

2018 年贵州水城水务投资有限责任公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【926】号 01

债券简称：18 水城水务
债/18 水城债

债券剩余规模：15.0 亿元

债券到期日期：2025 年
11 月 27 日

债券偿还方式：每年付
息一次，设提前偿还条
款，即在本期债券存续
期的第 3-7 年末起分别
按照债券发行规模 20%
的比例偿还本金

分析师

姓名：
蒋申 肖旅菲

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2018 年贵州水城水务投资有限责任公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 08 月 25 日	2019 年 06 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对贵州水城水务投资有限责任公司（以下简称“水城水务”或“公司”）及其 2018 年 11 月 27 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司水利基础设施建设业务可持续性仍然较好，继续获得一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，投资资金压力较大，存在一定的偿债压力，且面临较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 水利基础设施建设业务可持续性较好。公司系水城县重要的水利基础设施建设主体，截至 2019 年末，公司主要的在建及拟建水利基础设施项目计划总投资 29.77 亿元，累计已投资 3.19 亿元，公司业务可持续性仍然较好。
- 公司继续获得一定的外部支持。2019 年公司获得水城县财政局 7,000.00 万元的财政补助资金，用于公司的日常经营活动开支。

关注：

- 公司资产流动性仍较弱。截至 2019 年末，公司应收款项、土地和生产性生物资产占总资产的比重分别为 19.84%、43.51%和 19.88%，应收款项主要系应收地方国企

和政府单位的工程款、往来款，回收时间较不确定，公司资产整体流动性仍较弱。

- **公司面临较大的投资资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建和拟建项目尚需投资 35.50 亿元，且项目前期建设资金由公司垫付、代建项目回款时间滞后，公司面临较大资金压力。
- **公司仍存在一定的偿债压力。**2019 年末公司有息债务规模 28.74 亿元，占负债总额的 57.10%；2019 年 EBITDA 利息保障倍数指标亦走弱，存在一定的偿债压力。
- **公司面临较大的或有负债风险。**2019 年末，公司对外担保金额合计 12.63 亿元，与期末净资产之比为 9.53%，其中对地方国企的担保占 48.78%；对民企的担保占 24.55%，其余系对种养殖农民专业合作社的担保，均未设置反担保措施。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,827,443.67	2,072,879.16	1,953,791.60
所有者权益	1,324,193.54	1,579,917.66	1,591,581.38
有息债务	287,375.94	300,225.84	266,901.41
资产负债率	27.54%	23.78%	18.54%
现金短期债务比	1.15	4.71	9.28
营业收入	96,817.48	112,421.02	132,648.29
营业外收入	7,000.46	4,248.96	25,637.49
利润总额	19,050.48	21,459.13	44,283.10
综合毛利率	16.80%	17.50%	16.39%
EBITDA	19,382.96	21,729.90	45,108.20
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.63	3.09
经营活动现金流净额	11,807.77	-58,202.61	-64,559.26
收现比	0.91	0.41	0.25

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

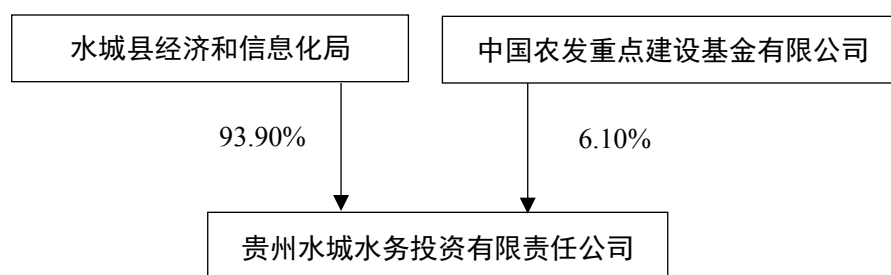
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年11月27日发行7年期15亿元公司债券，其中11.5亿元用于贵州省六盘水市野玉海景区旅游综合开发项目，3.5亿元用于补充营运资金。截至2020年8月4日，本期债券募集资金监管银行之兴业银行股份有限公司贵阳分行专项账户余额为6,211.54元；中国工商银行股份有限公司六盘水分行水城支行账户余额为11,187.11元。

二、发行主体概况

2019年8月，根据水府发〔2019〕42号文件，水城县人民政府同意将公司注册资本由33,600.00万元增至42,600.00万元。此次变更后水城县经济和信息化局认缴出资40,000.00万元，出资占比为93.90%；中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）认缴出资2,600.00万元，出资占比为6.10%。农发基金认缴出资部分未来通过水城县人民政府收购其所持有的公司股权进行投资回收，年投资收益率为1.2%。截至2020年6月30日，公司注册资本为42,600.00万元，实收资本23,600.00万元，水城县经济和信息化局仍为公司控股股东和实际控制人。

图1 截至2020年6月30日公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍主要为水利基础设施建设。2019年，公司新增纳入合并报表范围的子公司2家，其中水城县供水有限公司在划拨日2019年6月5日前未获得原股东实际出资，亦未开展业务；不再纳入合并报表范围的子公司1家，系水城县农业投资（集团）有限公司（以下简称“农投公司”），截至2018年末农投公司总资产30.34亿元，主要系价值25.11亿元的土地资产，总负债3.25亿元，净资产27.09亿元，其无偿划出使公司资本公积减少27.09亿元。截至2019年末，公司纳入财务报表合并范围内的子公

司共9家，具体见附录二。

表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
水城县供水有限公司	100.00%	6,000.00	供水；管道安装；管道配件、五金交电、建筑材料的销售	划拨
贵州初好农业科技开发有限公司	65.00%	5,000.00	水果种植、育苗，农业技术开发、研究、推广；农产品加工、技术开发、研究、推广等	出资比例增加

2、2019 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
水城县农业投资（集团）有限公司	100.00%	8,000.00	农业农村基础设施和农业产业园区投资、建设及运营；投资农业产业发展；投资农产品深加工等	划出

注：农投公司原名水城县农业投资有限公司，于 2019 年 3 月 20 日变更为现名。

资料来源：公司 2019 年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等

传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为

项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年水城县固定资产投资增速大幅回落，经济增速有所放缓，第二产业对经济发展的拉动作用较大

2019年水城县实现地区生产总值309.98亿元，同比增长7.7%，增速较上年放缓3.1个百分点。其中，第一产业增加值完成44.01亿元，同比增长5.8%；第二产业增加值完成181.56亿元，同比增长8.1%；第三产业增加值完成84.41亿元，同比增长7.8%，第二产业对水城县的经济发展拉动作用较大。2019年水城县人均GDP约为41,372元，占全国人均GDP的58.36%。

2019年水城县完成工业总产值410.55亿元，同比增长1.53%，增速较上年下降9.49个百分点，规模以上工业增加值增长8.5%；当地工业主要为煤炭、铝等相关产业，工业产品产量方面，原煤产量1189万吨，同比增长3.39%；发电量136.87亿千瓦时，同比下降0.68%；水泥产量139.13万吨，同比下降0.68%；铝及铝产品产量27.09万吨，同比增长29.09%。2019年水城县500万元以上固定资产投资同比增长0.3%，增速下降19.9个百分点。实现全社会消费品零售总额同比增长6.4%。

表 2 水城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	309.98	7.7%	288.05	10.8%
第一产业增加值	44.01	5.8%	42.81	7.0%
第二产业增加值	181.56	8.1%	148.37	12.9%
第三产业增加值	84.41	7.8%	96.87	9.3%
规模以上工业增加值	-	8.5%	-	10.2%
500 万元以上固定资产投资	-	0.3%	-	20.2%
社会消费品零售总额	-	6.4%	19.71	8.0%

存款余额	-	-	263.23	-3.9%
贷款余额	-	-	259.41	14.6%
人均 GDP（元）	41,372		38,445	
人均 GDP/全国人均 GDP	58.36%		59.47%	

注：“-”表示数据未公开披露；2018 年末常住人口数根据“2018 年 GDP/2018 年人均 GDP”估算；2019 年人均 GDP 根据“2019 年 GDP/2018 年末常住人口数”估算。

资料来源：水城县 2018 年国民经济和社会发展统计公报和水城县人民政府官方网站，中证鹏元整理

根据水城县财政局出具的《水城县财政局关于水城县近年财力情况的说明》，2019 年我国继续推行减税降费政策，下调税率并给中小企业诸多税收优惠，加上国税地税合并客观上使地方财税留用比例下降，该年度水城县实现公共财政收入 12.76 亿元，同比下降 44.7%；同期实现上级补助收入 50.57 亿元，政府性基金收入 3.73 亿元。

目前水城县主要一级平台共 8 家，情况详见下表。

表 3 截至 2019 年末水城县主要一级平台概况（单位：亿元）

公司名称	2019 年末总资产	2019 年末净资产	近三年平均收入	控股股东	职能定位
贵州水城水务投资有限责任公司	182.74	132.42	11.40	水城县经济和信息化局	水城县水利基础设施及配套设施建设、自来水供应等
贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	154.63	58.98	10.44	水城县经济和信息化局	负责贵州水城经济开发区的基础设施建设
水城县城市投资开发有限责任公司	137.24	57.81	12.72	水城县人民政府	水城县棚户区改造和市政基础设施建设
水城县农林投资开发有限公司	-	-	-	水城县工业和信息化局	农业、林业、畜牧业等项目投资开发及管理、农村基础设施建设等
水城县道路交通投资有限公司	-	-	-	水城县工业和信息化局	交通基础设施项目的投资、建设及经营等
水城县能投实业（集团）有限公司	-	-	-	水城县工业和信息化局	煤炭生产、经销、电煤供应；新能源开发、利用及项目的投资建设等
水城县旅游文化投资（集团）有限公司	-	-	-	水城县工业和信息化局	旅游文化产业的资源投资，公园和游览景区景点及相关业务开发与经营等
水城县扶贫开发投融资有限责任公司	-	-	-	水城县财政局	易地扶贫搬迁项目农村综合整治、产业扶贫项目投资等

注：“-”表示无法通过公开信息查询获得。

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司业务范围较上年未发生重大变化，仍承担工程建设（水城县水利基础设施及配套设施建设）、自来水供应等任务，另外子公司涉及矿泉水和饮品销售、刺梨鲜果的收购及销售、酒店餐饮服务、供水管道安装以及旅游开发等业务。2019年，公司实现主营业务收入9.68亿元，同比下降13.87%，主要系2019年水利基础设施完工结算规模下降导致。2019年水利基础设施建设仍系公司的主要收入来源，工程建设业务收入占营业收入的96.10%，毛利率稳定在16.26%；此外，2019年公司自来水供应取得的水费收入规模增长但毛利率下滑，且子公司各业务收入较不稳定、毛利率波动较大，公司综合毛利率相较去年下滑0.69个百分点至16.77%。

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	93,005.67	16.26%	105,944.11	16.26%
水费收入	988.14	35.71%	621.94	54.90%
销售收入	1,630.01	30.91%	2,286.27	25.86%
农林销售	425.90	26.18%	2,900.45	41.28%
服务收入	391.04	25.01%	68.68	-7.96%
安装服务	335.66	13.42%	542.96	50.23%
合计	96,776.42	16.77%	112,364.42	17.46%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程建设业务持续性较好，但尚需投资规模较大且业务回款情况较差，面临较大的资金压力

作为水城县重要的水利基础设施建设主体，公司承担了水城县大中小型水源工程、人畜饮水工程、城乡供水排水和城市基础设施建设等工程项目的投资与建设任务，业务模式为委托代建。根据与委托方签订的项目委托建设合同书，由公司负责该项目的全过程建设，每年由监理单位对公司实际投资额进行检查，并在检查后的项目投资总额基础上加计20%作为公司收入。2019年公司确认收入项目包括水城县农村饮水安全巩固提升工程和水城县核桃产业项目，项目委托方为水城县水务局，确认投资成本7.79亿元，确认收入9.30亿元，同比下降12.21%，毛利率稳定在16.26%。同时中证鹏元关注到，公司代建项目收入实际回款情况较差，形成较多的应收款项。

截至2019年底，公司主要在建及拟建委托代建工程项目计划总投资29.77亿元，累计已投资3.19亿元，其中水城县地下机井项目已同水城县水务局签订《项目委托建设合同书》，

其余均未签订代建协议。公司在建自营项目为贵州省六盘水市野玉海景区旅游综合开发项目，拟通过门票和娱乐消费等获得经营收入，但能否产生预期收益存在不确定性。

整体来看，2019年公司工程建设业务收入规模有所下降，在建项目尚需投资规模较大，业务持续性较好，但业务回款情况较差，面临较大的资金压力。

表 5 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建、拟建工程项目情况（单位：万元）

模式	项目名称	项目总投资	项目已投资
自营	贵州省六盘水市野玉海景区旅游综合开发项目*	217,532.93	128,414.51
	小计	217,532.93	128,414.51
代建	水城县营盘水库工程	6,701.66	4,868.47
	水城县地下机井项目	10,000.00	1,120.06
	水城县谢家水库工程	26,585.13	1,848.00
	农村安全饮水建设工程（一期）	86,764.00	21,288.93
	水城县鱼目柱水库工程	7,384.53	1,189.80
	水城县巴郎河治理工程（玉舍-米箩堡么段）	1,450.00	1,161.96
	水城县月亮河治理工程（滥坝镇滴水岩段和蟠龙镇法那段）	2,560.00	223.28
	水城县长征水库除险加固工程	203.94	176.14
	水城县赵家河水库工程	65,065.57	-
	水城县梁家沟水库工程	11,401.70	-
	水城县花地河水库工程	79,600.00	-
	小计	297,716.53	31,876.65
合计		515,249.46	160,291.16

注：标*项目剔除海坪彝族风情街、彝族文化小镇和悬崖酒店子项目后为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得一定的外部支持

考虑到公司及下属子公司在水城县投资建设方面的重要性，公司继续获得当地政府的支 持。根据水府发〔2019〕77号文件，为缓解公司的资金压力，水城县人民政府将2019年水城县财政局实际拨付的资金共计7,000.00万元作为公司的财政补贴，用于公司日常经营活动开支。此外，根据水府发〔2019〕18号文件，水城县人民政府将水城县供水有限公司无偿划拨给公司。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年和2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司新增纳入合并报表范围的子公司2家，不再纳入合并报表范围的子公司1家，明细见表1。

资产结构与质量

受子公司划出的影响，公司资产规模下降，仍以应收款项、土地和生产性生物资产为主，流动性较弱

受农投公司无偿划出的影响，2019年末，公司资产规模同比下降11.84%至182.74亿元，资产结构仍主要以流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	52,861.71	2.89%	56,034.19	2.70%
应收账款	164,160.25	8.98%	154,803.29	7.47%
其他应收款	198,419.08	10.86%	262,201.97	12.65%
存货	829,059.50	45.37%	1,078,534.75	52.03%
流动资产合计	1,249,014.43	68.35%	1,555,730.40	75.05%
在建工程	128,414.51	7.03%	78,570.45	3.79%
生产性生物资产	363,378.59	19.88%	362,546.43	17.49%
其他非流动资产	72,000.00	3.94%	72,000.00	3.47%
非流动资产合计	578,429.24	31.65%	517,148.76	24.95%
资产总计	1,827,443.67	100.00%	2,072,879.16	100.00%

资料来源：公司 2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，截至2019年末受限资金合计3.99亿元，占比为75.48%，其中0.30亿元为对外担保质押保证金，3.69亿元为已质押的定期存单。

截至2019年末，公司应收账款主要为应收水城县水务局工程款项，合计占应收账款总额的比例为99.72%，账龄集中在2年以内。

公司其他应收款主要为资金往来款和项目垫付款，2019年收回水城县财政局等单位往来款，期末其他应收款账面价值同比下降24.33%。2019年末前五大应收对象包括应收水城县宏业投资开发有限公司3.34亿元往来款、水城县农林投资开发有限公司2.00亿元往来款、水城县云端滑雪场服务有限公司1.80亿元往来款、六盘水市可渡河漂流开发有限公司1.76亿元往来款和水城县水库和生态移民局1.70亿元往来款等，合计规模占其他应收款总额的53.42%，均为地方国有企业和政府部门，账龄集中在1-3年。公司其他应收款回收时间较不

确定，对公司资金形成较大的占用。

公司存货主要为土地使用权和工程施工项目，受农投公司划出等影响，2019年末存货账面价值同比下降23.13%。2019年末土地使用权账面价值为79.37亿元，系17宗商业用地，土地性质均为出让，面积合计11,361,444.57平方米，其中有价值2.21亿元的土地用于借款抵押；工程施工项目账面价值为3.24亿元，系公司已投资且尚未结算的代建项目建设成本，包括水城县农村安全饮水建设工程、水城县营盘水库工程等项目。

公司在建工程系公司自筹建设的贵州省六盘水市野玉海景区旅游综合开发项目，截至2019年末工程建设进度为59.03%。

公司生产性生物资产主要为以朵苗圃场、杨梅林场、刺梨果树和茶树等资产。其中林权价值合计35.40亿元，林木所有权和林地使用权权利人系公司子公司水城县林务投资有限责任公司（以下简称“林务公司”）。

公司其他非流动资产系子公司林务公司根据公司与本期债券投资者的协议用自有资金认购的由先锋基金管理有限公司管理的佳瑞通盈资产管理计划7.20亿元基金份额，投资期限与本期债券相匹配。

总体而言，公司资产仍以应收款项、土地资产和生产性生物资产为主，2019年末占总资产的比重分别为19.84%、43.51%和19.88%，资产流动性较弱。

盈利能力

2019年公司营业收入规模进一步缩减，政府补助对公司利润形成一定的补充

水利基础设施建设仍系公司的主要收入来源，2019年工程建设业务收入占营业收入的96.10%，同比下降12.21%，毛利率稳定在16.26%。此外，供水及管道安装、刺梨鲜果销售、酒店及餐饮服务以及矿泉水饮品销售等多元化业务开展利于公司实体化转型，2019年实现收入3,770.75万元，较2018年下降41.27%，后续需关注上述业务运营较不稳定带来的收入和利润波动风险。

2019年，公司获得水城县财政局拨付的财政补贴7,000.00万元，占当期利润总额的36.74%，计入营业外收入，对公司利润形成一定的补充。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	96,817.48	112,421.02
营业利润	12,056.72	17,241.47
营业外收入	7,000.46	4,248.96

利润总额	19,050.48	21,459.13
综合毛利率	16.80%	17.50%

资料来源：公司 2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主要在建拟建项目尚需投资的规模较大，未来存在较大的资金压力

2019年公司业务收现情况有所改善，当期工程款支付减少，加上公司与其他企业之间往来款项净流入，当年经营活动现金流呈现净流入状态。投资活动方面，2019年公司在建工程投入和子公司划出等使公司投资活动现金净流出3.92亿元。

随着工程建设项目的持续推进，公司主要通过往来资金拆借、增加银行借款规模和发行债券等方式来满足工程建设业务资金需求，2019年筹资活动现金净流入2.39亿元。截至2019年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资35.50亿元，由于项目前期建设资金由公司垫付且代建项目回款时间滞后，公司面临较大资金压力。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.91	0.41
销售商品、提供劳务收到的现金	88,056.67	46,645.65
收到的其他与经营活动有关的现金	34,351.26	18,695.73
经营活动现金流入小计	122,407.93	65,341.38
购买商品、接受劳务支付的现金	79,659.25	105,127.91
支付的其他与经营活动有关的现金	28,649.89	16,908.29
经营活动现金流出小计	110,600.16	123,543.99
经营活动产生的现金流量净额	11,807.77	-58,202.61
投资活动产生的现金流量净额	-39,201.93	-172,214.73
筹资活动产生的现金流量净额	23,864.18	140,381.24
现金及现金等价物净增加额	-3,529.98	-90,036.10

资料来源：公司 2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债中刚性债务占比较大，存在一定的偿债压力

2019年末，公司总负债50.33元，同比增长2.09%；同期末，公司所有者权益有所下降，主要系公司无偿划出农投公司减少资本公积27.09亿元所致。综合影响下，2019年末产权比率为增至38.00%，但比率仍处于较低水平，所有者权益对负债的保障程度仍较强。2019年末公司负债结构变为以流动负债为主，2019年末占负债总额的比重52.06%。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	503,250.13	492,961.49
所有者权益	1,324,193.54	1,579,917.66
产权比率	38.00%	31.20%

资料来源：公司 2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款包括质押借款5,055.00万元、保证借款1,600.00万元和抵押及保证借款840.00万元。其他应付款主要系应付水城县城市投资开发有限责任公司等企业的资金往来款、项目代收款和保证金，截至2019年末账龄在1-2年的其他应付款占比63.32%，账龄在1年以内的其他应付款占比35.39%。公司一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款1.09亿元和一年内到期的长期应付款2.77亿元。

2019年末，公司长期借款（含一年内到期部分）包括抵押借款4.52亿元、抵押质押借款4.67亿元、保证借款0.59亿元；应付债券为本期债券；长期应付款（含一年内到期部分）主要为应付水城县内的种养殖农民专业合作社1.73亿元、远东国际租赁有限公司1.30亿元和六盘水市民生发展有限责任公司1.16亿元等借款，因2019年偿付0.80亿元租赁公司借款，且有2.77亿元调整到一年内到期的非流动负债科目核算，2019年末长期应付款规模大幅减少。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7,495.00	1.49%	1,800.00	0.37%
其他应付款	169,635.16	33.71%	154,257.56	31.29%
一年内到期的非流动负债	38,640.23	7.68%	10,090.00	2.05%
流动负债合计	262,009.43	52.06%	204,625.65	41.51%
长期借款	86,807.00	17.25%	100,293.00	20.34%
应付债券	138,221.14	27.47%	136,230.35	27.64%
长期应付款	16,212.56	3.22%	51,812.49	10.51%
非流动负债合计	241,240.70	47.94%	288,335.84	58.49%
负债合计	503,250.13	100.00%	492,961.49	100.00%
其中：有息债务	287,375.94	57.10%	300,225.84	60.90%

资料来源：公司 2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2019年末，公司有息债务规模28.74亿元，占负债总额的57.10%。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2020年需偿付4.61亿元。

表 11 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
有息债务	46,135.23	54,131.73	75,349.13	111,759.84	287,375.94

资料来源：公司提供

2019年末公司资产负债率为27.54%，仍处于较低水平。由于短期有息债务规模增加，现金短期债务比大幅下降至1.15，值得注意的是，公司货币资金中因借款质押、对外担保质押受限的比例达75.48%，现金类资产对短期债务的保障程度较为有限。2019年公司EBITDA有所下降，而债务利息支出规模增长，EBITDA利息保障倍数指标趋弱。整体来看，公司存在一定的偿债压力。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	27.54%	23.78%
现金短期债务比	1.15	4.71
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.63
有息债务/EBITDA	14.83	13.82

资料来源：公司 2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2020年7月20日）和子公司林务公司（查询日2020年7月31日）不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保对象众多，且均未设置反担保措施，面临较大的或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额合计12.63亿元，与期末净资产之比为9.53%，其中对地方国有企业的担保金额合计61,590.00万元，占对外担保总金额的48.78%；对民营企业贵州荣珏建设工程有限公司担保金额合计31,000.00万元，占对外担保总金额的24.55%；其余为对水城县域内众多种养殖农民专业合作社的担保，对外担保明细详见附录三。公司对外担保对象众多，且均未设置反担保措施，面临较大的或有负债风险。

七、评级结论

作为水城县重要的水利基础设施建设运营主体，公司主要的工程建设项目投资规模较大，主营业务可持续性仍然较好；为缓解公司的资金压力，公司继续获得当地政府给予的财政补助。

同时，中证鹏元也关注到，公司资产主要由应收款项、土地和生产性生物资产构成，流动性仍较弱，且在建及拟建项目尚需投入规模较大，建设资金主要由公司自行筹措，给公司带来较大资金压力。公司负债以刚性债务为主，2019年偿债能力指标有所弱化，存在一定的偿债压力。此外，2019年末公司对外担保对象众多且未设置反担保措施，也使公司面临较大的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元对公司及本期债券的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	52,861.71	56,034.19	122,330.29
其他应收款	198,419.08	262,201.97	251,307.65
存货	829,059.50	1,078,534.75	1,094,733.98
生产性生物资产	363,378.59	362,546.43	360,584.26
总资产	1,827,443.67	2,072,879.16	1,953,791.60
短期借款	7,495.00	1,800.00	3,100.00
其他应付款	169,635.16	154,257.56	68,470.45
一年内到期的非流动负债	38,640.23	10,090.00	10,080.00
长期借款	86,807.00	100,293.00	169,949.41
应付债券	138,221.14	136,230.35	0.00
长期应付款	16,212.56	51,812.49	83,772.00
总负债	503,250.13	492,961.49	362,210.22
有息债务	287,375.94	300,225.84	266,901.41
所有者权益	1,324,193.54	1,579,917.66	1,591,581.38
营业收入	96,817.48	112,421.02	132,648.29
营业利润	12,056.72	17,241.47	18,843.39
营业外收入	7,000.46	4,248.96	25,637.49
利润总额	19,050.48	21,459.13	44,283.10
经营活动产生的现金流量净额	11,807.77	-58,202.61	-64,559.26
投资活动产生的现金流量净额	-39,201.93	-172,214.73	-7,251.97
筹资活动产生的现金流量净额	23,864.18	140,381.24	51,937.17
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	16.80%	17.50%	16.39%
收现比	0.91	0.41	0.25
产权比率	38.00%	31.20%	22.76%
资产负债率	27.54%	23.78%	18.54%
现金短期债务比	1.15	4.71	9.28
EBITDA（万元）	19,382.96	21,729.90	45,108.20
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.63	3.09
有息债务/EBITDA	14.83	13.82	5.92

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	业务性质
水城兴源水利水电咨询服务有限公司	100.00	100.00%	服务业
水城县林务投资有限责任公司	2,000.00	100.00%	农林种植业
六盘水希慕遮彝族文化开发有限公司	10,000.00	100.00%	旅游业
水城一江水食品销售有限公司	1,000.00	51.00%	零售业
贵州水城聚康源饮业有限公司	1,000.00	100.00%	批发业
水城黔泉清销售有限公司	10.00	51.00%	批发业
水城县水投善善酒店有限公司	500.00	100.00%	商务服务业
水城县供水有限公司	6,000.00	100.00%	服务业
贵州初好农业科技开发有限公司	5,000.00	65.00%	制造业

资料来源：公司 2019 年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

附录三 截至2019年12月31日公司对外担保情况

被担保单位	担保金额 (万元)	担保期限	是否有反担保
水城县扶贫开发投融资有限责任公司	13,000.00	2016/12/21-2024/12/21	否
水城县高峰种养殖农民专业合作社	3,425.00	2017/3/1-2020/12/2	否
水城县梅子关陡种养殖农民专业合作社	4,230.00	2017/3/1-2020/12/2	否
水城县红德种养殖农民专业合作社	4,385.00	2017/3/1-2020/12/2	否
水城县归贵坪种养殖农民专业合作社	2,590.00	2017/3/1-2020/12/2	否
水城县大元种养殖农民专业合作社	985.00	2017/3/1-2020/12/2	否
水城县坪寨种养殖农民专业合作社	1,675.00	2017/3/1-2020/12/2	否
水城县城市投资开发有限责任公司	13,580.00	2018/4/4-2020/4/20	否
水城县城市投资开发有限责任公司	400.00	2018/1/2-2020/1/2	否
贵州荣珏建设工程有限公司	31,000.00	2019/9/26-2020/9/25	否
水城县宏盈开发投资有限公司	4,278.32	2019/2/25-2023/8/25	否
水城县宏盈开发投资有限公司	4,028.68	2019/1/11-2023/7/11	否
水城县宏兴绿色农业投资有限公司	5,000.00	2019/3/22-2020/3/21	否
水城县草果种养殖农民专业合作社	480.00	2019/6/13-2022/6/12	否
水城县范家寨种养殖农民专业合作社	480.00	2019/6/14-2022/6/13	否
水城县姬官营种养殖农民专业合作社	480.00	2019/6/27-2022/6/26	否
水城县米萝种养殖农民专业合作社	480.00	2019/6/13-2022/6/13	否
水城县文明种养殖农民专业合作社	480.00	2019/6/27-2022/6/56	否
水城县坡脚种养殖农民专业合作社	480.00	2019/6/13-2020/6/12	否
水城县梭沙种养殖农民专业合作社	480.00	2019/6/13-2022/6/13	否
水城县铜厂种养殖农民专业合作社	480.00	2019/6/14-2022/6/12	否
水城县营发种养殖农民专业合作社	480.00	2019/6/14-2020/6/13	否
水城县营田种养殖农民专业合作社	475.00	2019/3/15-2022/3/14	否
水城县聚合源种养殖农民专业合作社	455.00	2019/3/15-2022/3/14	否
水城县大田玉种养殖农民专业合作社	380.00	2019/3/11-2022/3/10	否
水城县俄戛种养殖农民专业合作社	380.00	2019/3/15-2022/3/14	否
水城县明发生态种养殖农民专业合作社	380.00	2019/3/15-2020/4/14	否
水城县青松玉种养殖农民专业合作社	380.00	2019/1/7-2022/1/6	否
水城县海坪种养殖农民专业合作社	375.00	2019/5/22-2022/5/21	否
水城县果立普勺种养殖农民专业合作社	360.00	2019/4/26-2022/4/23	否
水城县五里坪种养殖农民专业合作社	360.00	2019/4/28-2022/4/23	否
水城县玉舍新发种养殖农民专业合作社	300.00	2019/3/11-2022/3/10	否
贵州智兆种植农民专业合作社	480.00	2019/8/1-2022/8/1	否
水城县马龙种植农民专业合作社	480.00	2019/6/27-2022/6/26	否

水城县陡箐种植农民专业合作社	470.00	2019/6/27-2022/6/26	否
水城县茶叶发展有限公司	12,000.00	2019/08/21-2029/08/06	否
水城县宏景开发投资有限公司	5,896.80	2017/11/30-2032/11/29	否
水城县扶贫开发投融资有限责任公司	1,538.30	2020/02/27-2021/02/12	否
水城县茶叶发展有限公司	1,284.70	2020/04/26-2029/04/26	否
水城县宏景开发投资有限公司	583.20	2017/11/30-2032/11/29	否
水城县磋布种养殖农民专业合作社	500.00	2019/07/11-2022/07/10	否
水城县比德比种养殖农民专业合作社	500.00	2019/10/31-2022/10/30	否
水城县海子种养殖农民专业合作社	498.00	2019/08/06-2022/08/05	否
水城县花水种养殖农民专业合作社	479.00	2019/08/23-2022/08/22	否
水城县枫香果种养殖农民专业合作社	470.00	2019/12/12-2022/12/11	否
水城县兴隆果种养殖农民专业合作社	435.00	2019/10/31-2022/10/30	否
水城县六车河种养殖农民专业合作社	365.00	2019/08/23-2022/08/22	否
水城县高石果种养殖农民专业合作社	317.00	2019/10/31-2022/10/30	否
水城县大寨果种养殖农民专业合作社	216.00	2019/12/12-2022/12/11	否
水城县明发生态种养殖农民专业合作社	40.00	2019/3/13-2022/3/13	否
水城县青松玉种养殖农民专业合作社	40.00	2018/12/28-2021/12/28	否
水城县大田玉种养殖农民专业合作社	40.00	2019/2/22-2022/2/22	否
水城县俄戛种养殖农民专业合作社	40.00	2019/3/13-2022/3/13	否
水城县玉舍新发种养殖农民专业合作社	30.00	2019/2/22-2022/2/22	否
水城县营田种养殖农民专业合作社	50.00	2019/3/13-2022/3/13	否
水城县聚合源种养殖农民专业合作社	48.00	2019/3/13-2022/3/13	否
水城县海坪种养殖农民专业合作社	37.50	2019/5/20-2022/5/20	否
水城县坡脚种养殖农民专业合作社	50.00	2019/6/10-2022/6/10	否
水城县坡脚种养殖农民专业合作社	500.00	2019/6/20-2022/6/20	否
水城县铜厂种养殖农民专业合作社	50.00	2019/5/20-2022/5/20	否
水城县铜厂种养殖农民专业合作社	500.00	2019/6/20-2020/6/20	否
水城县范家寨种养殖农民专业合作社	50.00	2019/6/10-2022/6/10	否
水城县梭沙种养殖农民专业合作社	50.00	2019/6/10-2022/6/10	否
水城县草果种养殖农民专业合作社	50.00	2019/6/10-2022/6/10	否
水城县草果种养殖农民专业合作社	500.00	2019/6/20-2020/6/20	否
水城县营发种养殖农民专业合作社	50.00	2019/6/10-2022/6/10	否
水城县米萝种养殖农民专业合作社	50.00	2019/6/10-2022/6/10	否
水城县米萝种养殖农民专业合作社	500.00	2019/6/20-2020/6/20	否
水城县陡箐种养殖农民专业合作社	50.00	2019/6/10-2022/6/10	否
水城县姬官营种养殖农民专业合作社	50.00	2019/6/10-2022/6/10	否
水城县马龙种养殖农民专业合作社	50.00	2019/5/20-2022/5/20	否
水城县明文种养殖农民专业合作社	50.00	2019/6/10-2022/6/10	否

贵州智兆种养殖农民专业合作社	50.00	2019/5/20-2022/5/20	否
水城县五里坪种养殖农民专业合作社	36.00	2019/4/18-2022/4/18	否
水城县果立普勺种养殖农民专业合作社	36.00	2019/4/18-2022/4/18	否
合计	126,252.50	-	-

注：截至 2020 年 6 月末，水城县城市投资开发有限责任公司和水城县宏兴绿色农业投资有限公司到期担保对应债务已偿付，公司担保责任相应解除；各种养殖农民专业合作社到期担保对应债务均已展期至 2022 年，公司担保责任相应展期。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+一年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。