



中诚信国际
CCXI

CCXI-20204541D-02

2020 年第二期黔西南州水资源开发投资有限公司 绿色公司债券信用评级报告

项目负责人：李春辉 chhli@ccxi.com.cn

项目组成员：周 依 yzhou@ccxi.com.cn

陈小鹏 xpchen@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 12 月 7 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]4541D 号

黔西南州水资源开发投资有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020年第二期黔西南州水资源开发投资有限公司绿色公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 AA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十二月七日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
黔西南州水资源开发投资有限公司	2.8亿元	7年	固定利率债券，采用单利按年计息，同时设置本金提前偿还条款，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付	1.4亿元用于投向贵州鹏昇（集团）纸业有限责任公司（以下简称“鹏昇纸业”）“年产60万吨包装纸项目”，1.4亿元用于补充营运资金

评级观点：中诚信国际评定黔西南州水资源开发投资有限公司（以下简称“黔西南水投”或“公司”）主体信用等级为AA，评级展望为稳定；评定“2020年第二期黔西南州水资源开发投资有限公司绿色公司债券”的债项信用等级为AA。中诚信国际肯定了黔西南布依族苗族自治州（以下简称“黔西南州”）经济持续增长以及公司地位重要，业务具有一定的区域专营性等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司代建项目对资金形成占用、未来项目投资压力较大，资产流动性较弱，短期偿债压力较大，对子公司的管控能力有待加强、黔西南州下属县市的财政经济状况值得关注以及年产60万吨包装纸建设项目未来收益存在不确定性等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

黔西南水投（合并口径）	2017	2018	2019	2020.6
总资产（亿元）	121.07	124.02	135.20	134.92
所有者权益合计（亿元）	80.18	81.51	82.94	83.76
总负债（亿元）	40.89	42.52	52.27	51.16
总债务（亿元）	35.72	36.19	41.04	42.24
营业总收入（亿元）	5.44	5.27	5.14	2.52
经营性业务利润（亿元）	1.08	1.63	1.68	0.86
净利润（亿元）	1.43	1.37	1.38	0.82
EBITDA（亿元）	2.12	1.96	1.96	--
经营活动净现金流（亿元）	1.15	1.26	4.05	1.06
收现比(X)	0.39	0.97	1.17	1.01
营业毛利率(%)	31.33	33.20	33.77	33.50
应收款项/总资产(%)	13.15	14.79	13.57	12.70
资产负债率(%)	33.77	34.28	38.66	37.92
总资本化比率(%)	30.82	30.75	33.10	33.52
总债务/EBITDA(X)	16.84	18.42	20.98	--
EBITDA利息倍数(X)	1.97	1.63	1.71	--

注：1、中诚信国际根据2017~2019年三年连审审计报告以及公司提供的未经审计的2020年上半年度财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制且本评级报告均采用期末数；2、2020年上半年度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正面

■ **黔西南州经济持续增长。**2017~2019年，黔西南州分别实现地区生产总值1,067.60亿元、1,163.77亿元和1,272.80亿元，其中2019年地区生产总值同比增长9.8%，同期固定资产投资同比增长5.8%，区域经济持续增长。

■ **公司区域地位重要，业务具有一定的区域专营性。**公司作为黔西南州重要的水务一体化实施主体，负责了兴义市以外区域的水利基础设施建设以及兴义市、贞丰县以外区域的自来水供应，公司地位重要，业务具有一定的区域专营性。

关注

- **代建项目对资金形成占用，未来项目投资压力较大。**公司代建项目需要垫资建设，且回款均来自各县市财政，结算周期相对较长，对资金形成占用；截至2020年6月末，在建和拟建的代建水利基础设施项目分别需投资15.96亿元和75.17亿元，主要的自建供水配套项目和移民搬迁项目共需投资14.52亿元，公司面临较大的项目投资压力。
- **资产流动性较弱。**公司资产中的存货、在建工程和固定资产主要为土地资产、各类项目建设投入以及水库管网资产等，截至2020年6月末，上述资产合计占当期末总资产的68.73%，公司资产流动性较弱。
- **短期偿债压力较大。**截至2020年6月末，公司货币资金/短期债务为0.42倍，货币资金无法覆盖短期债务，公司面临较大的短期偿债压力。

■ **对子公司的管控能力有待加强，黔西南州下属县市的经济财政状况值得关注。**公司业务多集中于黔西南州下属县市，并由下属县市内对应的子公司作为业务运营主体，公司对各子公司的管控能力有待加强；且当地经济状况将直接影响水利基础设施建设等项目的推进及回款情况，黔西南州下属县市的经济财政状况值得关注。

■ **项目未来收益存在不确定性。**年产60万吨包装纸建设项目是公司进行市场化运营的重要尝试，该项目投资规模较大，市场化程度高，未来收益存在不确定性。

评级展望

中诚信国际认为，黔西南州水资源开发投资有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**黔西南州经济实力显著且持续增强；公司获得来自外部的强有力支持，公司资本实力显著扩充，债务压力大幅缓解，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**黔西南州经济实力大幅下滑且短期内难以恢复；公司地位下降，致使股东及相关各方支持能力和支出意愿均减弱；公司对子公司的管控能力持续弱化，且子公司出现重大风险事件；公司偿债压力大幅增加，短期流动性压力趋紧，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
黔西南州水资源开发投资有限公司	135.20	82.94	38.66	5.14	1.38	4.05
黔西南州城市建设投资有限公司	155.28	91.76	40.90	15.53	1.86	0.0024

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

公司系经黔西南布依族苗族自治州人民政府（以下简称“黔西南州人民政府”）《关于<黔西南州水利建设投资有限公司筹建有关问题>的汇报》（六届州政府[2011]107号）同意，由黔西南州财政局出资设立的国有独资企业，成立于2011年11月1日，初始注册资本2,300万元。2015年8月10日，经黔西南州人民政府《关于州水投公司及旗下子公司增加注册资本金的批复》（州府函[2015]214号）同意，公司注册资本增至50,000万元。2015年9月23日，公司股东变更为黔西南州国有资产管理局（以下简称“黔西南州国资委”），2018年黔西南州国资委更名黔西南州人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“黔西南州国资委”）。公司经营范围包括：水利工程建设项目投资、开发、建设、管理、经营；土地整理；旅游开发；人居环境营运及管理等。公司系黔西南州水务一体化的主要实施主体，目前主要从事黔西南州（不含兴义市）范围内的水务、水利项目建设和运营。

截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元，控股股东为黔西南州国资委，实际控制人为黔西南州人民政府。纳入公司合并范围的一级子公司共17家。

表1：截至2020年6月末公司纳入合并范围的主要子公司

全称	持股比例（%）
黔西南州永泰旅游开发有限责任公司	100.00
黔西南州泉源水务有限责任公司	100.00
贵州新风土建设工程有限公司	100.00
望谟县城镇建设开发有限公司	100.00
兴仁县供水总公司	100.00
黔西南州水投能源开发有限公司	100.00
黔西南州禹工贸易有限公司	100.00
安龙县水务总公司	100.00
册亨县自来水公司	100.00
晴隆县水务总公司	100.00
望谟县供水总公司	100.00
贞丰县水资源开发利用有限公司	87.09
普安县水利投资有限责任公司	93.20
安龙县汇龙水务建设有限公司	79.92
黔西南州水投申源工程建设有限公司	70.00
册亨县水利建设投资有限公司	56.39
贵州鹏昇（集团）纸业有限责任公司	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券发行规模为2.8亿元，发行期限为7年，为固定利率债券，采用单利按年计息，同时设置本金提前偿还条款，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付。

募集资金用途

本期债券拟募集资金2.8亿元，其中1.4亿元用于鹏昇纸业“年产60万吨包装纸项目”，1.4亿元用于补充营运资金。具体情况如下：

表2：募集资金使用情况表（亿元、%）

项目	使用债券资金	总投资	募集资金占总投资比重	使用募集资金占比
年产60万吨包装纸项目	1.40	17.24	8.12	50.00
补充营运资金	1.40	--	--	50.00
合计	2.80	--	--	100.00

资料来源：募集说明书

募投项目概况

鹏昇纸业“年产60万吨包装纸项目”位于黔西南州安龙经济开发区新桥镇工业园区义龙新区新材料产业园，地处滇黔桂三省结合部，该项目规划用地面积286,624.03平方米，总建筑面积为122,959.34平方米，建设工程包括：制浆车间、湿式造纸联合厂房、给水处理站、污水处理站、动力车间、综合仓库、成品仓库（一）、成品仓库（二）、连廊、厂前区（已建）、信息网络、通讯和火灾报警系统、总图运输及其他工程、综合管线、绿化等。

根据《贵州鹏昇（集团）纸业有限责任公司年产60万吨包装纸项目可行性研究报告》，该项目规划总投资172,425万元，计划建设期为1年，项目投产后，预计每年生产59.57万吨包装纸板，其中：箱板纸34.37万吨，瓦楞纸25.20万吨，预计可实现年均销售收入16.32亿元，年均利润总额1.75亿元。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2020 年前三季度，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程。随着疫情得到有效控制，三季度经济进一步复苏，市场性因素修复加快，GDP 当季同比增速达到 4.9%，带动前三季度 GDP 同比增长 0.7%，由负转正。短期内中国经济修复势头仍将延续，但经济运行中结构性失衡问题仍存，金融风险对宏观政策的制约仍在。

三季度，在国内疫情防控措施得力的背景下，经济进一步修复。从生产侧来看，工业生产保持快速增长势头，8~9 月当月同比连续两月超过去年同期；随着居民消费信心的改善，服务业生产恢复加快。从需求侧来看，中国率先复工复产背景下出口错峰增长，成为需求侧最大的亮点；在基建、房地产等政策性投资继续回升的同时，制造业投资改善幅度加大，但仍处于负增长态势；此外，社零额虽然当月同比增速转正，但累计同比仍位于低位，消费仍处于缓慢修复过程，疫情有效控制下服务消费的复苏值得期待。综合来看，二季度经济修复主要是行政性复工复产政策支持下政策性因素的改善，三季度以来市场性因素修复明显加快，经济复苏结构更加均衡，但目前市场性因素复苏依然偏弱，政策性因素受制于刺激性政策的逐步退出改善的动力有所弱化，或给后续经济复苏带来一定的压力。从价格水平来看，极端天气影响的消退和“猪周期”走弱 CPI 回落，国内需求改善 PPI 降幅收窄，通胀通缩压力均可控。

宏观风险：虽然中国经济持续平稳修复、整体改善，但经济运行中仍面临多重风险和挑战。从外部环境来看，疫情仍全球蔓延，全球经济与贸易低迷，同时中美博弈持续，疫情冲击与大国博弈双重不确定性并存，尤其需警惕“去中国化的全球化”。从国内经济运行来看，经济结构性失衡仍存，对经济修复的拖累依然存在。这种失衡主要体现在以下几个方面：供需结构失衡，需求恢复慢于供给；不同所有制的恢复程度失衡，国有投资恢复快而民间投资持续疲弱；不同规模企业失衡，大企业恢复快

于中小企业；实体经济与金融业发展失衡，实体经济下滑，金融体系扩张。此外，金融风险仍处于高位。一方面，受疫情冲击影响企业经营情况弱化，信用风险仍持续释放，金融机构资产质量恶化隐忧仍存；另一方面，政策稳增长导致宏观杠杆率再度攀升，债务风险有所加大，地方政府收支不平衡压力较大背景下地方政府债务风险面临攀升压力，高债务风险对宏观政策的制约持续存在。

宏观政策：随着经济平稳修复，宏观政策有望保持连续性与稳定性，货币政策将延续稳健灵活基调，更加注重精准导向；财政政策更加积极，随着专项债资金的落地，专项债对基建投资的带动作用有望进一步显现。值得一提的是，面对内外形势新变化，中央多次重要会议均强调构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，中国经济中长期发展顶层设计进一步加强。在以内循环为主的新发展格局下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：当前中国经济仍处于平稳修复过程。虽然随着对冲疫情政策的逐步退出政策性因素的修复将趋缓，市场性因素完全复原尚需时日，但市场性因素复苏空间和可持续性更高，且内循环背景下经济堵点的疏通有望为经济增长提供新的支撑，经济复苏势头有望延续。考虑到低基数影响，明一季度或有望出现疫后 GDP 增长高峰，后续增长或有放缓，逐步向潜在经济增速回归。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和逆周期宏观调控政策的发力，2020 年中国经济有望成为疫情之下引领全球经济复苏的主导力量，2021 年经济修复态势仍将持续，逐步回归常态化增长水平，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，“内循环”下国内供应链、产业链运行将更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务

风险

监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。此外，受疫情短期冲击经济，后续专项债或将进一步扩容提效，从而拉动基建投资。

2019年5月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019年上半年，监管发布多项举措，遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区IPO。

一方面，地方债仍将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

近年来，黔西南州经济实力逐年增长，财政实力有所波动，且对上级补助收入的依赖度较大，财政自给能力有待提升，地方政府债务负担较重，下辖县市财政情况值得关注

黔西南州属贵州省下辖自治州，位于黔、滇、桂三省（区）结合部，贵州省西南隅、云贵高原东南端，东与黔南布依族苗族自治州罗甸县接壤，南与广西隆林、田林、乐业3个县隔江相望，西与云南省富源、罗平县和六盘水市的盘县特区毗邻。黔西南州下辖2市6县1新区，即兴义市、兴仁市、安龙县、贞丰县、普安县、晴隆县、册亨县和望谟县。黔西南州总面积16,804平方公里，户籍人口365.17万人。

近年来，黔西南州经济实力不断增强，2017~2019年，黔西南州分别实现地区生产总值1,067.60亿元、1,163.77亿元和1,272.80亿元，同比增速分别为12.5%、12.0%和9.8%。按常住人口计算，2019年全区人均GDP为44,322.18元，较上年（人均GDP40,608元）有所提升。全年固定资产投资同比增长5.8%。2020年1~9月，黔西南州实现地区生产总值926.79亿元，同比增长3.6%。

2017~2019年，黔西南州一般公共预算收入分别为114.38亿元、117.89亿元和109.69亿元；其中，2019年一般公共预算收入同比下降7.0%，税收收入66.93亿元，占比61.02%，同期，财政平衡率为28.80%，财政自给能力较弱。2019年末，黔西南州地方政府债务余额为493.37亿元。2020年1~9月，黔西南州实现一般公共预算收入70.44亿元，同比下降15.9%；其中，税收收入为34.41亿元，同比下降33.7%。

表3：2019年黔西南州经济及财政概况（亿元）

地区	GDP	一般公共预算收入	财政平衡率
黔西南州	1,272.80	109.69	28.80%

资料来源：黔西南州政府官网，中诚信国际整理

从黔西南州下辖县市来看，2020年1~10月，兴仁市实现一般公共预算收入7.51亿元；安龙县实现一般公共预算收入7.46亿元，同比增长5.56%；贞丰县和晴隆县分别实现一般公共预算收入6.69亿元和3.33亿元，分别同比下降11.22%和32.15%；2020年1~8月，册亨县实现一般公共预算收入4.20亿元，同比下降18.76%；2020年1~6月，望谟县实现一般公共预算收入3.47亿元，同比下降13.80%。

总体来看，黔西南州经济实力逐年增强，工业实现稳步增长；但同时，黔西南州近年来经济增速有所放缓，一般公共预算收入呈下滑趋势，财政平衡率较低，且地方政府债务水平较高。此外，黔西南州下辖各县市财政收入规模普遍较小，且2019年以来受降税降费影响多呈下滑趋势，未来黔西南州各县市经济及财政情况值得关注。

黔西南州水资源相对丰富，为水利基础设施的建设创造了良好的自然条件；资金管理制度和投融资机制改革为全州水利基础设施建设投融资提供了重要思路和必要支持

黔西南州属典型的低纬度高海拔山区，全州地形西高东低，北高南低，海拔大多在1,000~2,000米之间，同时气候属亚热带湿润气候区，全年气候温和，雨量充沛，年平均降雨量约1,352.8毫米。州内的水资源主要来源于天然降水，境内河流均属珠江流域，分南盘江、北盘江和红水河三大流域水系，南盘江在州内流长264公里，流域面积6,522 km²，占全州地域面积的38.83%；北盘江在州内流长94千米，总流域面积8,758 km²，占全州地域面积的52.15%；红水河在州内流长流长44千米，流域面积1,515 km²。黔西南州河流长度大于10km的河流共有106条，流域面积大于20 km²的河流有102条。丰富的水资源为黔西南州水利设施的建设和运转提供了良好的自然条件。

为保障州内水利基础设施建设的顺利开展，根据黔西南州人民政府2012年11月下发的《黔西南州骨干水源工程建设项目和资金管理规定实施细则》（州府办发[2012]184号），针对黔西南州的骨干水源工程项目，建设资金由财政全额负担，大型骨干水源工程项目的建设资金由中央和省级财政全额出资，中型骨干水源工程项目建设资金除中央、省级财政出资部分外，州级财政出资60%，县级财政出资40%，小（一）型、小（二）型骨干水源工程建设资金原则上由县（市）财政承担60%，州财政承担40%，州、县（市）出资部分可先由黔西南水投通过融资解决，此外，州级财政每年从年度财政预算中安排1,000万元，县（市）级财政每年从年度财政预算中安排1,000万元以上，作为骨干水源工程建设的专项建设资金，以后逐年递增；针对建设形成的水利资产，州财政出资形成的资产由黔西南州水务局授权黔西南水投管理；县（市）出资形成资产由县（市）人民政府或委托单位管理；通过融资渠道解决建设资金形成的资产，项目建成后

所产生的收益按照投资比例进行分配。根据《贵州省黔西南州水利发展“十三五”规划》，黔西南州政府规划开工的骨干水源工程项目共计155座，其中大型水库项目1座，中型水库16座，小（一）型水库97座，小（二）型水库41座，预计总投资279.56亿元。

为进一步创新水利投融资机制，增强政府投资引导作用，拓宽水利基础设施建设的融资渠道，黔西南州人民政府印发了《黔西南州深化水利投融资体制改革实施方案》，对州内水利基础设施建设工作提出以下机制：

一是要建立健全保障有力的政府投入机制。各级政府要通过预算安排、发行地方政府债券等方式，保持水利建设投入的合理增长；按照《省人民政府关于印发<贵州省地方水利建设基金筹集和使用管理实施细则>的通知》（黔府发〔2011〕30号）要求，足额提取地方水利建设基金，落实从土地出让收益中计提12%用于农田水利建设的政策；同时，对需要支持的水利经营性项目可采取资本金注入方式投入，也可采取投资补助、贷款贴息、政府购买服务等方式引导金融资本和其他社会资本投入。

二是要建立健全投融资机制。各县市可通过资本金注入、资产划转等方式充实水利投融资企业；与省、州两级水利投融资平台积极合作，可采取委托融资代建、股份合作、资产划转等方式，解决各县市水利建设配套资金问题；要完善政府购买服务目录，将水利投融资企业提供的公共或公益性服务纳入政府购买服务内容；允许水利建设贷款以项目自身收益、其他经营性收入或地方政府财政专项预算资金等作为还款来源；允许以水库水电站、农田水利等水利资产作为合法抵押担保物；允许以水利建设项目产生的预期收益权作为质押担保融资贷款；鼓励州、县投融资企业按照市场化运作原则，与金融资本及其它社会资本合作设立水利建设投资基金。

三是要建立健全共赢发展的社会资本合作机制。各县市要积极盘活现有水利等国有资产，选择

一批已建水利工程，通过股权出让、委托经营、整合改制等方式，吸引社会资本参与，筹集的资金用于水利工程建设；结合实际，选择建设—运营—移交（BOT）、建设—拥有一运营（BOO）、建设—拥有一经营—转让（BOOT）等社会资本参与的投资方式；各县市应统筹城乡供水，实行水源工程、供水排水、污水处理、中水回用等一体化建设运营，对公益性较强的水利项目，可采取配置经营性资源，或与经营性较强的项目组合开发；对兼有公益性和经营性的水利工程建设投入，应按功能、效益合理分摊和筹措，政府投入形成的公益性资产归政府所有，不参与生产经营收益分配，通过政府购买服务方式补助企业承担的公益性项目。通过税费减免、以奖代补等方式来鼓励社会投资。

总体来看，黔西南州水资源相对丰富，为水利基础设施的建设创造了良好的自然条件，骨干水源工程项目由各级财政和投融资企业合作保障建设的开展，针对各类水利基础设施建设项目，从政府投入、融资方式和社会资本合作等方面进行了机制深化改革，为全州水利基础设施建设投融资提供了重要思路和必要支持。

业务运营

公司作为黔西南州重要的水利基础设施投融资主体和水务一体化的主要实施主体，承担了大量的水利基础设施建设项目及为整个黔西南州提供了供水供电等市政公用服务，业务主要分为水利基础设施建设、自来水售水、供电、管网安装维修和建材销售五个板块。

近年来，公司营业总收入逐年下滑，水利基础设施建设收入和自来水售水收入仍是公司收入的最主要构成。受投资进度减缓的影响，水利基础设施建设代建收入有所减少；受益于公司运营水厂和售水量增加，自来水售水收入稳步上升；供电收入较为稳定；其他收入逐年增加，对营业收入起到一定补充作用，主要系近年来公司业务拓展，收购的子公司业务逐步步入正轨，经营持续向好所致。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~6
水利基础设施建设业务	3.39	2.70	2.51	1.21
自来水售水业务	1.52	1.60	1.80	0.91
管网安装维修业务	0.12	0.16	0.15	0.07
供电业务	0.12	0.14	0.14	0.07
建材销售业务	0.07	0.40	0.24	0.12
其他业务	0.22	0.28	0.30	0.15
合计	5.44	5.27	5.14	2.52
占比	2017	2018	2019	2020.6
水利基础设施建设业务	62.26	51.25	48.93	47.84
自来水售水业务	27.97	30.31	35.01	35.95
管网安装维修业务	2.28	3.01	2.86	2.74
供电业务	2.30	2.62	2.69	2.65
建材销售业务	1.23	7.51	4.58	4.94
其他业务	3.96	5.30	5.93	5.88
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：1、其他收入主要包括运输业务收入、融资服务费、安装及材料收入和销售收入；2、合计数与明细加总有所差异，主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司依托黔西南州水利发展“十三五”规划，承接业务量较有保障，但代建项目需要垫资建设，且回款均来自各县市财政，结算周期相对较长，对资金形成占用；自建项目尚需投资规模较大，需关注后续资金平衡情况

公司作为黔西南州重要的水务一体化实施主体，由公司本部及下属各水利投资子公司负责对黔西南州下属县、市区域范围内水利基础设施项目进行委托代建。

公司水利基础设施建设业务由公司本部或子公司与各县市的项目业主方签订《建设项目总包协议书》，对工程项目实施代建，并按工程实际支出的110%~113%确认代建收入，项目建设时由公司先垫付资金，按工程进度结算，业主单位按协议书约定支付结算资金。公司水利基础设施建设项目涉及的征地及移民事务由各县市的移民局负责，相关资金由各县市财政负担，公司仅负责水利基础设施主体工程的前期准备及建设工作。

根据《贵州省黔西南州水利发展“十三五”规划》，黔西南州政府未来规划开工骨干水源工程项目共计155座，其中大型水库项目1座，中型水库16座，小(1)型水库97座，小(2)型水库41座，

预计总投资 279.56 亿元，中央和省级补助的配套资金约为 230.38 亿元，剩余为地方配套资金。公司计划参与其中的 13 座中型水库等项目的委托代建管理，将有效推动其代建业务的发展。

截至 2020 年 6 月末，公司主要在建水利基础设施建设项目共 6 个，预计总投资 27.93 亿元，已投资 11.97 亿元，未来仍需投资 15.96 亿元；其中，

2020 年计划投资 2.27 亿元，1~6 月已投资 1.13 亿元。公司拟建水利基础设施项目共 4 个，预计总投资 75.17 亿元，拟建项目投资规模较大。同时，考虑到公司代建项目需要垫资建设，且回款均来自各县市财政，结算周期相对较长，对资金形成占用，中诚信国际将对公司项目资金安排及后续结算进度予以关注。

表 5：截至 2020 年 6 月末公司主要在建委托代建水利基础设施项目（亿元）

项目名称	业主单位	合同造价	已投资额	2020 年计划投资	建设周期	所属规划级别
贞丰县七星水库工程项目	贞丰县瑞丰有限公司	6.20	2.00	0.40	38 个月	贵州省骨干水源工程项目
册亨县册亨水库工程项目	册亨县利优城乡基础设施建设有限公司	6.37	0.63	0.08	29 个月	贵州省骨干水源工程项目
晴隆县西泌河水库工程项目	晴隆县清泉水资源开发有限公司	5.17	1.64	0.35	36 个月	贵州省骨干水源工程项目
安龙县月亮田水库	安龙县小型骨干水源工程有限责任公司	0.45	0.24	0.04	--	贵州省骨干水源工程项目
望谟县纳坝水库工程	望谟县晨阳服务有限公司	4.80	3.42	0.60	24 个月	贵州省骨干水源工程项目
贵州省望谟县望谟河综合治理工程	贵州红水河开发有限公司	4.94	4.04	0.80	36 个月	--
合计	--	27.93	11.97	2.27	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2020 年 6 月末公司主要拟建委托代建水利基础设施项目（亿元）

项目名称	业务单位	预计总投资	未来投资计划	
			2021	2022
美女山水库	安龙县汇龙水务建设有限责任公司	51.00	10.00	11.00
小河水库	普安县水利投资有限责任公司	3.92	1.00	1.00
冗赖水库	册亨县水利建设投资有限公司	6.25	1.10	9.00
双龙水库	贞丰县水资源投资开发投资有限公司	14.00	2.00	2.00
合计	--	75.17	14.10	23.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司还投资建设部分供水配套项目，用于改善供水条件，提升供水能力和水源地建设改造等，建设投入资金通过每年实现的供水收入来进行平衡。截至 2020 年 6 月末，公司共有 7 个供水配套项目，计划总投资 20.35 亿元，已投资 12.07 亿元，其中

2020 年 1~6 月已投资 0.35 亿元，未来尚需投资 8.28 亿元。由于供水配套的自建项目投入较多，且未来主要依靠供水收入进行平衡，公司未来项目投资压力较大。

表 7：截至 2020 年 6 月末公司主要供水配套项目的建设情况（亿元）

项目名称	项目类型	总投资额	已投资额
册亨县城镇供水建设项目	供水工程及设备安装	6.00	2.04
晴隆县城新城区雨水排水工程	雨水灌渠建设	1.34	0.69
兴仁县城市给排水改扩建工程项目	供排水及配套设备建设	6.09	3.20
贞丰县县城供水二期工程	供水厂及配套设备建设	1.35	1.39
安龙县农村饮水安全巩固提升一期工程	供排水及配套设备建设	2.50	2.50
安龙县 8 万吨水厂扩建工程	供排水及配套设备建设	3.04	2.24
望谟县东街水厂附属工程	供水厂及配套设备建设	0.03	0.01
合计	--	20.35	12.07

注：部分项目总投资额有所变动系统计口径差异所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，除了水利基础设施项目外，公司还建设了望谟县易地扶贫生态移民搬迁项目。该项目是望谟县布依小城安置点开展的工程项目，由子公司望谟县城镇建设开发有限公司具体实施，包含房屋建筑工程、场地平整工程、农贸市场工程、弱电工程、路灯安装工程及幼儿园工程等，资金来源主要为公司自筹。项目预计总投资为 9.81 亿元，截止 2020 年 6 月末，累计已投资 3.57 亿元。

公司自来水售水业务在各县区域具有一定的区域专营优势，自来水供应收入稳步提升且结算周期短，

表 8：截至 2020 年 6 月末公司各水厂运营主体及水厂情况

子公司	所属区县	水厂名称	投产年份（年）	供水能力		
				设计供水能力 (万吨/日)	供水面积 (平方公里)	服务人口 (万人)
兴仁市供水总公司	兴仁市	双山水厂	2003	7.50	96	24.20
兴仁市供水总公司	兴仁市	团坡水厂	2011	1.50		
兴仁市供水总公司	兴仁市	城东水厂	2019	1.00	50	6.30
望谟县供水总公司	望谟县	望谟县水厂	2003	1.75	52	8.00
望谟县供水总公司	望谟县	东街水厂	2011	1.00	60	8.00
晴隆县水务总公司	晴隆县	城西水厂	2001	3.50	38.40	7.60
晴隆县水务总公司	晴隆县	天门洞水厂	1992	1.00		
普安县给排水公司	普安县	云顶水厂	1981	2.50	24	4.00
普安县给排水公司	普安县	南山水厂	2019	0.80	20	2.00
普安县青山供水有限责任公司	普安县	青山水厂	1998	0.50	24	2.30
普安县楼下供水有限责任公司	普安县	楼下水厂	2001	0.38	20	1.80
册亨县自来水公司	册亨县	田坪水厂	1983	1.25	56	6.20
册亨县自来水公司	册亨县	纳福水厂	2017	1.50	58	8.00
安龙县水务总公司	安龙县	海农水厂	1992	1.25	20	3.50
安龙县水务总公司	安龙县	城西水厂	2004	2.25	28	4.20
安龙县水务总公司	安龙县	钱相水厂	2004	2.75	24	3.00
安龙县水务总公司	安龙县	竹林湾水厂	1998	0.50	8	0.50
合计			--	30.93	578.40	89.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2017~2019 年及 2020 年 1~6 月，公司售水量分别为 4,713.50 万吨、4,825.69 万吨、5,063.48 万吨和 2,533.74 亿元，呈逐年增长态势。同期，公司分别实现售水收入 1.52 亿元、1.60 亿元、1.80 亿元及 0.91 亿元，亦逐年稳步增长。受当地居民生产生活习惯以及区域经济发展水平的限制，目前居民人均自来水消费量仍较低，未来随着消费升级等因素影响，公司自来水供水业务仍有一定的成长空间。

表 9：2017~2020 年 6 月末公司自来水业务主要经营指标

项目	2017	2018	2019	2020.6
水厂（座）	13	13	17	17

能够为公司带来相对稳定的收入和现金流

公司自来水售水业务主要为自来水生产和自来水销售，目前供水业务区域涵盖黔西南州下属 6 个县市，具体业务主要由各县市的 8 家水务子公司承担。公司下属水务子公司均拥有所在地供水特许经营权，在当地具有一定的区域专营性。截至 2020 年 6 月末，公司自来水厂数为 17 座；全年设计供水能力为 30.93 万吨/日，自来水供应面积约 578.40 平方公里，供应服务人口约 89.60 万人。

表 8：截至 2020 年 6 月末公司各水厂运营主体及水厂情况

设计供水能力 (万吨/日)	26.63	26.63	30.93	30.93
售水量 (万吨/年)	4,713.50	4,825.69	5,063.48	2,533.74
平均售水单价 (元/吨)	3.23	3.31	3.31	3.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水价方面，黔西南州各县自来水价格主要由当地政府根据《贵州省城镇供水价格管理办法》的规定，并结合各县自身价格管理权限、县实际情况以及用水性质不同，由当地县人民政府自行确定。公司自来水水价由自来水费和水资源费（部分县未收取该费用）构成，未包含到户水价中代收的污水处理费。

水费收缴方面，公司根据用户端水表计量的实际用水量，按月向用户收取水费，用户缴费方式主要包括营业厅缴纳和银行代缴两种，其中以营业厅缴纳为主。目前，各水务子公司均在所在县市的主要居民区域内设有营业厅，公司水费回收率保持在99.5%左右，近年来整体回收率较高。

近年来，公司水力发电业务和管网安装业务运营良好，区域相对固定，且结算周期较短；建材业务继续维持原有业务模式，但上述三项业务整体收入规模不大，对公司营业收入的补充作用有限

公司供电业务的运营主体为子公司普安县地方电力总公司三板桥电力公司（以下简称“三板桥电力公司”），经营业务包括发电和供电两部分。三

板桥电力公司拥有独立的供电区域，主要为普安县三板桥片区、黄皮塘片区及南京桥片区，供电面积约62.4平方公里，供电户数1.5万户，供电服务人口约1.9万人。公司下属水电子公司供电业务所生产的水电通过输电线路输送至三板桥变电站并入南方电网或通过自有电网，将电能输送至意向用电企业或居民。

截至2020年6月末，公司拥有3座水电站，总装机规模为0.67万千瓦，从运营情况来看，2019年，公司全年发电量和售电量均为0.38亿千瓦时，实现业务收入0.14亿元；近年来均未变化，但整体规模较小。受现有装机规模和供电区域限制，未来公司水力发电业务成长空间相对有限。

表10：截至2020年6月末公司水电站情况

所属公司	水电站名称	所属流域	总装机(kw)	设计年利用小时数(h)	多年平均发电量(万千瓦时)	额定水头(m)	总库容(万立方米)
普安县地方电力总公司三板桥电力公司	三板桥电站	乌都河	1,500	4,500	675	11.22	--
	黄皮塘电站	虎跳河	1,200	5,000	600	12.50	22.50
	南京桥电站	干流河	4,000	4,500	1,800	23.50	1,080

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表11：近年来公司水力发电业务主要运营指标

项目	2017	2018	2019	2020.6
电站数量(座)	3	3	3	3
期末控股装机容量(万千瓦)	0.67	0.67	0.67	0.67
发电量(亿千瓦时)	0.32	0.38	0.38	0.19
销售量(亿千瓦时)	0.32	0.38	0.38	0.19
平均售电价格(元/千瓦时)	0.39	0.36	0.36	0.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售电价方面，根据用户分类不同，基本分为居民生活用电、非居民生活用电、商业用电、非工业及普通工业用电、大工业用电及农业生产用电六类，每类电价均不一致，并针对除居民生活用电外的其他几类用户实行阶梯电价标准。

从电费结算方面来看，三板桥电力公司发电后输送至意向用电企业，并且以电表计量实际供电量，按月向愿意并且已经接受本公司发电供应服务的客户直接收取电费收入，一般每月收取一次；对居民用户供电一般直接向用户全额现金收取，多余的电量实施上网供电，丰水期上网供电一般由当地供电公司根据实际上网电量定期统一结算，相关电

费收回及时。

公司管网安装维修业务主要包括外部工程业务、供水设备安装业务及维修改造业务，其中外部工程业务主要系为房地产公司、物业公司、学校、企事业单位等提供室内外供排水设施及系统的安装业务；供水设备安装业务包括为用水家庭、单位的智能水表安装；维修改造业务是对客户破损、老化或临时故障的管道、水表等供水设备进行维修改造的业务。公司管网安装维修业务区域覆盖黔西南州六个县市区域，具体业务开展由下属的8个水务子公司承担。近年来公司管网安装业务发展平稳。

从业务模式来看，目前公司管网安装维修业务分为自营和外包两种模式，自营模式即下属具备安装资质的子公司在承接安装工程后，直接与用户签订安装合同，自行施工完成该项安装工程，并按照合同收取安装费用；外包模式即子公司与用户签订安装合同并约定收取安装费用事宜，再通过招标等方式，确认外部工程施工单位并签订工程承包合

同，具体工程施工由外部施工单位完成，待工程完工验收后，再由子公司与施工方进行结算。

在收入结算方面，子公司对居民用户供水管道、水表的安装及维修一般直接向用户全额现金收取；而外部工程业务一般按照各经营子公司与客户签订的安装合同执行，安装合同将约定安装工程项目的具体费用结算方式，包括预付金额、施工进度量与对应需支付金额、结算时间要求等。

公司建材销售业务主要由子公司黔西南州禹工工贸有限公司（以下简称“禹工工贸”）和贵州同益新型建材有限公司（以下简称“同益新材”）负责运营。禹工工贸主要负责公司建材商贸业务的运营，在获得客户订单需求后向上游供应商采购相关商品，并销售给下游客户；同益新材为公司 2018 年纳入合并范围的控股子公司，负责建材产品的生产和销售。

公司建材销售主要为水利项目建设的建材需求方提供塑料管材供应及配套服务，并为集团内部水利水务建设施工提供原材料供应，外部客户主要为当地企业或在当地承接水利水务工程的施工单位。公司在签订销售合同后，根据客户需求安排产品生产和发货，并根据合同金额在合同约定时间内收取建材货款。

新增年产 60 万吨瓦楞纸的市场化项目，但投资规模较大，项目未来收益存在不确定性

公司除承担黔西南州区域内的水利基础设施建设任务和部分的自来水供应和水力发电业务外，公司积极进行市场化探索。年产 60 万吨瓦楞纸建设项目是公司进行市场化运营探索的重要尝试，该项目由鹏昇纸业负责运营，为本次募投项目。鹏昇纸业成立于 2011 年 11 月，注册资本 4,600 万元，是贵州省首家包装纸板研发、生产及销售的综合实体企业，截至 2020 年 9 月末，公司持有鹏昇纸业 100% 的股权。

该项目厂址位于贵州省黔西南州安龙经济开发区新桥镇工业园区，该区域位于滇黔桂三省结合

部，占地面积 286,624.03 平方米，项目投产后以废纸为主要原料，生产包装纸板，根据项目可研报告，预计项目主要生产原材料为废纸浆，投产后可年产 59.57 万吨包装纸板，其中瓦楞纸 25.20 万吨，箱板纸 34.37 万吨。

该项目采用 EPC 总承包模式建设，总承包方为中国轻工业长沙工程有限公司，项目预计总投资 17.24 亿元，截至 2020 年 10 月末已投资 14.19 亿元；目前项目正在安装设备中，部分设备已处于调试状态，预计 2020 年 12 月部分生产线可投入运营，可研报告显示生产期内年平均利润总额为 1.75 亿元。该项目是公司进行市场化运营的重要尝试，但投资规模较大，市场化程度高，未来收益存在不确定性。

战略规划及管理

公司已初步建立了符合自身发展的组织架构和较为完善的管理体系，但对子公司的管控能力有待加强；公司战略规划符合公司的定位，未来公司将以水利水务业务为主，拓展水务水利衍生产业，并积极拓展其他领域业务，形成多业务板块协同发展

公司不设股东会，由黔西南州国资委按照《公司法》及《公司章程》的规定行使职权。根据《公司法》及其他有关法律、行政法规、规范性文件及公司章程的要求，公司已建立了由董事会、监事会和经营管理层组成的经营决策体系。

管理方面，公司结合实际情况制定了一系列管理制度，涵盖财务管理、关联交易、安全生产管理和对子公司的管控等。公司建立的各项规章制度，完善了治理结构，能够促使公司各项运作规范化，为公司的持续稳定发展奠定了基础。但同时，中诚信国际关注到，公司业务多集中于黔西南州下属各县市，并由所属县市范围内对应的子公司作为业务运营主体，公司对各子公司的管控能力有待加强。

根据公司发布的近三年战略规划，公司的总体目标为：依托黔西南州发展实际，以水务项目的投

资、建设、运营、管理一体化经营为目标，实施“突出主业、多元发展”战略；按照现代企业制度的要求，着力加强公司现代管理体制建设、资本运作能力建设、企业文化与品牌建设。努力打造管理科学、运营规范、创新发展、效益突出的现代水利水务投资企业。要以水务供水产业为核心，做好供水发展规划。此外，要以多元化业务为补充，不断培育新的增长点。公司的战略规划符合公司的定位，未来公司将以水利水务业务为主，拓展水务水利衍生产业，并积极拓展其他领域业务，形成多业务板块协同发展格局。

财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年三年连审审计报告以及公司提供的未经审计的2020年上半年度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制，本评级报告均采用期末数。

盈利能力

公司业务板块较多，受益于毛利率水平较高的自来水业务收入逐年增长，综合毛利率呈上升趋势，盈利能力整体有所改善，但部分板块毛利率水平仍较低；收现比指标逐年改善

近年来，公司综合毛利率水平稳中有升，主要系毛利率水平较高的自来水售水业务收入逐年增长所致。分板块来看，水利基础设施建设业务毛利率保持相对平稳；自来水售水业务毛利率整体维持在较高水平，主要系当地较低的生产成本所致；管网安装维修业务毛利率2019年大幅提升，主要系部分业务成本计入自来水售水业务所致；建材销售业务板块，由于2018年新增子公司同益新材具备建材生产能力，较多的项目储备使得当年建材销售业务的毛利率较上年提升，2019年随着业务进入平稳运营阶段，毛利率有所下降，2020年1~6月因原材料成本波动使得毛利率进一步下降；2019年及2020年

1~6月，供电业务和其他业务毛利率均有一定程度的下滑。

表 12：近年来公司主要板块毛利率（%）

毛利率	2017	2018	2019	2020.1~6
水利基础设施建设业务	10.67	10.55	10.50	10.08
自来水售水业务	74.53	71.18	69.20	68.85
管网安装维修业务	10.15	17.61	45.56	45.41
供电业务	29.52	23.47	10.00	8.49
建材销售业务	12.55	23.16	15.13	10.96
其他业务	70.24	62.88	36.01	32.47
营业毛利率	31.33	33.20	33.77	33.50

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用合计主要以管理费用和财务费用为主，管理费用主要为折旧摊销费用及员工相关支出。近年来，公司期间费用及期间费用率均呈波动上升趋势；其中，2018年较上年增幅较大，主要系当年员工工资支出增加较多所致；2019年管理费用及财务费用均较上年减少，期间费用率降至15.77%。整体来看，公司期间费用管控能力有待进一步优化。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，受益于营业毛利率的提高，经营性业务利润呈逐年增长趋势。从2018年起，公司将收到的政府补助计入其他收益。2017~2019年及2020年1~6月，公司收到的政府补助分别为0.71亿元、0.81亿元、0.77亿元和0.41亿元，对公司利润形成重要补充。主要得益于水利基础设施项目的回款增多，公司收现比指标逐年改善。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~6
管理费用	0.46	0.63	0.57	0.28
财务费用	0.13	0.25	0.21	0.10
期间费用合计	0.59	0.91	0.81	0.39
期间费用率	10.91	17.30	15.77	15.45
经营性业务利润	1.08	1.63	1.68	0.86
其他收益	--	0.81	0.77	0.41
资产减值损失	0.16	0.18	0.20	--
营业外损益	0.76	0.00	-0.00	-0.00
利润总额	1.68	1.48	1.49	0.86
收现比	0.39	0.97	1.17	1.01

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

随着业务持续推进，公司总资产和净资产均有所增长，存货为公司资产的最主要构成，资产整体流动性较弱；公司债务规模亦有所增长，但资产负债率和总资本化比率仍维持在较低水平，债务结构较为合理

公司资产主要由存货、其他应收款、预付账款、在建工程、固定资产和持有至到期投资构成，近年来有所增长。具体来看，存货为公司资产的最主要构成。截至 2019 年末，公司存货账面价值为 67.36 亿元，主要为土地使用权，土地资产面积约为 16,434 亩，账面价值为 64.54 亿元；其中出让地 3,862.17 亩，账面价值为 33.89 亿元，大部分已缴纳出让金，主要为商业用地和商服用地。公司其他应收款主要系公司与黔西南州地方国有企业或者单位的往来款及借款，应收对象主要系兴义市精准扶贫开发投资有限公司、中国轻工业长沙工程有限公司和册亨县财政局等，回收风险相对较低。此外，公司预付款项主要系未结算的预付工程款。公司在建工程主要系扩建工程项目的投入，近年来随着项目建设持续推进而逐年增加。公司固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备、运输工具及办公设备等构成，包括主营业务相关水库资产、下属 13 座水厂的供水、净水设备，以及黔西南州各县城区供水管网、运输设备、办公设备、电子设备等。2019 年，公司新增持有至到期投资 10.80 亿元，系国泰元鑫锦鑫 1 号单一资产管理计划。整体而言，公司资产主要由土地使用权及工程项目成本构成，加之应收类款项对公司资金形成一定占用，公司资产整体流动性较弱。2020 年 6 月末，公司总资产较 2019 年末减少 0.28 亿元，资产构成变动较小。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.6
总资产	121.07	124.02	135.20	134.92
货币资金	10.64	4.30	2.77	4.11
存货	66.87	67.70	67.36	67.50
其他应收款	13.22	15.36	15.86	14.68
预付款项	8.47	6.30	6.26	5.96
持有至到期投资	--	--	10.80	10.29

在建工程	10.17	16.62	18.49	18.84
固定资产	5.08	5.27	6.48	6.39
应收类款项/总资产	13.15	14.79	13.57	12.70

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由股东资本投入、资本公积及未分配利润构成，受益于未分配利润的累积，近年来保持小幅增长态势。截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益合计为 83.76 亿元，实收资本和资本公积分别为 5.00 亿元和 67.98 亿元，公司资本公积主要来源于政府注入的水库、股权、土地等资产及拨款形成的其他资本公积。

公司总负债主要由有息债务和其他应付款构成。随着水利工程项目建设的推进，公司有息负债规模亦有所增长，截至 2020 年 6 月末，公司总债务上升至 42.24 亿元，同期公司资产负债率和总资本化率均波动增长，但因所有者权益相对较大，两者均维持在较低水平。近年来，公司短期债务占总债务的比重较低，公司债务结构较为合理，但随着债务集中到期，2019 年短期债务占比提升较大。

表 15：近年来公司资本结构及资产质量相关指标
(亿元、X、%)

	2017	2018	2019	2020.6
所有者权益合计	80.18	81.51	82.94	83.76
实收资本	5.00	5.00	5.00	5.00
资本公积	67.98	67.98	67.98	67.98
未分配利润	4.25	5.65	7.08	7.90
总负债	40.89	42.52	52.27	51.16
其他应付款	3.54	5.06	8.98	6.55
总债务	35.72	36.19	41.04	42.24
短期债务/总债务	0.05	0.08	0.21	0.23
资产负债率	33.77	34.28	38.66	37.92
总资本化比率	30.82	30.75	33.10	33.52

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

由于项目回款情况好转，近年来公司经营活动净现金流逐年增长；EBITDA 和经营活动净现金流均可对利息支出形成足额覆盖，但对债务本金覆盖能力均较弱；公司面临较大的短期偿债压力

经营活动方面，2017~2019 年，公司经营活动现金流为净流入状态且逐年增长，主要系近两年项

目建设投入较少，加之公司承接的部分水库代建项目工程款项逐步得到回收所致；受益于此，同期收现比指标亦有所改善。投资活动方面，近年来，公司投资活动现金流持续呈净流出状态，2019年缺口加大主要系新增国泰元鑫锦鑫1号单一资产管理计划10.80亿元所致。筹资活动方面，公司筹资活动净现金流受融资力度影响而呈波动态势；其中，2018年呈净流出状态，主要系公司当年取得银行借款的现金大幅减少所致。

近年来，公司总债务规模有所增长，但经营活动净现金流亦呈逐年增长态势，故其对债务本息的覆盖能力均有明显改善，但对债务本金的保障能力仍较弱；加之EBITDA逐年减少，总债务/EBITDA随之上升，EBITDA对利息的保障能力波动下降，但仍可足额覆盖。此外，公司短期债务增长较快，货币资金对短期债务的覆盖能力持续弱化，截至2020年6月末，公司货币资金/短期债务下降至0.42倍，公司面临较大的短期偿债压力。

表16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.6
经营活动净现金流	1.15	1.26	4.05	1.06
投资活动净现金流	-7.09	-2.83	-13.39	0.46
筹资活动净现金流	7.90	-4.77	7.81	-0.18
收现比	0.39	0.97	1.17	1.01
EBITDA	2.12	1.96	1.96	--
总债务/EBITDA	16.84	18.42	20.98	--
EBITDA利息覆盖倍数	1.97	1.63	1.71	--
经营活动净现金流/总债务	0.03	0.03	0.10	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.06	1.05	3.55	--
货币资金/短期债务	5.8	1.45	0.32	0.42

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

考虑债券回售日期后，公司未来三年存在一定到期偿债压力；尚未使用的授信额度为公司提供了一定的备用流动性支持；公司对外担保规模相对较大

截至2020年6月末，公司总债务为42.24亿元，2020年7~12月及2021~2022年，公司到期债务分别为5.69亿元、5.50亿元和3.24亿元。考虑债券回售日期后，公司2022年到期债务规模增加至18.24亿元，未来三年存在一定的到期偿债压力。

表17：截至2020年6月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2020.7-12	2021	2022	2023及以后
到期金额	5.69	5.50	3.24	27.81

注：2023年及以后到期债务中包含具有回售权的债券——“19黔水债”和“19黔水债03”，余额分别为10.00亿元和5.00亿元，回售行权日期分别为2022/7/22和2022/10/28。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2020年6月末，公司共获得银行授信额度61.71亿元，其中未使用授信额度为35.91亿元，尚具备一定的备用流动性。

截至2020年6月末，公司受限资产合计为25.28亿元，全部为用于融资而抵押受限的土地，占当期末总资产的比重为18.74%。

截至2020年6月末，公司对外担保余额为32.00亿元，占当期末净资产的比重为38.20%，规模和占比均相对较大。

表18：截至2020年6月末公司对外担保概况（亿元）

担保对象	企业性质	担保余额
贵州红水河开发有限公司	国有企业	1.80
册亨县利优城乡基础设施建设有限公司	国有企业	5.45
贵州金州电力有限责任公司	国有企业	7.00
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	国有企业	4.00
黔西南州畅达养老产业有限责任公司	国有企业	2.10
贞丰县旅游文化投资开发有限公司	国有企业	2.10
贵州博远工程建设有限责任公司	国有企业	4.00
兴义市万峰林旅游集团有限公司	国有企业	3.05
晴隆腾兴工程管理服务有限公司	国有企业	2.50
合计	--	32.00

注：因四舍五入，加总数与合计数存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至2020年10月20日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

支持能力

近年来，黔西南州经济实力逐年增长，加之黔西南州水资源相对丰富，为水利基础设施的建设创造了良好的自然条件，骨干水源工程项目由各级财政和投融资企业合作保障建设的开展，针对各类水

利基础设施建设项目建设，从政府投入、融资方式和社会资本合作等方面进行了机制深化改革，为全州水利基础设施建设投融资提供了重要思路和必要支持，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

支持意愿

公司作为黔西南州重要的水利基础设施投融资主体和水务一体化的主要实施主体，职能突出，区域地位重要。股东背景及功能定位决定了公司的竞争优势，使得公司具有较强的市场竞争力和良好的发展空间。

近年来，公司在资产划拨及财政补贴等方面得到了当地政府一定的支持。2016年，册亨县和望谟县的子公司分别收到当地财政局拨款2.09亿元和11.23亿元，用于缴纳土地出让金，同年安龙县政府将安龙县汇龙水务建设有限公司无偿划入，合计增加公司资本公积15.31亿元；2017年，黔西南州向公司拨入马岭水库专项资金3.00亿元，参与组建项目公司以建设马岭水库，增加公司资本公积3.00亿元。2017~2019年及2020年1~6月，公司收到的政府补助分别为0.71亿元、0.81亿元、0.77亿元和0.41亿元。

中诚信国际认为，鉴于黔西南州经济实力稳步增强，当地水能资源较为丰富，公司所经营的供水业务在当地具有区域专营的特点，以及历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东的大力支持，具有较好的抗风险能力。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定黔西南州水资源开发投资有限公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；评定“2020年第二期黔西南州水资源开发投资有限公司绿色公司债券”的债项信用等级为**AA**。

中诚信国际关于 2020 年第二期黔西南州水资源开发投资有限公司绿色公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

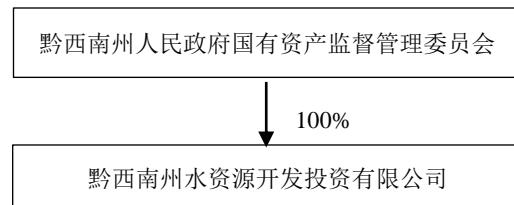
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

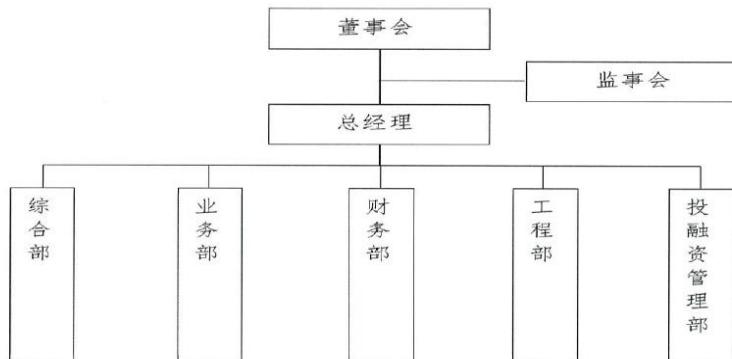
中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 12 月 7 日

附一：黔西南州水资源开发投资有限公司股权结构图与组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



序号	子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)		级次
			直接	间接	
1	黔西南州永泰旅游开发有限责任公司	20,000.00	100	-	一级
2	黔西南州泉源水务有限责任公司	20,000.00	100	-	一级
3	贵州新风土建设工程有限公司	5,000.00	100	-	一级
4	望谟县城镇建设开发有限公司	12,000.00	100	-	一级
5	兴仁县供水总公司	10,800.00	100	-	一级
6	黔西南州水投能源开发有限公司	5,000.00	100	-	一级
7	黔西南州禹工工贸有限公司	5,000.00	100	-	一级
8	安龙县水务总公司	444.70	100	-	一级
9	册亨县自来水公司	186.00	100	-	一级
10	晴隆县水务总公司	120.00	100	-	一级
11	望谟县供水总公司	20.80	100	-	一级
12	贞丰县水资源开发利用有限公司	138,654.10	87.09	-	一级
13	普安县水利投资有限责任公司	39,700.00	93.2	-	一级
14	安龙县汇龙水务建设有限公司	25,025.00	79.92	-	一级
15	黔西南州水投申源工程建设有限公司	1,398.00	70	-	一级
16	册亨县水利建设投资有限公司	26,600.00	56.39	-	一级
17	贵州同益新型建材有限公司	5,000.00	-	51	二级
18	贵州鹏昇(集团)纸业有限责任公司	4,600.00	100	-	一级
19	普安县地方电力总公司三板桥电力公司	4,200.00	-	93.2	二级
20	黔西南州绿翼植物有限公司	1,000.00	-	51	二级
21	普安县给排水公司	69.00	-	93.2	二级
22	普安县楼下供水有限责任公司	65.00	-	93.2	二级
23	普安县青山供水有限责任公司	56.39	-	93.2	二级
24	贵州鹏华废纸回收有限公司	5,000.00	-	100	二级
25	贵州鹏翼置业有限公司	2,000.00	-	100	二级
26	贵州鹏鸿贸易有限公司	2,000.00	-	100	二级
27	贵州鹏博物流有限公司	2,000.00	-	100	二级
28	贵州鹏图包装印刷有限公司	2,000.00	-	100	二级



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：黔西南州水资源开发投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.6
货币资金	106,366.17	42,978.84	27,717.56	41,117.56
应收账款	27,014.83	29,888.35	24,825.18	24,513.48
其他应收款	132,234.15	153,579.27	158,630.20	146,830.20
存货	668,715.32	677,017.20	673,631.03	675,012.39
长期投资	16,615.15	31,810.26	139,887.54	134,823.01
在建工程	101,666.06	166,229.39	184,894.84	188,394.84
无形资产	405.42	496.78	522.02	496.55
总资产	1,210,723.82	1,240,249.25	1,352,031.18	1,349,187.48
其他应付款	35,385.29	55,190.77	94,651.64	70,328.84
短期债务	18,344.16	29,633.60	85,520.47	98,377.61
长期债务	338,827.07	332,217.76	324,831.30	324,031.30
总债务	357,171.23	361,851.36	410,351.76	422,408.90
总负债	408,880.85	425,195.38	522,670.51	511,590.90
费用化利息支出	2,658.41	2,807.31	2,649.88	--
资本化利息支出	8,104.51	9,242.14	8,765.61	--
实收资本	50,000.00	50,000.00	50,000.00	50,000.00
少数股东权益	28,881.17	28,127.29	28,045.69	28,034.68
所有者权益合计	801,842.97	815,053.88	829,360.68	837,596.58
营业总收入	54,371.28	52,681.60	51,372.88	25,191.51
经营性业务利润	10,835.57	16,321.19	16,811.85	8,608.23
投资收益	-4.85	235.60	77.27	36.09
净利润	14,275.18	13,664.91	13,833.82	8,235.90
EBIT	19,486.67	17,620.76	17,552.60	--
EBITDA	21,214.18	19,648.12	19,558.09	--
销售商品、提供劳务收到的现金	21,462.36	51,155.38	60,256.04	25,392.00
收到其他与经营活动有关的现金	9,079.98	11,374.01	11,689.43	6,653.35
购买商品、接受劳务支付的现金	9,498.20	37,565.21	17,951.75	15,403.37
支付其他与经营活动有关的现金	2,366.59	2,551.93	3,733.73	1,729.27
吸收投资收到的现金	30,000.00	21.00	475.00	0.00
资本支出	52,289.35	13,309.05	10,853.00	500.00
经营活动产生现金净流量	11,460.33	12,599.39	40,471.76	10,634.05
投资活动产生现金净流量	-70,859.50	-28,268.57	-133,867.63	4,600.62
筹资活动产生现金净流量	79,004.92	-47,718.15	78,134.59	-1,834.67
财务指标	2017	2018	2019	2020.6
营业毛利率(%)	31.33	33.20	33.77	33.50
期间费用率(%)	10.91	17.30	15.77	15.45
应收类款项/总资产(%)	13.15	14.79	13.57	12.70
收现比(X)	0.39	0.97	1.17	1.01
总资产收益率(%)	1.70	1.44	1.35	--
资产负债率(%)	33.77	34.28	38.66	37.92
总资本化比率(%)	30.82	30.75	33.10	33.52
短期债务/总债务(X)	0.05	0.08	0.21	0.23
FFO/总债务(X)	0.06	0.05	0.05	--
FFO 利息倍数(X)	1.83	1.63	1.74	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.06	1.05	3.55	--
总债务/EBITDA(X)	16.84	18.42	20.98	--
EBITDA/短期债务(X)	1.16	0.66	0.23	--
货币资金/短期债务(X)	5.80	1.45	0.32	0.42
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.97	1.63	1.71	--

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年三年连审审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年半年度财务报表整理，各期财务报表均按照新会计准则编制且本评级报告均采用期末数；2、2020 年半年度财务报表未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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 / 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项
	长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他债务调整项
	总债务 = 长期债务 + 短期债务
	资产负债率 = 负债总额 / 资产总额
	总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)
	长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资
	应收类款项/总资产 = (应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 总资产
盈利能力	营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金成本 + 退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险合同准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费费用
	营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本合计) / 营业总收入
	期间费用合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用
	期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入
	经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 研发费用 - 财务费用 + 其他收益
	EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额
	EBIT 利润率 = EBIT / 当年营业总收入
	EBITDA 利润率 = EBITDA / 当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流) = 经营活动净现金流 - 营运资本的减少 (存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加)
	收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
	资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数 = FFO / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 = 经营活动净现金流 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。