



黔西南州水资源开发投资(集团)有限公司 2026 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[2026]跟踪 1553 号

声明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期至受评债项到期兑付日。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2026 年 6 月 29 日

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
跟踪债项及评级结果	G20 黔水 1/20 黔水绿色债 01、G20 黔水 2/20 黔水绿色债 02	AA
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。	
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处于中等水平，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”或“公司”）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。同时，需关注资本支出压力较大，资本实力削弱，应收类款项存在一定回收风险，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： 黔西南州经济财政实力显著增强；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： 公司地位显著下降，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

- **区域环境尚可。**黔西南州经济财政实力在贵州省内处于中等水平，2025 年经济总量保持增长，且黔西南州区域信用状况在贵州省内表现相对较好。
- **公司重要性高，业务具有一定的区域专营性。**跟踪期内，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，负责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

- **重大项目建设加大资本支出压力。**水务一体化项目尚在投资高峰期，加之在建的包装纸项目三期等项目仍有一定投资需求，公司面临的资本支出压力较大。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提高。
- **公司资本实力随子公司划出有所削弱，应收类款项存在一定回收风险。**2025 年末，公司权益规模随子公司划出而有所减少，资本实力有所削弱。截至 2025 年末，公司应收类款项 45.02 亿元，账龄在一年上的占比超过 80%，其中部分欠款企业存在较多负面舆情，且存在经营风险，回收存在一定不确定性。
- **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，跟踪期内部分子公司存在项目建设超期、项目融资被列为关注类债务及被列为失信被执行人等负面事项，并且部分区县子公司过往履约情况不佳，公司对县域子公司的治理管控能力弱。同时，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，后续资金平衡情况有待关注。
- **对外担保存在或有负债风险。**截至 2025 年末，公司对外担保余额占同期末经调整的所有者权益的比例为 28.24%，部分对外担保对象已被列为被执行人乃至失信被执行人，公司征信报告中作为保证人/反担保人亦有关注类余额，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：黄应裴 yphuang@ccxi.com.cn

项目组成员：陈依婷 ytchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

黔西南水投(合并口径)	2023	2024	2025
资产总计(亿元)	268.18	270.89	240.97
经调整的所有者权益合计(亿元)	109.54	114.42	66.59
负债合计(亿元)	152.64	148.46	168.38
总债务(亿元)	138.33	136.75	140.60
营业总收入(亿元)	18.27	17.60	16.18
经营性业务利润(亿元)	1.06	1.00	0.56
净利润(亿元)	0.78	0.92	0.67
EBITDA(亿元)	2.98	2.87	2.45
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	15.14	10.83	6.36
总资本化比率(%)	55.81	54.45	67.86
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.63	0.91	0.77

注：1、中诚信国际根据黔西南水投提供的其经北京国府嘉盈会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见 2024 年和 2025 年审计报告整理。其中，2023 年和 2024 年财务数据分别采用了 2024 年度和 2025 年度审计报告期初数，2025 年财务数据采用了 2025 年度审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司资本公积、少数股东权益和长期应付款科目中有息债务调整至长期债务；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，特此说明。

同行业比较(2025 年数据)

项目	黔西南水投	黔西南城投	定西国投
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	贵州省-黔西南州	贵州省-黔西南州	甘肃省-定西市
GDP(亿元)	1,535.28	1,535.28	737.11
一般公共预算收入(亿元)	97.22	97.22	32.99
所有者权益合计(亿元)	72.59	114.84	38.93
资产负债率(%)	69.88	48.42	52.89
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.77	0.74	1.78

中诚信国际认为，黔西南州与定西市行政地位相当，区域环境相似。公司与可比公司的定位均为当地重要的基建主体，业务运营实力相当；公司权益规模在可比公司中处于中等水平，但财务杠杆水平较高，EBITDA 利息保障倍数偏弱。同时，当地政府的支持能力均较强，并对上述公司具有接近的支持意愿。

注：1、黔西南城投、广元投资分别系“黔西南州城市建设投资(集团)有限公司”、“定西国有投资(控股)集团有限公司”的简称；2、黔东南州系黔东南苗族侗族自治州的简称。3、定西国投使用 2024 年度财务数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪情况

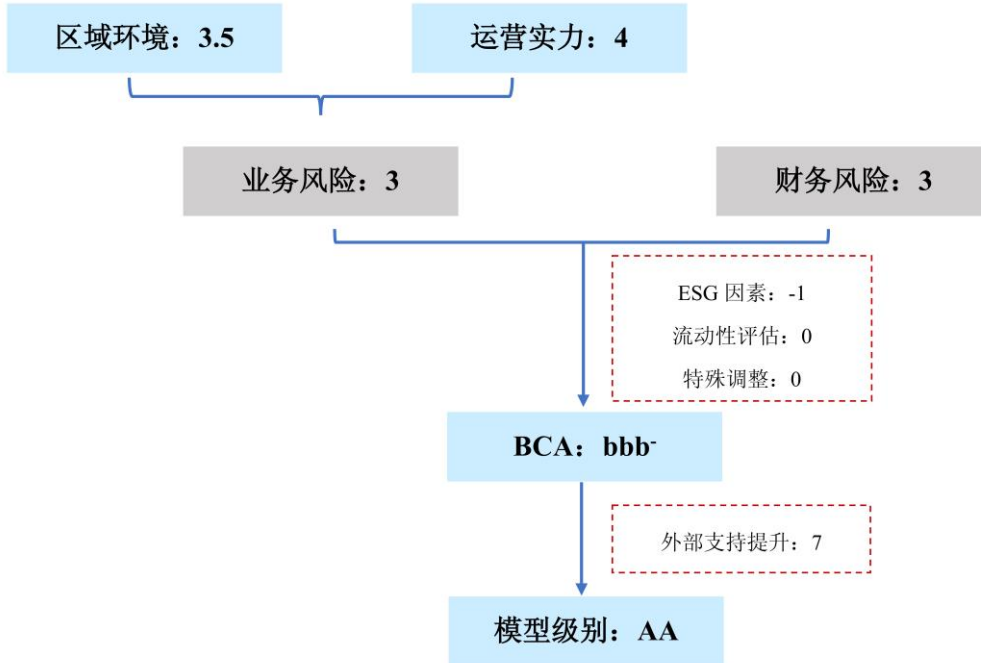
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额(亿元)	存续期	特殊条款
20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1	AA	AA	2025/06/27 至本报告出具日	7.00/2.80	2020/09/25-2027/09/25	债券提前偿还
20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2	AA	AA	2025/06/27 至本报告出具日	2.80/1.12	2020/12/25-2027/12/25	债券提前偿还

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
黔西南水投	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/27 至本报告出具日

● 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

(C220000_2024_04_2026_1)



*区域环境、运营实力、业务风险及财务风险的得分范围均为 1~7，分值越高，表现越好。

注：

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处于中等水平；黔西南水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。

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_2024_04

业务风险

宏观经济与行业政策

中诚信国际认为，2026 年一季度中国经济开局良好，生产、出口、投资等多项宏观指标增速回升，新动能持续较快增长，对经济贡献增强。但同时，内需延续疲弱、供强需弱矛盾依然突出，叠加中东地缘冲突引发的输入型通胀压力上升，全球能源供给与供应链扰动加剧，中国经济增长边际承压但稳中有进态势不改。2025 年，基础设施投融资（以下简称“基投”）行业政策主要围绕“控增化存”、“促发展”发力，进一步落实细化“一揽子化债”的相关要求。从效果来看，基投资企业退平台及转型进展加快，再融资环境边际改善，短期债务风险有效缓释；但基投资企业负面舆情趋于分化，且基本面实质性改善尚需时间。展望未来，经营性债务将成为攻坚重点，化债工作从围绕债务置换转向构建长效机制。深度市场化转型成为基投资企业的主要出路，基投资企业可在“化债”与“发展”的政策平衡中寻找转型机遇，但需警惕转型过程中带来的市场化风险以及政企关系的演变。

详见《一季度经济开局良好,地缘风险外溢的扰动或于二季度显现》，报告链接：

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12516?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2025 年政策回顾及展望》，报告链接：

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12333?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，2025 年，黔西南州 GDP 和一般公共预算收入继续增长，收入质量有所改善，同时政府性基金收入的大幅增长对综合财力形成重要补充；政府债务余额快速增长，非标占比相对不高，州本级信用维护相对较好，但下属区县仍存在一定负面舆情。

黔西南州水能、矿场及生态资源丰富，具备较好的发展潜力，经济发展水平在省内中等。2025 年，黔西南州 GDP 同比增长 5.10%，固定资产投资下降 7.80%，全州一般公共预算收入完成 97.22 亿元，较上年决算数小幅增加。其中：税收收入 52.68 亿元，较上年度小幅增长，税收占比略有提升。同期黔西南州一般公共预算支出增速较小，使其财政自给能力小幅提升，但财政平衡率仍较低，同期政府性基金收入的稳定增长对综合财力则起到重要补充作用。黔西南州区域内主要州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，州本级信用维护相对较好，但下属区县负面舆情较多，政府债务余额逐年大幅增加，仍需关注政府债务叠加城投公司有息债务后可能带来的系统性风险。

表 1：近年来黔西南州地方经济财政实力

项目	2023	2024	2025
GDP (亿元)	1,421.11	1,478.86	1,535.28
GDP 增速 (%)	3.06	4.20	5.10
人均 GDP (万元)	4.76	4.96	5.16
固定资产投资增速 (%)	-3.80	8.50	-7.8
一般公共预算收入 (亿元)	91.78	95.27	97.22

政府性基金收入(亿元)	148.33	169.28	205.74
税收收入占比(%)	53.32	51.00	54.19
公共财政平衡率(%)	23.18	22.85	23.17
政府债务余额(亿元)	893.48	1,117.83	1,215.50

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

资料来源: 黔西南州人民政府官网, 中诚信国际整理

重大事项

跟踪期内, 公司部分子公司股权划出, 公司资产权益规模有所减少, 部分业务覆盖范围有所缩减, 但是公司职能定位、业务板块暂未调整, 需持续关注子公司股权及资产划转事项进展。

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”)于 2025 年 1 月 7 日出具的《股东会决议》, 黔西南州国资委原则同意公司为优化资源配置、理顺产权关系, 对合并范围进行调整, 将下属 6 家子公司及相关资产负债、册亨县城镇供水建设项目从 2025 年度合并范围中剥离, 上述剥离的子公司股权及册亨县城镇供水建设项目全部无偿划转至对应县(市)人民政府或指定主管部门。公司于 2025 年 12 月 31 日, 丧失上述 6 家子公司的控制权, 截至 2025 年末, 上述子公司已不再纳入公司合并范围, 册亨县城镇供水建设项目尚未划出, 公司资本公积随之减少 34.13 亿元¹。截至报告出具日, 上述子公司股权划转工商变更尚未完成, 册亨县城镇供水建设项目尚未完成结算划出。本次公司子公司股权划出, 公司资产权益规模有所减少, 供水、管网维修业务覆盖区县范围有所缩减, 但是公司职能定位、业务板块暂未调整, 需持续关注上述子公司股权工商变更进度、册亨县城镇供水建设项目划转进度, 并及时评估其对公司经营和信用状况的影响。

表 2: 处置子公司情况(%)

公司名称	公司持股比例
望谟县清源供水有限责任公司	100.00
册亨县源泉供水有限责任公司	100.00
贞丰县水资源开发投资有限公司	87.09
安龙县汇龙水务建设有限责任公司	79.92
望谟县城镇建设开发有限公司	100.00
册亨县水利建设投资有限公司	75.04

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为, 跟踪期内, 作为黔西南州最重要的水利基础设施投融资主体, 公司维持区域内较强的业务竞争力, 在建项目体量可观, 业务可持续性尚可; 同时, 公司保持较为多元的业务结构, 仍从事供水、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, 其中纸制品销售收入占比较大。

但值得注意的是, 公司水务一体化项目尚处于建设高峰期, 包装纸项目三期尚需持续投入, 并且子公司转型发展亦存在一定投资需求, 公司面临较大资本支出压力; 同时, 部分县级水务一体化项目建设进度不及预期, 后续项目建设进展、资金平衡及可行性缺口补助到位情况需关注。2025 年部分子公司股权划出, 供水业务等

¹ 上述 6 家子公司 2025 年营业收入和利润仍在 2025 年合并口径范围内, 但在公司营业收入和净利润中占比较小, 对公司营收和利润影响较小。

覆盖区县范围缩减；此外，公司纸制品销售业务经营情况易受市场需求变动及市场竞争加剧等因素影响；建材销售业务产能利用率低，拟建项目后续建设运营情况有待持续关注。

表 3：近三年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 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	1.75	7.68	9.35	2.29	13.02	11.02	0.004	0.03	-
自来水售水业务	1.52	6.65	56.10	1.55	8.79	46.87	1.71	10.54	59.24
管网安装维修业务	0.13	0.55	89.86	0.04	0.23	52.72	--	--	--
供电业务	0.08	0.34	-53.94	0.09	0.53	6.34	0.11	0.66	32.80
纸制品销售业务	13.13	57.51	12.13	13.10	74.45	9.28	13.90	85.91	9.13
建材销售业务	0.65	3.54	26.23	0.23	1.31	-6.59	0.18	1.10	47.44
代建管理业务	0.50	2.19	85.90	--	--	--	--	--	--
其他业务	0.51	2.24	90.61	0.29	1.67	65.14	0.29	1.76	61.25
合计/综合	18.27	100.00	20.49	17.60	100.00	13.62	16.18	100.00	15.88

注：1、其他业务收入主要包括融资服务费、销售收入和固废处置收入等；2、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

水利基础设施建设板块业务模式保持稳定，代建项目基本完工，黔西南州水务一体化工程和供水配套项目尚需投资规模仍较大，但存在超期建设情形，后续项目建设进展、资金平衡及可行性缺口补助到位情况需关注。

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，2025 年以来，公司业务模式保持稳定，即公司本部或子公司与各县市的项目业主方²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，跟踪期内，公司无新增完工项目，截至 2025 年末，已完工项目基本已完成回款。同期末，公司暂无在建的委托代建水利基础设施。

表 4：截至 2025 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

² 水利基础设施建设项目业主单位通常为各县市国有企业。

月亮田水库	0.61	0.61	0.61
晴隆县西泌河水库工程项目	3.94	4.35	4.35
贞丰县七星水库工程项目	5.24	5.00	5.00
册亨县册亨水库工程项目	1.82	1.78	1.78
合计	20.02	20.15	20.15

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%。同时，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 2025 年末，公司主要在建水务一体化和供水配套项目计划总投资 132.81 亿元，累计投资 90.14 亿元，未来仍有较大资本支出压力。公司部分县级水利基础设施项目受地理位置、外部环境等因素影响存在超期建设情况，授信银行将相应项目贷款主体在该行的授信调整为关注类，并存在已发放未支付资金调剂回收的情形³。

表 5：截至 2025 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	8.11
普安水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.91	8.21
兴仁水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.78	4.30
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	1.91
安龙水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.12	6.43
贞丰水务一体化 PPP 项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.20	9.67
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	5.78
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	11.50
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	9.95
兴义市城乡给排水一体化项目	水务一体化	可行性缺口补助	10.66	9.05
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	5.81
册亨县城镇供水建设项目	供水工程及设备安装	--	6.00	5.99
新城城区雨水排水工程	雨水灌渠建设	--	1.34	1.27
兴义市高卡水库项目	水库建设	--	6.81	2.16
合计	--	--	132.81	90.14

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原子公司望谟县城镇建设开发有限公司（以下简称“望谟城开”）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，2025 年末望谟城开股权划转至望谟县政府，公司不再负责后续项目建设。

综合来看，公司未来投资压力主要集中于水务一体化 PPP 项目和供水配套项目，部分水务一体化 PPP 项目建设进度不及预期，后续项目建设进展、资金平衡及可行性缺口补助到位情况需关注。

³ 根据公司提供的说明，在符合国开行要求时，将在主合同项下重新发放调剂回收资金，并变更主合同项下还款计划。

同时，公司供水配套项目收益来源主要为供水收入，结合区域经济发展状况，项目收益平衡情况需关注。

公共事业板块

公司供水、供电业务经营稳定，收入稳步提升，2025 年末随着部分子公司划出，公司供水业务覆盖区县范围将有所缩减，管网安装维修业务可持续性较弱。

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，但随着部分子公司划出，相关业务稳定性将受到一定影响。

(1) 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，截至 2025 年末，随着望谟县清源供水有限责任公司（以下简称“望谟供水公司”）和册亨县源泉供水有限责任公司（以下简称“册亨供水公司”）股权划出，公司供水业务区域覆盖缩减至黔西南州下属 4 个县市（除兴义市、贞丰县、望谟县和册亨县以外的县市），具体业务主要由各县市的 6 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 2025 年末，公司自来水厂数为 12 座；全年设计供水能力为 25.43 万吨/日，自来水供应面积约 352.40 平方公里，供应服务人口约 59.40 万人。

表 6：截至 2025 年末公司各水厂运营主体及水厂情况

子公司	所属县市	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)
兴义市铭润水业有限公司	兴义市	双山水厂	2003	7.50	96.00	24.20
兴义市铭润水业有限公司	兴义市	团坡水厂	2011	1.50		
兴义市铭润水业有限公司	兴义市	城东水厂	2019	1.00	50.00	6.30
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
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			--	25.43	352.40	59.40

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，公司水费回收率仍保持在 99.5%左右，整体回收率较高。2025 年，公司平均售水单价仍为 3.31 元/吨。2025 年公司自来水售水收入同比小幅上涨 10.32%至 1.71 亿元，毛利率 59.24%，与上年基本持平，随着 2025 年末子公司划出，自来水售水收入或将有所缩减。

(2) 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区域亦随下属子公司划出，变更为黔西南州 4 个县市区域，具体业务开展由下属的 6 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。2025 年以来管网维修业务量萎缩，当期未承接管网安装维修业务，业务可持续性弱。

(3) 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 2025 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 2025 年运营情况来看，受流域水流量变动影响，公司全

年发电量上升,加上工业企业逐步开工,当期售电量上升,平均售电价格仍为 0.36 元/千瓦时,售电收入同比上升 22.22%至 0.11 亿元,因人员薪酬、折旧摊销等成本降低,毛利率上升至 32.80%。

表 7: 截至 2025 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

纸制品销售

跟踪期内,纸制品销售收入小幅回升,产业利用率有所提升,业务市场化程度高,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。

公司纸制品销售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。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。2025 年,鹏昇纸业累计生产包装纸 56.86 万吨,较上年增产 2.70 万吨,产能利用率 87.48%,产能利用率有所上升,实现销售收入 13.90 亿元,收入规模小幅回升;销售价格较上年度有所提升,但受原料成本上涨影响,业务毛利率则较上年小幅下降 0.14 个百分点至 9.14%。

表 8: 2025 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	31.98	2,473.42	7.91
箱板纸	35.00	21.05	2,579.57	5.43
纱管纸	5.00	3.84	1,458.33	0.56
合计	65.00	56.86	--	13.90

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,2025 年公司前五大供应商集中度较 2024 年有所增长但仍处于较低水平,供应商分布较为分散。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,2025 年在业务成本中的比重约为 76%,其次为制造费用与人工成本。

表 9: 2025 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	结算方式	账期
贵阳资源循环利用有限公司	材料款	15,984.84	12.09	验收合格结算	1 年以内
贵州德勤再生资源回收有限公司	废纸款	15,717.59	11.89	验收合格结算	1 年以内
贵州晨越环境科技有限公司	废纸款	9,924.68	7.51	验收合格结算	1 年以内
贵州叁壹再生资源供应链管理有限公司	废纸款	7,915.52	5.99	验收合格结算	1 年以内

中国南方电网	电费	9,377.54	7.09	预付款	1 年以内
合计	--	58,920.17	44.57	--	--

注：上表为鹏昇纸业单体统计。

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。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 10：2025 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	结算方式	账期
厦门新纸源电子商务有限公司	原纸	18,680.00	11.89	预收款	1 年以内
成都建发纸业有限公司	原纸	13,572.31	8.64	预收款	1 年以内
广西朗健供应链有限公司	原纸	6,539.22	4.16	预收款	1 年以内
云南友日久包装实业有限公司	原纸	5,891.75	3.75	预收款	1 年以内
厦门建发浆纸集团有限公司	原纸	5,419.85	3.45	预收款	1 年以内
合计	--	50,103.13	31.89	--	--

注：上表销售收入为含税收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，鹏昇纸业在建的包装纸三期项目建设内容包括新增 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。该项目于 2023 年 8 月开工，截至 2025 年末，已完成投资 12.32 亿元，其中 2.13 亿元完成转固，计划 2026 年内完工投产。

综合来看，2025 年公司包装纸一、二期项目产能利用率较上年进一步提升，营业收入小幅回升，业务市场化程度高，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

建材销售板块产能闲置明显，营业收入逐年减少，后续业务发展向生产造纸化学助剂转型，但转型项目建设运营情况需持续关注。

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智程新材料科技有限公司（原名贵州同益新型建材有限公司，2025 年 7 月更为现名，以下简称“智程新材料”）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。从客户区域分布来看，建材主要供应黔西南州内客户。

智程新材料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 2025 年末，智程新材 PE 管材和 PVC 管材产能分别为 1.48 万吨/年和 2.95 万吨/年，产能利用率分别为 5.33%和 5.69%，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。

2025 年，公司建材销售业务收入为 0.23 亿元，同比下滑 64.45%，主要原因为受国家政策及市场环境的影响，市政项目停工导致市场需求减少。公司建材销售板块前期主要供应黔西南州市政项目，该类项目受政策环境影响开工率下降，公司产能闲置较明显，2025 年末，智程新材已减少原有的建材销售，开始转型生产造纸化学助剂，截至 2025 年末拟投资建设“黔西南州医疗包装新型材料项目”，项目总投资 2.71 亿元，占地面积约 211.57 亩，计划新增建筑面积 28,526.42 平方米。项目将新建年产 5.56 万吨医疗包装新型材料生产线，主要产品涵盖干强剂、AKD 中性胶、苯丙表胶、固体胶、清洗剂、消泡剂、湿强剂等，项目目前处于建设初期，后续建设运营情况需持续关注。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，随着部分子公司股权划出，公司资本实力大幅下降，后续稳定性有待持续关注，财务杠杆水平随着权益减少而大幅提升，资本结构有待改善；公司部分对外担保对象已被列为被执行人乃至失信被执行人，公司征信报告中作为保证人/反担保人亦有关注类余额，或有负债风险需持续关注；同时，公司对县域子公司的治理管控能力待加强；公司经营获现能力良好，但 EBITDA 仍无法覆盖利息支出，货币资金无法覆盖短期债务，公司面临一定短期偿债压力。

资本实力与结构

2025 年末，公司部分子公司股权无偿划出，公司资本实力大幅下降，后续资本稳定性有待持续关注；资产流动性一般，收益性较弱，资产质量较低；财务杠杆随着权益减少而大幅提升，资本结构有待改善，债务规模小幅增长，债务期限结构较为合理。

跟踪期内，2025 年 1 月 7 日，根据《股东会决议》，同意将公司下属 6 家子公司⁴股权及册亨县城供水建设项目，全部无偿划转至对应县(市)人民政府或其指定主管部门，2025 年末上述公司股权正式划出，然而截至本报告出具日，工商变更尚未完成。截至 2025 年末，公司总资产较上年末减少 29.92 亿元，主要系存货中土地使用权大幅划出。随着存货大幅减少，公司非流动资产占比有所提升，截至 2025 年末，非流动资产占比达到 60.41%。截至 2025 年末，公司流动资产以货币资金、预付款项、其他应收款和存货为主。具体而言，货币资金余额为 10.01 亿元，使用受限的货币资金比例为 17.76%。预付款项主要系预付对普安县水务局工程款以及贵阳资源循环利用有限公司等货款。公司应收类款项占比为 18.68%，其中其他应收款占总资产比重为 18.32%，主要为对贵州放马坪文化旅游投资有限公司、贵州义龙(集团)投资管理有限公司(以下简称“义龙

⁴ 包括册亨县水利建设投资有限公司、望谟县城建设开发有限公司、贞丰县水资源开发投资有限公司、册亨供水公司、望谟供水公司和安龙县汇龙水务建设有限责任公司

集团”）等企业的借款，以及与普安县财政局和贵州园方建筑工程有限公司之间的往来款，账龄在一年上的占比超过 73%，且部分欠款企业存在经营风险⁵，公司当期计提坏账准备 0.08 亿元，整体来看，公司应收类款项对公司资金形成较大占用，部分欠款企业经营情况不佳或将造成公司坏账损失，后续回款情况值得关注。存货主要为土地资产以及原材料、库存商品等，2025 年末随着子公司股权划出账面价值大幅减少 33.44 亿元，同期末，公司存货中土地资产账面价值 28.64 亿元，其中用于借款抵押的土地资产为 10.19 亿元，占存货中土地资产账面价值的 33%。非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，跟踪期内，随着子公司股权划出，固定资产规模有所减少。同时，水务一体化、供水配套项目等项目持续投入推动期末在建工程规模较年初增长 4.79%。综合来看，公司资产流动性一般，收益性较弱。

跟踪期内，因子公司股权划出加上根据财政部发布的《地方政府专项债券相关业务会计处理暂行规定》（财会〔2025〕17 号），将兴义市高卡水库工程国债资金由资本公积调整至长期应付款，资本公积较上年末减少 36.14 亿元，少数股东权益亦随之减少 14.55 亿元。随着公司及下属子公司利润积累，公司未分配利润小幅增加。综上，截至 2025 年末，经调整的所有者权益较上年末减少 49.84 亿元，公司资本实力大幅缩减，后续资本稳定性需保持持续关注。

2025 年公司债务规模小幅增长，截至 2025 年末总债务为 140.60 亿元，财务杠杆水平随权益规模减少而有所上升，同期末，资产负债率和总资本化比率分别为 69.88%和 67.86%，财务杠杆处于较高水平，资本结构有待优化。从债务结构来看，银行贷款和债券为公司最主要的两类融资品种，且长期债务占主导，未来一年到期债务压力相对可控。

表 11：截至 2025 年末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	6 个月以内 (含)	6 个月(不含) 至 1 年(含)	超过 1 年(不 含)	金额合计	金额占比
银行贷款	4.98	9.25	97.40	111.64	79.48%
公司信用类债券		1.96	17.19	19.15	13.63%
明股实债		0.00	6.00	6.00	4.27%
租赁负债		0.00	0.003	0.003	0.002%
政府专项债			3.67	3.67	2.61%
合计	4.98	11.21	124.26	140.46	100.00%

注：此表不包括应付票据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营获现能力良好，经营发展对外部融资有较强依赖性；EBITDA 仍无法覆盖利息支出，货币资金无法覆盖短期债务，公司面临一定的短期偿债压力。

现金流方面，公司经营活动现金流主要受基础设施、安置房建设、建材销售等主营业务以及政府补助、往来款现金收支影响。2025 年公司收现比为 1.02 倍，虽然较上年度有所下降，但整体来看经营获现能力良好，当期经营活动净现金流维持净流入。公司项目建设持续推进，同时因为区域内国企间用于资产盘活等资金往来增加，投资活动现金净流出规模大幅增长。筹资活动方面，2025

⁵ 经公开资料查询，截至 2026 年 6 月 22 日，义龙集团已被列为失信被执行人，同时还存在被纳入被执行人名单、股权冻结、公司高管被限制高消费等事项。

年，公司外部融资规模大幅增长，当期筹资活动现金流转为净流入。

偿债指标方面，公司 EBITDA 主要由经营利润和费用化利息构成，2025 年 EBITDA 随着利润总额减少而同步下降，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力均有所下降，EBITDA 仍无法覆盖利息支出，经营活动净现金流波动性较大，对当期利息支出的保障程度亦有所波动。公司货币资金无法覆盖短期债务，且覆盖能力持续下滑，此外，考虑到部分货币资金受限，公司面临一定的短期偿债压力。

流动性来源方面，截至 2025 年末，可用账面资金为 8.23 亿元；同期末，公司银行授信总额为 142 亿元，尚未使用授信额度为 26 亿元，总体来看，备用流动性一般。

表 12：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、X、%）

项目	2023	2024	2025
货币资金	28.87	14.76	10.01
预付款项	13.90	13.52	8.56
其他应收款	38.00	39.70	44.15
存货	64.36	64.47	31.03
固定资产	29.25	28.90	25.73
在建工程	79.24	95.99	100.59
资产总计	268.18	270.89	240.97
非流动资产/资产总额	44.87	49.86	60.41
经调整的所有者权益合计	109.54	116.43	66.59
总债务	138.33	136.75	140.60
短期债务占比	13.25	14.39	11.62
资产负债率	56.92	54.80	69.88
总资本化比率	55.81	54.45	67.86
经营活动产生的现金流量净额	15.14	10.83	6.36
投资活动产生的现金流量净额	-26.55	-14.10	-34.21
筹资活动产生的现金流量净额	12.20	-9.66	22.25
收现比	1.40	1.16	1.02
货币资金/短期债务	1.57	0.75	0.61
EBITDA	2.98	2.87	2.45
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.91	0.77
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	3.18	3.42	2.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

公司受限资产规模较小，对外担保规模较大，且部分对外担保对象存在负面舆情，公司征信报告中作为保证人/反担保人亦有关类余额，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。

公司资产受限比例相对不高。截至 2025 年末，公司受限资产占当期末总资产的 5.33%，主要为存货、无形资产中用于借款抵押的土地使用权，以及因作为银行承兑汇票保证金、定期存单、冻结

款项而使用受限的货币资金。

截至 2025 年末,公司对外担保金额占同期未经调整所有者权益合计的比例为 28.24%⁶,被担保对象均为区域内国企。但经查询公开资料,截至 2026 年 6 月 15 日,公司对外担保对象中,义龙集团和贵州金州电力集团有限责任公司存在被纳入失信被执行人、被执行人名单、股权冻结、公司高管被限制高消费的事项。此外,兴义市万峰林旅游集团有限公司、安龙县安利民投资有限责任公司亦被纳入被执行人名单。如上所述,公司部分被担保对象存在的经营风险如无法及时化解,或累及公司承担代偿责任,或有负债风险值得关注。截至本报告出具日,公司暂未承担实质性代偿责任。此外,经公开资料查询,截至 2025 年 6 月 8 日,公司控股子公司贞丰县鸿图水务有限责任公司(以下简称“贞丰鸿图水务”)和安龙县韵源水务有限公司(以下简称“韵源水务”)均被列为失信被执行人。

此外公司本部涉及一起重大诉讼,公司为贵州金州电力集团有限责任公司(以下简称“金州电力”)在重庆国际信托股份有限公司的 7.00 亿元借款提供连带责任保证担保,担保期限为 2018 年 6 月 6 日至 2026 年 6 月 6 日。截至借款到期日(2024 年 6 月 6 日),贵州金州电力集团有限责任公司未能按期偿付借款本金共计 4.95 亿元及相应利息,被重庆国际信托股份有限公司向成渝金融法院提起诉讼。因不服成渝金融法院(2023)渝 87 民初 519 号民事判决,金州电力于 2024 年 7 月 18 日向重庆市高级人民法院提起上诉,2024 年 10 月 8 日,重庆市高级人民法院出具民事判决书(2024)渝民终 292 号,驳回金州电力上诉,维持原判:金州电力于判决生效后十日内偿还原告重庆信托欠付本金 4.95 亿元、截至 2023 年 6 月 6 日的逾期利息 1.556.73 万元以及截止到 2023 年 7 月 28 日的复利 20.92 万元;支付原告重庆信托以本金 4.95 亿元为基数,按照年利率 12.795%,从 2023 年 6 月 7 日起计算至本金付清之日止的逾期利息,利随本清;被告黔西南水投对判决确定的被告金州电力的债务向原告重庆信托承担连带清偿责任。因金州电力未按成渝金融法院(2023)渝 87 民初 519 号民事判决书规定的期限履行该法律文书确定的义务,重庆信托申请强制执行成渝金融法院于 2024 年 11 月 6 日依法立案执行。州水投公司因被列为共同被执行人,案件于 2025 年 2 月 13 日由黔西南布依族苗族自治州中级人民法院黔西南州中级法院)负责进行强制执行(案号:(2025)黔 23 执 18 号),公司目前仍在与相关方沟通和解,预计 2026 年 7 月达成和解,中诚信国际将持续关注被执行案件处置和协议签署进展。2025 年 1 月,金州电力公司已经进入预重整阶段,破产管辖法院为黔西南布依族苗族自治州中级人民法院(以下简称“黔西南州中级法院”),并指定“贵州金州电力集团有限责任公司清算组”担任预重整期间的临时管理人,2025 年 8 月 1 日,临时管理人向黔西南州中级法院提交《贵州金州电力集团有限责任公司等 24 家公司模拟实质合并预重整工作报告》,2025 年 8 月 26 日,黔西南州中级法院受理金州电力的重整申请。

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 2026 年 5 月,公司本部及重要子公司鹏昇纸业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到期未偿付情形。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 511,262.57 万元。

根据公司及被担保方提供的说明,公司对内担保中,1)为推进黔西南州安龙县脱贫攻坚农村饮水

⁶ 公司对外担保具体情况见附四。

安全供水一体化 TOT 项目实施，公司控股子公司韵源水务于 2020 年 9 月 11 日向国开行申请项目融资 3.83 亿元，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。截至 2026 年 5 月，韵源水务涉及利息逾期 367.65 万元，截至目前该笔已偿还。2) 同时，公司控股子公司望谟大禹开发有限公司（以下简称“大禹开发”）、安龙县泉涌水务有限责任公司（以下简称“泉涌水务”）、册亨县禹顺水资源开发有限公司（以下简称“禹顺开发”）就各自所推进的水务一体化 PPP 项目均分别向国开行贵州省分行申请 8.00 项目贷款，由于外部环境及项目所处地理位置等因素影响，工程超期建设，国开行贵州省分行将上述公司在该行内的授信调整为关注类，其中截至 2026 年 5 月 11 日，大禹开发涉及本息逾期 1,351.97 万元，大禹开发已于 2026 年 5 月 13 日偿还；3) 子公司贞丰县鸿图水务有限责任公司（以下简称“鸿图水务”）亦就其推进的贞丰水务一体化 PPP 项目向国开行贵州省分行申请项目贷款 7.47 亿元，由于 2023 年 10 月 20 日 2,250 万元本金到期时公司资金周转困难未能及时还款，其在国开行贵州省分行内授信调整为关注类，上述 2,250 万元逾期借款已于 2023 年 11 月 10 日补还，截至 2026 年 5 月 11 日，鸿图水务仍涉及本息逾期 2,897.42 万元，截至 2026 年 6 月 17 日，前述逾期本息已偿还；4) 普安墨金水务有限公司就其推进的普安县水务一体化 PPP 项目向国开行贵州省分行申请项目贷款 8.00 亿元，2026 年 3 月，因项目完工尚未产生收益，无法覆盖贷款本息，经与国开行协商，申请调整还款计划事宜，因此将该笔贷款调整为关注类债务。

公司对外担保中，1) 义龙集团在黔西南水投担保下向中国建设银行申请了固定资产贷款 1.20 亿元、流动资金贷款 2.80 亿元，中国建设银行鉴于义龙集团及其关联公司债务体量大，将义龙集团上述 2 笔贷款调整为关注类债务。2) 兴义市万峰林旅游集团有限公司、贵州博远工程建设有限责任公司在黔西南水投担保下向中国建设银行分别申请了固定资产贷款 3.56 亿元和 4.00 亿元，因分别于中国建设银行办理利息展期和调整分期还款计划相关业务，造成贷款本息未能按时清偿因而将贷款下调分类为关注类债务；3) 安龙县安利民投资有限责任公司在黔西南水投担保下向中国建设银行申请了固定资产贷款 1.90 亿元，中国建设银行鉴于义龙集团及其关联公司债务体量大，将该笔贷款调整为关注类债务；4) 贵州神木营康养服务有限公司在黔西南水投担保下向国开行贵州省分行申请 1.5 亿元用于项目建设，因项目推进不及预期，项目暂停建设，故银行调整信用等级为关注；5) 晴隆腾兴工程管理服务有限公司在黔西南水投担保下向国开行贵州省分行申请固定贷款 2.5 亿元，因近期资金周转困难，造成贷款逾期 220 万元，因此国开行贵州分行将该笔贷款调整为关注类债务。此外，公司已结清信贷中存在 3,975.52 万元的垫款，主要系 2024 年 4 月 19 日公司代偿兴义市精准扶贫开发投资有限公司到期债务本息所致。

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，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响，但需关注公司对部分县域子公司的治理管控能力仍有待提升。

ESG 分析⁷

中诚信国际认为，公司重视环境管理，积极履行社会责任，但跟踪期内，公司及部分下属子公司存在负面舆情，对下属各县域子公司的管控能力弱，且部分区县子公司过往履约情况不佳，综合考虑，ESG 下调一个子级。

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，公司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。跟踪期内部分县域子公司存在项目建设超期、项目融资被列为关注类债务、被列为失信被执行人等负面事项，并且部分区县子公司过往履约情况不佳，反映出公司对县域子公司的治理管控能力弱，后续有待加强。

外部支持

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

跟踪期内，黔西南州经济财政实力在贵州省内处于中等水平，具有一定的资源集聚和协调能力。黔西南州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，信用维护相对较好，但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，跟踪期内公司仍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，职能重要性高，业务结构保持稳定；黔西南州政府亦对公司继续提供了有力支持，2025 年公司获得财政补贴及税收返还共计 0.30 亿元。综上，跟踪期内黔西南州政府具备较强的支持能力，同时保持对公司强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1”募集资金 7.00 亿元，其中 3.50 亿元用于鹏昇纸业年产 60 万吨包装纸项目，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。根据公司公开披露，截至 2025 年末，上述债项募集资金已使用完毕。

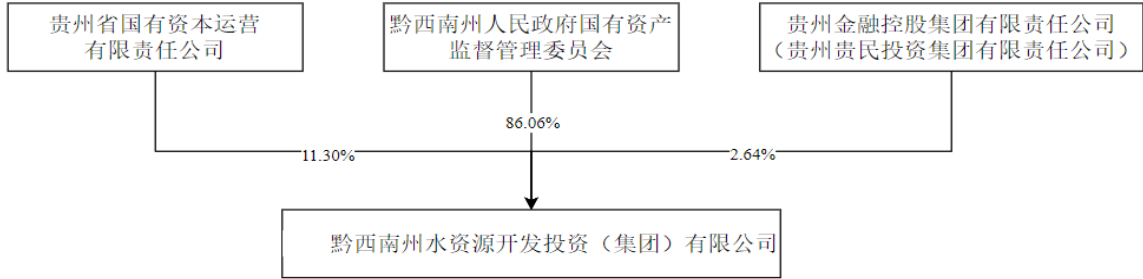
“20 黔水绿色债 01/G20 黔水 1”和“20 黔水绿色债 02/G20 黔水 2”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司职能定位稳定，经营层面仍保持区域竞争力，业务可持续性尚可。同时，公司财务状况较为稳健，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。结合债券到期分布和公司流动性储备情况，目前跟踪债券信用风险很低。

⁷ 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。

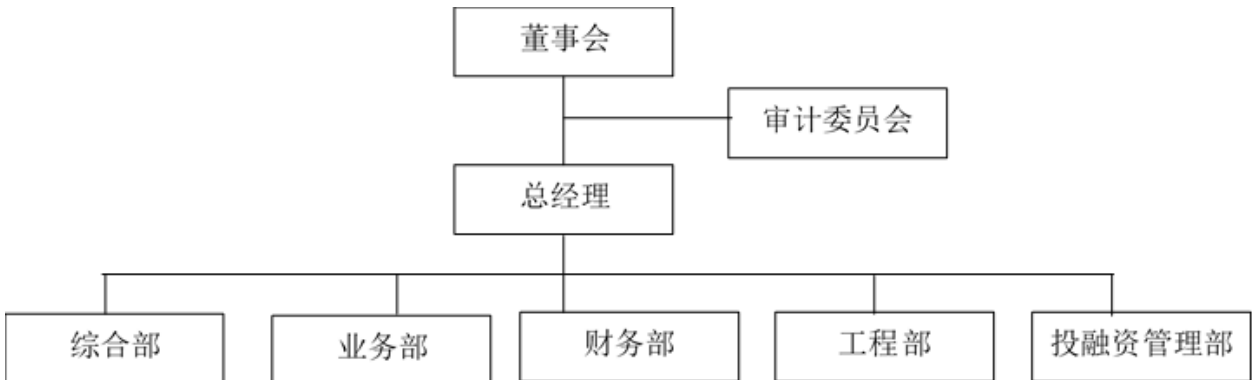
评级结论

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 2025 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	贵州鹏昇(集团)纸业有限责任公司	16.40	64.85	12	兴仁市宏盛源水务有限公司	2.22	60.00
2	黔西南州禹工工贸有限公司	0.50	100.00	13	望谟大禹开发有限公司	2.82	100.00
3	贵州智程新材料科技有限公司	0.50	100.00	14	晴隆县水务总公司	0.01	100.00
4	黔西南州水投能源环保科技有限公司	0.50	100.00	15	贵州建泰工程管理有限公司	2.05	60.00
5	黔西南州永泰旅游开发有限责任公司	2.00	100.00	16	普安县水利投资有限责任公司	3.97	93.20
6	黔西南州泉源水务有限责任公司	2.00	100.00	17	普安墨金水务有限公司	2.91	51.00
7	贵州新风土建设工程有限公司	0.50	100.00	18	贵州省普安县泷源水资源开发有限公司	1.44	60.00
8	黔西南州义龙新区水资源开发投资有限公司	2.56	60.00	19	安龙县韵源水务有限公司	1.19	60.00
9	贵州智捷工程管理有限责任公司	3.43	90.00	20	安龙县泉涌水务有限责任公司	2.12	50.10
10	贵州智纳工程运营管理有限责任公司	2.66	41.21	21	安龙县水务总公司	0.04	100.00
11	兴仁市铭润水业有限公司	1.08	100.00	22	贞丰县鸿图水务有限责任公司	2.02	51.01
				23	册亨县禹顺水资源开发有限公司	3.34	60.00



资料来源：公司提供

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)	2023	2024	2025
货币资金	288,741.70	147,636.86	100,089.49
非受限货币资金	267,673.87	138,266.86	82,313.00
应收账款	15,172.03	18,325.48	8,699.41
其他应收款	379,956.28	396,960.55	441,518.83
存货	643,623.80	644,707.94	310,308.55
长期投资	51,770.87	34,407.14	34,400.00
在建工程	792,389.83	959,851.10	1,005,922.48
无形资产	52,462.85	53,618.44	50,886.10
资产总计	2,681,753.18	2,708,906.11	2,409,691.65
其他应付款	170,315.06	123,505.89	287,063.37
短期债务	183,332.35	196,839.35	163,450.63
长期债务	1,199,929.63	1,170,684.16	1,242,580.25
总债务	1,383,261.98	1,367,523.51	1,406,030.89
负债合计	1,526,361.22	1,484,578.43	1,683,807.90
利息支出	47,533.77	31,637.74	31,865.80
经调整的所有者权益合计	1,095,391.95	1,144,227.68	665,883.75
营业总收入	182,654.45	175,984.21	161,792.85
经营性业务利润	10,609.56	9,989.36	5,632.04
其他收益	4,653.90	10,195.82	2,972.01
投资收益	2,653.73	1,080.91	
营业外收入	259.70	339.34	117.40
净利润	7,797.29	9,244.26	6,720.15
EBIT	19,690.22	18,515.96	14,749.34
EBITDA	29,837.36	28,674.89	24,498.32
销售商品、提供劳务收到的现金	256,250.58	204,278.81	164,222.80
收到其他与经营活动有关的现金	294,229.67	295,723.24	201,357.70
购买商品、接受劳务支付的现金	285,209.18	210,495.23	152,146.61
支付其他与经营活动有关的现金	88,204.14	153,989.40	126,346.77
吸收投资收到的现金	304.96		1,143.00
资本支出	245,803.68	159,581.22	155,269.24
经营活动产生的现金流量净额	151,350.95	108,266.64	63,614.78
投资活动产生的现金流量净额	-265,470.29	-141,042.15	-342,055.06
筹资活动产生的现金流量净额	122,005.79	-96,634.50	222,486.42
现金及现金等价物净增加额	7,886.45	-129,410.01	-55,953.86
财务指标	2023	2024	2025
营业毛利率(%)	20.49	13.62	15.88
期间费用率(%)	16.23	12.67	13.45
应收类款项占比(%)	14.73	15.33	18.68
收现比(X)	1.40	1.16	1.02
资产负债率(%)	56.92	54.80	69.88

总资本化比率 (%)	55.81	54.45	67.86
短期债务/总债务 (%)	13.25	14.39	11.62
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	3.18	3.42	2.00
总债务/EBITDA (X)	46.36	47.69	57.39
EBITDA/短期债务 (X)	0.16	0.15	0.15
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.63	0.91	0.77

注：1、中诚信国际根据黔西南水投提供的其经北京国府嘉盈会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见 2024 年和 2025 年审计报告整理。其中，2023 年和 2024 年财务数据分别采用了 2024 年度和 2025 年度审计报告期初数，2025 年财务数据采用了 2025 年度审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司资本公积、少数股东权益和长期应付款科目中有息债务调整至长期债务；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，特此说明。

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
	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[2023]65 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：黔西南州水资源开发投资（集团）有限公司对外担保明细（截至 2025 年末）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额（万元）	担保起始日	担保到期日
1	贵州金州电力有限责任公司	国企	49,500.00	2018.6.6	2026.6.1
2	贵州义龙（集团）投资管理有限公司	国企	8,750.00	2020/6/9	2028/6/9
3	贵州博远工程建设有限责任公司	国企	35,400.00	2020/5/9	2028/5/9
4	安龙县安利民投资有限责任公司	国企	12,550.00	2019.12.26	2044.12.26
5	晴隆腾兴工程管理服务有限公司	国企	23,790.00	2020.9.15	2040.9.15
6	兴义市万峰林旅游集团有限公司	国企	26,750.00	2020.5.9	2028.5.9
7	贵州黔方有渔水产科技有限公司	国企	8,100.00	2021.10.28	2031.10.28
8	贵州黔方有渔水产科技有限公司	国企	1,990.00	2025.07.28	2027.01.28
9	贵州黔方有渔水产科技有限公司	国企	2,000.00	2026.01.26	2028.01.26
10	贵州神木营康养服务有限公司	国企	3,415.00	2021.12.28	2041.12.28
11	安龙县春晖农投（集团）有限责任公司	国企	15,800.00	2022.3.21	2042.3.21
--	合计	--	188,044.53	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附五：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: [1]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。[2]对于符合条件的科创类主体, 中诚信国际在其主体信用等级加下标“sti”以示区分。

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