

黔西南州水资源开发投资有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：桂兰杰 ljgui@ccxi.com.cn

项目组成员：陈 诚 chchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 24 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1123 号

黔西南州水资源开发投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1”和“20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2”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

二零二二年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1”和“20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了黔西南州经济持续增长，为公司发展提供了良好外部环境；公司平台地位重要，业务具有一定的区域专营性以及政府补助较为稳定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水利基础设施建设项目资本支出压力较大，供水配套项目资金平衡情况有待关注；对子公司的管控能力有待加强，县域项目建设进展及回款情况易受当地经济财政状况影响以及对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险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）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	135.20	166.81	196.60
所有者权益合计（亿元）	82.94	96.45	105.08
总负债（亿元）	52.27	70.36	91.52
总债务（亿元）	41.04	59.13	78.10
营业总收入（亿元）	5.14	5.09	18.20
经营性业务利润（亿元）	1.68	1.57	1.63
净利润（亿元）	1.38	1.31	1.64
EBITDA（亿元）	1.96	1.99	2.63
经营活动净现金流（亿元）	4.05	2.31	2.53
收现比(X)	1.17	1.35	1.34
营业毛利率(%)	33.77	32.06	14.28
应收类款项/总资产(%)	13.57	20.81	22.13
资产负债率(%)	38.66	42.18	46.55
总资本化比率(%)	33.10	38.00	42.64
总债务/EBITDA(X)	20.98	29.76	29.70
EBITDA 利息倍数(X)	1.71	1.38	0.99

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2019~2021 年审计报告整理；2、公司各期财务报告均按照新会计准则编制，本报告财务数据均采用财务报表期末数。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

黔西南州水资源开发投资有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	1.62	7
	收现比(X)*	1.31	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.77	6
	受限资产占总资产的比重(X)	0.13	7
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	105.08	8
	总资本化比率(X)	0.43	8
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			a+
BCA			a+
支持评级调整			2
评级模型级别			AA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正 面

■ 黔西南州经济持续增长，为公司发展提供了良好外部环境。

2021 年，黔西南州实现地区生产总值 1,506.37 亿元，经济总量进一步提升；GDP 增速为 9.3%，位列贵州省内第 2 位，持续增长的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。

■ 平台地位重要，业务具有一定的区域专营性。

公司作为黔西南州最重要的水利基础设施投融资主体及水务领域龙头企业，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。

■ 政府补助较为稳定。

2021 年，公司收到财政补贴 0.74 亿元，为公司业务运营起到一定支持作用。

关 注

■ 水利基础设施建设项目资本支出压力较大，供水配套项目资金平衡情况有待关注。

截至 2021 年末，公司在建水利基础设施、供水配套及异地扶贫搬迁等项目仍需较大规模的投资支出，未来仍面临较大的资本支出压力。此外，供水配套项目投资规模大，且未来收益主要来源于供水收入，项目资金平衡情况有待关注。

■ 对子公司的管控能力有待加强，县域项目建设进展及回款情况易受当地经济财政状况影响。

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；且县域项目建设进展及回款情况易受当地经济财政状况直接影响，后续有待持续关注。

■ 对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。

截至 2021 年末，公司对外担保余额为 42.32 亿元，占净资产的比例为 40.27%，部分被担保对象存在一定经营风险，或有负债风险需关注。

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，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ 可能触发评级下调因素。

黔西南州经济大幅下滑且短期内难以恢复，公司地位下降，致使股东及各方支持能力和支持意愿均减弱；公司对子公司的管控能力持续弱化，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。

评级历史关键信息

黔西南州水资源开发投资有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1 (AA)	2021/06/28	李文、周依	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
	20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2 (AA)				
AA/稳定	20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2 (AA)	2020/12/07	李春辉、周依、陈小鹏	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA/稳定	20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1 (AA)	2020/09/08	张逸菲、李昊	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

同行业比较

同区域其他基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表						2.67
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (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	196.60	105.08	46.55	18.20	1.64	2.53
黔西南州城市建设投资 (集团) 有限公司	190.08	107.17	43.62	17.99	2.08	1.44

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1	AA	AA	2021/06/28	7.00	7.00	2020/09/25~2027/09/25	债券提前偿还
20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2	AA	AA	2021/06/28	2.80	2.80	2020/12/25~2027/12/25	债券提前偿还

注：“20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1”和“20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2”均设置本金提前偿付条款，即自债券存续期第 3 年末起，逐年分别兑付债券本金的 20%。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1”募集资金 7.00 亿元，其中 3.50 亿元用于贵州鹏昇（集团）纸业有限责任公司“年产 60 万吨包装纸项目”（以下简称“包装纸项目”），3.50 亿元用于补充公司营运资金。“20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2”募集资金 2.80 亿元，其中 1.40 亿元用于贵州鹏昇（集团）纸业有限责任公司包装纸项目，1.40 亿元用于补充公司营运资金。截至本报告出具日，上述债项募集资金均已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，

但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，

以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021 年，黔西南州经济增速位列省内前列，经济总量进一步提升；同时，黔西南州财政自给能力仍偏弱，地方政府债务负担较重

黔西南州系贵州省下辖自治州，位于黔、滇、桂三省（区）结合部，是黔桂滇三省（区）毗邻地区重要的商品集散地和商贸中心。黔西南州下辖 2 市 6 县 1 新区，全州总面积 16,804 平方公里，根据第七次全国人口普查，全州常住人口 301.51 万人。

黔西南州水能、矿场及生态资源丰富，具备较好的发展潜力。全州水能理论蕴藏量为 312.5 万千瓦（界河以半数计），可供开发的水能资源发电量达 1000 万千瓦以上，是全国三大水电基地之一的红水河水电基地的重要组成部分。黔西南州境内已发现矿藏 41 种，占全省发现矿种的一半，其中煤炭资源是“西南煤海”的重要组成部分，已探明储量 75.28 亿吨，远景储量 190 多亿吨，名列全省第三位；金矿资源已探明的特大型矿床 1 处、大型矿床 4 处、

中型矿床 1 处、小型矿床 4 处及矿点、矿化点数十处，保有储量占贵州省的 90% 以上，已探明的地质储量约 500 金属吨，远景储量 1,000 吨以上，被中国黄金协会命名为“中国金州”。

2021 年，黔西南州实现地区生产总值 1,506.37 亿元，同比增长 9.3%，增速为贵州省内第 2 位。其中，一、二、三产增加值分别增长 7.6%、10.3%、9.2%，规模以上工业增加值增长 12.5%；固定资产投资增长 3.8%。同期，黔西南州一般公共预算收入为 113.56 亿元，同比增长 0.38%，其中税收收入为 47.80 亿元，增长 5.08%，税收占比同比上升 1.88 个百分点至 42.09%；财政平衡率为 29.74%，财政自给能力依然较弱。受新冠疫情及房地产行业宏观调控政策持续影响，2021 年黔西南州政府性基金收入同比下降 4.19% 至 151.12 亿元。截至 2021 年末，黔西南州政府债务余额为 684.83 亿元，接近政府债务限额 692.49 亿元，债务负担较重。

2021 年，公司水利基础设施建设已完工项目回款情况较好，在建委托代建项目稳步推进；水务一体化 PPP 项目、供水配套项目投资规模较大，业务可持续性较好；但供水配套项目未来收益主要来自供水收入，资金平衡情况有待关注

目前，公司仍为黔西南州最重要的水利基础设施投融资建设主体和水务一体化的主要实施主体，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（不含兴义市）水利基础设施项目进行委托代建。

跟踪期内，公司水利基础设施建设业务的经营主体、业务模式未发生变化，由公司本部或子公司与各县市的项目业主方¹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

¹ 水利基础设施建设项目业主单位通常为各县市国有企业。

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。

截至 2021 年末，公司已完工水利基础设施建设项目累计投资 9.02 亿元，累计确认收入 9.01 亿元，且已回款 8.86 亿，回款情况较好。

表 1：截至 2021 年末已完工水利基础设施项目（亿元）

项目名称	已投资	已确认收入	已回款
贵州省望谟县望谟河综合治理工程	4.28	4.28	4.23

表 2：截至 2021 年末主要在建委托代建水利基础设施项目（亿元）

名称	业主单位	总投资	已投资额	2022 年计划投资	所属规划级别
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	2.58	0.50	贵州省骨干水源工程项目
贞丰县七星水库工程项目	贞丰县瑞丰医疗投资开发有限公司	6.20	3.20	0.60	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	0.93	0.80	贵州省骨干水源工程项目
合计	--	17.74	6.71	1.90	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年以来，公司以 PPP 模式承接了黔西南州水务一体化项目建设，该项目共包括 9 个子项目，分布在黔西南州的 2 市 6 县 1 区，各县（市、区）政府委托其下辖的国有企业作为政府方出资代表，公司作为中标社会资本方，与其共同成立 PPP 项目公司，公司持股比例通常为 60%。水务一体化项目已纳入财政部 PPP 项目库，计划总投资 95.27 亿元，其中资本金为 22.70 亿元，由各项目公司股东按照持股比例缴纳，回报机制均为可行性缺口补助。2021 年，册亨、普安等 6 个水务一体化子项目进入执行阶段，总投资 63.91 亿元，2021 年末累计已投资 12.18 亿元。截至 2022 年 4 月末，上述 6 个水务一体化在建项目获得国家开发银行批复授信 37.97 亿元，已到位资金 24.07 亿元。此外，2021 年公司中标贵州省黔西南州兴义市城区生活污水治理 PPP

望谟县纳坝水库	4.13	4.12	4.05
月亮田水库	0.61	0.61	0.58
合计	9.02	9.01	8.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司主要在建委托代建水利基础设施建设项目共 3 个，均为贵州省骨干水源工程项目，预计总投资 17.74 亿元，尚需投资 11.03 亿元，其中 2022 年计划投资 1.90 亿元。

项目，项目总投资 17.13 亿元，资本金比例为 20%，回报机制亦为可行性缺口补助，截至本报告出具日，该 PPP 项目尚处于采购阶段。

近年来，公司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进行平衡。截至 2021 年末，公司主要在建供水配套项目仍为兴仁县城市给排水改扩建工程等 5 个项目，计划总投资 18.97 亿元，2021 年投入 1.84 亿元，年末累计投资 13.50 亿元。

综合来看，公司未来投资压力主要集中于水务一体化 PPP 项目。同时，由于供水配套项目投资规模亦较大，且未来主要依靠供水收入进行平衡，项目资金平衡情况有待关注。

表 3：截至 2021 年末主要在建水务一体化及供水配套项目情况（亿元）

项目名称	项目类型	总投资	已投资额	投资计划	
				2022	2023
册亨水务一体化 PPP 项目	水务一体化	11.34	2.72	2.55	2.87
普安水务一体化 PPP 项目	水务一体化	10.91	4.11	2.35	1.98
兴仁水务一体化 PPP 项目	水务一体化	10.78	2.15	2.03	2.63
义龙新区水务一体化 PPP 项目	水务一体化	10.56	0.50	0.07	0.12
安龙水务一体化 PPP 项目	水务一体化	10.12	0.07	0.10	0.14
贞丰水务一体化 PPP 项目	水务一体化	10.20	2.62	1.68	2.02
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	4.07	0.36	0.35
册亨县城镇供水建设项目	供水工程及设备安装	6.00	3.16	0.75	0.80
安龙县 8 万吨水厂扩建工程	供排水及配套设备建设	3.04	2.90	0.08	0.07

安龙县农村饮水安全巩固提升一期工程	供排水及配套设施建设	2.50	2.50	0.00	0.00
新城城区雨水排水工程	雨水灌渠建设	1.34	0.87	0.10	0.12
合计	--	82.88	25.68	10.07	11.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司承建的望谟县易地扶贫生态移民搬迁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。项目计划总投资为9.81亿元，2021年投入0.13亿元，年末累计已投资3.77亿元。

目前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；2021年因原子公司安龙县水务总公司²（以下简称“安龙水务”）划出影响，售水量及售水收入同步下降

公司自来水售水业务主要为自来水生产和自来水销售，且主要面向居民用户，目前供水业务区域覆盖黔西南州下属6个县市（除兴义市、贞丰县以外的县市），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。跟踪期内，受安龙水务无偿划出影响，公司供水能力有所下降，截至2021年末，公司自来水厂数为13座；全年设计供水能力为24.18万吨/日，自来水供应面积约498.40平方公里，供应服务人口约78.40万人。

表4：截至2021年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	96.00	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		
望谟县供水总公司	望谟县	望谟县水厂	2003	1.75	52.00	8.00
望谟县供水总公司	望谟县	东街水厂	2011	1.00	60.00	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	24.00	4.00
普安县给排水公司	普安县	南山水厂	2019	0.80	20.00	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	24.00	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	20.00	1.80
册亨县自来水公司	册亨县	田坪水厂	1983	1.25	56.00	6.20
册亨县自来水公司	册亨县	纳福水厂	2017	1.50	58.00	8.00
合计			--	24.18	498.40	78.40

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。

2021年，公司平均售水单价仍为3.31元/吨。

² 2021年1月，安龙县水务总公司无偿划转给安龙县财政局，故2021年度不再纳入黔西南水投合并报表范围。

但由于安龙水务划出对公司供水能力造成一定程度削弱，售水量下降 15.82%至 4,606.04 万吨，当期公司实现售水收入 1.52 亿元，同比下降 15.57%。

表 5：近年来公司自来水业务主要经营指标

项目	2019	2020	2021
水厂（座）	17	17	13
设计供水能力（万吨/日）	30.93	30.93	24.18
售水量（万吨/年）	5,063.48	5,471.71	4,606.04
平均售水单价（元/吨）	3.31	3.31	3.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

综合来看，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。

跟踪期内，供电业务和管网安装维修业务有序开展，对公司营业总收入及现金流形成一定补充

供电业务：跟踪期内，公司供电业务未发生重大变化。业务运营主体仍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。

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大类，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。

截至 2021 年末，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，2021 年，公司全年发电量和售电量回升至 0.30 亿千瓦时，平均售电价格仍为 0.36 元/千瓦时，售电收入亦增至 0.11 亿元，但尚未恢复至 2019 年水平。供电业务成本相对固定，发电量受流域流量年度变化影响有所下行，2020~2021 年产生持续亏损，业务毛利率分别为-25.67%和-7.68%，其中 2021 年亏损程度有所收窄。

表 6：截至 2021 年末公司水电站概况

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 7：近年来公司水力发电业务主要运营指标

项目	2019	2020	2021
电站数量（座）	3	3	3
期末控股装机容量（万千瓦）	0.67	0.67	0.67
发电量（亿千瓦时）	0.38	0.26	0.30
销售量（亿千瓦时）	0.38	0.26	0.30
平均售电价格（元/千瓦时）	0.36	0.36	0.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

管网安装维修业务：公司管网安装维修业务为

自来水售水业务配套业务，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。

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。

随着用户管网设备的更新升级，2021年公司管网安装维修业务量有所减少，当期实现收入0.12亿元，同比下降33.42%。

跟踪期内，公司供电和管网安装维修业务经营情况相对稳定，且结算周期较短，对公司营业收入及现金流入起到补充作用。

受益于水务一体化项目建设陆续启动，2021年公司建材销售业务规模快速扩大

公司建材销售业务以生产、销售塑料建材商品为主，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。公司建材销售业务由子公司贵州同益新型建材有限公司（以下简称“同益新材”）和子公司黔西南州禹工工贸有限公司（以下简称“禹工工贸”）开展。

同益新材负责建材原料的采购、建材商品的生产，主要产品包括PE管材、PVC管材和管件；截

至2021年末，同益新材PE管材和PVC管材产能分别为3万吨/年和2万吨/年，产能利用率分别为29.33%和34.00%，较2020年分别提升约23个百分点和14个百分点，主要受益于随着公司水务一体化项目的逐步启动，管材供应量增加；总体来看，目前同益新材产能利用率处于较低水平，闲置产能有待释放。

禹工工贸主要负责公司建材商贸业务的运营，从建材生产商处采购商品转销施工方客户，主要贸易产品包括钢材、PE管材和PVC管材。结算模式上，根据客户需求，货物采取一次性交付、分期交付或陆续供货三种模式向下游客户发货，根据合同约定，定期向下游客户收取建材货款。

表8：2021年建材销售业务产品结构（万元/吨、万元）

产品	同益新材		禹工工贸	
	销售单价	销售额	销售单价	销售额
PE 管材	1.18	10,384.00	1.19	7,389.16
PVC 管材	0.89	6,052.00	0.90	4,314.72
钢材	--	--	0.58	23,518.84
其他	--	3,637.20	--	73.97
合计	--	20,073.20	--	35,296.69

注：根据同益新材和禹工工贸单体报表数据整理，与合并口径存在差异。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从客户区域分布来看，同益新材产品主要供应黔西南州内客户；禹工工贸则以黔西南州外客户居多，主要为钢材产品的销售。

表9：2021年公司建材销售业务客户区域分布

客户区域	同益新材	禹工工贸	合计
黔西南州内	91.56%	2.58%	34.84%
黔西南州外	8.44%	97.42%	65.16%

注：根据同益新材和禹工工贸单体报表数据整理，与合并口径存在差异。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年，公司建材销售业务收入为4.90亿元，同比增长5.47倍，主要受益于水务一体化项目建设的推进，施工方建材需求上升。在该项目建设周期内，公司建材销售业务预期将有可观的增长空间。

跟踪期内，随着包装纸项目投产，纸制品销售业务成长为公司最主要的收入来源；包装纸二期项目建设目前进展较为缓慢；综合来看，纸制品销售业务市场化程度高，项目投资规模较大，现有产能尚未

充分利用，未来收益情况有待持续关注

纸制品销售为公司新拓展市场化业务，由子公司贵州鹏昇（集团）纸业有限责任公司（以下简称“鹏昇纸业”）负责运营。公司包装纸项目位于贵州省黔西南州安龙经济开发区新桥镇工业园区，总投资 17.24 亿元，截至 2021 年末累计投入资金 17.14 亿元。该项目于 2020 年 11 月投产，2021 年，鹏昇纸业累计生产包装纸 36.77 万吨，产能利用率约 61.28%，实现销售收入 9.47 亿元，业务毛利率为 11.31%。

表 10：公司纸制品销售业务运营情况

产品	产能 (万吨)	产量 (万吨)	平均售价 (元/吨)	销售额 (亿元)
瓦楞纸	25.00	24.76	3,172.18	7.64
箱板纸	35.00	12.01	3,418.20	3.94
合计	60.00	36.77	--	11.59

注：根据鹏昇纸业单体报表数据整理，与合并口径存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料采购方面，该项目以回收废纸作为纤维原料，废纸供应商主要为贵州、云南和广西各地的废纸收购站、打包站和个体户，已形成较为稳定的回收网络。鹏昇纸业与废纸供应商签署意向协议，就供应商年度、月度的废纸供应量进行约定。废纸由鹏昇纸业按照《贵州鹏昇纸业（固废）验收标准》进行验收，价格由鹏昇纸业根据当期市场行情确定收购价。废纸在项目公司原料场内交货，运输及运输费用由供应商承担。鹏昇纸业将在验收后十日内付款。原材料成本为纸制品业务主要成本项，2021 年在业务成本中的比重约为 84.48%，其次为制造费用与人工成本。

表 11：2021 年纸制品销售业务前五大供应商情况(万元、%)

供应商	采购原材料	采购金额	采购占比
个体户	废纸	10,654.02	11.58
个体户	废纸	6,018.55	6.54
个体户	废纸	8,864.59	9.63
个体户	废纸	6,490.20	7.05
个体户	废纸	4,713.82	5.12
合计	--	36,741.17	39.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

下游客户方面，纸制品销售主要面向贵州本地

及云南、广西、广东等周边地区的纸制品加工销售企业，其中 2021 年，华南地区和西南地区销售额占比分别为 58.88%和 32.02%。鹏昇纸业与客户签订产品销售合同，协议约定鹏昇纸业箱板纸、瓦楞纸年度供应总量。客户需按照《贵州鹏昇纸业原纸技术指标》为质量要求和技术标准进行验收。产品价格由双方根据当期市场行情另行协商确定。付款方式为先款后货。交货地点主要为鹏昇纸业成品仓库，卸货、运输及对应费用由客户承担。自 2022 年 4 月 1 日起，广东、云南区域开始推行一票制送货出厂业务模式，运费由客户支付货款时一次性付给鹏昇纸业，鹏昇纸业再付给物流公司，交货地址为双方约定的指定地点，卸货费用由客户承担。

表 12：2021 年纸制品销售业务前五大客户情况(万元、%)

客户	销售产品	销售金额	销售占比
纸哆哆供应链（深圳）有限公司	箱板纸、瓦楞纸	12,545.81	13.25
广州启润纸业有限公司	箱板纸、瓦楞纸	7,289.81	7.70
广西溥润纸业有限公司	箱板纸、瓦楞纸	5,445.01	5.75
青岛兴阳园林绿化工程有限公司	箱板纸、瓦楞纸	4,983.32	5.26
昆明阳宗海开发有限公司	箱板纸、瓦楞纸	4,559.71	4.81
合计	--	34,823.66	36.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，鹏昇纸业规划建设的二期项目包括新增 25 万吨/年高强瓦楞纸、35 万吨/年箱板纸的产能，预计总投资规模为 18.45 亿元。受国家能耗指标、环评指标、国内国际疫情防控形势复杂等因素影响，二期项目前期手续办理进展较为缓慢，截至 2022 年 4 月末，尚未明确正式开工时间。

综合来看，2021 年为公司包装纸项目投产首年，该项目对公司收入贡献较为突出，但产能利用率仍有较大提升空间。此外，包装纸项目投资规模较大，市场化程度高，下游需求变化、市场竞争状况、供应商及客户稳定性、未来收益实现情况等均有待持续关注。

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 2019~2021 年度审计报告，各期财务报表均按照新会计准则编制，本报告财务数据均采用期末数。

2021 年，受益于纸制品和建材销售业务规模扩大，公司营业收入显著增长；在收入结构变动影响下，公司营业毛利率虽明显下降，但净利润同比回升，盈利能力有所改善

2021 年，受益于包装纸项目投产以及建材销售业务规模扩大，公司营业收入显著增长。从收入结构来看，纸制品销售业务跃升为公司最主要收入来源，在当期营业收入中占比达到 52.03%；建材销售收入同比亦大幅增长 5.47 倍，上述两项业务带动公司营业收入突破 18.20 亿元。公司其他主营业务中，除供电业务收入略有增长外，水利基础设施建设、自来水售水及管网安装维修业务收入均有所下滑，但对公司总体收入规模影响较小。

毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率同比下降 17.78 个百分点，主要在于毛利率水平相对偏低的纸制品销售、建材销售收入规模大幅上升；其中建材销售业务毛利率持续走低，系公司根据市场供需状况，调整销售价格以抢占消费场所致。其他主营业务中，供电业务仍为亏损状态，亏损幅度有所收窄；水利基础设施建设业务等其他主营业务毛利率较上年存在小幅波动。

表 13：近年来公司收入结构及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
水利基础设施建设业务	2.51	2.07	1.86
自来水售水业务	1.8	1.81	1.52
供电业务	0.14	0.09	0.11
管网安装维修业务	0.15	0.18	0.12
纸制品销售业务	--	--	9.47
建材销售业务	0.24	0.76	4.90
其他业务	0.3	0.18	0.22
营业总收入	5.14	5.09	18.20
毛利率	2019	2020	2021
水利基础设施建设业务	10.50	10.08	11.37
自来水售水业务	69.21	70.09	66.94
供电业务	9.98	-25.67	-7.68
管网安装维修业务	45.56	11.61	13.98
纸制品销售业务	--	--	11.31

建材销售业务	15.14	7.22	2.49
其他业务	36.02	59.46	74.28
综合毛利率	33.77	32.06	14.28

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2021 年，公司期间费用主要为管理费用、研发费用及财务费用。其中，随着鹏昇纸业纸制品销售业务的开展，跟踪期内公司折旧摊销费用同比增长 133.07%至 0.32 亿元，管理费用较上年增长 44.90%；同时，研发费用 2021 年增至 0.48 亿元，财务费用与上年基本持平。总体来看，公司期间费用规模有较大额增长，但因跟踪期内营业收入增幅突出，期间费用率降至 9.29%。

公司利润总额仍主要来源于经营性业务利润。2021 年，公司获得的财政补贴虽有所减少，但受益于业务毛利润同比增长 59.21%，经营性业务利润和利润总额止降回升。此外，2021 年，公司未发生资产减值损失，净利润亦同比增长。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目	2019	2020	2021
期间费用	0.81	0.92	1.69
期间费用率(%)	15.77	18.02	9.29
利润总额	1.49	1.40	1.72
经营性业务利润	1.68	1.57	1.63
其他收益	0.77	0.87	0.74
资产减值损失	-0.20	-0.25	--
净利润	1.38	1.31	1.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司总资产、所有者权益及总债务均保持增长；财务杠杆率继续上升，总体仍处于合理水平；受部分债券进入回售期影响，公司短期债务比重显著上扬，但债务期限结构依旧良好

2021 年末，公司总资产同比增长 17.86%，其中流动资产仍主要由货币资金、其他应收款和存货构成，其中，货币资金较上年末小幅增长，受限比例为 5.83%；其他应收款在其他企业借款和往来款增加影响下，期末增长 29.28%至 41.59 亿元，前五大应收对象为主要为贵州省内企业，款项性质为借款；从账龄上看，一年及一年以上的款项占比为 21.31%，形成一定程度的资金占用。2021 年末，公

司存货余额与上年末基本持平，结构上仍以土地使用权为主，其占比达到 97.75%。

表 15：2021 年末公司其他应收款前五明细（亿元）

单位名称	款项性质	金额
贵州金州电力集团有限责任公司	借款	2.00
贵州放马坪文化旅游投资有限公司	借款	8.28
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	借款	3.45
兴义市精准扶贫开发投资有限公司	借款	3.60
中国轻工业长沙工程有限公司	借款	2.10
合计	--	19.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

非流动资产方面，主要的资产项目——固定资产、在建工程和无形资产同比均有较大幅度增长。其中，固定资产主要为房屋及建筑物，2021 年末占比达到 98.68%，当期因部分已达到预定可使用状态但尚未办理竣工决算的在建工程预转固，增加其账面价值 16.03 亿元。在建工程方面，随着存续项目的持续建设，以及 2021 年普安、册亨、兴仁、贞丰等水务一体化 PPP 项目进入执行阶段，期末在建工程规模增长 23.91%。此外，2021 年子公司安龙县韵源水务有限公司受让取得黔西南州安龙县脱贫攻坚农村饮水安全供水一体化 PPP 项目经营权，故期末无形资产较上年末显著增长。

公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2021 年末公司实收资本增加，系 2021 年 8 月贵州省国有资本运营有限责任公司（以下简称“省国资公司”）将 2020 年 10.90 亿元增资款（计入“资本公积”）中的 0.64 亿元增加注册资本所致；同期末，公司资本公积减少 1.33 亿元，除上述省国资公司对增资款的调整外，安龙水务无偿划出、公司收购黔西南州水投申源劳务管理有限公司 30%股权的事项致使资本公积共计减少 0.78 亿元。同期末，公司未分配利润受益于利润积累继续保持增长。此外，2021 年少数股东增加投入，期末少数股东权益同比增长 183.13%，在此影响下，公司所有者权益规模继续上升。

2021 年末，公司负债仍主要由其他应付款和有息债务构成，其他应付款主要为企业借款及单位往来款，2021 年末规模略有上升；同期末，随着项目

建设的推进，公司长期借款融资显著增加，总债务同比增长 32.10%，带动公司总负债规模亦大幅上升。

2021 年，随着债务规模的扩大，公司资产负债率和总资本化比率均呈上升趋势，当期末分别为 46.55%和 42.64%。从债务结构来看，2021 年末，由于“19 黔水 03”和“19 黔水债”将于 2022 年进入回售期，短期债务规模及占比同比显著上升。总体上，公司仍保持良好的债务期限结构。

表 16：近年来公司资本结构及债务结构情况（亿元）

	2019	2020	2021
总资产	135.20	166.81	196.60
货币资金	2.77	13.39	16.16
其他应收款	15.86	32.17	41.59
存货	67.36	66.24	66.03
固定资产	6.48	7.82	23.43
在建工程	18.49	23.85	29.55
无形资产	0.05	0.41	5.41
应收类款项/总资产(%)	13.57	20.81	22.13
所有者权益	82.94	96.45	105.08
实收资本	5.00	5.00	5.64
资本公积	67.98	78.82	77.49
未分配利润	7.08	8.42	10.16
少数股东权益	2.80	4.12	11.68
总负债	52.27	70.36	91.52
其他应付款	8.98	9.13	9.37
总债务	41.04	59.13	78.10
短期债务	8.55	5.37	20.96
短期债务/总债务(X)	0.21	0.09	0.27
资产负债率(%)	38.66	42.18	46.55
总资本化比率(%)	33.10	38.00	42.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司经营活动净现金流、EBITDA 同比均保持增长，但受当期资本化利息支出增加影响，二者对利息支出覆盖能力有所减弱；同期末，因一年内到期应付债券增加，货币资金未能对短期债务形成有效保障

2021 年，纸制品、建材销售业务的扩大使得当期销售商品、提供劳务收到的现金规模与购买商品、接收劳务支付的现金规模均大幅增长，当期经营活动净现金流同比小幅增加。同期，公司项目投

入继续扩大，以及受让特许权发生大额支出，虽收回国泰元鑫锦鑫 1 号单一资产管理计划投资款 6.44 亿元，投资活动现金净流出规模仍同比扩大。同期，受公司吸收投资收到现金大幅减少，借款融资增加而债务偿付规模下降等因素综合影响，当期筹资活动现金净流入规模有所收缩。

跟踪期内，公司经营活动净现金流、EBITDA 同比在不同程度上保持增长，但由于 2021 年公司资本化利息支出增幅较大，二者对利息支出覆盖能力有所减弱。此外，2021 年末，由于一年内到期的应付债券增加，短期债务大幅增加，货币资金/短期债务降至 0.77 倍。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	4.05	2.31	2.53
投资活动净现金流	-13.39	-7.04	-10.73
筹资活动净现金流	7.81	14.07	11.31
EBITDA	1.96	1.99	2.63
总债务/EBITDA	20.98	29.76	29.70
EBITDA 利息保障倍数	1.71	1.38	0.99
经营活动净现金流/利息支出	3.55	1.60	0.95
货币资金/短期债务	0.32	2.50	0.77

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年，公司到期债务较为集中，主要为存续私募债券进入回售期；但公司备用流动性充足，短期偿债压力相对可控；此外，公司对外担保对象多为区县级国企，面临一定的或有负债风险

2021 年末，公司总债务为 78.10 亿元，其中 2022 需偿还 20.96 亿元，包含银行借款 2.82 亿元、债券融资 15.00 亿元以及应付票据 3.14 亿元。

表 18：截至 2021 年末公司到期债务分布情况（亿元）

	2022	2023	2024	2025 年及以后
到期债务	20.96	1.04	2.24	53.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司在中国农业发展银行、国家开发银行及贵阳银行等多家银行累计获得授信 65.80 亿元，其中尚未使用额度为 32.05 亿元，备用

流动性充足。综合来看，目前公司短期债务压力相对可控。

公司受限资产主要为土地使用权及货币资金，2021 年末受限资产账面价值为 26.32 亿元，占总资产比例为 13.39%。

表 19：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.94	应付票据保证金
存货	25.28	抵押借款
无形资产	0.09	抵押借款
合计	26.32	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司对外担保余额为 42.32 亿元，占净资产的比例为 40.27%，均为对区域内国有企业提供的保证担保，部分设置了股权质押等反担保措施。公司对外担保规模较大，部分被担保对象存在一定的经营风险³，或有负债风险需关注。

表 20：截至 2021 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保对象	担保余额
安龙县宏源国有资产经营有限责任公司	11.78
贵州金州电力集团有限责任公司	5.40
贵州义龙（集团）投资管理有限公司	3.91
贵州博远工程建设有限责任公司	3.90
兴义市万峰林旅游集团有限公司	3.34
册亨县利优城乡基础设施建设有限公司	2.70
晴隆腾兴工程管理服务服务有限公司	2.50
贞丰县双峰旅游文化开发（集团）有限公司	2.22
黔西南州畅达交通建设运输（集团）有限责任公司	2.10
贵州红水河开发有限公司	1.48
贵州供销惠农惹苡实业有限公司	1.30
贵州神木营康养服务有限公司	1.00
贵州黔方有渔水产科技有限公司	0.50
贞丰县瑞丰医疗投资开发有限公司	0.20
合计	42.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 12 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行

合计 6.31 亿元。

³ 经中国执行信息公开网查询，截至本报告出具日，公司对外担保对象中贵州金州电力集团有限责任公司被列为被执行人，执行标的金额

债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

2021 年，黔西南州经济发展持续向好，为公司发展提供了良好的外部环境；公司作为黔西南州最重要的水利基础设施投融资主体及水务领域龙头企业，2021 年在财政补贴等方面继续获得较为稳定的外部支持

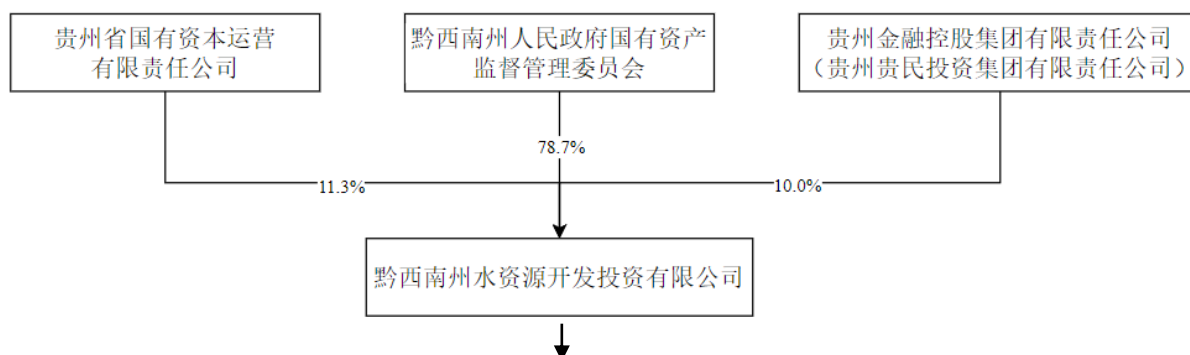
公司作为黔西南州最重要的水利基础设施投融资主体及水务领域龙头企业，近年来在资产划拨、资本金注入及财政补贴等方面得到了一定的外部支持。2021 年，公司收到财政补贴 0.74 亿元，主要系黔西南州政府给予的水利建设配套资金补助，以及各辖区县政府对地方水务公司和基础设施项目建设公司给予的资金补助。

此外，2021 年黔西南州经济实力稳步增长，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，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。

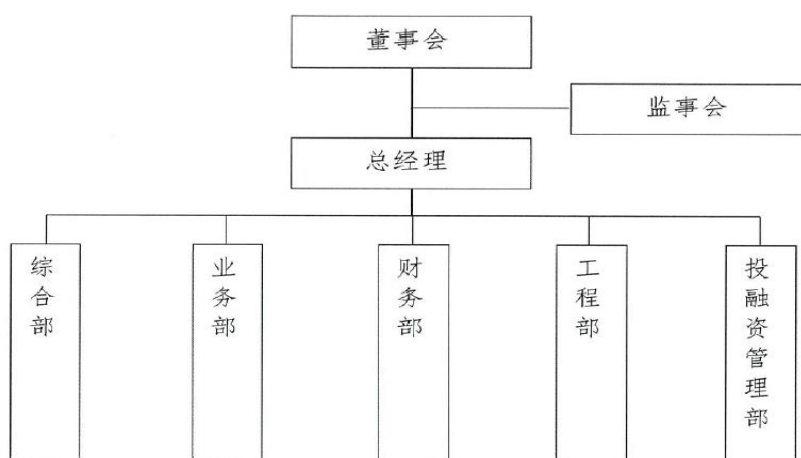
评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1”和“20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2”的债项信用等级为 **AA**。

附一：黔西南州水资源开发投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



序号	公司名称	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	序号	公司名称	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)
1	黔西南州盘江水源工程投资有限公司	2.00	100.00	15	贵州智捷工程管理有限公司	3.43	90.00
2	黔西南州永泰旅游开发有限责任公司	2.00	100.00	16	贞丰县水资源开发投资有限公司	13.87	87.09
3	黔西南州泉源水务有限责任公司	2.00	100.00	17	册亨县水利建设投资有限公司	2.66	75.04
4	望谟县城镇建设开发有限公司	1.20	100.00	18	贵州鹏昇(集团)纸业有限责任公司	11.38	74.34
5	兴仁市铭润水业有限公司	1.08	100.00	19	册亨县禹顺水资源开发有限公司	3.34	60.00
6	黔西南州水投能源开发有限公司	0.50	100.00	20	黔西南州义龙新区水资源开发投资有限公司	2.56	60.00
7	黔西南州禹工工贸有限公司	0.50	100.00	21	兴仁市宏盛源水务有限公司	2.22	60.00
8	贵州新风土建设工程有限公司	0.50	100.00	22	兴仁市浩润水务有限公司	2.22	60.00
9	贵州同益新型建材有限公司	0.50	100.00	23	贵州建泰工程管理有限公司	2.05	60.00
10	册亨县源泉供水有限责任公司	0.18	100.00	24	贞丰县鸿图水务有限责任公司	2.02	60.00
11	望谟县清源供水有限责任公司	0.17	100.00	25	贵州省普安县洮源水资源开发有限公司	1.36	60.00
12	黔西南州水投申源劳务管理有限公司	0.14	100.00	26	安龙县韵源水务有限公司	1.19	60.00
13	晴隆县水务总公司	0.01	100.00	27	普安墨金水务有限公司	2.91	51.00
14	普安县水利投资有限责任公司	3.97	93.20	28	望谟大禹开发有限公司	2.82	51.00



资料来源：公司提供

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）	2019	2020	2021
货币资金	27,717.56	133,891.66	161,633.91
应收账款	24,825.18	25,423.45	19,170.92
其他应收款	158,630.20	321,719.45	415,905.87
存货	673,631.03	662,422.86	660,268.97
长期投资	139,887.54	98,537.20	37,485.89
在建工程	184,894.84	238,496.74	295,519.27
无形资产	522.02	4,147.16	54,083.81
总资产	1,352,031.18	1,668,109.50	1,966,045.46
其他应付款	94,651.64	92,669.02	93,716.54
短期债务	85,520.47	53,658.14	209,591.57
长期债务	324,831.30	537,595.71	571,429.04
总债务	410,351.76	591,253.85	781,020.61
总负债	522,670.51	703,607.58	915,232.14
费用化利息支出	2,649.88	3,228.56	3,506.50
资本化利息支出	8,765.61	11,199.65	23,159.57
实收资本	50,000.00	50,000.00	56,369.00
少数股东权益	28,045.69	41,241.80	116,768.59
所有者权益合计	829,360.68	964,501.91	1,050,813.32
营业总收入	51,372.88	50,914.12	182,047.32
经营性业务利润	16,811.85	15,658.33	16,270.61
投资收益	77.27	817.12	1,972.69
净利润	13,833.82	13,135.59	16,433.92
EBIT	17,552.60	17,264.11	20,704.16
EBITDA	19,558.09	19,866.78	26,300.56
销售商品、提供劳务收到的现金	60,256.04	68,533.10	243,838.37
收到其他与经营活动有关的现金	11,689.43	11,840.26	17,943.49
购买商品、接受劳务支付的现金	17,951.75	24,123.15	209,593.12
支付其他与经营活动有关的现金	3,733.73	21,387.38	10,704.13
吸收投资收到的现金	475.00	127,047.80	43,330.72
资本支出	10,853.00	109,040.57	237,919.65
经营活动产生现金净流量	40,471.76	23,076.62	25,337.85
投资活动产生现金净流量	-133,867.63	-70,427.72	-107,296.91
筹资活动产生现金净流量	78,134.59	140,668.05	113,129.88
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	33.77	32.06	14.28
期间费用率(%)	15.77	18.02	9.29
应收类款项/总资产(%)	13.57	20.81	22.13
收现比(X)	1.17	1.35	1.34
总资产收益率(%)	1.35	1.14	1.14
资产负债率(%)	38.66	42.18	46.55
总资本化比率(%)	33.10	38.00	42.64
短期债务/总债务(X)	0.21	0.09	0.27
FFO/总债务(X)	0.05	0.03	0.03
FFO 利息倍数(X)	1.74	1.39	0.91
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	3.55	1.60	0.95
总债务/EBITDA(X)	20.98	29.76	29.70
EBITDA/短期债务(X)	0.23	0.37	0.13
货币资金/短期债务(X)	0.32	2.50	0.77
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.71	1.38	0.99

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2019~2021 年审计报告整理；2、各期财务报告均按照新会计准则编制，本报告财务数据均采用财务报表期末数。

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+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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
	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)
偿债能力	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。