城区唯一的水务建设主体，受铜仁市政府的支持力度较大，公司水务投资项目稳步进行，考虑到公司未来供水厂、污水处理厂陆续投产及铜仁市政府对公司的有力支持，公司整体偿债能力很强。

本次债券由梵净山投资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，设置提前分期偿还本金条款，加之本次债券募投项目进入运营期后可产生一定经营性收入，对本次债券的偿付提供保障。

总体看，公司本次债券到期不能偿付的风险很低，安全性很高。

### 附件 1 铜仁市水务投资有限责任公司 组织结构图



## 附件 2 铜仁市水务投资有限责任公司 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	88.68	102.70	109.09
所有者权益 (亿元)	63.06	71.13	72.86
短期债务 (亿元)	2.40	4.79	9.17
长期债务 (亿元)	16.09	20.04	18.43
全部债务 (亿元)	18.49	24.83	27.60
营业收入 (亿元)	4.33	4.25	3.17
净利润 (亿元)	2.21	2.25	2.18
EBITDA (亿元)	3.51	4.14	3.16
经营性净现金流 (亿元)	-3.00	-4.70	-6.11
存货周转次数 (次)	101.43	74.38	29.66
总资产周转次数 (次)	0.06	0.04	0.03
现金收入比率 (%)	100.97	101.23	51.77
总资本收益率 (%)	4.59	4.41	2.58
总资产报酬率 (%)	4.75	4.14	2.80
净资产收益率 (%)	4.34	3.35	3.03
营业利润率 (%)	23.15	52.61	60.08
费用收入比 (%)	27.23	46.26	20.70
资产负债率 (%)	28.89	30.75	33.21
全部债务资本化比率 (%)	22.67	25.88	27.47
长期债务资本化比率 (%)	20.33	21.98	20.19
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.82	2.48	1.70
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.19	0.17	0.11
流动比率 (倍)	2.75	3.11	2.34
速动比率 (倍)	2.75	3.11	2.34
现金短期债务比 (倍)	2.04	2.18	0.33
经营现金流动负债比率 (%)	-47.28	-55.04	-42.80
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.35	0.41	0.32

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、将公司长期应付款带息部分调入长期债务中，长期债务和全部债务均为调整后数据；4、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

### 附件 3 贵州省梵净山投资控股集团有限公司 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	332.27	420.16	436.84
所有者权益 (亿元)	200.26	227.24	203.55
短期债务 (亿元)	17.45	9.17	2.13
长期债务 (亿元)	60.35	107.99	175.29
全部债务 (亿元)	77.80	117.16	177.42
营业收入 (亿元)	7.81	8.11	9.15
净利润 (亿元)	2.11	2.18	1.87
EBITDA (亿元)	2.49	2.63	2.16
经营性净现金流 (亿元)	-4.84	1.33	-12.81
应收账款周转次数 (次)	0.44	1.05	0.92
存货周转次数 (次)	0.03	0.03	0.04
总资产周转次数 (次)	0.03	0.02	0.02
现金收入比率 (%)	60.82	56.64	55.35
总资本收益率 (%)	0.88	0.72	0.52
总资产报酬率 (%)	0.77	0.65	0.48
净资产收益率 (%)	1.14	1.02	0.87
营业利润率 (%)	12.60	14.95	11.53
费用收入比 (%)	4.48	1.86	0.94
资产负债率 (%)	39.73	45.92	53.40
全部债务资本化比率 (%)	27.98	34.02	46.57
长期债务资本化比率 (%)	23.16	32.21	46.27
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.02	0.01
流动比率 (倍)	4.59	4.59	6.10
速动比率 (倍)	1.47	1.96	2.37
现金短期债务比 (倍)	1.43	5.55	7.84
经营现金流动负债比率 (%)	-6.97	1.61	-22.13
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.25	0.26	0.22

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/财务费用的利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券  
+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

## 附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。