



黔西南州水资源开发投资（集团） 有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1283 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	黔西南州水资源开发投资（集团）有限公司	AA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1”、 “20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2”	AA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为黔西南布依族苗族自治州（以下简称“黔西南州”）在贵州省内经济财政实力中等，潜在的支持能力较强；黔西南州水资源开发投资（集团）有限公司（以下简称“黔西南水投”、“公司”或“发行人”）在黔西南州水利基础设施领域发挥重要作用，对黔西南州政府的重要性高，与其维持紧密关系。中诚信国际预计，黔西南水投职能定位、业务模式稳定，业务开展具备可持续性；同时，需关注公司债务规模快速增长；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；造纸及建材生产业务闲置产能有待释放；对外担保存在或有负债风险对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，黔西南州水资源开发投资（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素： 黔西南州经济及财政实力显著且持续增强；股东向公司注入优质资产，公司资本实力显著扩充，资产质量大幅改善；盈利大幅增长且具有可持续性，各项财务指标大幅改善等。 可能触发评级下调因素： 黔西南州经济及财政实力出现不可逆的大幅下滑；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；核心业务被划出，业务不再具有可持续性和稳定性；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性急剧减少，流动性压力持续加剧等。	

正面

- **良好政策支持为区域经济发展及债务化解等提供空间。**《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（国发〔2022〕2号）（以下简称“国发2号文”）、《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（财预〔2022〕114号）（以下简称“财预114号文”）等文件的出台未来或将为黔西南州经济发展注入新的动力。
- **公司重要性高，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。
- **业务具备良好稳定性和可持续性。**跟踪期内，公司业务稳定开展，黔西南州水务一体化、供水配套项目等在建项目体量可观，对业务可持续性形成良好支撑。
- **资本实力稳步增强，债务结构合理。**2022年末，公司所有者权益规模同比增加，资本实力稳步增强；同时，公司维持以长期债务占主导的债务结构，整体财务杠杆尚处于合理区间。

关注

- **重大项目建设加大资本支出压力，债务规模快速增长。**水务一体化项目等尚在投资高峰期，加之拟建的包装纸项目三期等，公司面临投资压力较大。公司投资活动现金流缺口主要依赖外部融资覆盖，持续资本支出压力或将拉动债务规模及财务杠杆水平进一步提高。
- **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，且存在下属子公司股权被短暂划出的情形，公司对各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直接影响，后续有待持续关注。
- **造纸及建材生产业务闲置产能有待释放。**目前，公司包装纸项目和建材生产产能利用率相对不足，有待充分发掘市场需求，释放闲置产能。
- **对外担保存在或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保余额占同期未经调整所有者权益的比例为37.98%，部分被担保对象存在纳入被执行人事项，需关注对外担保对象因外部经营环境及自身经营情况变化带来的潜在或有负债风险。

项目负责人：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn
 项目组成员：陈 诚 chchen@ccxi.com.cn

评级总监：
 电话：(027)87339288

财务概况

黔西南水投（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	166.81	196.60	235.21
经调整的所有者权益合计（亿元）	91.28	96.91	103.18
负债合计（亿元）	70.36	91.52	120.86
总债务（亿元）	59.13	81.10	115.41
营业总收入（亿元）	5.09	18.20	24.97
经营性业务利润（亿元）	1.57	1.63	1.16
净利润（亿元）	1.31	1.64	1.41
EBITDA（亿元）	1.90	2.43	3.66
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.31	2.53	-0.58
总资本化比率（%）	39.31	45.56	52.80
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.32	0.91	1.06

注：1、中诚信国际根据黔西南水投提供的其经亚太（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 2021 年度和 2022 年度审计报告整理，其中，2020 年和 2021 年财务数据分别采用了 2021 年度和 2022 年度审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年度审计报告期末数；2、在计算有息债务时，本报告将公司“少数股东权益”中的带息债务调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

黔西南州水资源开发投资（集团）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 02/G20 黔水 2 (AA)	2023/03/15	--	--	阅读全文
AA/稳定	20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1 (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 02/G20 黔水 2 (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（2022 年数据）

项目	黔西南水投	黔西南城投	黔东南交旅
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	黔西南州	黔西南州	黔东南州
GDP（亿元）	1,508.69	1,508.69	1,293.08
一般公共预算收入（亿元）	113.75	113.75	65.92
经调整的所有者权益合计（亿元）	103.18	110.65	122.56
总资本化比率（%）	52.80	44.32	37.80
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.06	1.31	0.69

注：1、黔西南城投、黔东南交旅分别系“黔西南州城市建设投资（集团）有限公司”、“黔东南州交通旅游建设投资（集团）有限责任公司”的简称；2、黔东南州系黔东南苗族侗族自治州的简称。

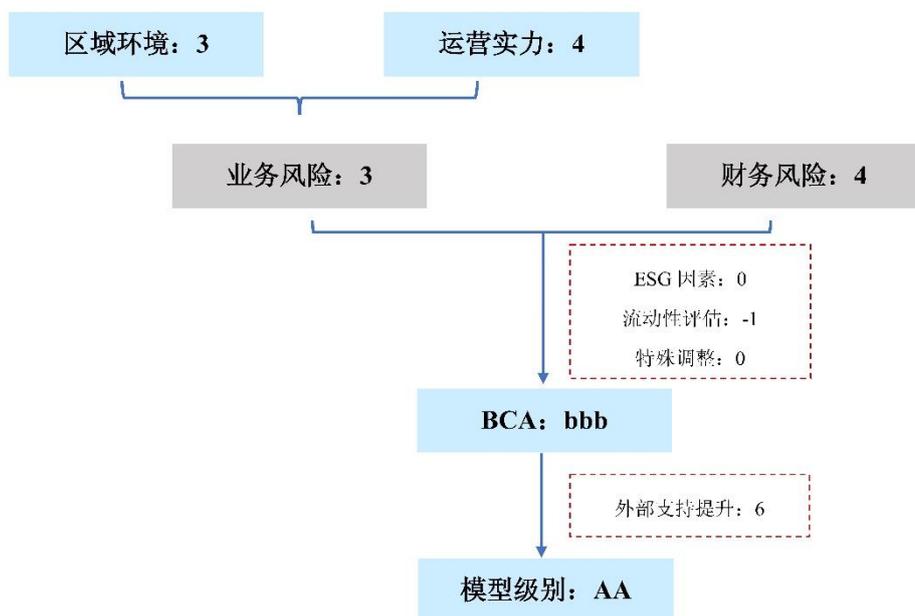
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1	AA	AA	2023/03/15	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	2023/03/15	2.80	2.80	2020/12/25~2027/12/25	债券提前偿还

评级模型

黔西南州水资源开发投资（集团）有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，近年来贵州省多地市信用风险事件频发，黔西南州区域融资环境亦受波及。企业层面，作为黔西南州最重要的水利基础设施投融资主体，公司在区域内业务竞争力较强，且业务稳定性和可持续性良好；同时，公司业务结构较为多元，纸制品销售业务成为主要的收入增长点，市场化转型逐见成效。但同时，公司水务一体化项目尚处于建设高峰期，加之拟建的包装纸项目三期等，公司面临较大资本支出压力；公司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；此外，公司包装纸项目和建材生产产能利用率尚有较大提升空间。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，受益于股东、政府持续支持及自身利润积累，公司资本实力进一步增强；公司财务杠杆水平尚处于合理区间，EBITDA 利息保障倍数等偿债指标表现良好，短期债务压力相对可控，但需关注债务增长过快，以及对外担保存在的或有负债风险。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，黔西南水投具有 bbb 的个体基础信用评估等级，反映了其较高的业务风险和适中的财务风险及流动性评估的不利影响。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，黔西南州政府支持能力较强，对公司有较强的支持意愿，主要体现在黔西南州在贵州省内经济财政实力中等；黔西南城投系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主要实施主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持，重要性高且与政府保持紧密关联。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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（以下简称“鹏昇纸业”）“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 亿元用于鹏昇纸业包装纸项目，1.40 亿元用于补充公司营运资金。截至 2022 年末，上述债项募集资金均已使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省

以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质城投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

区域环境

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，2022 年末，全州常住人口 298.69 万人，较上年末减少 1.36 万人，常住人口城镇化率为 47.89%。

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”。

黔西南州经济发展水平在省内中等，2022 年地区生产总值、固定资产投资等主要经济指标增速出现下滑。同时，受限于区位、交通等环境因素限制，黔西南州工业基础薄弱，第一产业占比高，二三产业发展不足，2022 年三次产业结构为 18.50:33.22:48.27。根据《黔西南州国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，黔西南州将推动农业、工业、服务业全面发展。一是深化农业供给侧结构性改革，全面优化种植业、养殖业基地建设布局，大力发展茶叶、食用菌、蔬菜、精品果业、中药材（含石斛）、生态畜禽、生态渔业、薏仁米、油茶、烤烟十大特色产业。二是以产业园区为载体，构建“1+3+3+4+3”的工业发展格局，“1”即以水火电为主导的能源产业；“3”即以铝、钢铁、煤化工为主导的生态载能产业；“3”即新材料、装备制造、生物制药为重点的新兴产业；“4”即以黄金、石材、水泥、玻璃为主导的矿产资源开发；“3”即以特色食品、纺织服装、林纸加工为重点的特色轻工业。三是以文化旅游产业为龙头，带动康养、会展、科技、家政和信息技术等服务业全面发展。产业布局方面，黔西南州逐步形成“一核两翼”工业组群建设。“一核”以兴义-义龙为核心，联动兴仁、安龙、贞丰城镇带，重点发展能源、信息、商贸物流、文化旅游等产业，发挥核心区域带动功能，培育黔西南经济增长极。“两翼”即“普安晴册望”特色城镇带。册亨-望谟，突出发展文化旅游、特色食品产业，建设民族风情浓郁、绿色底蕴深厚的特色城镇带。普安-晴隆，重点发展特色农业、矿产资源开发，构建产城融合、功能完善的特色城镇带。

表 1：2022 年贵州省下属地市/州经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
贵州省	20,164.58	--	5.23	--	1,886.36	--
贵阳市	4,921.17	1	7.99	1	402.16	1
遵义市	4,401.26	2	6.68	2	276.12	2
毕节市	2,206.52	3	3.22	9	119.00	3
黔南布依族苗族自治州	1,772.18	4	5.10	3	109.06	5

黔西南布依族苗族自治州	1,508.69	5	5.04	4	113.75	4
六盘水市	1,503.58	6	4.98	5	96.09	6
铜仁市	1,477.19	7	4.51	6	62.98	8
黔东南苗族侗族自治州	1,293.08	8	3.46	8	64.90	7
安顺市	1,080.92	9	4.40	7	57.56	9

注：部分地市/州的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

近年来，黔西南州财政实力提升较为缓慢，一般公共预算收入同比增速逐年放缓，其中 2021 年和 2022 年均不足 1%，且 2022 年一般公共预算收入质量和财政平衡率双双下滑。同时，2022 年政府性基金收入较上年大幅减少，对黔西南州综合财力影响较大，区域经济和财力改善情况有待关注。再融资环境方面，2022 年以来，随着国发 2 号文、财预 114 号文等文件的出台，对贵州省未来经济、社会等领域发展提供了纲领性支持，从区域协同发展、新型城镇化建设、产业导入、债务风险防范等方面给予政策支持，为区域内城投企业提供了发展机遇，为解决部分历史遗留问题提供了解决方案及路径。黔西南州政府显性债务率超过 100%，区域内城投企业主要融资渠道为银行借款和债券发行，非标融资占比较低，但贵州省部分地级市非标债务违约事件频发对区域融资环境的冲击亦波及黔西南州，2022 年黔西南州城投债净融资额为负，需关注再融资政策及区域融资环境变化情况。

表 2：近年来黔西南州地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
GDP（亿元）	1,353.40	1,506.37	1,508.69	364.36
GDP 增速（%）	4.70	9.30	-1.60	0.30
人均 GDP（万元）	4.49	5.01	5.04	--
固定资产投资增速（%）	7.50	3.80	-8.50	0.50
一般公共预算收入（亿元）	113.13	113.56	113.75	28.45
政府性基金收入（亿元）	157.73	151.12	97.51	--
税收收入占比（%）	40.21	42.09	37.78	42.39
财政平衡率（%）	27.73	29.71	28.65	26.54
政府债务余额（亿元）	594.55	684.82	725.14	--

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：黔西南州人民政府政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，结合区域融资环境状况与公司自身经营情况，黔西南水投的业务风险较高。公司经营层面，作为黔西南州最重要的水利基础设施投融资主体，公司在区域内业务竞争力较强，且近年来业务稳定推进，在建项目体量可观，业务稳定性和可持续性良好；同时，公司从事供水、供电等公用事业，并拓展纸制品销售、建材销售等市场化业务，业务结构较为多元，其中纸制品销售成为最重要的收入增长点，市场化转型逐见成效。

但值得注意的是，公司水务一体化项目尚处于建设高峰期，加之拟建的包装纸项目三期等，公司面临较大资本支出压力。其次，公司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。此外，公司包装纸项目和建材生产产能利用率尚有较大提升空间。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水利基础设施建设业务	2.07	40.72	10.08	1.86	10.19	11.37	1.60	6.42	10.61
自来水售水业务	1.81	35.46	70.09	1.52	8.37	66.94	1.63	6.51	56.82
供电业务	0.09	1.86	-25.67	0.11	0.62	-7.68	0.13	0.50	14.48
管网安装维修业务	0.18	3.56	11.61	0.12	0.66	13.98	0.10	0.39	64.78
纸制品销售业务	-	-	-	9.47	52.03	11.31	15.08	60.40	10.01
建材销售业务	0.76	14.87	7.22	4.90	26.89	2.49	6.11	24.48	2.44
其他业务	0.18	3.52	59.46	0.22	1.23	74.28	0.32	1.28	87.34
合计/综合	5.09	100.00	32.06	18.20	100.00	14.28	24.97	100.00	12.48

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水利基础设施建设

黔西南州水务一体化工程为当前公司重点建设项目，对业务可持续性形成良好支撑，但亦形成较大投资压力，同时供水配套项目未来收益主要来自供水收入，公司水利基础设施建设项目未来资金平衡情况有待关注。

跟踪期内，公司作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主要实施主体的职能定位未变，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。

业务模式方面，2022 年以来，公司业务模式亦保持稳定，即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。

业务开展方面，2022 年公司未新增已完工水利基础设施建设项目，且截至 2022 年末，公司已完工项目已全部回款。

表 4：截至 2022 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	4.28
望谟县纳坝水库	4.13	4.13	4.13
月亮田水库	0.61	0.61	0.61
合计	9.02	9.02	9.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建的委托代建水利基础设施建设项目方面，截至 2022 年末，仍主要为晴隆县西泌河水库工程项目等 3 个存续项目，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 6.50 亿元，未来两年投资节奏平稳。

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。

表 5：截至 2022 年末主要在建委托代建水利基础设施项目（亿元）

名称	所属规划级别	业主单位	总投资	已投资	2023 年计划投资	2024 年计划投资
晴隆县西泌河水库工程项目	贵州省骨干水源工程项目	晴隆县清泉水资源开发有限公司	5.17	3.11	0.47	0.50
贞丰县七星水库工程项目	贵州省骨干水源工程项目	贞丰县瑞丰医疗投资开发有限公司	6.20	4.20	0.62	0.65
册亨县册亨水库工程项目	贵州省骨干水源工程项目	册亨县利优城乡基础设施建设有限公司	6.37	3.93	0.62	0.70
合计	--	--	17.74	11.24	1.71	1.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内公司重点推进项目主要为黔西南州水务一体化工程和供水配套项目。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。2022 年，册亨、普安等 8 个在建水务一体化子项目总投资约 84.78 亿元，2022 年末累计投资 30.76 亿元。截至 2023 年 5 月末，上述公司水务一体化在建项目获得国家开发银行批复授信 61.97 亿元，已到位资金 52.20 亿元。此外，公司建设的兴义市城区生活污水治理 PPP 项目于 2022 年完成投资 1.18 亿元。

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 2022 年末，公司主要在建供水配套项目为兴仁县城市给排水改扩建工程等 4 个项目，计划总投资 16.47 亿元，2022 年末累计投资 12.46 亿元。

表 6：截至 2022 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	回报机制	总投资	已投资
册亨水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	11.34	4.65
普安水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.91	4.93
兴仁水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.78	3.43
义龙新区水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.56	0.64
安龙水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.12	4.64
贞丰水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.20	6.35
晴隆水务一体化工程 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.05	4.01
望谟水务一体化工程 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.82	2.11
兴义市城区生活污水治理 PPP 项目	污水治理	可行性缺口补助	17.13	1.18
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	4.48
册亨县城镇供水建设项目	供水工程及设备安装	--	6.00	4.01
安龙县 8 万吨水厂扩建工程	供排水及配套设备建设	--	3.04	3.04
新城城区雨水排水工程	雨水灌渠建设	--	1.34	0.93
合计	--	--	118.38	44.39

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，2022 年投入 0.39 亿元，年末累计已投资 4.16 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，公司水利基础设施建设项目未来资金平衡情况有待关注。

公用事业板块

公司供水业务在黔西南州多个下辖县市具有区域专营优势，水价保持稳定，随着供水能力和售水量的提升，2022 年供水业务收入同比增长。但下属水务子公司存在短暂被划出的情形，公司对子公司的管控需加强。管网安装维修业务 2022 年受业务量减少影响，收入有所下滑。供电业务则受益于发电量增长及成本管控加强，当期实现扭亏为盈。

公司布局了供水及配套管网安装维修、供电业务等公用事业，跟踪期内相关业务整体经营稳定，对公司带来一定的收入及现金流贡献。

供水业务：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。2022 年，公司将安龙县水务总公司重新纳入合并报表范围²，供水能力恢复至 2021 年水平。截至 2022 年末，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 7：截至 2022 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	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	50.00	6.30
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
安龙县水务总公司	安龙县	海农水厂	1992	1.25	20.00	3.50
安龙县水务总公司	安龙县	城西水厂	2004	2.25	28.00	4.20
安龙县水务总公司	安龙县	钱相水厂	2004	2.75	24.00	3.00
安龙县水务总公司	安龙县	竹林湾水厂	1998	0.50	8.00	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

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

² 2021 年 1 月，安龙县水务总公司无偿划拨至安龙县财政局。

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，公司水费回收率仍保持在 99.5%左右，整体回收率较高。2022 年，公司平均售水单价仍为 3.31 元/吨，随着售水量的增加，公司当期实现售水收入 1.63 亿元，同比增长 6.66%。

表 8：近年来公司自来水业务主要经营指标

项目	2020	2021	2022
水厂（座）	17	13	13
设计供水能力（万吨/日）	30.93	24.18	24.18
售水量（万吨/年）	5,471.71	4,606.04	4,912.87
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。

管网安装维修业务：跟踪期内，公司管网安装维修业务的业务模式、展业范围保持稳定。作为自来水售水业务配套业务，该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 6 个县市区域，具体业务开展由下属的 8 个水务子公司承担。

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。

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。2022 年公司管网安装维修业务量有所减少，当期业务同比下降 19.26%至 0.10 亿元，对公司整体收入影响有限。

供电业务：公司供电业务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。

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。

跟踪期内，公司供电能力未发生变化。截至 2022 年末，公司拥有 3 座水电站，总装机规模为 0.67 万千瓦。发电量主要受流域流量影响，从 2022 年运营情况来看，公司全年发电量和售电量升至 0.34 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 0.13 亿元，加之公司加强成本控制，当期供电业务扭亏为盈。

表 9：截至 2022 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 10：近年来公司水力发电业务主要运营指标

项目	2020	2021	2022
电站数量（座）		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）	0.26	0.30	0.34
销售量（亿千瓦时）	0.26	0.30	0.34
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

纸制品销售

2022 年，纸制品销售业务产能提升明显，对公司收入贡献进一步提高；包装纸三期项目建设仍在开展前期工作，开工后将增大公司资本支出压力；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，现有产能尚有进一步提升空间，未来收益情况有待持续关注。

公司纸制品销售业务由子公司鹏昇纸业负责。包装用纸产业纳入黔西南州“十四五”期间重点发展的特色轻工产业之一，公司拟投资 35 亿元规划建设 125 万吨包装纸项目，项目分三期建设，其中一、二期年产 65 万吨包装纸项目已于 2020 年 11 月投产。2022 年，鹏昇纸业累计生产包装纸 46.15 万吨，较上年增产 9.38 万吨，产能利用率提升至约 77%，实现销售收入 15.08 亿元，同比增长 59.22%，业务毛利率与上年基本持平。

表 11：2022 年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	22.88	3,406.79	8.14
箱板纸	35.00	23.27	3,637.75	8.57
合计	60.00	46.15	--	16.71

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，废纸供应商较为分散，目前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（国废）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，2022 年在业务成本中的比重约为 84%，其次为制造费用与人工成本。

表 12：2022 年纸制品销售业务前五大供应商情况（亿元、%）

供应商	采购原材料	采购金额	采购占比	结算方式	账期
贵州鹏华废纸采购有限公司（义龙）	废纸	2.64	17.06	电汇	10 天以内
十堰嘉杰环保科技有限公司	废纸	1.20	7.74	电汇	10 天以内
河南省翌矿环保科技有限公司	废纸	1.01	6.54	电汇	10 天以内
贵州铝锦商贸有限公司	煤	0.99	6.37	电汇	月结
漯河巨人信息科技有限公司	废纸	0.88	5.69	电汇	10 天以内
合计	--	6.72	43.40	--	--

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 2022 年，华南地区和西南地区销售额占比分别为 74.87% 和 22.57%。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、瓦楞芯纸年度供应总量。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到厂业务模式，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 13：2022 年纸制品销售业务前五大客户情况（亿元、%）

客户	销售产品	销售金额	销售占比	结算方式	账期
厦门新纸源电子商务有限公司	瓦楞纸/箱板纸/纱管纸	1.68	9.79	预收账款	3 天
广州启润纸业业有限公司	瓦楞纸/箱板纸/纱管纸	1.60	9.31	预收账款	3 天
广西溥润纸业业有限公司	瓦楞纸/箱板纸/纱管纸	1.21	7.08	预收账款	3 天
福建友谊胶粘带集团有限公司	瓦楞纸/箱板纸/纱管纸	0.68	3.97	预收账款	3 天
贵州聚德黔实业开发有限公司	瓦楞纸/箱板纸/纱管纸	0.66	3.87	预收账款	3 天
合计	--	5.83	34.03	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，鹏昇纸业规划建设包装纸三期项目包括新增 25 万吨/年高强瓦楞纸、35 万吨/年箱板纸的产能，概算总投资为 19.68 亿元。目前，公司正在开展环评、能评、鹏昇大道北半幅的土地征用相关手续等前期工作。

综合来看，2022 年包装纸一、二期项目产能利用率较上年已有明显提升，对公司收入贡献超过 60%，但产能利用率仍有进一步提升空间。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。

建材销售

2022 年，受益于水务一体化项目建设持续推进，公司建材销售业务收入同比进一步增长，但公司闲置产能仍较高。

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同益新材和子公司禹工工贸开展。从客户区域分布来看，建材主要供应黔西南州内客户。

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 2022 年末，同益新材 PE 管材和 PVC 管材产能仍分别为 3 万吨/年和 2 万吨/年，产能利用率分别为 32%和 39%，较 2021 年分别提升约 3 个百分点和 5 个百分点，主要受益于对公司水务一体化项目管材供应量的增加。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。

2022 年，公司建材销售业务收入为 6.11 亿元，同比增长 24.87%，主要受益于水务一体化项目建设持续推进，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。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于适中水平。受益于股东、政府持续支持及自身利润积累，2022 年末公司资本实力进一步增强；目前公司财务杠杆水平尚处于合理区间，EBITDA 利息保障倍数等偿债指标表现良好，短期债务压力相对可控，但需关注债务增长过快，以及对外担保存在的或有负债风险。

资本实力与结构

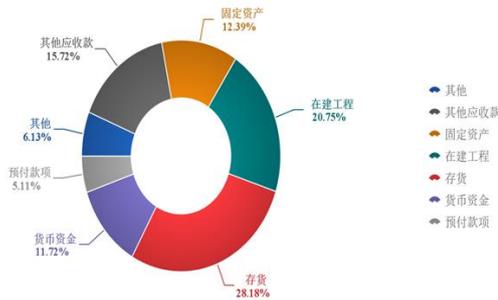
跟踪期内，公司在建项目持续推进带动资产规模显著增长，但资产流动性和收益性仍偏弱，整体资产质量一般；同时，受益于少数股东权益增长、政府划拨资产等因素，公司资本实力进一步增强；另一方面，2022 年末公司财务杠杆水平显著抬升，总体尚处于合理区间，结合项目建设进展，公司债务规模及财务杠杆率预计仍将保持增长趋势。

黔西南州水务一体化项目以及供水配套基础设施项目等在建项目处于投资建设高峰期，受此影响，2022 年末公司资产规模进一步扩大，仍保持以存货、在建工程、货币资金、应收类款项等为主要组成部分的资产结构。流动资产中，占比最高的存货主要核算土地资产以及原材料、库存商品等，规模及结构维持稳定。应收类款项占比较 2021 年末下降 5.71 个百分点至 16.41%，其中其他应收款中对贵州放马坪文化旅游投资有限公司、兴义市精准扶贫开发投资有限公司、贵州义龙（集团）投资管理有限公司等企业的拆借款仍为主要部分，款项回收情况需关注。同期末，公司

货币资金同比增长约 70%，结合现金流状况来看，主要系外部融资增加所致，且受限部分占比低，能够提供较大规模的直接流动性。非流动资产方面，随着水务一体化、供水配套项目等项目投入力度加大，在建工程同比增长约 65%，系拉动当期资产规模增长的主要因素。同时，部分供水配套项目转固亦使得固定资产继续增加。

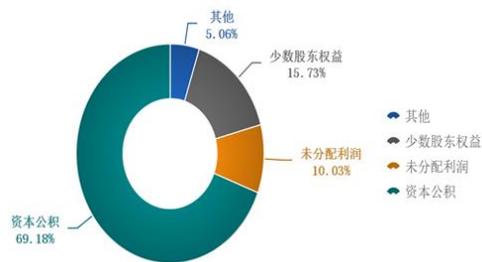
公司从事基础设施建设业务形成的存货、在建工程等资产的主要构成部分，上述资产短期内均难以变现，公司资产整体流动性和收益性均偏弱，且应收类款项对公司资金形成较大占用，未来回款情况值得关注。总体来看，公司资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年，公司资本实力得到增强主要系少数股东权益增长，同时，政府向公司划拨安龙县水务总公司股权以及普安县汇智给排水投资有限公司持有的普安墨金水务有限公司 35% 股权等事项带来资本公积有所增加，此外当期利润积累对经调整的所有者权益³增长亦有贡献。2022 年末，公司资产负债率、总资本化比率均显著增长，财务杠杆水平尚处于合理区间。随着在建项目建设的持续推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，债务规模及财务杠杆率预计将保持上升趋势。

表 14：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
资产总额	166.81	196.60	235.21
流动资产占比	73.96	67.62	62.09
经调整的所有者权益	91.28	96.91	103.18
资产负债率	42.18	46.55	51.38
总资本化比率	39.31	45.56	52.80

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司收入质量仍保持良好，但经营、投资活动现金流均呈净流出状态，主要通过筹资活动予以补足，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

2022 年，公司主营业务板块基本稳定，且纸制品、建材销售业务稳定增长使得营业收入与当期销售商品、提供劳务收到的现金规模形成匹配，收现比指标表征的收入质量保持良好。同时，公司

³ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为计入资本公积的公益性资产和计入少数股东权益中的混合型证券，截至 2022 年末上述调整项金额分别为 5.17 亿元和 6.00 亿元。

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有所增加，且经营现金收支基本平衡，但受支付职工工资及税费等影响，当期经营活动现金流呈小额净流出。

跟踪期内，公司维持对水务一体化等在建项目的投资力度，投资活动现金流缺口扩大。根据其自身发展计划及项目建设进度，预计公司未来短期内投资活动现金流仍将保持这一态势。

整体来看，公司主要依赖筹资活动补足投资活动现金流缺口，近年来公司筹资活动现金流入均主要为银行借款，需关注再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。同时，股东支持力度较大，2020~2022 年吸收投资收到现金 23.13 亿元，其中 2022 年为 6.10 亿元，对其资金形成重要补充。总体来看，在筹资活动的支撑下，2022 年公司现金及现金等价物净增加额同比显著增加。

表 15：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	2.31	2.53	-0.58
投资活动产生的现金流量净额	-7.04	-10.73	-17.99
筹资活动产生的现金流量净额	14.07	11.31	29.32
现金及现金等价物净增加额	9.33	3.12	10.76
收现比	1.35	1.34	1.15

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

2022 年末，公司债务规模同比显著增长，需关注债务增长过快的风险；同时，公司仍保持合理债务结构，且综合资金成本较低，EBITDA 利息保障倍数等指标表现良好，短期偿债压力相对可控。

公司水务一体化项目等重大项目建设资金来源主要依靠外部筹资，随着项目建设的持续推进，2022 年末公司有息债务同比大幅增长，需关注债务增长过快的风险。从债务结构来看，公司存量债务类型主要为银行借款，且综合资金成本较低；短期债务占比处于较低水平，债务期限结构较为合理。

表 16：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元、%）

类型	平均资金成本	一年以内（含）	一年以上	金额合计	该类债务占总债务比重
银行借款	3.86	7.29	73.56	80.85	70.06
债券融资	7.75	1.96	23.36	25.32	21.94
其他（应付票据、混合型证券）	--	3.24	6.00	9.24	8.00
合计	--	12.49	102.92	115.41	100.00

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额支撑，随着长期资产和债务规模的快速增长，折旧及摊销、费用化利息支出对 EBITDA 的贡献度逐年上升。2022 年末，公司 EBITDA 可对利息支出形成足额保障，同时非受限货币资金对短期债务形成有效覆盖，但经营活动净现金流为负，无法保障利息支出。总体来看，公司偿债指标表现尚可。

表 17：近年来公司偿债能力指标（亿元、X、%）

项目	2020	2021	2022
总债务	59.13	81.10	115.41
短期债务占比	9.08	25.84	10.82
EBITDA	1.90	2.43	3.66
EBITDA 利息保障倍数	1.32	0.91	1.06
经营活动净现金流利息保障倍数	1.60	0.95	-0.17
非受限货币资金/短期债务	2.26	0.73	2.08

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 11.64%，主要为用于抵押借款的土地使用权、货币资金，受限规模相对不大，仍拥有一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保金额为 37.32 亿元，占同期末调整所有者权益的比例为 37.98%，被担保单位均为黔西南州国有企业，其中安龙县宏源国有资产经营有限责任公司、贵州金州电力集团有限责任公司和贵州义龙（集团）投资管理有限公司均存在纳入被执行人的事项，截至 2023 年 6 月 20 日，被执行标的金额分别为 20.17 万元、1,569.22 万元和 8,512.34 万元，其他被担保对象目前经营情况正常。公司部分被担保对象存在涉诉情况，代偿风险需关注。

表 18：截至 2022 年末公司对外担保情况（亿元）

序号	被担保对象	企业性质	担保类型	担保金额
1	安龙县宏源国有资产经营有限责任公司	国企	信用担保	6.61
2	贵州金州电力集团有限责任公司	国企	信用担保	5.15
3	贵州义龙（集团）投资管理有限公司	国企	信用担保	3.89
4	贵州博远工程建设有限责任公司	国企	信用担保	3.88
5	兴义市万峰林旅游集团有限公司	国企	信用担保	3.33
6	册亨县利优城乡基础设施建设有限公司	国企	信用担保	2.53
7	晴隆腾兴工程管理服务有限公司	国企	信用担保	2.50
8	贞丰县双峰旅游文化开发（集团）有限公司	国企	信用担保	1.94
9	贞丰县瑞丰医疗投资开发有限公司	国企	信用担保	1.80
10	安龙春晖林业种植有限责任公司	国企	信用担保	1.60
11	贵州神木营康养服务有限公司	国企	信用担保	1.50
12	贵州红水河开发有限公司	国企	信用担保	1.32
13	贵州黔方有渔水产科技有限公司	国企	信用担保	1.28
合计		--	--	37.32

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《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 5 月，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，未出现已发行债务融资工具逾期未偿付情形。但《企业信用报告》中显示，公司作为保证人/反担保人存在关注类余额 37,200 万元。根据公司提供的说明，为推进黔西南州安龙县脱贫攻坚农村饮水安全供水一体化 TOT 项目实施，公司旗下控股子公司安龙县韵源水务有限公司（以下简称“韵源水务”）于 2020 年 9 月 11 日向国开行申请项目融资 38,300 万元，由公司承担连带责任保证担保，因国开行对韵源水务进行内部评级时发现其存在资产负债率过高的状况，故评级有所下调，因此国开行对韵源水务在其行内的授信调整为关注类。经公司与韵源水务及国开行对接，截至目前，该项目还本付息正常，无

拖欠本息情况。

假设与预测⁴

假设

- 2023 年，公司仍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，无显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前年度变动幅度较小。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 20~40 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年公司债务类融资 30~50 亿元。

预测

表 19：公司重点财务指标预测情况

指标	2021 实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	45.56	52.80	50.00~60.00
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.91	1.06	0.90~1.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，公司 ESG、特殊事项对公司基础信用评估等级无影响，公司流动性一般对公司基础信用评估等级产生一定负面影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司所面临的区域融资环境一般，对其流动性产生不利影响，将公司基础信用评估等级下调 1 个子级。

2022 年末，公司可动用账面资金为 25.98 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末，公司银行授信总额为 118.26 亿元，尚未使用授信额度为 28.97 亿元，可提供一定备用流动性。此外，公司区域地位重要，可持续获得政府资金支持。预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于债务的还本付息和项目建设。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于在建项目投入，资金需求 20~40 亿元。同时，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务 12.49 亿元，此外近三年公司利息支出由 1.44 亿元增至 3.35 亿元，随着债务快速增长，预计未来一年的利息支出将进一步增加。此外，贵州省部分地级市非标债务违约事件频发对区域融资环境的冲击亦波及黔西南州，2022 年黔西南州城投债净融资额为负，区域融资环境一般，需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。综上所述，公司流动性一般，将公司基础信用评

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

估等级下调 1 个子级。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司重视环境管理，积极履行社会责任，并建立了较为规范的治理结构和内部管理制度，ESG 表现在同行业中处于平均水平，公司在承担员工责任、安全管理、社会贡献等方面仍有较大提升空间，对下属各区县子公司的管控能力有待加强。

环境方面，公司从事水利基础设施建设、造纸等业务面临潜在的环境风险，但公司重视资源管理、可持续发展和排放物管理，环境维度的表现高于行业平均水平。

社会方面，公司积极履行产品责任，但在员工责任、安全管理、社会贡献等方面均有较大继续提升空间。

治理方面，黔西南水投建立了规范的法人治理机构，逐步形成了较为健全的内部管理制度，涵盖财务管理、对外担保管理、子公司管理、关联交易、招（投）标管理、安全生产职责与管理等方面，对规范公司运作起到重要作用。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。

外部支持

中诚信国际认为，黔西南州政府支持能力较强，主要体现在以下方面：

黔西南州经济财政实力在贵州省内中等，具有一定的资源集聚和协调能力。同时，区域内主要市级平台融资渠道倚重于银行借款和债券发行，非标融资占比相对不高，信用维护较好，但黔西南州政府显性债务率超过 100%，仍需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，黔西南州政府对公司的支持意愿较强，主要在于以下方面：

- 1) 区域重要性高：公司是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，承担了大量的水利基础设施建设项目，对黔西南州完善水利基础设施作出重要贡献。
- 2) 与政府的关联度高：公司实际控制人为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”），股权结构和业务开展均与黔西南州政府具有高度的关联性。
- 3) 稳定的支持：公司成立以来，黔西南州政府在资金注入、运营补贴以及项目建设等方面获得政府的持续支持。2022 年，公司获得财政补贴 0.80 亿元，较上年略有增加。

表 20：黔西南州市级平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券融资余额
黔西南州城投	黔西南州国资委持股 86.99%	黔西南州范围内基础设施建设项目的主要州级投融资主体之一，承担	204.40	110.65	45.86	21.91	2.10	26.20

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

		全州范围内基础设施建设、保障房等项目的投融资和建设业务							
黔西南州水投	黔西南州国资委持股 86.06%	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	235.21	114.35	51.38	24.97	1.41	24.80	
黔西南州兴州产业投资(集团)有限公司	黔西南州国资委持股 100.00%	--	--	--	--	--	--	--	--
黔西南州兴安开发投资股份有限公司	黔西南州兴州产业投资(集团)有限公司持股 51.00%	黔西南州重要的基础设施建设主体，主要承担义龙新区基础设施及保障房项目建设工作	407.05	133.56	67.19	6.75	0.63	26.20	
黔西南州工业投资(集团)有限公司	黔西南州国资委持股 90.83%	定位为黔西南州新型工业化发展的清洁能源支撑平台、资源储备开发平台和现代商贸物流平台，以能源、矿产、服务业为主业	15.82	6.07	61.64	0.49	0.30	-	

注：债券融资余额统计时间为截至 2023 年 6 月 23 日。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，黔西南州政府较强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，黔西南水投与黔西南城投、黔东南文旅等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均较强，并对上述公司均具有较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，黔西南州与黔东南州均为贵州省地级市，黔西南州经济总量、财政实力均保持相对领先。地方政府债务方面，黔西南州广义债务率远低于黔东南州，面临的债务压力相对较轻；与此同时，受近年来贵州省内信用风险事件频发影响，二者外部融资环境均受到一定负面影响。综合来看，黔西南州和黔东南州地方政府对当地平台企业的支持能力处于同一档次，尚未出现明显差异。黔西南水投与可比公司均为其所属区域内基础设施领域的重要建设主体或运营主体，当地政府对它们均有较强的支持意愿。

其次，黔西南水投的外部经营环境风险和业务风险与可比公司相比并没有显著差异。黔西南水投和可比公司的业务定位相当，均为当地重要的基础设施建设主体；业务稳定性保持在较好水平，且在建及拟建项目规模较大，业务可持续性良好。

再者，黔西南水投的财务风险在同业中处于适中水平。黔西南水投资产和权益规模与可比公司相近，资本实力相当；债务规模和财务杠杆水平相对较高，但 EBITDA 仍可覆盖利息支出；同时，黔西南水投可用银行授信 28.97 亿元，再融资能力较强。

表 21：2022 年同行业对比表

指标	黔西南水投	黔西南城投	黔东南文旅
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	黔西南州	黔西南州	黔东南州
GDP（亿元）	1,508.69	1,508.69	1,293.08
GDP 增速（%）	-1.60	-1.60	2.30
人均 GDP（万元）	5.04	5.04	3.46
一般公共预算收入（亿元）	113.75	113.75	64.90
财政平衡率（%）	28.65	28.65	15.93
政府债务余额（亿元）	725.14	725.14	740.10
控股股东及持股比例	黔西南州人民政府国有资产监督管理委员会持股 86.06%	黔西南州人民政府国有资产监督管理委员会持股 86.99%	黔东南州开发投资（集团）有限责任公司持股 90.37%
职能及地位	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	黔西南州范围内基础设施建设项目的主要州级投融资主体之一，承担全州范围内基础设施建设、保障房等项目的投融资和建设业务	黔东南州最大的交通基础设施建设主体
核心业务及收入占比	水利基础设施建设 6.42%；自来水售水 6.51%；纸制品销售 60.40%；建材销售 24.48%	建造收入 65.05%；建材销售 25.00%	工程施工 23.92%；商品销售 62.74%；房地产开发 11.84%
总资产（亿元）	235.21	204.40	264.54
经调整的所有者权益合计（亿元）	103.18	110.65	122.56
总债务（亿元）	115.41	88.07	74.49
总资本化比率（%）	52.80	44.32	37.80
营业总收入（亿元）	24.97	21.91	26.34
净利润（亿元）	1.41	2.10	0.61
EBITDA（亿元）	3.66	6.28	3.14
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.06	1.31	0.69
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.58	2.60	3.50
可用银行授信余额（亿元）	28.97	7.59	8.46
债券融资余额	24.80	26.20	13.90

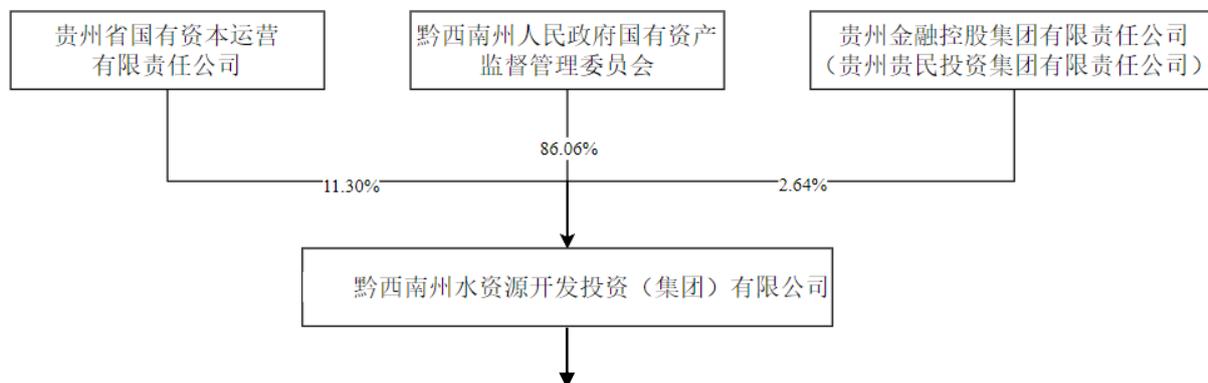
注：1、可用银行授信余额为 2022 年末数据；2、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 23 日本部口径。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

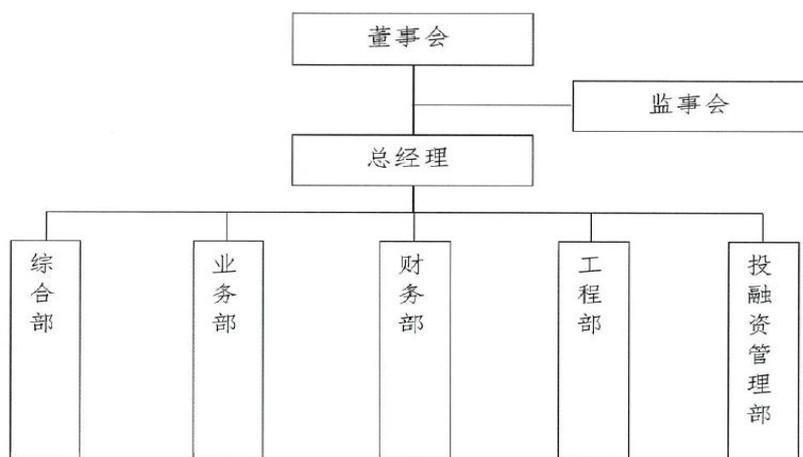
评级结论

综上所述，中诚信国际维持黔西南州水资源开发投资（集团）有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1”、“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（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 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责任公司	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	贵州省普安县泮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，中诚信国际整理

附二：黔西南州水资源开发投资（集团）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）	2020	2021	2022
货币资金	133,891.66	161,633.91	275,647.55
非受限货币资金	121,034.52	152,205.34	259,790.41
应收账款	25,423.45	19,170.92	16,239.72
其他应收款	321,719.45	415,905.87	369,851.78
存货	649,884.04	660,268.97	662,915.53
长期投资	98,537.20	37,485.89	43,082.89
在建工程	238,496.74	295,519.27	488,071.69
无形资产	4,147.16	54,083.81	54,600.20
资产总计	1,668,109.50	1,966,045.46	2,352,116.93
其他应付款	91,259.43	93,716.54	96,023.42
短期债务	53,658.14	209,591.57	124,884.14
长期债务	537,595.71	601,429.04	1,029,188.68
总债务	591,253.85	811,020.61	1,154,072.82
负债合计	703,607.58	915,232.14	1,208,624.67
利息支出	14,428.21	26,666.07	34,436.18
经调整的所有者权益合计	912,779.73	969,091.13	1,031,770.07
营业总收入	50,914.12	182,047.32	249,658.94
经营性业务利润	15,658.33	16,270.61	11,647.83
其他收益	8,684.19	7,409.25	11,948.74
投资收益	817.12	1,972.69	-258.86
营业外收入	95.32	85.73	281.89
净利润	13,135.59	16,433.92	14,118.01
EBIT	16,430.40	18,734.11	27,007.78
EBITDA	19,033.07	24,330.51	36,609.59
销售商品、提供劳务收到的现金	68,533.10	243,838.37	286,201.71
收到其他与经营活动有关的现金	11,840.26	17,943.49	16,876.46
购买商品、接受劳务支付的现金	24,123.15	209,593.12	279,756.00
支付其他与经营活动有关的现金	21,387.38	10,704.13	6,309.90
吸收投资收到的现金	127,047.80	43,330.72	60,956.00
资本支出	109,040.57	237,919.65	214,372.09
经营活动产生的现金流量净额	23,076.62	25,337.85	-5,753.50
投资活动产生的现金流量净额	-70,427.72	-107,296.91	-179,864.90
筹资活动产生的现金流量净额	140,668.05	113,129.88	293,203.46
现金及现金等价物净增加额	93,316.96	31,170.82	107,585.07
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	32.06	14.28	12.48
期间费用率（%）	18.02	9.29	11.96
应收类款项占比（%）	20.81	22.13	16.41
收现比（X）	1.35	1.34	1.15
资产负债率（%）	42.18	46.55	51.38
总资本化比率（%）	39.31	45.56	52.80
短期债务/总债务（%）	9.08	25.84	10.82
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.60	0.95	-0.17
总债务/EBITDA（X）	31.06	33.33	31.52
EBITDA/短期债务（X）	0.35	0.12	0.29
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.32	0.91	1.06

注：1、中诚信国际根据黔西南水投提供的其经亚太（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 2021 年度和 2022 年度审计报告整理，其中，2020 年和 2021 年财务数据分别采用了 2021 年度和 2022 年度审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年度审计报告期末数；2、在计算有息债务时，本报告将公司“少数股东权益”中的带息债务调入长期债务。

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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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	
现金流	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn