

信用评级公告

联合〔2021〕5708号

联合资信评估股份有限公司通过对水发集团有限公司及其拟发行的 2021 年第一期公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定水发集团有限公司主体长期信用等级为 AAA,2021 年第一期水发集团有限公司公司债券的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监

二〇二一年六月二十九日

2021 年第一期水发集团有限公司公司债券信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：10.00~15.00 亿元

本期债券期限：5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：补充营运资金

评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水务企业信用评级方法	V3.0.201907
水务企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	1	
		自身竞争力	基础素质	1	
			企业管理	2	
			经营分析	3	
财务风险	F3	现金流	资产质量	3	
			盈利能力	2	
			现金流量	2	
		资本结构		3	
		偿债能力		3	
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				2	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

水发集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省唯一的省级水务投资运营主体，业务具有区域专营优势。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司经营环境良好，水务业务在省内具有区域专营优势，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司水务及燃气产能利用率较低，面临一定的资金支出压力，公司债务快速增长且债务负担重、面临较大的集中偿付压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券的发行对公司现有债务的影响不大。公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力强，EBITDA 对本期债券的保障能力尚可。

未来，随着公司各板块业务的持续推进，公司经营规模有望继续扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 经营环境良好。近年来，山东省经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部发展环境。2020 年，山东省实现地区生产总值 73129.0 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%；完成一般公共预算收入 6559.9 亿元，比上年增长 0.5%。
2. 水务业务具有区域专营优势，并持续获得外部支持。公司为山东省唯一的省级水务运营主体，水务业务具有区域专营优势，并持续得到政府在资金注入、资产划转和财政补贴等方面的大力支持。

关注

1. 水务及燃气业务产能利用率较低。截至 2021 年 3 月底，公司水务及燃气业务产能利用率不足 50%，处于较低水平，未来产能释放仍需要一定时间。
2. 面临一定资金支出压力。公司在建和拟建项目尚需一定投资规模，存在一定的资金压力。
3. 债务快速增长，债务负担重。2018—2020 年底及 2021

分析师:

薛琳霞 登记编号 (R0150220120065)

车兆麒 登记编号 (R0150221020003)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

年3月底,公司全部债务分别为416.59亿元、644.50亿元、857.93亿元和860.68亿元,债务增长速度快。

截至2021年3月底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为77.67%和73.03%,债务负担重。

4. 公司面临较大的集中偿付压力。2021年4—12月及2022—2023年,公司到期债务分别为267.30亿元、64.61亿元和185.21亿元。
5. 公司业务扩张速度较快,面临较大的管理压力。公司业务涉及行业较广泛且扩张速度较快,面临较大的管理压力。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	69.62	113.58	137.13	111.18
资产总额(亿元)	760.09	1071.35	1417.74	1423.72
所有者权益(亿元)	193.04	263.16	314.31	317.90
短期债务(亿元)	106.09	173.12	267.90	282.43
长期债务(亿元)	310.50	471.38	590.03	578.24
全部债务(亿元)	416.59	644.50	857.93	860.68
营业收入(亿元)	110.68	213.38	452.29	111.80
利润总额(亿元)	5.52	8.63	12.57	2.19
EBITDA(亿元)	24.83	39.83	69.79	--
经营净现金流(亿元)	-29.98	1.04	16.14	0.48
营业利润率(%)	24.62	16.28	13.70	13.85
净资产收益率(%)	1.82	2.31	3.14	--
资产负债率(%)	74.60	75.44	77.83	77.67
全部债务资本化比率(%)	68.33	71.01	73.19	73.03
流动比率(%)	119.12	134.39	116.98	115.30
经营现金流流动负债比(%)	-12.39	0.32	3.27	--
现金短期债务比(倍)	0.66	0.66	0.51	0.39
EBITDA 利息倍数(倍)	1.28	1.43	2.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.77	16.18	12.29	--
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	194.44	316.69	360.64	348.23
所有者权益(亿元)	48.44	67.39	72.90	72.90
全部债务(亿元)	95.17	133.72	176.50	175.05
营业收入(亿元)	1.11	0.95	2.60	0.02
利润总额(亿元)	-0.68	0.10	3.69	0.05
资产负债率(%)	75.09	78.72	79.79	79.07
全部债务资本化比率(%)	66.27	66.49	70.77	70.60
流动比率(%)	146.33	151.33	120.84	121.91
经营现金流流动负债比(倍)	-0.33	4.95	-0.17	--

注: 2021年一季度财务数据未经审计; 长期应付款中有息债务已纳入长期债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/06/17	薛琳霞、车兆麒	水务企业信用评级方法 V3.0.201907 水务企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2020/06/29	霍正泽、高志杰	水务企业信用评级方法 V3.0.201907 水务企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由水发集团有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则,符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项,有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师:

薛 琳 袁 宇 飞 麒

联合资信评估股份有限公司



2021 年第一期水发集团有限公司公司债券信用评级报告

一、主体概况

水发集团有限公司（以下简称“公司”）原名为山东水务发展有限公司，是经山东省人民政府（以下简称“山东省政府”）批准于 2009 年组建的国有独资公司，初始注册资本为 15.00 亿元，山东省水利厅持有公司 100% 股权。2015 年 8 月，公司名称变更为山东水务发展集团有限公司，2016 年 12 月更为现名。2018 年 10 月，山东省水利厅将其持有的公司股权分别转让给山东省国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）、山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东社保基金会”）和山东国惠投资有限公司（以下简称“国惠投资”）。本次股权转让后，山东省国资委、国惠投资和山东社保基金会分别持有公司 70%、20% 和 10% 的股权。历经数次增资，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 52.06 亿元，公司控股股东及实际控制人为山东省国资委。

公司经营范围：从事水资源开发利用、供排水、灌区配套及节水改造、水库除险加固、河道治理、城市防洪、垃圾（固废污泥）处理处置及生物质综合利用、污水处理工程以及水利相关的水土资源综合开发利用等工程项目的投资建设、工程施工、经营管理、设计咨询、招标代理；物流管理；以自有资金对医养项目、水利发电项目投资运营；旅游开发；农业种植技术开发和技术转让；新能源开发与利用；涉水产品及设备加工制作销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2021 年 3 月底，公司本部设综合部、董监事会办公室、纪检监察部、运营管理部、组织人事部、财务部、审计部、产业战略研究院和基金管理办公室 9 个职能部门及水务事业部、农业事业部、能源事业部和文旅事业部 4 个事业部；公司合并范围内一级子公司共计 24 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1417.74 亿元，所有者权益 314.31 亿元（含少数股东权益 169.88 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 452.29 亿元，利润总额 12.57 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1423.72 亿元，所有者权益 317.90 亿元（含少数股东权益 171.01 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 111.80 亿元，利润总额 2.19 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历城区经十东路 33399 号。法定代表人：王振钦。

二、本期债券概况

公司于 2020 年 4 月注册了 45 亿元的公司债券（发改企业债券〔2021〕112 号），本期计划在注册额度内发行 2021 年第一期水发集团有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），基础发行规模为 10.00 亿元，弹性配售额为 5.00 亿元。本期债券期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券按年付息，到期一次还本。本期债券募集资金全部用于补充营运资金。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），低于往年同期水平，主要是受到

疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 7 2017-2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速平均值)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，

与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同

期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区

域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓,主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大,而随着疫苗的推广,疫情对经济的影响减弱,服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定,居民消费支出将继续修复,消费有望持续温和复苏;随着欧美经济逐渐恢复,外需有望继续保持强势增长;固定资产投资修复过程仍将持续,投资结构有望优化;房地产投资虽然韧性较强,但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策,大概率呈现下行趋势;基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降,扩张空间有限,预计保持低速增长;而制造业投资目前表现较弱,但是生产端强劲,积极因素不断增加,随着企业利润不断修复,未来制造业投资增速有望加快。整体看,预计 2021 年我国经济将保持复苏态势,结构进一步优化。

四、行业分析及区域经济环境

1. 水务行业分析

水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。水资源在日常生产、生活中不可或缺,水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低,属于弱周期性行业,且由于涉及国计民生,公益性和区域垄断性特点突出。水务行业产业链主要涉及原水获取、自来水生产及供应、污水处理和再生利用等环节,受区域水资源禀赋、水务政策影响较大。近年来,随着中国城市化进程推进,一系列节水和环保治污政策出台,为水务行业进一步发展释放空间。

(1) 区域水资源禀赋

中国人均水资源量低,水资源区域分布不均,南水北调成为缓解中国区域水资源短缺的重要方式。

中国水资源主要来源于地表水,2020 年地表水占水资源总量的 96.39%。目前中国人

均水资源量水平长期处于低位,不足世界平均水平的三分之一。受制于中国南北地理环境和气候差异因素,全国约五分之四的水资源集中分布在长江流域及以南地区,水资源区域分布不均,广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。其中,部分省份(天津 2019 年人均水资源仅为 51.9 立方米/人)人均水资源量不足 1000 立方米/人,人均水资源量匮乏。

南水北调成为缓解中国南北水资源不平衡问题的重要举措,通过南水北调工程三条调水线路,与长江、淮河、黄河、海河相互联接,改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程(一期)已经完工并向北方地区调水,改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

(2) 供水行业分析

城市化进程推动中国城市用水人口和供水总量逐年增长,城市用水普及率较高,城市供水行业固定资产投资规模小幅提升,但 2019 年供水能力近年来首次下降。近年来,中国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势。

近年来,随着城市化进程推进,城市用水人口持续增加。根据国家住房和城乡建设部《2019 年城市建设统计年鉴》,2019 年城市用水人口增至 5.18 亿人,同比增长 2.92%。同期,城市供水能力达 3.09 亿立方米/日,较 2018 年下降 1.01%。2019 年,中国城市供水总量达 628.30 亿立方米,较 2018 年增长 2.23%。用水结构中,居民家庭用水占比最高,为 46.97%,生产运营用水占比 30.43%,其他为公共服务等方面用水。2019 年,中国城市供水管道长度 92.01 万公里,较 2018 年增长 6.37%;城市用水普及率进一步上升至 98.78%。2019 年,城市供水行业固定资产投资 560.1 亿元,较 2018 年略有上升,整体呈现稳中小幅波动态势。中国城市供水行业处于平稳发展状态。

中国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看，目前中国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经营服务用水）和特种行业用水三类。其中，居民生活用水水价整体最低，生产经营用水水价次之，特种行业用水水价最高。受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响，水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。2020年，中国重点城市居民生活用水平均水价为2.33元/立方米，较2019年增加0.05元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在2020年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，中国城市供水水价基本平稳，仍有进一步上调空间，且随着应收尽收征收范围的扩大，预期供水行业收入将进一步增长。

（3）污水处理行业分析

近年来，中国污水处理能力显著上升，但污水处理费仍处低位，受益于政策支持中国未来污水处理行业处于快速发展期。

污水处理分为工业废水处理和生活污水两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的60%以上。2019年，全国城市污水排放量554.6亿立方米，较2018年增长6.43%。同期，全国城市污水处理能力1.79亿立方米/日，较2018年增长5.82%，显著高于同期城市供水能力增速。2019年，全国城市污水处理率增至96.81%，同比增长1.32个百分点，城市污水处理率进一步上升。2019年，全国城市污水处理及其再生利用固

定资产投资规模为803.7亿元，同比增长0.13%。2017—2019年，中国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计2057.1亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资448.7亿元¹，较中国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中各类城镇污水处理及再生利用设施投资5600亿元目标尚有较大空间。

图1 中国城市污水处理相关数据变动情况



资料来源：联合资信根据国家住房和城乡建设部发布的《2019年城市建设统计年鉴》整理

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于0.95元/吨，非居民不低于1.40元/吨。2020年，在全国省会城市和计划单列市中，太原市城区污水处理收费有所调整，居民用水污水处理收费标准由0.50元/立方米调整为0.95元/立方米，其他省会城市和计划单列市污水处理价格保持稳定。近年来，中国重点城市居民生活污水处理平均价格虽呈上升趋势

¹ 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于《城乡建设统计年鉴》，城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定资产投资，县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其再生固定资产投资数据尚未披露，尚未统计在内

势，但该价格仅基本满足国家规定收费标准最下线，并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如拉萨、海口、深圳等地，污水处理价格处于 0.80 元/吨~0.90 元/吨，尚未满足国家规定最低收费标准 0.95 元/吨。整体看，污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

2020 年，国家发展改革委、住房城乡建设部联合印发《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》，该方案提出到 2023 年，县级及以上城市设施能力基本满足生活污水

处理需求。未来将加大生活污水收集管网配套建设和改造力度，促进污水资源化利用，推进污泥无害化资源化处理处置，加快补齐设施短板，完善生活污水收集处理设施体系。随着污水处理及再生利用设施投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业处于快速发展期。

(4) 行业政策

水务行业是典型的公用事业，为确保水务行业健康和可持续发展，国家有关部门制定了一系列政策和规划为其健康发展提供了保障。

表 8 水务行业相关的主要政策、法规情况表

序号	名称	颁布单位
1	《水利改革发展“十三五”规划》（2016 年 12 月）	国家发改委、水利部、住建部
2	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（发改环资〔2016〕2849 号）	国家发改委、住建部
3	《重点流域水污染防治规划（2016—2020 年）》（环水体〔2017〕142 号）	环境保护部
4	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》（环水体〔2017〕18 号）	环境保护部、财政部
5	《关于修改〈中华人民共和国水污染防治法〉的决定》第二次修正（2017 年 6 月 27 日）	全国人大常委会
6	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》（财建〔2017〕455 号）	财政部
7	《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资〔2017〕128 号）	国家发改委、水利部、住建部
8	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143 号）	住建部
9	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决定〉实施方案》（环厅〔2018〕70 号）	生态环境部
10	《住房城乡建设部生态环境部关于印发城市黑臭水体治理攻坚战实施方案的通知》（建城〔2018〕104 号）	住建部、生态环境部
11	《排污许可证申请与核发技术规范水处理（试行）》（HJ 978-2018）	生态环境部
12	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695 号	国家发改委、水利部
13	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021 年）的通知	国家住房和城乡建设部、生态环境部、发展改革委
14	《关于推进农村生活污水治理的指导意见》（中农发〔2019〕14 号）	中央农办、发改委等九部门
15	《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》（发改环资〔2020〕1234 号）	国家发改委
16	《关于推进污水资源化利用的指导意见》（发改环资〔2021〕13 号）	国家发改委

资料来源：联合资信整理

(5) 行业竞争和发展趋势

水务行业准入条件和行业壁垒较高，预期仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升并存的竞争格局；受城镇污水处理提质增效等政策以及城市污水排放总量不断增长影响，未来，中国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。

水务企业大致可分为国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，国有地方水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务

结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。央属水务企业基于雄厚的股东背景和资金实力，通过并购、合资、参控股、BOT 和 PPP 等手段在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，进入壁垒较高。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少，主要受工艺要求

高以及成本效益问题的考量影响,该类技术在国内大范围推广过程中受到一定限制。民营水务企业所占市场份额较小,主要通过PPP模式在污水处理和水环境治理领域参与竞争,面临较大投融资和回款压力。

总体看,未来水务行业竞争将有所加剧,但水务行业规模效应明显,且区域管网受物理因素限制,预期水务行业仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升并存的竞争格局。

受城镇污水处理提质增效等政策以及城市污水排放总量不断增长影响,未来,中国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。PPP投资模式的转变推进了水务行业市场化改革,但同时应关注财力较弱区域污水处理费回款情况和PPP项目投资压力。“十四五”期间,通过智慧水务技术提升水务业务的竞争力,智慧水表、“供排污”一体化智慧管控系统有利于充分发挥协同管理效应,有效降低整体运营成本,将推动中国水务行业愈加成熟。

2. 区域经济环境

近年来,山东省经济持续稳步发展,产业结构持续优化,财政实力稳步增长,为公司发展提供了良好的外部发展环境。

山东省地处中国东部沿海、黄河下游,分为半岛和内陆两部分。半岛突出于黄海、渤海之间;内陆部分北与河北省为邻,西与河南省交界,南与安徽省、江苏省接壤。南北宽约420公里,东西长约700公里,总面积15.71万平方公里。

山东省河流分属黄、淮、海三大流域及半岛独流入海水系。全省平均河网密度为0.24千米/平方公里,干流长度在5公里以上的河流有5000多条,10公里以上的有1552条。黄河横贯菏泽、济南等9市,在东营市垦利县入海。有沂河、沭河、梁济运河、洙赵新河、东鱼河、泗河、韩庄运河、大汶河、徒骇河、马颊河、德惠新河、漳卫河、小清河、潍河、大沽河等

大型河道15条。湖泊主要分布在鲁中南山丘区与鲁西平原接壤带,总面积1494平方公里,兴利库容23亿立方米,较大的湖泊有南四湖和东平湖。

南水北调东线一期工程、胶东调水工程先后建成通水,打通了跨省跨市调水大通道,形成山东“T”字型骨干水网架构,发挥了统筹调配水资源、保障干旱年份用水安全的巨大作用。建成引黄闸63座,引黄体系遍布全省13个市,有力地支撑了全省用水需求。建成水库6424座、总库容113.48亿立方米,塘坝5.15万处、拦蓄库容12.3亿立方米,水闸5090座,泵站9396座;规模以上地下水源地212处,取水井919.6万眼,构建形成星罗棋布的水源工程体系。科学利用非常规水源,日淡化海水能力20万吨左右,年污水总处理量36.33亿立方米。²

根据《山东省国民经济和社会发展统计公报》,2018—2020年,山东省地区生产总值分别为76469.7³亿元、71067.5亿元和73129.0亿元。其中,按可比价格计算,2020年同比增长3.6%。2020年,山东省第一产业增加值5363.8亿元,增长2.7%;第二产业增加值28612.2亿元,增长3.3%;第三产业增加值39153.1亿元,增长3.9%。三次产业结构由2019年的7.3:39.9:52.8调整为7.3:39.1:53.6。

根据《山东省预算执行情况草案》,2018—2020年,山东省分别完成一般公共预算收入6485.38亿元、6526.64亿元和6559.9亿元,增速分别为6.3%、0.6%和0.5%。2020年,山东省一般公共预算收入中税收收入4757.6亿元,税收占比为72.53%;同期,山东省一般公共预算支出11231.17亿元,财政自给率(一般公共预算收入/一般公共预算支出)为58.41%。2018—2020年,山东省分别完成政府性基金收入6000.62亿元、6742.71亿元和17899.6亿元。截至2020年底,山东省政府债务限额为17899.6亿元,政府债务余额16591.8亿元,其中,一般

² 资料来源:山东省水利厅公布数据

³ 国家统计局对2018年山东省生产总值初步核算数进行修订,修订后的2018年山东省生产总值66648.87亿元。

债务余额7054.7亿元，专项债务余额9537.1亿元。

根据《2021年一季度山东主要经济指标》，2021年1—3月，山东省实现生产总值18055.5亿元，同比增长18.0%。同期，山东省完成一般公共预算收入2002.8亿元，同比增长23.4%。

五、基础素质分析

公司是山东省唯一的省级水务运营主体，持续得到政府在资金注入、资产划转和财政补贴等方面的有力支持。

1. 股权状况

截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为52.06亿元，山东省国资委、国惠投资和山东社保基金会分别持有公司70%、20%和10%的股权，公司控股股东和实际控制人为山东省国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司为山东省唯一的省级水务运营主体，负责山东省省级重点水利项目投融资建设、供水以及与涉水业务相关的工程建设、设计等业务，为山东省内涉水产业资产规模最大、产业链条最完整的水务集团，在山东省水务行业中具有专营优势。

3. 人员素质

截至2021年3月底，公司共有高级管理人员5人，其中董事长1名、总经理1名、财务总监1名、副总经理2名。

王振钦先生，本科学历，研究员，1962年生，1983年参加工作；历任菏泽地区行署办公室科级秘书，定陶县副县长，成武县副县长、县委副书记，曹县县长、县委书记，菏泽市水利局局长、党组书记，山东水利技师学院党委书记，公司总经理；2017年12月至今任公司党委书记、董事长。

刘肖军先生，研究生学历，助理工程师，1969年生，1990年参加工作；历任山东省水利厅农田水利处干部，山东省水利厅办公室干部、副主任科员、主任科员、副主任，山东省水利厅水资源处调研员、处长；2019年9月至今任公司党委副书记、董事和总经理。

截至2020年底，公司合并口径拥有在职员工23777人。按照文化素质划分，高中中专及以下学历占0.82%，大专及以上学历占99.18%；按照职称等级划分，初级职称占41.35%，中级职称占41.96%，高级职称占16.69%；按照年龄划分，35岁及以下占50.61%，36~55岁占43.14%，56岁及以上占6.25%。

总体看，公司主要管理人员具有丰富的管理经验，员工素质能满足公司目前运营需要。

4. 外部支持

近年来，公司在资金注入及财政补助等方面获得政府的大力支持。

(1) 资金注入

2018年，公司收到山东省财政厅财政专项资金9.03亿元，计入“实收资本”。

(2) 资产划转

2018年，山东省调水工程技术研究中心有限公司、山东省淮河流域水利管理局规划设计院、山东省淮河水利工程有限公司等公司股权无偿划入公司，增加公司资本公积0.88亿元。

2019年，山东省中国青年旅行社、山东省山青世界青少年实践活动中心、淄博先锋驾驶员培训有限责任公司等公司股权无偿划入公司，增加公司资本公积0.27亿元。

2020年，山东华泰保尔水务农业装备工程有限公司及山东化工职业学院的股权无偿划入公司，部分国有企业职工家属区“三供一业”相关资产无偿划入公司子公司山东水投集团有限公司，共增加公司资本公积0.63亿元。

(3) 财政补助

2018—2020年及2021年1—3月，公司收

到的财政补助金额分别为 0.71 亿元、3.53 亿元、4.71 亿元和 1.25 亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000696874389D），截至 2021 年 6 月 2 日，公司本部不存在未结清的不良信贷记录；已结清信贷记录中有 6 笔关注类贷款，主要系公司当年资产负债率偏高，国家开发银行股份有限公司山东省分行根据相关规定将公司存续流动资金贷款分类为关注类所致，上述关注类贷款均已正常还款。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司按相关规定和公司章程建立了法人治理结构，目前存在外部董事和监事缺位情况；公司根据发展需要制定了多项管理制度以确保公司的正常运作，管理规范。

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》《企业国有资产法》和其他有关规定，制定了公司章程。根据公司章程规定，公司设股东会、董事会、监事会和总经理。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司董事会成员 7 名，其中执行董事 3 名，外部董事 3 名（由山东省国资委和山东社保基金会分别提出 2 名和 1 名），职工董事 1 名。公司现有董事 6 人，外部董事缺位 1 人。公司设董事长 1 名。董事任期三年，任期届满，获得连续委派或者连续当选的董事可以连任。

公司监事会成员 5 名，其中股东代表监事 2 名、专职监事 1 名、职工代表监事 2 名。股东代表监事由山东省国资委提名，专职监事由股东协商提名，职工代表监事由职工代表大

会、职工大会或者其他形式民主选举产生。受国有企业改革影响，公司股东代表监事暂停履行职责，监事会成员 3 人，存在缺位情况。

公司设总经理 1 名，对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议。

2. 管理水平

公司本部设综合部、董监办办公室、纪检监察部、运营管理部、组织人事部、财务部、审计部、产业战略研究院和基金管理办公室 9 个职能部门及水务事业部、农业事业部、能源事业部和文旅事业部 4 个事业部，并根据自身特点制定了财务会计制度、投融资管理制度、对外担保制度和子公司管理制度等管理制度。

财务会计方面，公司内部实行各级、各类会计人员的统一管理；在会计核算上实行统一会计政策，统一会计科目，统一核算方法，统一会计报告格式。公司建立会计档案的立卷、归档、保管、查阅和销毁等管理制度，按照《会计档案管理办法》要求期限妥善保管会计凭证类、会计账簿类、会计报告类、其他类会计档案。

投融资管理制度方面，公司负责建立健全财务监督体系，对投融资行为加强财务监督管理，对投资项目实施情况进行跟踪问效。

对外担保制度方面，公司对外担保实行统一管理，未经股东批准，公司、下属子公司及分支机构不得对外提供担保。

子公司管理方面，公司通过子公司股东行使股东权利，并依据子公司章程推选董事、股东代表监事及高级管理人员。

七、重大事项

近年来，公司通过并购方式扩张清洁能源板块规模，并购完成后，有助于完善公司清洁能源产业链，但并购标的经营不善，需关注公司业绩补偿实现情况、商誉减值风险及大连派

思投资有限公司（以下简称“派思投资”）借款偿还情况。

1. 并购大连派思燃气系统股份有限公司

2018年12月，公司子公司水发众兴集团有限公司（简称“水发众兴”）与大连派思燃气系统股份有限公司（以下简称“派思股份”，股票代码603318.SH，2021年更名为水发派思燃气股份有限公司）控股股东派思投资及派思股份实际控制人谢冰签订了《大连派思燃气系统股份有限公司29.99%股份转让框架协议》，并于此后签订了4次补充协议。上述协议约定，派思投资将其持有的29.99%派思股份股权以每股12.28元协议转让给水发众兴，转让总价款为14.85亿元。

派思投资与谢冰共同承诺，派思股份2019—2021年经审计的净利润（指标的公司合并财务报表范围内扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润，下同）分别不低于5000万元、6000万元和7000万元，三年累计承诺净利润数为1.80亿元；同期的应收账款周转率、应收账款回款率和应收账款回收率不低于派思股份2016—2018年的平均值，坏账率不高于2016—2018年的平均值。若在业绩承诺期内各年度实现的实际净利润数低于承诺净利润数的，派思投资和谢冰对差额部分须以现金方式对派思股份进行补偿。若未完成上述应收账款周转指标的，派思投资和谢冰需按承诺的标准和实际实现的标准的差额，参照相应的财务指标及同期贷款利率给予派思股份合理补偿。

派思投资的关联方Energas Ltd对派思投资及谢冰的业绩补偿义务提供了连带责任保证担保，担保期限至2022年6月30日，同时Energas Ltd将持有的3500万股股份质押给水发众兴至保证担保责任期满。

2019年3月，上述协议转让股份的过户登记手续已完成，水发众兴成为派思股份第一大股东。2019年4月，派思股份原董事长谢冰辞职，水发众兴董事长尚志勇任派思股份董事

长，6名非独立董事席位中水发众兴占据4席。2019年6月，派思投资放弃3460万股股份对应的表决权，派思投资和Energas Ltd.认可水发众兴为派思股份控股股东、对派思股份拥有实际控制权；截至2020年底，水发众兴对派思股份持股比例为30.08%（因回购注销股票，派思股份总股本减少）。

水发众兴继续对派思投资进行资金支持和纾困。2019年4月23日，水发众兴向派思投资借款0.55亿元，期限为半年，Energas Ltd.质押派思股份1000万股给水发众兴作为担保，该笔借款已延期偿还。2019年6—8月，水发众兴向派思投资借款2.50亿元，期限为6个月，派思投资和Energas Ltd.分别质押派思股份1297万股和2775万股给水发众兴作为担保，到期借款已延期偿还。上述借款均由谢冰承担连带责任保证担保。

派思股份主要经营燃气输配和燃气应用领域相关产品的设计、生产、销售和服务，产业链完整。2019—2020年末，派思股份资产总额分别为16.50亿元和30.33亿元，负债总额分别为7.45亿元和15.99亿元，所有者权益分别为9.05亿元和14.34亿元。2019—2020年，派思股份分别实现营业收入3.24亿元和11.33亿元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润分别为-1.22亿元和0.19亿元，均未完成业绩承诺。由于未完成业绩承诺，派思投资与谢冰将以现金方式进行补偿。对于2019年的业绩补偿，根据派思股份于2020年12月5日公告的《关于原控股股东2019年度业绩承诺未完成所涉及的业绩补偿方案暨拟回购注销股份的公告》，鉴于派思投资、谢冰及Energas Ltd.不具备实施现金补偿的能力，其对派思股份进行补偿的方式变更为以Energas Ltd.持有的派思股份的股票转让（抵顶），抵顶金额为1.77亿元，抵顶数量2415.11万股。派思股份拟以总价1.00元的价格向Energas Ltd.定向回购并注销其应补偿的24151122股股份。根据派思股份于2021年4月22日公告的《大连派

思燃气系统股份有限公司关于回购并注销业绩补偿股份实施结果暨股份变动的公告》，派思股份已完成股份回购并于2021年4月22日注销相应股份，水发众兴对派思股份的持股比例上升至32.00%。对于2020年的业绩补偿，派思股份尚未进行相关公告，联合资信将持续关注2020年业绩补偿实现情况。同时，截至2020年底，水发众兴并购派思股份形成11.54亿元商誉，面临较大商誉减值风险。

联合资信将持续关注水发众兴业绩补偿实现情况、商誉减值风险、派思投资借款偿还及派思股份股东和高管减持股份的情况。

2. 并购中国兴业太阳能技术控股有限公司

中国兴业太阳能技术控股有限公司（以下简称“兴业太阳能”，2020年更名为“中国水发兴业能源集团有限公司”）主营业务为幕墙和绿色建筑、太阳能EPC业务和货品销售。2018年10月，兴业太阳能1.6亿美元债违约，引发后续一系列违约事件，兴业太阳能业务开展因此受到严重不利影响。根据兴业太阳能2018年年度报告，截至2018年底，兴业太阳能资产总额113.97亿元，负债总额77.05亿元，所有者权益36.92亿元；2018年，兴业太阳能实现收入44.17亿元，亏损6.72亿元。

2019年5月16日，公司子公司水发集团（香港）控股有限公司（以下简称“水发香港”）与兴业太阳能（股票代码0750.HK）签署股权认购协议。根据协议，兴业太阳能向水发香港发行16.87亿股，每股认购价格为0.92港元，代价总额为15.52亿港元，认购所得款项主要用作重组兴业太阳能的现有债务及补充营运资金。

2019年11月29日，上述股权认购交割正式完成，水发香港持股66.92%，水发香港母公司水发能源集团有限公司已派驻5名执行董事。

2019年11月，并购完成后，兴业太阳能营运资金短缺的情况有所缓解。2019年12月，兴业太阳能已通过新发行4.15亿美元债偿还部分违约债券。根据兴业太阳能2020年年度报告，2020年，兴业太阳能实现收入54.01亿元，较2019年增长63.34%，扭亏为盈，溢利为3.21亿元。联合资信将持续关注其后续经营情况。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务结构多元化，营业收入主要来自于水利施工、供水及污水处理、清洁能源和现代农业等板块。由于公司对外投资力度加强，业务规模扩大，营业收入快速增长，但毛利率持续下降。

2018—2020年，由于公司业务规模扩大，营业收入快速增长，年均复合增长102.15%。受益于业务拓展，2018—2020年，公司水利施工收入逐年增长。同期，公司供水调水收入逐年增长，主要系新建和并购的水库和水厂陆续投入运营以及调水工程收入增加所致。由于污水处理厂陆续达产达效以及污水处理施工收入增加，2018—2020年，公司污水处理收入逐年增长。2018—2020年，公司清洁能源收入快速增长，2020年为141.32亿元，同比大幅增加98.04亿元，主要系项目逐步投产以及风力施工收入、光伏施工收入、天然气加工、供应及设备制造收入增加所致。2019年，公司新增环境保护收入，包含废钢处置、汽车分解等再生资源利用收入。

2018—2020年，公司现代农业收入快速增长，2019年收入大幅增长，主要系公司并购了新疆昊星农业发展（集团）有限公司，棉花贸易收入大幅增加所致。同期，公司文化旅游收入波动下降，2019年文化旅游收入同比较快增长，主要系汽车服务收入增长所致；2020年文化旅游收入同比大幅下降，主要系新冠疫情以

及业务板块调整的影响。2018—2020年，受医院资产剥离的影响，公司医疗康养收入逐年下降。同期，公司地产收入逐年增长，主要系交

付项目持续增长所致。公司其他业务收入主要来自货物购销、招标代理、水利咨询、垃圾处理和管网制造等，对营业收入影响有限。

表 9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水务环境	水利施工	40.46	36.56	21.72	52.04	24.39	19.59	83.89	18.55	14.09	17.99	16.09	15.90
	供水调水	11.22	10.14	47.67	13.96	6.54	47.55	17.99	3.98	48.16	3.87	3.46	45.54
	污水处理	3.54	3.20	35.80	5.44	2.55	31.80	10.69	2.36	31.95	2.68	2.40	30.16
	清洁能源	16.94	15.31	31.18	43.28	20.28	18.94	141.32	31.25	15.81	31.67	28.33	15.87
	环境环保	--	--	--	8.39	3.93	5.85	29.68	6.56	7.76	9.29	8.31	6.18
现代农业		6.05	5.47	10.36	54.50	25.54	3.95	128.75	28.47	4.91	34.18	30.57	4.22
文化旅游	文化旅游	3.20	2.89	26.41	8.88	4.16	24.14	1.50	0.33	26.34	0.28	0.25	21.58
	医疗康养	9.41	8.50	14.55	5.99	2.81	10.07	0.25	0.06	14.78	0.14	0.13	15.14
	地产	17.33	15.66	27.05	17.92	8.40	23.40	23.79	5.26	23.00	4.36	3.90	21.51
其他		12.72	22.01	28.84	2.52	2.28	45.17	14.43	3.19	38.85	7.34	6.57	38.14
合计		110.68	100.00	26.52	213.38	100.00	17.42	452.29	100.00	14.67	111.80	100.00	14.57

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

毛利率方面，2018—2020 年，公司综合毛利率持续下降，2020 年为 14.67%，同比下降 2.75 个百分点，主要系公司水利施工业务和清洁能源业务毛利率下降所致。2018—2020 年，公司水利施工毛利率持续下降，2020 年为 14.09%，同比下降 5.50 个百分点，主要系新冠疫情造成的项目停工导致项目间接成本增加。同期，公司供水调水业务毛利率较为稳定。2018—2020 年，污水处理业务毛利率波动下降，2019 年毛利率同比下降 4.00 个百分点，主要系污水处理业务折旧等固定成本占比较高，而新投产的污水处理厂处于运营初期尚未达产达效及人工成本上升所致。同期，清洁能源业务毛利率持续下降，主要系不同类型以及处在不同运营阶段的清洁能源项目毛利率差异较大以及新冠疫情的影响。2018—2020 年，现代农业毛利率波动下降，2019 年毛利率大幅下降主要系毛利率较低的贸易收入占比提高所致；文化旅游业务毛利率较为稳定；医疗康养业务毛利率波动幅度较大，2020 年为 14.78%，同比增长 4.71 个百分点，主要系公司

新涉足的中草药种植加工业务毛利率较高所致；地产业务毛利率逐年下降，主要系交付项目利润空间不同所致。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 111.80 亿元，相当于 2020 年营业收入的 24.72%，主要来源于水利施工业务、清洁能源业务和现代农业业务。2021 年 1—3 月，公司综合毛利率为 14.57%，较 2020 年变化不大。

2. 业务经营分析

（1）水务环境板块

公司水务环境板块分为水利施工、供水调水、污水处理、清洁能源和环境环保五个子业务，为公司核心板块。

水利施工业务

公司水利施工资质较高，近年来，公司承建了国内多项重大水利工程项目。该业务收入逐年增长，为公司收入和利润的重要来源。

公司主要从事江河湖泊的疏浚、陆地土方开挖、船舶及工程机械修造以及大坝、电站厂房、引水和泄水建筑等业务，具有水利水电工

工程施工总承包壹级资质以及园林绿化、环保、房屋建筑、钢结构、市政、桥梁、机电工程等施工资质，同时拥有一批先进的高科技疏浚施工设备，承建了江苏太湖治理工程、南水北调工程等国内多项重大水利工程项目。

公司项目均通过公开招投标的方式取得，承接项目区域主要在山东省。2018—2020 年，公司新签项目数量分别为 143 个、177 个和 327 个，新签项目金额分别为 57.74 亿元及 1.31 亿美元、35.47 亿元及 2.84 亿美元和 88.90 亿元及 0.02 亿美元，新签项目金额有所波动。2021 年 1—3 月，公司新签项目 72 个，签约金额 9.94 亿元，截至 2021 年 3 月底，公司未完工项目

数量 187 个。

公司对建设项目施工（设计除外）采用全过程负责的承包方式，对工程项目的施工质量、安全、进度、成本、合同、信息及与施工有关的组织与协调等多方面进行施工项目管理，水利施工过程中，由第三方监理单位对承包单位所承接的项目进行全过程的监理，工程竣工验收合格后交付业主单位。在建项目方面，公司重点实施的项目如下表所示，主要业主方为各市级和县级的政府、城投公司和水务公司。截至 2021 年 3 月底，公司重点实施项目合同总金额 33.57 亿元，已投资 14.71 亿元，累计回款 11.44 亿元，回款情况一般。

表 10 截至 2021 年 3 月底公司重点实施的水利施工项目投资情况（单位：亿元）

序号	工程项目名称	项目业主方	合同金额	已投资金额	累计回款
1	临高县建制镇污水处理 EPC+O 项目	临高县水务项目建设管理中心	10.43	0.42	0.00
2	甘肃省引洮供水二期配套秦安县城供水好地梁、魏店、县城工程及静宁县城乡供水猴儿咀、县城、上赵、田堡和小岔沟工程（静安县城供水工程 EPC 总承包 4 标段）	静宁县引洮供水二期配套工程建设有限责任公司	2.84	0.81	0.79
3	淄博市淄河干流治理工程（临淄段）	淄博市临淄区河道事务服务中心	2.71	1.85	0.89
4	山东省单县大沙河水库工程施工标	单县大沙河水库工程建设管理处	1.89	1.32	1.37
5	固始县引颍入固供水工程水源及输水工程	固始水发供水有限公司	1.73	1.52	1.32
6	同仁县扎毛水库灌溉工程二标段	同仁县扎毛水库灌溉工程建设管理局	1.72	0.75	0.59
7	广饶县工业水源转换工程（高店水库至工业水厂调水管线工程）	广饶县水务发展有限公司	1.60	1.33	1.13
8	巨野县城乡供水一体化工程（一期）	巨野利伟投资有限责任公司	1.60	1.21	0.73
9	菏泽市成武县伯乐湖水库工程	成武县水利工程建设管理处	1.37	0.11	0.41
10	兰陵县会宝岭水库城乡供水项目施工（二期）2 标段（开发区净水厂）土建、装饰、厂区绿化及附属工程施工	兰陵众兴水务有限公司	1.27	1.21	1.63
11	兰陵县会宝岭水库城乡供水项目施工（二期）2 标段（开发区净水厂）设备、管线、电气及附属工程采购、安装施工补充协议		0.45	0.43	
12	菏泽市曹县太行水库工程施工 1 标	曹县农村饮水安全工程建设管理处	1.25	0.85	0.55
13	滨州市徒骇河滨城段治理工程	滨州市滨城区河道建设管理处	1.24	1.21	0.75
14	沁县现代农业产业示范区污水处理厂及配套管网工程 EPC（设计、采购、施工）总承包	沁县现代农业产业示范区管理委员会	1.18	0.47	0.30
15	七星关区邵家水库工程施工	毕节市七星关区水利发展投资有限责任公司	1.15	0.11	0.33
16	滨州市徒骇河坝上闸除险加固工程	滨州市沾化区徒骇河流域管理所	1.13	1.09	0.64
合计			33.57	14.71	11.44

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

回款方面，公司按月或季度与业主方结算进度款，在工程项目竣工验收合格后，由业主

方支付除质量保证金以外的剩余应付工程款。质保期届满后（质保金比例一般为 5%，

期限一般为 1 年，具体根据施工合同约定而定），业主方支付全部工程款。

收入方面，2018—2020 年，公司水利施工收入快速增长，分别为 40.46 亿元、52.04 亿元和 83.89 亿元；毛利率方面，2018—2020 年，水利施工业务毛利率持续下降，分别为 21.72%、19.59%和 14.09%，2020 年同比下降 5.50 个百分点，主要系新冠疫情造成的项目停工导致项目间接成本增加。2021 年 1—3 月，公司水利施工收入为 17.99 亿元，毛利率为 15.90%。

供水调水

公司供水业务在部分区域具有专营性。受益于新建和并购的水库、水厂投运和黄水东调二期项目运营，公司供水能力持续提升，供水收入快速增长，但供水产能利用率不足 50%，处于较低水平。

公司供水业务范围覆盖山东省多个市县，主要涵盖潍坊、临沂、济南、济宁、菏泽、聊城、莱芜等地，是山东省区域内最大的供水企业，具有区域垄断优势。同时，公司供水业务向省外拓展，目前供水范围涉及公主岭市、固始县、阳泉市、马鞍山市和武汉市等地。

公司供水水源为自建的平原水库，公司承担的大部分水库项目后续都将获得水库的取水权和区域内原水供应的特许经营权。截至 2021 年 3 月底，公司拥有 30 个水库，总投资 102.30 亿元，总库容 5.02 亿立方米，设计取水量 431.49 万吨/日；公司在建水库 3 个，建成后每日设计取水量将新增 31.9 万吨；公司原水供应有保障。公司水库充水水源主要为黄河水、胶东调水。

截至 2021 年 3 月底，公司拥有 94 个原水泵站和 53 个供水厂，公司管理的原水管网和终端供水管网长度为 9988.01 公里。2018—2020 年，受益于新建和并购的水库、水厂陆续投入运营，公司供水业务供水能力及售水量增长较快，2019 年黄水东调二期工程竣工带动公司供水能力大幅提升。

公司下游客户主要为工业企业，用水量与地区政府招商引资进度、园区入驻企业等关联度较高，同时公司需适度超前建设水厂，导致水厂产能利用率较低，2020 年为 41.21%。未来随着覆盖区域企业的逐步入驻和覆盖城市人口的增长，产能利用率或将上升。

表 11 公司供水业务主要经营指标

(单位：万吨、元/吨、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
设计日供水能力	290.79	404.50	407.31	407.31
实际年售水量	46816.26	56094.63	58700.58	15320.95
平均售水价	2.40	2.49	2.20	2.23
管网漏损率	4.20	5.60	5.31%	6.68%

资料来源：公司提供

下游结算方面，2018—2020 年，公司下游客户主要为工业企业，居民用水占总供水量比重不超过 40%。工业用水收费单价由公司与客户之间一对一谈判决定，公司具有较强话语权，用水客户根据供水合同规定按月或按季度以“后付费”的方式进行结算，回款较为及时，欠款率低。居民用水收费单价为各地政府指导价，按月结算。

2018—2020 年，公司供水调水业务收入逐年增长，分别为 11.22 亿元、13.96 亿元和 17.99 亿元，2020 年收入同比增长 28.82%，主要系新建和并购的水库和水厂陆续投入运营以及调水工程收入增加所致；供水业务毛利率较为稳定，分别为 47.67%、47.55%和 48.16%。2021 年 1—3 月，公司供水调水收入为 3.87 亿元，毛利率为 45.54%。

污水处理

公司污水处理业务在山东省内具有较强的区域专营优势，受益于公司并购力度增强，污水处理能力和实际处理量增长较快，带动污水处理收入增长。

公司自 2014 年开展污水处理业务，污水处理项目包含居民污水处理项目、一般工业污水处理项目和垃圾渗滤液处理项目。由于公司

对外投资力度增强,2017—2019年,公司拥有污水处理厂数量逐年增多,实际污水处理量逐年增长。截至2021年3月底,公司拥有城市污水处理厂32座,分布在山东省各地市以及福建省、吉林省和山西省等地,年污水处理能力达4.24亿吨。公司产能利用率随已投产项目达产情况有所波动,2020年为79.91%。

表12 公司污水处理业务主要经营指标

(单位:座、万吨)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—3月
污水处理厂个数	20	24	30	32
日处理能力	88.54	101.00	110.12	116.72
实际年处理量	25538.51	29476.82	31893.18	9185.95

资料来源:公司提供

公司污水处理业务设有日处理保底水量,当日进水量低于保底水量时,按保底水量计价付费。当高于保底水量时,根据用户实际用水量付费。现行居民和工业污水处理结算价格为0.91元/立方米~20元/立方米,垃圾渗滤液处理项目结算价格为78元/立方米~140元/立方米,污水处理费的返还周期为一至两个月。

2018—2020年,公司污水处理业务收入逐年增长,分别为3.54亿元、5.44亿元和10.69亿元,2020年同比增长96.67%,主要系污水处理厂陆续达产达效以及污水处理施工收入增加所致;公司污水处理业务毛利率波动下降,分别为35.80%、31.80%和31.95%,2019年毛利率同比下降4.00个百分点,主要系污水处理业务折旧等固定成本占比较高,而新投产的污水处理厂处于运营初期尚未达产达效及人工成本上升所致。2021年1—3月,公司污水处理收入为2.68亿元,毛利率为30.16%。

清洁能源

公司通过并购方式先后进入光伏发电、水力发电、生物质发电、集中供热、城市燃气业务等领域。

① 燃气业务

公司的燃气业务主要来自于并购的燃气公司的业务,近年来,受公司并购力度的加大

及新冠疫情影响,公司的燃气业务收入波动增长。目前公司燃气项目产能利用率较低,未来随着新建项目产能进一步释放,公司的燃气业务收入有望提升。

公司自2017年开始以并购的方式进入燃气业务领域,2019年公司以14.85亿元并购派思股份。截至2021年3月底,公司运营的城市天然气项目覆盖山东省烟台市、菏泽市、东营市等地区,拥有上述区域的特许经营权平均在30年左右。

公司气源主要直接采购自中国石油天然气股份有限公司、中国石油化工股份有限公司、中国海洋石油有限公司及其下属单位,少量采购自其他天然气供应商。采购价按各省物价部门核发的届时天然气价格确定,2018—2020年平均采购单价受业务区域变化情况有所下降。采购结算方式以电汇为主。2019年,燃气采购量较2018年大幅增长94.02%,主要系公司持续并购燃气公司导致燃气业务规模持续扩大;2020年,公司燃气采购量较2019年下降11.86%,主要系新冠疫情影响。

表13 公司燃气业务经营情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—3月
采购量(万立方米)	13612.32	26410.55	23277.38	11765.63
含税平均采购单价(元/立方米)	2.49	2.47	2.18	2.52
日供气能力(万立方米)	74.21	239.00	416.00	715
销售量(万立方米)	14006.95	25566.56	22996.58	11718.50
含税平均销售单价(元/立方米)	3.08	3.54	2.74	3.14
含税销售金额(万元)	43100.26	90536.84	63036.47	36876.64
供应户数(户)	216039	309019	341839	367215

资料来源:公司提供

天然气销售方面,公司天然气供应户数逐年增长,主要客户为各个项目覆盖区域内的居民、商业及工业用户,2018年以后工业用户销售量占比均超过60%,2018—2020年平均销售

单价有所波动。销售量方面，公司燃气销售量波动增长，公司燃气业务产能利用率较低，新建项目产能未能完全释放。

② 其他清洁能源

公司通过并购方式进入清洁能源领域，随着对外投资规模的扩大及各项清洁能源项目逐步建成投产，将对公司营业收入形成重要支撑。清洁能源板块尚需要一定规模投资，公司面临一定的资金支出压力。

公司其他清洁能源项目主要通过并购方式取得，包括并购已投产运营的项目和在建项目。

公司生物质发电项目主要用于满足山东省、山西省、黑龙江省、吉林省和河南省内用电，公司持有的生物质项目以农作物秸秆为主体燃料，辅助燃料包括稻壳、玉米芯等林业剩余物，燃料供应渠道包括农户和农民合作组织。2018 年收购了较多生物质发电项目，截至 2020 年底，公司已投产生物质发电项目装机容量达到 44.80 万千瓦。公司生物质电站发电量实行全额上网，上网电价（标杆电价+补贴电价）为 0.75 元/千瓦时。2018-2020 年，生物质发电项目发电量和电力销售收入逐年增长。截至 2021 年 3 月底，公司生物质能发电项目装机容量达到 50.80 万千瓦，2021 年 1-3 月，生物质能发电量 3.89 亿千瓦时。

表 14 公司生物质发电和水力发电已投产项目情况

指标	生物质发电			水力发电		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
装机容量（万千瓦）	22.90	25.90	44.80	28.20	36.10	70.80
发电机组平均利用小时数（小时）	4857.58	5106.56	3375.00	3847.51	3139.73	3435.02
发电量（亿千瓦时）	11.12	13.23	15.12	10.85	11.33	24.32
上网电量（亿千瓦时）	9.55	10.86	13.08	9.83	10.98	23.18
平均上网电价（元/千瓦时）	0.75	0.75	0.75	0.18	0.16	0.17
标杆电价（元/千瓦时）	0.32-0.39	0.32-0.39	0.32-0.39	0.22-0.31	0.22-0.31	0.165-0.465
电力销售收入（亿元）	7.16	8.15	9.81	1.79	1.72	3.85

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司已投产水电项目装机容量合计 70.80 万千瓦。水电项目发电量主要受来水量影响，2020 年公司水力项目发电量同比增长 114.65%至 24.32 亿千瓦时，发电机组平均利用小时数同比增长 9.40%至 3435.02 小时。售电方面，公司水电项目位于四川省和云南省，发电主要通过水电站所处境内电网全部消纳，部分项目通过当地电网再外送至陕西省和上海市等区域，外送电量指标根据实际情况每年均有所调整。不同地区的上网电价有差异，2020 年，公司平均上网电价有所上涨，电力销售收入因此有所增长。截至 2021 年 3 月底，公司已投产水电项目装机容量合计 70.80 万千瓦；2021 年 1-3 月，水力发电量 7.75 亿

千瓦时。

截至 2020 年底，公司光伏发电业务装机容量为 62.23 万千瓦。2020 年，公司光伏发电量 6.89 亿千瓦时，同比变化不大；同期，电力销售收入 5.10 亿元，同比增长 167.02%，主要系 2019 年电力销售收入仅包含中国水发兴业能源集团有限公司（以下简称“兴业太阳能”）2019 年 12 月的电力销售收入。除电力销售收入外，兴业太阳能还从事幕墙及绿色建筑、太阳能 EPC 等业务。

截至 2020 年底，公司风电项目装机容量 54.43 万千瓦。2020 年，风电项目发电量 12.42 亿千瓦时，同比增长 22.73%；同期，电力销售收入 4.91 亿元，同比增长 119.20%。上述变化

均系公司项目投产所致。

在建项目方面，截至 2021 年 3 月底，公司在建生物质发电项目、水电项目和风电项目装机容量分别为 26.70 万千瓦、56.78 万千瓦和 9.90 万千瓦，预计总投资额分别为 26.48 亿元、70.13 亿元和 9.09 亿元，已分别完成投资 24.14 亿元、51.30 亿元和 7.86 亿元。公司生物质发电项目、水电项目和风电项目尚需要一定规模投资，公司面临一定资金支出压力。

2018—2020 年，公司清洁能源收入快速增长，2020 年为 141.32 亿元，同比大幅增加 98.04 亿元，主要系项目逐步投产以及风力施工收入、光伏施工收入、天然气加工、供应及设备制造收入增加所致。同期，公司清洁能源业务毛利率持续下降，分别为 31.18%、18.94%和 15.81%，主要系不同类型以及处在不同运营阶段的清洁能源项目毛利率差异较大以及新冠疫情的影响。2021 年 1—3 月，公司清洁能源收入为 31.67 亿元，毛利率为 15.87%。

（2）现代农业板块

公司已形成完备的现代农业产业链条，业务规模逐年扩大。未来，随着公司农业板块不断整合，竞争优势将逐步提升。

公司自 2014 年开始涉足农业产业，已初步形成集种植基地建设、农副产品加工、农业金融服务、农业信息科技服务、农业咨询服务、品牌推广为一体的循环产业链。此外，公司已初步形成“伯乐庄园+专业种植基地+依伯品服务平台+消费者”为一体的信息化、智能化农业模式。

2019 年，公司新并购了新疆昊星农业发展（集团）有限公司及组建新疆水控国棉科技有限公司，开展棉花贸易业务，公司现代农业板块收入构成转变为以棉花贸易收入为主。

2018—2020 年，公司现代农业板块收入快速增长，分别为 6.05 亿元、54.50 亿元和 128.75 亿元，主要系棉花贸易收入快速增长所致。毛利率方面，2018—2020 年，现代农业毛利率波动下降，其中 2019 年大幅下降主要系毛利较

低的棉花贸易占比提高所致。2021 年 1—3 月，公司现代农业板块收入为 34.18 亿元，毛利率为 4.22%。

2018 年 7 月，山东省农业厅与公司签署了《合作备忘录》，决定由公司出资组建山东省农业发展集团有限公司，重组山东省农业厅所属的山东省农业实业集团公司等企业的全部国有产权（或资产），打造山东省属唯一的农业发展平台。截至 2021 年 3 月底，山东省国资委、公司及拟整合企业正在协商整合方案的具体条款。

（3）文化旅游板块

近年来，公司文化旅游业务收入波动下降。受医院资产剥离的影响，公司医疗康养收入逐年下降；公司房地产业务仅开发存量项目，未来不再新增；公司在建和储备房地产项目尚需投资规模较大，房地产项目仍将对公司未来一段时间的收入形成支撑，但同时也面临一定的资金支出压力。

文化旅游业务方面，2018 年公司收购易达（福建）旅游集团有限公司进入文化旅游领域。截至 2020 年底，公司拥有云顶景区和洞都景区 2 个文化旅游项目，其中云顶景区是国家 AAAA 级旅游景区，洞都景区收入规模较小。2018 年，由于当地政府对景区道路进行升级改造，景区封闭使得 2018 年客流量有所减少，云顶景区在 2019 年 10 月已恢复运营，2019 年云顶景区客流量 10.47 万人次；2020 年，云顶景区和洞都景区分别实现客流量 10.22 万人次和 5.33 万人次。2018—2020 年，公司文化旅游业务收入分别为 3.20 亿元、8.88 亿元和 1.50 亿元，2020 年同比下降 83.13%，主要系新冠疫情以及业务板块调整影响；同期，文化旅游业务毛利率较为稳定。2021 年 1—3 月，公司文化旅游业务收入为 0.28 亿元，毛利率为 21.58%。

医疗康养业务方面，公司自 2014 年通过并购方式控股山东省县级医院进入医疗行业，2019 年底，公司完成了所有医院资产的剥离

(当地政府以土地出资置换)。2020年,公司实现医疗康养业务收入0.25亿元,同比下降95.83%,主要系医院资产剥离所致;同期,毛利率为14.78%。2021年1—3月,公司医疗康养业务收入0.14亿元,主要为中医药、医疗器械等销售收入,毛利率为15.14%。

房地产业务方面,公司主要通过招拍挂取得地块,进行房地产开发建设。截至2021年3月底,公司共有26个房地产项目,主要位于

山东省内,总投资263.65亿元,已完成投资153.64亿元,尚需投资110.01亿元,已确认收入93.64亿元,已回款(含预售款)124.40亿元。2018—2020年,公司房地产业务收入分别为17.33亿元、17.92亿元和23.79亿元,毛利率分别为27.05%、23.40%和23.00%,毛利率持续下降主要系交付项目利润不同所致。2021年1—3月,公司房地产业务收入为4.36亿元,毛利率为21.51%。

表15 截至2021年3月底公司在建房地产项目情况(单位:亿元、万平方米)

项目名称	项目所在地	项目类别	建设期间	项目总投资	已完成投资	销售及回款情况			
						总建筑面积	总可销售面积	确认销售收入	已回款(含预售款)
和润幸福城项目	山东济南	住宅+商业	2014.04—2018.11	16.43	16.43	33.43	30.96	21.03	21.01
府前一品项目	山东菏泽	住宅+商业	2014.08—2018.12	3.40	3.40	10.31	9.89	3.84	3.84
水发润城	山东青岛	住宅+商业	2017.08—2019.12	1.86	1.76	3.98	2.49	2.10	2.20
水发·澜悦龙城	山东枣庄	住宅+商业	2017.07—2020.08	9.83	7.96	23.40	14.81	9.10	9.18
和润·尚东企业公馆项目	山东济南	商业	2018.05—2020.12	9.00	6.41	15.10	14.17	6.06	5.31
水发领秀府	山东菏泽	住宅+商业	2019.11—2022.06	7.85	2.38	14.03	13.56	0.00	0.45
海韵广场	山东潍坊	商业写字楼	2017.09—2022.07	2.00	1.38	6.90	6.75	0.17	0.24
桃李春风	山东济南	住宅	2018.06—2021.12	14.56	11.26	8.08	7.91	1.97	1.83
龙田文旅小镇	山东济南	住宅+商业	2019.12—2022.12	7.83	4.63	4.43	4.14	4.73	1.53
报恩文旅小镇	四川平武	住宅+商业	2020.07—2025.07	15.00	3.32	8.31	7.89	1.83	1.14
平南农旅小镇	四川平武	商业	2020.09—2025.09	4.18	0.53	24.64	23.64	0.43	0.04
枣庄市金融中心项目	山东枣庄	住宅	2019.04—2021.12	3.00	1.80	3.50	3.00	0.00	0.00
泰山院子	山东泰安	住宅	2018.05—2023.09	38.99	21.65	44.34	27.40	10.17	14.55
水发·颐和园	山东枣庄	住宅+商业	2018.07—2021.08	13.14	10.18	27.18	18.82	0.00	10.46
水发·君悦府	山东枣庄	住宅+商业	2018.04—2021.03	13.75	11.42	36.80	25.07	6.07	18.46
学府春天	山东济宁	住宅+商业	2018.09—2020.10	2.08	1.15	5.36	4.60	0.87	0.95
水发·澜悦凤城	山东枣庄	住宅+商业	2019.10—2023.06	17.47	9.65	33.97	31.76	0.00	9.23
水发信息小镇	山东济南	住宅+商业	2020.03—2024.06	15.08	5.77	22.90	17.00	0.00	0.19
淮海智慧科技产业园	江苏徐州	产业园	2021.01—2023.11	7.70	1.63	5.10	2.55	0.00	0.00
澜悦华庭		住宅				5.96	4.34	0.00	0.00
嘉善壹号	山东菏泽	住宅+商业	2018.05—2021.04	5.44	3.71	11.87	8.72	2.66	2.42
菏泽城投天香府	山东菏泽	住宅+商业	2018.03—2020.12	11.31	7.68	24.38	18.34	5.16	5.46
君安天源啤酒小镇	山东鄄城	住宅+商业	2018.03—2020.12	11.32	7.20	22.02	17.92	9.24	7.70
水发·江南印象	山东菏泽	住宅+商业	2018.09—2020.12	4.73	4.22	10.16	8.59	2.48	1.97
水发阳光绿城	山东菏泽	商住用房	2018.05—2020.12	16.50	8.12	50.40	37.20	5.73	6.24
水发·和山	山东济南	住宅	2021.06—2023.01	11.20	0.00	5.60	5.80	0.00	0.00
合计				263.65	153.64	462.15	367.32	93.64	124.40

资料来源:公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司储备的待开发土地位于山东省济南市、菏泽市和海南省保亭黎族苗族自治县、四川省平武县等地，储备地块占地面积 164.13 万平方米，有关地块正在开发规划过程中。公司房地产项目仅开发存量项目，待在建项目及储备地块开发完毕，将不再进行房地产开发业务，目前公司房地产项目仍将对公司未来一段时间的收入形成支撑。

3. 未来发展

从水务业务看，公司将以涉水项目为重点，加大对雨洪资源利用、城乡供水、河道治理、跨流域调水等重点水利工程的投融资力度。

从清洁能源业务看，公司将逐步形成以天然气、光伏发电、生物质发电产业为主导，风力发电、水力发电、垃圾发电、城乡供热为依托的格局，并计划在天然气、光伏发电、生物质发电三大行业内形成一定规模。

从现代农业业务看，公司将开发山东、西北、东北市场，提升现代农业核心竞争力，成为国内农产品全产业链的企业。

从文化旅游业务看，公司以旅游全产业链服务为核心，以“酒店投资管理”“旅行服务”“旅游地产”为主业，以“会展产业”和“旅游交通”为两大培育业务，形成集“旅游资源开发、旅游服务、旅游项目策划、园林景观工程”等业务于一体的一站式管理、一体化运作、一条龙服务的旅游产业链。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报告，其中亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）

对公司 2018 年合并财务报告进行审计，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年和 2020 年合并财务报告进行审计，两家事务所均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司合计 24 家。2018—2020 年公司合并范围内分别新增 131 家、98 家和 100 家子公司，分别减少 28 家、8 家和 12 家；2021 年 1—3 月，公司合并范围新增 3 家子公司。公司合并范围变化较大，对财务数据可比性造成较大影响。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1417.74 亿元，所有者权益 314.31 亿元（含少数股东权益 169.88 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 452.29 亿元，利润总额 12.57 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1423.72 亿元，所有者权益 317.90 亿元（含少数股东权益 171.01 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 111.80 亿元，利润总额 2.19 亿元。

2. 资产质量

随着各项业务的快速扩张，公司资产规模快速增长，货币资金较为充裕，水务和清洁能源业务形成的固定资产、在建工程 and 无形资产规模大。公司整体资产质量较好，但需关注在建项目投运后的经营情况、并购项目收益情况及商誉减值风险。

2018—2020 年末，公司资产规模快速增长，年均复合增长 36.57%，主要系应收账款、固定资产及在建工程增长所致。截至 2020 年底，公司合并资产总额 1417.74 亿元，较 2019 年底增长 32.33%；其中，流动资产占 40.68%，非流动资产占 59.32%，资产结构以非流动资产为主。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	67.27	8.85	107.35	10.02	132.84	9.37	108.24	7.60

应收账款	40.84	5.37	84.58	7.89	143.71	10.14	141.10	9.91
存货	84.60	11.13	172.23	16.08	139.30	9.83	147.95	10.39
流动资产	288.28	37.93	430.14	40.15	576.73	40.68	568.30	39.92
固定资产	127.85	16.82	211.32	19.72	313.90	22.14	331.27	23.27
在建工程	168.02	22.11	208.65	19.48	247.40	17.45	245.10	17.22
无形资产	99.10	13.04	113.37	10.58	142.05	10.02	145.31	10.21
非流动资产	471.82	62.07	641.22	59.85	841.01	59.32	855.42	60.08
资产总额	760.09	100.00	1071.35	100.00	1417.74	100.00	1423.72	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产快速增长，年均复合增长 41.44%，2020 年底为 576.73 亿元，较上年底增长 34.08%，主要系货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和合同资产增长所致。从结构上看，截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 23.03%）、应收账款（占 24.92%）、预付款项（占 8.93%）、存货（占 24.15%）构成。

2018—2020 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 40.52%。截至 2020 年底，公司货币资金 132.84 亿元，较上年底增长 23.74%，其中受限资金 46.99 亿元，受限比例为 35.37%，主要为银行承兑汇票保证金及用于担保的定期存款或通知存款等，公司货币资金受限比例较高。

2018—2020 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 87.60%。截至 2020 年底，公司应收账款账面价值 143.71 亿元，较上年底增长 69.92%，主要系合并范围变化所致，累计计提坏账 8.78 亿元；从账龄看，公司应收账款账龄 1 年以内、1~2 年、2~3 年及 3 年以上的款项占比分别为 74.40%、14.31%、6.60%及 4.69%，账龄较短；从集中度看，应收账款前五大欠款方合计金额为 12.88 亿元，占比为 8.46%，集中度低。

表 17 截至 2020 年底公司应收账款前五名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比
菏泽水发华董置业有限公司	2.83	1.86
惠州市永景新能源科技有限公司	2.70	1.77

国网黑龙江省电力有限公司	2.65	1.74
国网山西省电力公司临汾供电公司	2.36	1.55
博乐市华棉棉业有限公司	2.35	1.54
合计	12.88	8.46

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末，公司预付款项波动增长，年均复合增长 6.46%。截至 2020 年底，公司预付款项 51.50 亿元，较上年底增长 95.41%，主要系合并范围变化以及预付工程款增加所致。从结构看，公司预付款项主要为预付工程款、原材料采购款和土地款；从账龄看，公司预付款项 2 年以内占 95.08%，整体账龄较短；从集中度看，预付款项前五名合计 4.89 亿元，占比 9.48%，集中度低。

表 18 截至 2020 年底公司预付款项前五名情况

(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比
曹县财经发展有限公司	1.62	3.14
山东澳南商贸有限公司	1.51	2.94
苏州寰宇新博环保科技有限公司	0.65	1.25
广州市八达工程有限公司	0.61	1.18
山东神洲园林有限公司	0.50	0.97
合计	4.89	9.48

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 10.86%。截至 2020 年底，公司其他应收款 46.52 亿元，较上年底增长 293.20%，主要系合并范围变化所致；从结构上看，其他应收款主要为往来款、应收电费补贴及保证金等。2020 年底公司共计提坏账准备

9.67 亿元，计提比例 17.20%，计提比例较高。从集中度看，其他应收款前五大欠款方合计金额为 9.46 亿元，占比为 16.83%，集中度低。

表 19 2020 年底公司其他应收款前五名情况

(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比
福建新恒基广告有限公司	3.09	5.49
菏泽水发华董置业有限公司	2.75	4.89
国网新疆巴州供电有限责任公司	1.28	2.28
国网甘肃省电力公司	1.21	2.15
广州电网有限责任公司湛江供电局	1.13	2.02
合计	9.46	16.83

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末，公司存货波动增长，年均复合增长 28.32%。截至 2020 年底，公司存货 139.30 亿元，较上年底下降 19.12%，主要系会计准则调整所致；从结构上看，公司存货主要为原材料（占比 11.08%）、自制半成品及在产品（占比 62.40%）、库存商品（占比 23.53%）。累计计提跌价准备 0.33 亿元。

截至 2020 年底，公司新增合同资产 29.04 亿元，为幕墙及新能源工程施工项目成本。

2018—2020 年末，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长 67.27%。截至 2020 年底，公司其他流动资产 27.54 亿元，较上年底增长 31.52%，主要为待抵扣进项税、预缴税金等。

非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 33.51%。截至 2020 年底，公司非流动资产 841.01 亿元，较上年底增长 31.16%，主要系固定资产、在建工程和无形资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 37.32%）、在建工程（占 29.42%）、无形资产（占 16.89%）、商誉（占 5.52%）构成。

2018—2020 年末，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 107.45%。截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 12.74 亿元，较上年底增长 130.29%，全部为可供出售权益工具。

2018—2020 年末，公司长期应收款持续下降，年均复合下降 5.22%。截至 2020 年底，公司长期应收款 22.79 亿元，较上年底下降 9.85%。从结构上看，公司长期应收款主要为公司代山东省水利厅借支给地方政府的河道配套工程款。

2018—2020 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 33.37%。截至 2020 年底，公司长期股权投资 9.75 亿元，较上年底增长 42.85%，主要系投资了内蒙古百惠生物科技有限公司、山西省平遥县龙海实业有限公司、内蒙古润海源实业有限公司等企业。

2018—2020 年末，公司投资性房地产持续下降，年均复合下降 15.28%。截至 2020 年底，公司投资性房地产 13.32 亿元，较上年底下降 27.20%，主要系房屋建筑物减少。

2018—2020 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 56.69%。截至 2020 年底，公司固定资产 313.90 亿元，较上年底增长 48.54%，主要系并购水厂、电站等资产所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占比 58.15%）和机器设备（占比 40.30%）构成，累计计提折旧 87.80 亿元。

2018—2020 年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长 21.35%。截至 2020 年底，公司在建工程 247.40 亿元，较上年底增长 18.57%，主要系在建发电站及供水设施持续投入所致；从构成上看，在建工程主要由发电站、供水及污水处理设施构成，累计计提减值准备 0.86 亿元。

2018—2020 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 19.72%。截至 2020 年底，公司无形资产 142.05 亿元，较上年底增长 25.30%，主要系公司土地使用权和特许权增长所致；从构成上看，公司无形资产主要由土地使用权（占比 58.48%）和特许权（占比 34.25%）构成，累计摊销 16.94 亿元，计提减值准备 68.27 万元。

2018—2020 年末，公司商誉持续增长，年均复合增长 120.96%。截至 2020 年底，公司商誉 46.38 亿元，较上年底增长 70.60%，主要系

公司合并多家子公司所致，计提减值准备 0.60 亿元，计提比例 1.28%。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1423.72 亿元，资产规模和结构均较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产 107.52 亿元，占公司资产总额的 7.55%。

3. 负债及所有者权益

近年来，受股东增资及资产注入、其他权益工具和少数股东权益增长的影响，公司所有者权益快速增长；所有者权益中少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。随着公司合并范围扩大及在建项目持续投入，公司有息债务快速增长，债务负担重，未来面临较大的集中偿付压力。

所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 27.60%。截至 2020 年底，公司所有者权益 314.31 亿元，较上年底增长 19.44%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 45.95%，少数

股东权益占比为 54.05%。所有者权益中少数股东权益和其他权益工具占比较高，所有者权益稳定性一般。

2018—2020 年末，公司实收资本稳定。截至 2020 年底，公司实收资本 52.06 亿元，较上年底无变化。

2018—2020 年末，公司资本公积略有下降，年均复合下降 4.21%。截至 2020 年底，公司资本公积 51.60 亿元，较上年下降 9.02%，主要系前期差错更正所致。

2019—2020 年末，公司其他权益工具大幅增长；截至 2020 年底，公司其他权益工具 31.69 亿元，较上年底增长 39.48%，系 2020 年发行“20 鲁水发集团 ZR001”和“交银国信·融诚 281 号集合资金信托”所致。

2018—2020 年末，公司少数股东权益持续增长，年均复合增长 45.20%，主要系合并范围子公司增加所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 317.90 亿元，较上年底变化不大。公司所有者权益主要由少数股东权益（占 53.79%）构成。

表 20 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比	金额	占比
实收资本	52.06	26.97	52.06	19.79	52.06	16.56	52.06	16.38
资本公积	56.23	29.13	56.72	21.56	51.60	16.42	51.76	16.28
其他权益工具	0.00	0.00	22.72	8.64	31.69	10.08	33.93	10.67
归属于母公司权益	112.47	58.26	139.15	52.89	144.44	45.95	146.89	46.21
少数股东权益	80.58	41.74	123.92	47.11	169.88	54.05	171.01	53.79
所有者权益	193.04	100.00	263.07	100.00	314.31	100.00	317.90	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

负债

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 39.50%。截至 2020 年底，公司负债总额 1103.43 亿元，较上年底增长 36.53%，主

要系应付账款、一年内到期的非流动负债、长期借款和长期应付款增长所致。其中，流动负债占 44.68%，非流动负债占 55.32%，负债结构以非流动负债为主。

表 21 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	51.08	9.01	88.76	10.98	110.32	10.00	113.03	10.22

应付票据	10.17	1.79	30.90	3.82	43.72	3.96	38.86	3.51
应付账款	43.34	7.64	53.23	6.59	101.46	9.19	88.59	8.01
预收款项	32.13	5.67	36.68	4.54	48.26	4.37	39.33	3.56
其他应付款	53.16	9.38	45.64	5.65	58.40	5.29	63.73	5.76
一年内到期的非流动负债	44.84	7.91	53.46	6.61	113.86	10.32	130.54	11.80
流动负债	242.01	42.68	320.06	39.60	493.03	44.68	492.87	44.57
长期借款	182.02	32.10	229.02	28.33	284.53	25.79	268.19	24.25
应付债券	67.62	11.92	155.05	19.18	166.75	15.11	173.46	15.69
长期应付款	63.35	11.17	88.85	10.99	138.75	12.57	138.47	12.52
非流动负债	325.04	57.32	488.23	60.40	610.40	55.32	612.95	55.43
负债总额	567.05	100.00	808.29	100.00	1103.43	100.00	1105.82	100.00

注：其他应付款包含应付利息及应付股利，长期应付款中包含专项应付款
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2018—2020年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长42.73%。截至2020年底，公司流动负债493.03亿元，较上年底增长54.04%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占22.38%）、应付票据（占8.87%）、应付账款（占20.58%）、预收款项（占9.79%）、其他应付款（占11.85%）、一年内到期的非流动负债（占23.09%）构成。

2018—2020年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长46.95%。截至2020年底，公司短期借款110.32亿元，较上年底增长24.29%，主要系保证借款增长所致。公司短期借款主要由保证借款73.94亿元（占67.02%），质押借款16.21亿元（占14.69%），抵押借款11.24亿元（占10.19%）及信用借款8.94亿元（占8.10%）构成。

2018—2020年末，随着票据结算规模的增加，公司应付票据持续增长，年均复合增长107.32%。截至2020年底，公司应付票据43.72亿元，较上年底增长41.50%。应付票据由银行承兑汇票（39.02亿元）和商业承兑汇票（4.70亿元）构成。

2018—2020年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长53.01%。截至2020年底，公司应付账款101.46亿元，较上年底增长90.61%，主要系合并范围变化及业务扩张所致；账龄以1年以内（含1年）为主。

2018—2020年末，公司预收款项持续增长，年均复合增长22.55%。截至2020年底，公司预收款项48.26亿元，较上年底增长31.57%，主要系预收的货款及工程款增加所致。

2018—2020年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长4.81%。截至2020年底，公司其他应付款58.40亿元，较上年底增长27.95%，主要系公司应付押金、质保金、保证金及股权转让款增长所致；从结构上看，公司其他应付款主要为往来款项、押金及保证金。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长59.36%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债113.86亿元，较上年底增长112.97%，主要系一年内到期的应付债券和长期应付款增长所致。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占36.20%）、应付债券（占52.57%）和长期应付款（占11.23%）构成。

2018—2020年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长37.04%。截至2020年底，公司非流动负债610.40亿元，较上年底增长25.05%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占46.61%）、应付债券（占27.32%）和长期应付款（占22.50%）构成。

2018—2020年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长25.03%，主要系合并范围增加及对外融资增加所致。截至2020年底，公司长期

借款284.53亿元，较上年底增长24.24%，主要系质押借款、抵押借款和保证借款增长所致；其中保证借款占52.36%，抵押借款占22.76%，质押借款占15.85%及信用借款占9.03%。

2018—2020年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长57.03%。截至2020年底，公司应付债券166.75亿元，较上年底增长7.54%，主要系公司发行“20水发集团SCP004”“20水发集团SCP005”“20水发集团MNT001”“20水发D1”“20水发01”“水发国际海外债”和“20众兴01”所致。

2018—2020年末，公司长期应付款持续增长，年均复合增长48.00%。截至2020年底，公司长期应付款138.75亿元，较上年底增长56.17%，主要系公司应付融资租赁款增长所致，其中的有息部分已纳入长期债务核算。

有息债务方面，随着公司并购项目增多及在建项目的持续投入，2018—2020年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长43.51%。截至2020年底，公司全部债务857.93亿元，其中短期债务占31.23%，长期债务占68.77%，以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均逐年上升，截至2020年底，上述指标分别为77.83%、73.19%和65.24%，公司整体债务负担重。

表22 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
短期债务	106.09	173.12	267.90	282.43
长期债务	310.50	471.38	590.03	578.24
全部债务	416.59	644.50	857.93	860.68
资产负债率	74.60	75.44	77.83	77.67
全部债务资本化比率	68.33	71.01	73.19	73.03
长期债务资本化比率	61.66	64.17	65.24	64.53

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表、提供资料整理

截至2021年3月底，公司负债总额1105.82亿元，负债规模和结构均较上年底变化不大。截至2021年3月底，公司全部债务860.68亿元，其中短期债务占32.82%，长期债务占67.18%；

公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.67%、73.03%和64.53%，较上年底均略有下降。若将其他权益工具计入有息债务，截至2021年3月底，公司全部债务（考虑永续后）为889.62亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至80.07%、75.89%和68.75%，公司债务规模及负担将进一步上升。

从债务期限看，2021年4—12月及2022—2023年，公司到期债务分别为267.30亿元、64.61亿元和185.21亿元。公司存在较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

随着公司快速扩张，合并范围内公司数量增多，公司营业收入快速增长，公司对于期间费用控制能力有所提升，利润总额对财政补贴和非经常性损益依赖度较高。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长102.15%。2020年，公司实现营业收入452.29亿元，同比增长111.97%。2018—2020年，公司营业成本呈同趋势变动。2020年，公司营业成本385.92亿元，同比增长119.02%，高于营业收入增幅。2018—2020年，公司营业利润率逐年下降。2020年，公司营业利润率13.70%，同比下降2.58个百分点。

表23 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入	110.68	213.38	452.29
其他收益	0.53	3.53	4.71
投资收益	0.58	0.57	5.61
营业外收入	1.65	6.31	4.34
利润总额	5.52	8.63	12.57
营业利润率	24.62	16.28	13.70
总资本收益率	2.69	2.37	3.11
净资产收益率	1.82	2.31	3.14

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长58.34%。2020年，

公司期间费用59.12亿元，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2018—2020年，公司期间费用率分别为21.30%、16.11%和13.07%，公司期间费用控制能力有所提升。

2018—2020年，公司利润总额持续增长，年均复合增长50.96%。2020年，公司利润总额12.57亿元，同比增长45.62%。其中，其他收益4.71亿元，主要为公司收到的政府补贴；公司投资收益5.61亿元，主要为处置长期股权投资产生的投资收益和债权投资处置收益；营业外收入4.34亿元，主要为受让股权支付对价收益，公司的利润总额对补贴收入等依赖度较高。

从盈利指标看，2018—2020年，公司总资产收益率分别为2.69%、2.37%和3.11%，净资产收益率分别为1.82%、2.31%和3.14%，整体呈上升趋势。

2021年1—3月，公司实现营业总收入111.80亿元，相当于2020年全年的24.72%；同期，公司其他收益1.25亿元、投资收益0.44亿元、营业外收入0.29亿元。2021年1—3月，公司利润总额2.19亿元，营业利润率为13.85%。

5. 现金流

受公司项目持续投入及往来款支出的影响，公司经营活动现金流量净额由负转正，收现质量好；由于对外投资力度较大，公司投资活动现金流量净额持续为大额净流出，公司对外融资依赖性较高。

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入快速增长，年均复合增长48.83%，分别为253.45亿元、311.40亿元和561.45亿元，主要系合并范围扩大及业务规模增加所致。2018—2020年，经营活动现金流出快速增长，年均复合增长38.70%，分别为283.44亿元、310.37亿元和545.30亿元，主要系合并范围扩大及经营业务支出增加所致。2018—2020年，公司经营活动现金净额分别为-29.98亿元、1.04亿元和16.14亿元，由负转正。2018

—2020年，公司现金收入比分别为114.64%、100.66%和108.26%，收入实现质量好。

表 24 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量	253.45	311.40	561.45
经营活动现金流出量	283.44	310.37	545.30
经营活动现金流量净额	-29.98	1.04	16.14
投资活动现金流量净额	-63.36	-117.77	-133.07
筹资活动现金流量净额	106.57	145.90	115.58
现金收入比	114.64	100.66	108.26

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2018—2020年，公司投资活动现金流入快速增长，年均复合增长80.92%，分别为14.88亿元、16.24亿元和48.70亿元，主要系收回投资收到的现金持续增长及收到其他与投资活动有关的现金波动增长所致。2018—2020年，投资活动现金流出快速增长，年均复合增长52.42%，分别为78.24亿元、134.00亿元和181.77亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。2018—2020年，公司投资活动现金流持续大额流出，分别为-63.36亿元、-117.77亿元和-133.07亿元。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长62.59%，分别为216.95亿元、424.39亿元和573.51亿元，主要系融资规模持续增长所致；筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长103.68%，分别为110.38亿元、278.49亿元和457.93亿元，主要为偿还债务本息。2018—2020年，公司筹资活动现金净额分别为106.57亿元、145.90亿元和115.58亿元。

2021年1—3月，公司经营活动现金流量净额为0.48亿元，投资活动现金流量净额为-24.34亿元，筹资活动现金流量净额为5.98亿元。

6. 偿债能力

近年来，短期偿债能力指标较差，长期偿债能力指标较好。考虑到公司作为山东省唯一

的省级水务投资运营主体，获得有力的外部支持，且间接融资渠道通畅，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力看，2018—2020年末，公司流动比率波动下降，速动比率波动增长，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的134.39%和80.58%分别下降至116.98%和提高至88.72%。截至2021年3月底，上述指标分别为115.30%和85.29%。2018—2020年，公司经营现金流动负债比率分别为-12.39%、0.32%和3.27%。2018—2020年末，公司现金类资产分别为69.62亿元、113.58亿元和137.13亿元，现金短期债务比分别为0.66倍、0.66倍和0.51倍；截至2021年3月底，公司现金短期债务比0.39倍。公司短期偿债能力指标较差。

从长期偿债能力看，2018—2020年，公司EBITDA持续增长，分别为24.83亿元、39.83亿元和69.79亿元；全部债务/EBITDA持续下降，分别为16.77倍、16.18倍和12.29倍，公司EBITDA利息倍数分别为1.28倍、1.43倍和2.23倍，公司长期偿债能力指标较好。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司共获得银行授信875.91亿元，其中已使用额度471.69亿元，剩余未使用额度404.22亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要集中于子公司；母公司所有者权益质量尚可，债务负担重。

截至2020年底，母公司资产总额360.64亿元，较上年底增长13.88%。其中，流动资产238.26亿元（占66.07%），非流动资产122.38亿元（占33.93%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占7.89%）、其他应收款（占89.67%）构成；非流动资产主要由长期应收款（占8.72%）、长期股权投资（占86.02%）构成。

截至2020年底，母公司所有者权益为72.90亿元，较上年底增长8.18%。在所有者权益中，实收资本52.06亿元（占71.41%）、其他权益工具24.40亿元（占33.47%）、资本公积0.60亿元（占0.82%）。母公司所有者权益质量尚可。

截至2020年底，母公司负债总额287.74亿元，较上年底增长15.42%。其中，流动负债197.17亿元（占68.52%），非流动负债90.57亿元（占31.48%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占56.33%）、一年内到期的非流动负债（占40.46%）构成；非流动负债主要由长期借款（占11.91%）、应付债券（占88.09%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为79.79%，较2019年提高1.07个百分点。

2020年，母公司营业收入为2.60亿元，利润总额为3.69亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额348.23亿元，所有者权益为72.90亿元。2021年1—3月，母公司营业收入0.02亿元，利润总额0.05亿元。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行规模为15.00亿元，其中基础发行额为10.00亿元，弹性配售额为5.00亿元，以最大发行规模15.00亿元为基础测算（下同），相当于2021年3月底公司长期债务和全部债务的2.59%和1.74%，对公司现有债务的影响不大。

2021年3月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.67%、73.03%和64.53%。预计本期债券发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至77.90%、73.37%和65.11%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020年，公司经营活动产生的现金流入分别为253.45亿元、311.40亿元和561.45

亿元,分别为本期债券拟发行规模上限的16.90倍、20.76倍和37.43倍;公司经营活动现金流量净额分别为-29.98亿元、1.04亿元和16.14亿元,分别为本期债券拟发行规模上限的-2.00倍、0.07倍和1.08倍;公司EBITDA分别为24.83亿元、39.83亿元和69.79亿元,分别为本期债券拟发行规模上限的1.66倍、2.66倍和4.65倍。总体看,公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力强,EBITDA对本期债券的保障能力尚可。

十一、 债权保护条款分析

1. 资金账户监管

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息,公司聘请中国建设银行股份有限公司山东省分行(以下简称“建设银行山东省分行”)和华夏银行股份有限公司济南分行(以下简称“华夏银行济南分行”)作为本期债券账户监管人。公司与建设银行山东省分行签署了《2021年第一期水发集团有限公司公司债券募集资金账户监管协议》(以下简称“募集资金账户监管协议”)和《2021年第一期水发集团有限公司公司债券偿债资金专户监管协议》(以下简称“偿债资金专户监管协议”),公司与华夏银行济南分行签署了《2021年水发集团有限公司公司债券资金账户监管协议》(以下简称“资金账户监管协议”)。账户监管人对公司募集资金使用情况进行监督并负责本期债券到期利息及本金的归集和兑付。募集资金监管账户专项用于债券募集资金款的接收及支出活动。偿债资金专户专门用于存储及划付偿债资金。

根据募集资金账户监管协议,建设银行山东省分行对公司提交的相关支付依据或支付凭证等予以表面一致性审核,资金划付用途符合约定时,建设银行山东省分行方可办理公司从监管账户的对外支付,否则有权拒绝办理。根据偿债资金专户监管协议,在本期债券还本付

息日前5个工作日,如建设银行山东省分行确认偿债资金专户的资金足够支付当期债券本息,则于当日向公司报告,如偿债资金专户内没有足够的资金用于支付当期债券本息,建设银行山东省分行应于当日通知公司要求补足;在本期债券还本付息日前3个工作日,如公司仍未补足用于支付当期债券本息的资金,建设银行山东省分行即在后一个工作日书面通知公司。根据资金账户监管协议,公司应按照募集说明书的要求,使用专项账户中的资金,专款专用;公司需要使用资金时,应提前1个工作日向华夏银行济南分行发出书面划款、提取、使用的指令及华夏银行济南分行要求的其他资料,华夏银行济南分行审核划款指令写明的用途符合募集说明书约定用途的,即可准予使用。

2. 债权代理人

为保证全体债券持有人的合法权益,公司聘请海通证券股份有限公司担任本期债券的债权代理人,与债权代理人签署了《2021年第一期水发集团有限公司公司债券债权代理协议》(以下简称“债权代理协议”)。根据债权代理协议,

债权代理人应对公司发行本期债券所募集资金的使用进行监督;督促公司按本期债券募集说明书的约定履行信息披露义务;按照本协议、债券持有人会议规则的规定召集和主持债券持有人会议,并履行债券持有人会议规则项下债权代理人的职责和义务;严格执行债券持有人会议决议,协调债券持有人及时就有关决议内容与公司及其他相关主体进行沟通,督促债券持有人会议决议的具体落实,为债券持有人与公司的沟通、谈判及诉讼提供协助等。

债权代理人应当按照相关法律法规的规定以及协议约定履行管理义务;知悉公司未能及时偿付本息及其他可能影响债券持有人重大利益的情形后,及时督促提醒公司向债券持有人履行披露义务;公司发生实质违约后,根据债券持有人会议决议,依法申请法定机关采取财

产保全措施；公司未能及时偿付本息时，债权人应及时通知债券持有人，并在债券持有人会议决议的授权范围内，自行或委托第三方参与公司的重组、和解、重整或者破产的法律程序；债权人应在债券存续期内勤勉处理债券持有人与公司之间的谈判或者诉讼事务；债权人应按照协议、债券持有人会议规则的规定召集和主持债券持有人会议，并履行债券持有人会议规则项下债权代理人的职责和义务；债权人应根据债券持有人会议决议，代表债券持有人及时与公司及其他有关主体进行沟通，督促债券持有人会议决议的具体落实。

十二、 结论

公司是山东省唯一的省级水务投资运营主体，水务业务具有区域专营优势，并持续获得有力的外部支持。近年来公司业务多元化发展，经营规模快速扩张。

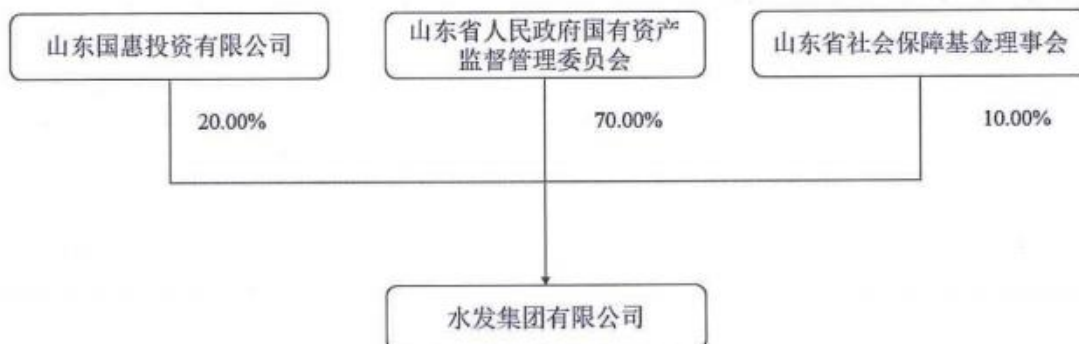
近年来，随着各项业务的快速扩张，公司资产规模快速增长，整体资产质量较好；公司所有者权益快速增长，稳定性一般；公司有息债务快速增长，债务负担重，未来面临较大的集中偿付压力；利润总额对财政补贴和非经常性损益依赖度较高。考虑到公司持续获得有力的外部支持，且间接融资渠道通畅，公司整体偿债能力极强。

本期债券的发行对公司现有债务的影响不大。公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力强，EBITDA 对本期债券的保障能力尚可。

未来，随着公司各板块业务的持续推进，公司经营规模有望继续扩大。

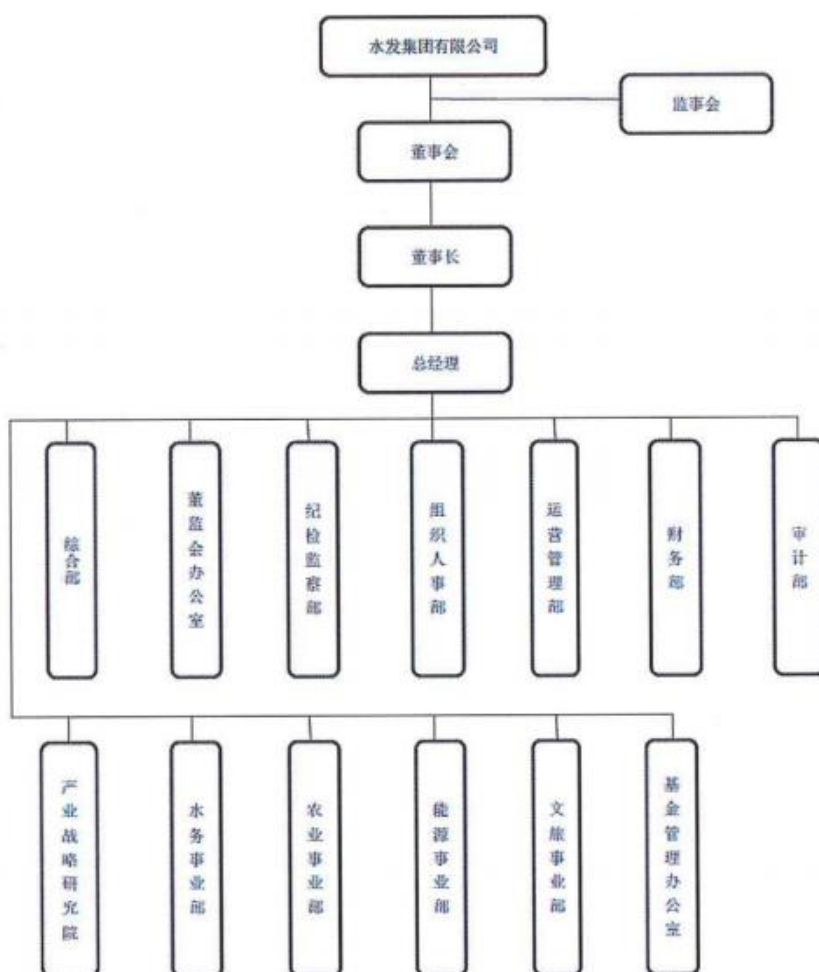
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司一级子公司情况

序号	公司名称	业务性质	持股比例(%)
1	山东水发实业有限公司	商业服务业	100.00
2	山东农业发展集团有限公司	商业服务业	100.00
3	山东水利发展集团有限公司	水利管理业	100.00
4	山东水发控股集团有限公司	商业服务业	100.00
5	水发农业投资有限公司	商业服务业	100.00
6	水发旅游集团有限公司	商业服务业	100.00
7	水发生态科技有限公司	生态保护和环境治理业	100.00
8	水发国际物流有限公司	道路运输业	100.00
9	水发燃气集团有限公司	水利管理业	100.00
10	山东水利建设集团有限公司	土木工程建筑业	100.00
11	水发文化产业有限公司	广播、电视、电影和影视录音制作业	100.00
12	水发国际控股有限公司	投融资	100.00
13	青岛水工建设科技服务有限公司	水利管理业	100.00
14	水发能源集团有限公司	电力、热力生产和供应业	100.00
15	山东水发投资集团有限公司	商业服务业	100.00
16	山东水发恒德文旅发展集团有限公司	商业服务业	51.00
17	山东调水工程有限公司	水利管理业	100.00
18	水发技术集团有限公司	水利管理业	41.00
19	水发浩海集团有限公司	批发业	75.00
20	水发文旅产业有限公司	公共设施管理业	47.33
21	水发建设有限责任公司	土木工程建筑业	100.00
22	水发工程咨询(山东)集团有限公司	专业技术服务业	88.20
23	水发集团(上海)资产管理有限公司	商业服务业	100.00
24	山东水发创新投资集团有限公司	商务服务业	40.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	69.62	113.58	137.13	111.18
资产总额(亿元)	760.09	1071.35	1417.74	1423.72
所有者权益(亿元)	193.04	263.16	314.31	317.90
短期债务(亿元)	106.09	173.12	267.90	282.43
长期债务(亿元)	310.50	471.38	590.03	578.24
全部债务(亿元)	416.59	644.50	857.93	860.68
营业收入(亿元)	110.68	213.38	452.29	111.80
利润总额(亿元)	5.52	8.63	12.57	2.19
EBITDA(亿元)	24.83	39.83	69.79	--
经营性净现金流(亿元)	-29.98	1.04	16.14	0.48
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.19	3.26	3.84	--
存货周转次数(次)	1.21	1.37	2.48	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.23	0.36	--
现金收入比(%)	114.64	100.66	108.26	111.16
营业利润率(%)	24.62	16.28	13.70	13.85
总资本收益率(%)	2.69	2.37	3.11	--
净资产收益率(%)	1.82	2.31	3.14	--
长期债务资本化比率(%)	61.66	64.17	65.24	64.53
全部债务资本化比率(%)	68.33	71.01	73.19	73.03
资产负债率(%)	74.60	75.44	77.83	77.67
流动比率(%)	119.12	134.39	116.98	115.30
速动比率(%)	84.16	80.58	88.72	85.29
经营现金流动负债比(%)	-12.39	0.32	3.27	--
现金短期债务比(倍)	0.66	0.66	0.51	0.39
EBITDA 利息倍数(倍)	1.28	1.43	2.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.77	16.18	12.29	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.97	15.85	18.80	0.71
资产总额(亿元)	194.44	316.69	360.64	348.23
所有者权益(亿元)	48.44	67.39	72.90	72.90
短期债务(亿元)	25.47	32.99	85.93	79.50
长期债务(亿元)	69.71	100.73	90.57	95.55
全部债务(亿元)	95.17	133.72	176.50	175.05
营业收入(亿元)	1.11	0.95	2.60	0.02
利润总额(亿元)	-0.68	0.10	3.69	0.05
EBITDA(亿元)	0.06	4.82	13.15	--
经营性净现金流(亿元)	-0.25	7.35	-0.34	-0.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.75	0.36	0.57	--
存货周转次数(次)	*	*	*	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	10.98	0.57	9.41	94.94
营业利润率(%)	99.37	99.09	99.67	66.88
总资本收益率(%)	0.04	2.33	5.23	--
净资产收益率(%)	-1.40	0.15	5.06	--
长期债务资本化比率(%)	59.00	59.91	55.40	56.72
全部债务资本化比率(%)	66.27	66.49	70.77	70.60
资产负债率(%)	75.09	78.72	79.79	79.07
流动比率(%)	146.33	151.33	120.84	121.91
速动比率(%)	146.33	151.33	120.84	121.91
经营现金流动负债比(%)	-0.33	4.95	-0.17	--
现金短期债务比(倍)	0.47	0.48	0.22	0.01
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	1487.31	27.77	13.42	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；因未取得公司本部资本化利息数据，公司本部 EBITDA 利息倍数无法计算；标示*号的数据因分母为零，数据无意义

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年第一期水发集团有限公司公司债券 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本期债券存续期内，在每年水发集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

水发集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。水发集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对水发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，水发集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注水发集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现水发集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对水发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如水发集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对水发集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本期债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送水发集团有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。