

信用评级公告

联合〔2022〕4896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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持水发集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 水发集团 MTN001”“21 水发 01”和“21 水发集团债 01/21 水集 01”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：

二〇二二年六月二十二日

水发集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
水发集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 水发集团 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 水发 01	AAA	稳定	AAA	稳定
21 水发集团债 01/21 水集 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
20 水发集团 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/10/21
21 水发 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/05/06
21 水发集团债 01/21 水集 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/07/23

注: 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚未存续期的债券;“20 水发集团 MTN001”“21 水发 01”和“21 水发集团债 01/21 水集 01”期限均为 3+2 年, 到期兑付日为投资者不行使回售选择权的到期兑付日

评级时间: 2022 年 6 月 22 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	V3.1.202205
水务企业主体信用评级模型(打分表)	V3.1.202205

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	宏观和区域 风险	经营环境	2		
			行业风险	1		
		自身 竞争力	基础素质	1		
			企业管理	3		
			经营分析	3		
		F3	资产质量	3		
			盈利能力	2		
			现金流量	1		
			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。跟踪期内, 公司业务规模持续扩大, 资产和收入规模得以大幅提升; 在财政补贴及资产注入方面获得政府的持续支持。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司水务业务产能利用率较低, 面临一定的资金支出压力, 公司债务持续快速增长且债务负担重、面临较大的短期偿付压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, 维持“20 水发集团 MTN001”“21 水发 01”和“21 水发集团债 01/21 水集 01”的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**跟踪期内, 山东省经济持续增长, 为公司发展提供了良好的经营环境。2021 年, 山东省实现地区生产总值 83095.9 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 8.3%; 完成一般公共预算收入 7284.45 亿元, 比上年增长 11%。

2. **水务业务具有区域专营优势, 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; 跟踪期内, 公司持续得到政府在财政补贴及资产注入方面的支持。

3. **公司资产和收入规模大幅增长。**受益于公司业务规模持续扩大, 截至 2021 年底, 公司资产总额 1679.86 亿元, 较 2020 年底增长 18.49%; 2021 年, 公司实现营业收入 770.38 亿元, 同比增长 70.33%。

关注

1. **水务业务产能利用率较低。**2021 年, 公司水务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

分析师:

车兆麒 登记编号 (R0150220120065)

薛琳霞 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

投资规模, 存在一定的资金压力。

3. 债务持续快速增长, 债务负担重, 短期偿付压力较大。

2022 年 3 月底, 公司全部债务为 1006.51 亿元, 较 2020 年底增长 17.29%。2022 年 3 月底, 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 77.20%、72.50% 和 62.31%。2021 年底和 2022 年 3 月底, 公司现金短期债务比分别为 0.30 倍和 0.28 倍, 剔除受限货币资金后现金短期债务比分别为 0.18 倍和 0.17 倍。

4. 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, 2021 年, 公司合并范围新增 101 家子公司, 减少 30 家子公司。公司面临较大的管理压力。**主要财务数据:**

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	113.58	137.13	104.31	103.64
资产总额(亿元)	1071.35	1417.74	1679.86	1674.06
所有者权益(亿元)	263.16	314.31	382.55	381.74
短期债务(亿元)	173.12	267.90	352.30	375.43
长期债务(亿元)	472.92	590.26	660.11	631.08
全部债务(亿元)	646.04	858.15	1012.41	1006.51
营业总收入(亿元)	213.38	452.29	770.38	153.22
利润总额(亿元)	8.63	12.57	18.46	2.32
EBITDA(亿元)	39.83	69.79	103.24	--
经营性净现金流(亿元)	1.04	16.14	54.32	11.01
营业利润率(%)	16.28	13.70	12.02	15.23
净资产收益率(%)	2.31	3.14	3.35	--
资产负债率(%)	75.44	77.83	77.23	77.20
全部债务资本化比率(%)	71.06	73.19	72.58	72.50
流动比率(%)	134.39	116.98	108.56	103.69
经营现金流动负债比 (%)	0.32	3.27	8.84	--
现金短期债务比(倍)	0.66	0.51	0.30	0.28
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	2.23	2.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.22	12.30	9.81	--
公司本部(母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	316.69	360.64	390.95	376.90
所有者权益(亿元)	67.39	72.90	70.39	55.68
全部债务(亿元)	133.72	176.50	183.52	177.97
营业总收入(亿元)	0.95	2.60	2.36	0.00
利润总额(亿元)	0.10	3.69	1.26	0.05
资产负债率(%)	78.72	79.79	81.99	85.23
全部债务资本化比率(%)	66.49	70.77	72.28	76.17
流动比率(%)	151.33	120.84	113.75	112.27
经营现金流动负债比(%)	4.95	-0.17	-0.28	--

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 水发集团 债 01/21 水集 01	AAA	AAA	稳定	2021/06/29	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
21 水发 01	AAA	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
20 水发集团 MTN001	AAA	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
21 水发 01	AAA	AAA	稳定	2021/03/05	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
20 水发集团 MTN001	AAA	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受水发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：车兆麟 薛叶波

联合资信评估股份有限公司

水发集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于水发集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 52.06 亿元，山东省国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）、山东国惠投资控股集团有限公司（原名为山东国惠投资有限公司，以下简称“国惠投资”）和山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东社保基金会”）分别持股 70.00%、20.00% 和 10.00%，公司控股股东及实际控制人均为山东省国资委。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至 2022 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；截至 2021 年底，公司合并范围内一级子公司共计 18 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 1679.86 亿元，所有者权益 382.55 亿元（含少数股东权益 198.37 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 770.38 亿元，利润总额 18.46 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 1674.06 亿元，所有者权益 381.74 亿元（含少数股东权益 211.58 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 153.22 亿元，利润总额 2.32 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 水发集团 MTN001	10.00	10.00	2020/10/21	3+2 年
21 水发 01	10.00	10.00	2021/05/06	3+2 年
21 水发集团债 01/21 水集 01	10.00	10.00	2021/07/23	3+2 年

资料来源：联合资信整理

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续期一般债券为“20 水发集团 MTN001”“21 水发 01”和“21 水发集团债 01/21 水集 01”，合计余额 30.00 亿元。“20 水发集团 MTN001”“21 水发 01”和“21 水发集团债 01/21 水集 01”期限均为 5 年，均附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所

¹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

2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

回落；环比增长 1.30%，高于上年同期(0.50%)但不及疫情前 2019 年水平 (1.70%)。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业

出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速 (4.57%) 及疫情前 2019 年水平 (7.20%)，接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021年一季度	2021年二季度	2021年三季度	2021年四季度	2022年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平 (4.14%)，主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。

其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同

期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳

定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

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。由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。

（1）水资源禀赋

2020 年全国用水量有所下降，用水结构有所优化。我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，南水北调成为缓解我国区域水资源短缺的重要方式。

我国水资源主要来源于地表水，根据《2020 年度中国水资源公报》，2020 年地表水占水资源总量(31605.2 亿立方米)的 96.21%。2020 年，全国用水总量和供水总量均为 5812.9 亿立方米，受新冠疫情、降水偏丰等因素影响，用水总量减少 208.3 亿立方米。其中，全国用水总量中生活用水、工业用水、农业用水分别

占 14.9%、17.7%、62.1%。

目前我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。受制于我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。南水北调成为缓解我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

城市化进程推动我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，2020年城市供水行业固定资产投资规模大幅提升，供水能力有所提升。近年来，我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《2020 年城市建设统计年鉴》，2020 年城市用水人口增至 5.18 亿人，同比增长 2.70%。同期，城市供水能力达 3.21 亿立方米/日，较 2019 年增长 3.88%。2020 年，我国城市供水总量达 629.54 亿立方米，较 2019 年增长 0.20%。用水结构中，生活用水占比最高，其次是生产用水和公共服务等方面用水。2020 年，我国城市供水管道长度 100.69 万公里，较 2019 年增长 9.43%；城市用水普及率进一步上升至 98.99%。2020 年，城市供水行业固定资产投资 749.4 亿元，较 2019 年大幅上升 33.81%。我国城市供水行业处于平稳发展状态。

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。目前我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。2021 年 9 月底，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.33 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，我国城市供水水价将温和增长。

(3) 污水处理行业分析

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

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，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。2020 年，全国城市污水排放量 571.36 亿立方米，较 2019 年增长 3.01%。同期，全国城市污水处理能力 1.93 万立方米/日，较 2019 年增长 7.86%，显著高于同期城市供水能力增速。2020 年，全国城市污水处理率增至 97.53%，同比增长 0.73 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2020 年投资规模为 1043.4 亿元，同比增长 29.83%。2016—2020 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 3590.4 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 869.3 亿元²，较我国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设工程规划》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。

² 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《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

图 1 我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《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。2021年，全国省会城市和计划单列市污水处理价格保持稳定。近年来，我国重点城市居民生活污水处理平均价格虽呈上升趋势，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。

根据《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，‘十四五’期间，主要在补齐城镇污水管网短板，提升收集效能；强化城镇污水处理设施弱项，提升处理能力以及推进污水资源化利用三方面推进设施建设；计划新增和改造污水收集管网8万公里，新增污水处理能力2000万立方米/日，新建、改建和扩建再生水生产能力不少于1500万立方米/日，新增污泥无害化处置设施规模不少于2万吨/日。随着“十三五”全国城镇污水处理体系的基本建立，“十四五”规划设施建设目标较“十三五”期间显著减少，建设内容更加注重“补短板”，预计相关固定资产投资金额会有所下降，而随着污水处理及再生利用设施的投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业仍处于发展期。

(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。2020年以来，水务行业政策重点体现在用水提质增效，实施严格节水制度；加快城镇污水设施建设及污水排放检测，进一步释放污水处理产能；推进水费改革提升水务行业盈利空间；通过中央，地方和外部融资等方式保证项目建设资金等方面。

表 3 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议〉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
17	《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》（发改环资〔2021〕827号）	国家发改委、住建部
18	《城镇供水价格管理办法》（2021年10月）	国家发改委
19	《城镇供水定价成本监审办法》（2021年10月）	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，我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，地方国有水务企业最为普遍，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。

地方国有水务企业区域垄断性突出，实力较强的地方国有企业和央企等行业龙头利用资金和技术优势积极参与水务衍生行业投资及财政实力偏弱的区县城镇供排水项目。但水务行业涉及国计民生，竞争格局基本稳定，预期水务

行业整体仍呈现区域垄断和行业龙头趋势。

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，我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，将推动我国水务行业愈加成熟。

2. 区域经营环境

2021年，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经营环境。

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。³

根据《2021年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2021年，山东省实现地区生产总值83095.9亿元，按可比价格计算，比上年增长8.3%。分产业看，第一产业增加值6029.0亿元，增长7.5%；第二产业增加值33187.2亿元，增长7.2%；第三产业增加值43879.7亿元，增长9.2%。三次产业结构由上年的7.4：39.1：53.5调整为7.3：39.9：52.8。

根据《关于山东省2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告》，2021年，山东省完成一般公共预算收入7284.45亿元，比上年增长11%，其中，税收收入5475.98亿元，税收占比为75.17%；同期，山东省一般公共预算支出11709.11亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为62.21%。2021年，山东省政府性基金收入为7976.94亿元，比上年增长9.6%。截至2021年底，山东省政府债务限额为21143.6亿元，政府债务余额19992.3亿元。

根据《2022年一季度山东主要经济指标》，2022年1—3月，山东省实现生产总值19926.79亿元，同比增长5.2%。同期，山东省完成一般公共预算收入2140.2亿元，同比增长6.9%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2022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股70.00%、20.00%和10.00%，公司控股股东及实际控制人均为山东省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是山东省唯一的省级水务运营主体，在山东省水务行业中具有专营优势。

公司是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. 企业信用记录

公司已结清信贷记录中有6笔关注类贷款，均已正常还款。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000696874389D），截至2022年5月20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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年6月6日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

³ 资料来源：山东省水利厅公布数据

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、清洁能源和现代农业等板块。2021年，公司营业收入快速增长，综合毛利率有所下降。

2021年，公司实现营业收入同比增长70.33%，主要系水利施工、清洁能源、环境环保和现代农业收入增长所致。2021年，公司水利施工收入同比增长51.54%，主要系业务拓展所致；公司供水调水收入同比增长30.44%，主要系供水量及调水量增加所致；公司污水处理收入同比增长14.24%，主要系污水处理量增加所致；公司清洁能源收入同比增长26.75%，主要系清洁能源EPC施工、绿色节能建筑、电气设备、新材料制造、光伏发电、供热、热电联产、生物质发电和风力发电收入增加所致；公司环境环保收入同比增长129.76%，主要系固废危废处理业务收入增长所致；公司现代农业收入同比增长134.49%，主要系棉花贸易收入大幅增加所致；公司文化旅游收入同比增加8.12亿元，主要系旅

客量有所恢复；受医院资产剥离的影响，公司医疗康养收入规模较小；公司地产收入同比增长77.64%，主要系公司交付项目规模增长所致。2021年，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，对公司营业收入形成补充。

毛利率方面，2021年，公司综合毛利率同比下降1.96个百分点，主要系公司供水调水业务和地产业务毛利率下降以及低毛利率的现代农业业务收入占比上升所致。2021年，公司水利施工毛利率同比变化不大；公司供水调水毛利率同比下降10.74个百分点，主要系供水调水成本增加所致；公司污水处理毛利率同比上升6.53个百分点，主要系污水处理厂陆续达产达效所致；公司清洁能源毛利率同比上升1.52个百分点，主要系清洁能源EPC施工、绿色节能建筑、电气设备、新材料制造和水力发电业务毛利率上升所致；公司环境保护毛利率同比上升6.45个百分点，主要系汽车拆解及金属回收毛利率上升所致；公司现代农业毛利率同比变化不大；公司地产毛利率同比下降7.52个百分点，主要系不同类型地产项目的利润空间不同所致。

表4 公司营业收入及毛利率情况

板块	项目	2020年			2021年			2022年1—3月		
		收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
水务环境	水利施工	83.89	18.55	14.09	127.13	16.50	14.49	25.88	16.89	20.11
	供水调水	17.99	3.98	48.16	23.46	3.05	37.42	4.30	2.81	41.23
	污水处理	10.69	2.36	31.95	12.22	1.59	38.48	2.43	1.59	31.52
	清洁能源	141.32	31.25	15.81	179.12	23.25	17.33	38.30	25.00	20.24
	环境环保	29.68	6.56	7.76	68.20	8.85	14.21	13.59	8.87	12.11
现代农业		128.75	28.47	4.91	301.91	39.19	4.51	57.03	37.22	7.79
文化旅游	文化旅游	1.50	0.33	26.34	9.62	1.25	32.80	1.93	1.26	40.66
	医疗康养	0.25	0.06	14.78	0.39	0.05	19.56	0.17	0.11	6.57
	地产	23.79	5.26	23.00	42.26	5.49	15.48	8.21	5.36	16.22
其他		14.43	3.19	38.85	6.07	0.79	31.87	1.36	0.89	43.12
合计		452.29	100.00	14.67	770.38	100.00	12.71	153.22	100.00	15.86

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、财务报告及提供资料整理

2022年1—3月，公司营业收入相当于2021年营业收入的19.89%，主要来源于水利施工、清洁能源业务、环境环保业务和现代农业业

务。2022年1—3月，公司综合毛利率较2021年上升3.15个百分点，主要系水利施工、供水调水、清洁能源、现代农业和地产毛利率上升所致。

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，作业能力较强，承建了国内多项重大水利工程项目。2021年，公司水利施工收入持续增长，毛利率同比变化不大。

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，作业能力较强，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。

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。2021年，公司新签项目数量同比有所增长，新签合同金额同比有所下降。2022年1—3月，公司新签项目56

个，签约金额16.12亿元。截至2022年3月底，公司未完工项目数量52个。

表5 公司水利施工项目签订情况

(单位：个、亿元)

项目	2020年	2021年	2022年1—3月
新签项目数量	327	382	56
新签项目合同金额	89.03	73.04	16.12

资料来源：公司提供

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2022年3月底，公司重点实施项目合同总金额41.54亿元，已投资22.20亿元，累计回款12.91亿元，回款情况一般。

表6 截至2022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	合同金额	已投资额	累计回款
1	临高县建制镇污水处理 EPC+O 项目	4.38	1.50	1.84
2	侯马市污水处理厂扩容工程总承包（EPC）	1.14	0.60	0.77
3	菏泽市曹县太行水库工程施工1标	1.25	1.07	0.65
4	同仁县扎毛水库灌溉工程二标段	1.72	0.92	0.83
5	山东省单县大沙河水库工程施工标	1.40	1.20	1.16
6	甘肃省引洮供水二期配套秦安县城乡供水好地梁、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(静宁县城乡供水工程 EPC 总承包 4 标段)	2.84	1.16	1.40
7	湖北省洪湖东分块蓄滞洪区蓄洪工程腰口隔堤施工第1标段	0.99	0.82	0.83
8	菏泽市成武县伯乐湖水库工程	1.37	0.43	0.88
9	鞍山市南沙河、运粮河、杨柳河市区段生态环境综合治理工程	0.79	0.27	0.27
10	水发乡村振兴庆云县农产品交易中心一期工程 EPC	4.31	2.39	2.18
11	孟加拉达卡可持续供水项目一期取水泵站	2.05	0.82	0.59
12	孟加拉蒙古拉至巴斯克河道疏浚新项目	1.54	0.69	0.81
13	公主岭市集中供水管网及配套设施建设工程总承包	2.56	0.00	0.00
14	公主岭市城区供水管网改造及智慧水务建设工程总承包	2.04	0.00	0.00
15	盖州市黑臭水体治理工程(二期)工程总承包项目	1.32	0.26	0.00
16	泉港区污水处理厂二期工程	1.26	0.60	0.21
17	鄄城县第三污水处理厂	0.91	0.90	0.49

18	金乡县城乡供水一体化建设工程 PPP 项目	6.70	5.90	0.00
19	鱼台县原水生态净化与供水系统二期工程（城乡供水一体化）	2.96	2.68	0.00
	合计	41.54	22.20	12.91

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项。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。

2021 年，公司水利施工收入同比增长 51.54%，主要系业务拓展所致；同期，毛利率同比变化不大。2022 年 1—3 月，公司水利施工收入相当于 2021 年水利施工收入的 20.36%；毛利率较 2021 年上升 5.62 个百分点，主要系当期承接项目的利润空间较大所致。

供水调水

公司供水业务在部分区域具有专营性。跟踪期内，公司供水能力及供水量不断提升，供水调水收入快速增长，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，具有区域专营优势。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 2022 年 3 月底，公司拥有 25 个水库，总投资 76.34 亿元，总库容 4.42 亿立方米，设计取水量 338.74 万吨/日；公司在建水库 1 个，建成后每日设计取水量将新增 8.89 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 2022 年 3 月底，公司拥有 120 个原水泵站和 57 个供水厂，公司管理的原水管网和终端供水管网长度为 9505.87 公里。

公司下游客户主要为工业企业，用水量与

地方政府招商引资进度、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，2021 年为 42.28%。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 7 公司供水业务主要经营指标

(单位：万吨、元/吨)

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
设计日供水能力	407.31	425.37	425.37
实际年售水量	58700.58	65638.68	22775.27
平均售水价	2.20	2.80	2.40
管网漏损率（%）	5.31	7.40	7.80

资料来源：公司提供

下游结算方面，2021 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 35%。工业用水收费单价由公司与客户之间一对一对谈判决定，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。

2021 年，公司供水调水收入同比增长 30.44%，主要系供水量及调水量增加所致；同期，毛利率同比下降 10.74 个百分点，主要系供水调水成本增加所致。2022 年 1—3 月，公司供水调水收入相当于 2021 年供水调水收入的 18.34%；毛利率较 2021 年上升 3.81 个百分点。

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。跟踪期内，公司污水处理能力和实际污水处理量均持续增长，污水处理收入持续增长。

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。2021 年，公司拥有的污水处理厂数量同比有所增加，污水

处理能力持续增长，实际污水处理量同比增长19.32%。截至2022年3月底，公司拥有城市污水处理厂45座，分布在山东省各地市以及福建省、吉林省和山西省等地，日污水处理能力达127.02亿吨。2021年，公司产能利用率为82.23%。

表8 公司污水处理业务主要经营指标
(单位:座、万吨)

项目	2020年	2021年	2022年1-3月
污水处理厂个数	30	44	45
日处理能力	101.12	126.79	127.02
实际年处理量	31893.18	38054.08	9101.59

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。

2021年，公司污水处理收入同比增长14.24%，主要系污水处理量增加所致；同期，毛利率同比上升6.53个百分点，主要系污水处理厂陆续达产达效。2022年1—3月，公司污水处理收入相当于2021年污水处理收入的19.93%；毛利率较2021年下降6.96个百分点，主要系药剂等成本上升所致。

清洁能源

公司通过并购方式进入清洁能源领域，2021年清洁能源收入同比大幅增长，主要来自清洁能源施工、天然气加工、供应及设备制造和绿色节能建筑、电气设备、新材料制造；同期，毛利率有所上升。公司在建及拟建清洁能源项目投资规模较大，公司存在较大资本支出压力。

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、风力发电、集中供热、城市燃气业务等领域。

表9 公司清洁能源板块收入及毛利率情况

项目	2020年			2021年			2022年1—3月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
清洁能源施工	45.26	32.03	11.40	49.17	27.45	24.60	10.73	28.00	29.10
天然气加工、供应及设备制造	40.57	28.71	9.77	35.98	20.09	5.49	7.66	20.00	6.30
绿色节能建筑、电气设备、新材料制造	14.50	10.26	13.12	31.85	17.78	17.14	6.80	17.74	21.91
光伏发电	7.86	5.56	72.43	17.85	9.96	18.02	3.87	10.10	20.84
供热、热电联产	14.21	10.05	8.49	17.75	9.91	6.24	3.81	9.93	9.46
生物质发电	10.57	7.48	9.75	15.26	8.52	9.68	2.94	7.68	4.11
风力发电	4.92	3.48	57.04	9.33	5.21	52.84	1.96	5.12	57.26
水力发电	3.44	2.44	16.87	1.94	1.08	40.19	0.55	1.43	45.27
合计	141.32	100.00	15.81	179.12	100.00	17.33	38.30	100.00	20.24

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

①清洁能源施工业务

公司清洁能源施工业务主要包括光伏施工业务、风电施工业务和水电施工业务。经营模式方面，公司清洁能源施工主要采用EPC模式、PC模式和EPC+F模式。公司光伏施工项目主要分布在云南、贵州、陕西、西藏、河南、湖北、湖南等地；公司风电施工项目在山东省内主要

分布在菏泽市、临沂市等，山东省外主要分布在辽宁省、吉林省、河南省、陕西省等省份；由于水电施工项目投资较大、工期较长，公司承接水电项目较少。2021年，公司清洁能源施工业务新签合同24个，合同金额45.48亿元。截至2021年底，公司施工合同51个，施工合同金额56.00亿元。

②燃气业务

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 亿元并购水发派思燃气股份有限公司（原名为大连派思燃气系统股份有限公司，以下简称“派思燃气”，股票代码 603318.SH）。截至 2022 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，2021 年，平均采购单价受业务区域变化情况影响，同比略有增长。采购结算方式以电汇为主。2021 年，公司燃气采购量同比增长 337.48%。

表 10 公司燃气业务经营情况（单位：万立方米、元/立方米、万元、户）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
采购量	23277.38	101834.34	22162.55
含税平均采购单价	2.18	2.41	2.46
日供气能力	416.00	725.30	594.47
销售量	22996.58	89254.24	20278.56
含税平均销售单价	2.74	2.95	2.99
含税销售金额	63036.47	263299.99	61723.26
供应户数	341839	419361	444687

资料来源：公司提供

天然气销售方面，2021 年，公司天然气供应户数同比增长 22.68%，主要客户为各个项目覆盖区域内的居民、商业及工业用户，其中工业用户销售量占比超过 60%；同期，平均销售单价同比略有增长。销售量方面，2021 年，公司燃气销售量同比增长 283.63%。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。

③其他清洁能源

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。

公司绿色节能建筑收入主要由集幕墙材料生产加工、外装饰工程设计和安装施工构成。公

司电气设备、新材料制造收入主要由电力变压器、高等输变电装备的研发、制造、销售和太阳能集热技术研发，太阳能热水、热泵热水方案的设计等构成。

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。截至 2021 年底，公司生物质发电项目装机容量较 2020 年底增长 14.06% 至 51.10 万千瓦。2021 年，生物质发电项目发电量同比增长 7.08% 至 16.19 亿千瓦时。

公司水力发电项目主要分布在四川省和云南省，项目发电主要通过水电站所处境内电网消纳，部分项目发电通过当地电网进入华东电网外送至陕西省等区域。截至 2021 年底，公司水力发电项目装机容量较 2020 年底下降 14.69% 至 60.40 万千瓦。2021 年，水力发电项目发电量同比下降 7.77% 至 22.43 亿千瓦时。

公司光伏发电项目主要分布在山东省、甘肃省、广东省和湖南省，项目发电主要通过项目所处境内电网消纳。截至 2021 年底，公司光伏发电项目装机总容量较 2020 年底增长 55.87% 至 97.00 万千瓦。2021 年，公司光伏发电量同比增长 87.95% 至 12.95 亿千瓦时。

公司风力发电项目主要分布在黑龙江省和内蒙古，项目发电主要通过项目所处境内电网消纳。截至 2021 年底，公司风力发电项目装机容量较 2020 年底增长 72.75% 至 94.03 万千瓦。2021 年，风力发电项目发电量同比增长 115.70% 至 26.79 亿千瓦时。

在建项目方面，截至 2022 年 3 月底，公司在建水力发电项目、光伏发电项目和风力发电项目装机容量分别为 56.78 万千瓦、4.85 万千瓦和 66.10 万千瓦，预计总投资额分别为 70.14 亿元、1.75 亿元和 47.00 亿元，已分别完成投资 36.36 亿元、1.40 亿元和 33.05 亿元。拟建项目方面，截至 2022 年 3 月底，公司拟建光伏发电项目和风力发电项目装机容量分别为 82.78 万

千瓦和 25.00 万千瓦，预计总投资额分别为 32.00 亿元和 20.00 亿元。公司水力发电项目、光伏发电项目和风力发电项目投资规模较大，公司面临较大资金支出压力。

环境环保

2021 年，公司环境环保收入大幅增长，毛利率同比上升。

公司环境环保业务主要包括固废危废处理、报废汽车拆解、金属回收等业务。

公司固废处理业务中生活垃圾处理采用特许经营模式，实施垃圾焚烧发电业务，业务收入主要来自特许经营合同约定的垃圾处置费用以及垃圾焚烧发电供厂区自用外的电力上网销售。固废处理业务中的工业固废处理采用市场化经营模式，由公司和工业客户签订处理服务协议。

公司危废处理业务收入主要来自公司子公司陕西水发环境有限公司运营的陕西地区危险废物处置中心以及乐亭县海畅环保科技有限公司运营的唐山市医疗废物处置中心。

公司报废汽车拆解业务收入主要来源于将报废汽车拆解产生的废旧金属、汽车零部件、废旧轮胎等产品作为再生利用产品销往汽车制造、汽车维修等下游企业。

公司金属回收业务主要产品为废钢铁产品。业务模式分为加工和贸易两种。加工模式下，公司通过自主加工或委托加工的方式将收购的废钢原料加工成符合钢厂和铸造企业需求的产成品并进行销售；贸易模式下，公司通过直接收购产成品销往钢厂和铸造企业。

2021 年，公司环境环保收入同比增长 129.76%，主要系固废危废处理业务收入增长所致；同期，毛利率同比上升 6.45 个百分点，主要系汽车拆解及金属回收毛利率上升所致。2022 年 1—3 月，公司环境环保收入相当于 2021 年环境环保收入的 19.93%；同期，毛利率较 2021 年下降 2.11 个百分点，主要系固废危废处理业务毛利率下降所致。

(2) 现代农业板块

公司已形成完备的现代农业产业链条，跟踪期内，业务规模持续扩大。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+侬伯品服务平台+消费者”为一体的信息化、智能化农业模式。

2019 年，公司并购新疆双河水发农业发展（集团）有限公司（原名为新疆昊星农业发展（集团）有限公司）及组建新疆水发国棉科技有限公司（原名为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。

2021 年，公司棉花贸易业务前五大供应商分别为和布克赛尔蒙古自治县天绒棉业有限公司、新疆惠农棉业有限公司、五家渠天银棉业有限公司、新疆好乐农业发展有限公司、郑州七星棉业有限公司，合计采购金额 14.03 亿元，集中度低。同期，公司棉花贸易业务前五大销售客户分别为中纺棉国际贸易有限公司、上海纺投贸易有限公司、江苏盛高国际贸易股份有限公司、金乡县锦铭商贸有限公司、新疆新棉集团股份有限公司，合计销售金额 38.12 亿元，集中度低。

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 2022 年 3 月底，整合企业人员已安置至公司，山东省国资委及公司正在梳理相关资产。

(3) 文化旅游板块

受益于客流量的恢复，2021 年，公司文化旅游业务收入大幅增长。同期，公司医疗康养业务收入规模仍小。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，但同时也面临较大的资金支出压力。

文化旅游业务方面，2018 年公司因收购易

达（福建）旅游集团有限公司进入文化旅游领域。截至 2022 年 3 月底，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。2021 年，云顶景区和洞都景区分别实现客流量 12.01 万人次和 4.83 万人次。2021 年，公司文化旅游收入同比增加 8.12 亿元，主要系旅客量有所恢复；同期，毛利率同比上升 6.46 个百分点。2022 年 1—3 月，公司文化旅游收入相当于 2021 年文化旅游收入的 20.04%；同期，毛利率较 2021 年上升 7.85 个百分点。

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）。2021 年及 2022 年 1—3 月，公司医疗康养业务规模小。

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 2022 年 3 月底，公司共有 21 个房地产项目，主要位于山东省内，总投资 209.44 亿元，已完成投资 134.22 亿元，尚需投资 75.22 亿元，已确认收入 59.17 亿元，已回款（含预售款）94.52 亿元。2021 年，公司房地产业务收入同比增长 77.64%，主要系公司交付项目规模增长所致；同期，毛利率同比下降 7.52 个百分点，主要系不同类型地产项目的利润空间不同。2022 年 1—3 月，公司房地产业务收入相当于 2021 年房地产业务收入的 19.43%；同期，毛利率较 2021 年变化不大。

表 11 截至 2022 年 3 月底公司房地产项目情况（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	总投资	已投资	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）
水发领秀府	山东菏泽	住宅+商业	2019.11—2022.06	7.85	3.20	14.03	13.56	0.18	0.14
海韵广场	山东潍坊	商业写字楼	2017.09—2022.07	2.00	1.43	6.97	6.75	0.00	0.00
桃李春风	山东济南	住宅	2018.06—2021.12	14.56	11.37	8.08	7.91	2.19	2.35
龙田文旅小镇	山东济南	住宅+商业	2019.12—2022.12	7.83	5.14	4.43	4.14	0.00	3.49
报恩文旅小镇	四川平武	住宅+商业	2020.07—2025.07	15.00	3.80	8.31	7.89	0.00	1.70
平南农旅小镇	四川平武	商业	2020.09—2025.09	4.18	0.57	24.64	23.64	0.00	0.39
枣庄市金融中心项目	山东枣庄	住宅	2019.04—2021.12	3.00	2.05	3.50	3.00	0.00	0.00
泰山院子	山东泰安	住宅	2018.05—2023.09	38.06	27.16	44.34	27.40	16.12	21.42
水辰·君悦府	山东枣庄	住宅+商业	2018.04—2021.03	13.75	14.39	36.80	25.07	10.36	18.93
学府春天	山东济宁	住宅+商业	2018.09—2020.10	2.08	1.37	5.36	4.60	0.92	1.33
水发·澜悦凤城	山东枣庄	住宅+商业	2019.10—2023.06	17.47	12.46	33.97	31.76	0.00	13.01
水发信息小镇	山东济南	住宅+商业	2020.03—2024.06	15.08	8.00	22.90	17.00	0.00	0.99
淮海智慧科技产业园	江苏徐州	产业园	2021.01—2023.11	7.70	2.18	5.10	2.55	0.00	0.00
澜悦华庭		住宅				5.96	4.34	0.00	0.88
嘉善壹号	山东菏泽	住宅+商业	2018.05—2021.04	5.44	4.66	11.87	8.72	3.30	3.18
君安天源啤酒小镇	山东鄄城	住宅+商业	2018.03—2020.12	8.50	7.30	24.38	18.34	5.23	6.77
水发·江南印象	山东菏泽	住宅+商业	2018.09—2020.12	4.73	3.14	10.16	8.59	2.67	2.20
水发阳光绿城	山东菏泽	商住用房	2018.05—2022.12	16.50	11.01	50.40	37.20	7.70	7.81
菏泽城投天香府	山东菏泽	住宅+商业	2018.03—2020.12	11.31	9.13	22.02	17.92	10.50	9.40
水发·和山项目	山东济南	住宅	2017.09—2022.12 （一期）2023.12 （二期）	9.01	4.47	5.60	5.80	0.00	0.53
水发云山麓院	山东烟台	住宅	2021.11—2024.12	5.39	1.39	6.94	5.77	0.00	0.00
合计				209.44	134.22	355.76	281.95	59.17	94.52

资料来源：公司提供

截至2022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155.60万平方米，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，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

公司定位明确，未来发展规划清晰。

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2021年度财务报告，大华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

截至2021年底，公司合并范围内一级子公司合计18家。2021年，公司合并范围内新增101家子公司，减少30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2021年底，公司资产总额1679.86亿元，所有者权益382.55亿元(含少数股东权益198.37亿元)；2021年，公司实现营业总收入770.38亿元，利润总额18.46亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额1674.06亿元，所有者权益381.74亿元(含少数股东权益211.58亿元)；2022年1—3月，公司实现营业总收入153.22亿元，利润总额2.32亿元。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模快速增长，水务和清洁能源业务形成的固定资产、在建工程和无形资产规模大。公司整体资产质量尚可，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。

截至2021年底，公司资产总额较2020年底增长18.49%，主要系预付款项、存货、固定资产、在建工程和无形资产增加所致。其中，流动资产占39.71%，非流动资产占60.29%。公司资产以非流动资产为主。

表12 公司资产主要构成

科目	2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	576.73	40.68	667.02	39.71	663.10	39.61
货币资金	132.84	9.37	97.52	5.81	96.13	5.74
应收账款	143.71	10.14	155.29	9.24	157.55	9.41
存货	139.30	9.83	189.61	11.29	192.73	11.51
非流动资产	841.01	59.32	1012.83	60.29	1010.96	60.39
固定资产	313.90	22.14	380.62	22.66	366.58	21.90
在建工程	247.40	17.45	272.13	16.20	289.37	17.29

无形资产	142.05	10.02	189.86	11.30	185.70	11.09
资产总额	1417.74	100.00	1679.86	100.00	1674.06	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、财务报告及提供资料整理

(1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产较2020年底增长15.66%，主要系预付款项和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和合同资产构成。

截至2021年底，公司货币资金较2020年底下降26.59%，主要系项目投入规模较大所致，其中受限货币资金42.28亿元。截至2021年底，公司应收账款账面价值较2020年底增长8.06%，主要系合并范围变化及业务规模扩张所致，累计计提坏账准备12.83亿元；账龄以1年以内（含1年）为主；应收账款前五大欠款方合计金额为18.14亿元，占比为10.78%，集中度低。截至2021年底，公司预付款项较2020年底增长54.92%，主要系合并范围变化及业务规模扩张所致，账龄以1年以内（含1年）为主。截至2021年底，公司其他应收款较2020年底增长30.79%，主要为往来款，累计计提坏账准备10.46亿元；账龄以1年以内（含1年）为主；其他应收款前五大欠款方合计金额14.21亿元，占比为19.78%，集中度较低。截至2021年底，公司存货较2020年底增长36.12%，主要系自制半成品及在产品和库存商品（产成品）增加所致，累计计提跌价准备0.33亿元。截至2021年底，公司合同资产较2020年底增长58.08%，主要系已完工未结算工程增加所致。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较2020年底增长20.43%，主要系固定资产、在建工程和无形资产增加所致。公司非流动资产主要由固

定资产、在建工程和无形资产构成。

截至2021年底，受会计准则调整影响，公司可供出售金融资产降至0.00元，公司新增其他权益工具投资和其他非流动金融资产。截至2021年底，公司固定资产较2020年底增长21.26%，主要系房屋及建筑物和机器设备增加所致。截至2021年底，公司在建工程较2020年底增长10.00%，主要系项目持续投入所致。截至2021年底，公司无形资产较2020年底增长33.66%，主要系土地使用权增加所致。截至2021年底，公司商誉49.62亿元，较2020年底增长6.97%，主要系合并多家子公司所致，计提减值准备0.36亿元。

截至2022年3月底，公司资产规模和结构较2021年底变化不大。

截至2022年3月底，公司受限资产262.38亿元，主要为受限的固定资产、货币资金和存货，占公司资产总额的15.67%。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

受益于资本公积和少数股东权益的增加，2021年底，公司所有者权益快速增长；公司所有者权益中少数股东权益占比较高，稳定性一般。

截至2021年底，公司所有者权益较2020年底增长21.71%，主要系资本公积和少数股东权益增加所致。公司所有者权益中，实收资本、资本公积和少数股东权益分别占13.61%、21.80%和51.85%。公司所有者权益结构稳定性一般。

表 13 公司主要所有者权益构成情况

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	52.06	16.56	52.06	13.61	52.06	13.64
其他权益工具	31.69	10.08	39.01	10.20	24.26	6.35
资本公积	51.60	16.42	83.40	21.80	83.92	21.98

归属于母公司所有者权益合计	144.44	45.95	184.18	48.15	170.16	44.57
少数股东权益	169.88	54.05	198.37	51.85	211.58	55.43
所有者权益合计	314.31	100.00	382.55	100.00	381.74	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和财务报告整理

截至2021年底，公司其他权益工具较2020年底增长23.09%，主要系公司新增“交银国际·融诚562号集合资金信托计划”“中海汇誉2020-320水发集团永续债权投资集合资金信托计划”“中铁信托-泉熙2146期水发公用永续债权投资集合资金信托计划”“光信·光鑫·鸿泰56号集合资金信托计划”和“中航信·天启20A621号永续债”所致；公司资本公积较2020年底增长61.63%，主要系新疆奇台县吉布库镇人民政府通过土地经营权评估入资的方式与公司子公司共同出资设立公司所致；公司少数股东权益较2020年底增长16.77%，主要系合并范围子公司

增加所致。

截至2022年3月底，公司所有者权益规模和结构较2021年底变化不大。

(2) 负债

截至2021年底，公司负债总额及有息债务规模快速增长，债务负担重。公司面临较大的短期集中偿付压力。

截至2021年底，公司负债总额较2020年底增长17.57%，主要系短期借款、合同负债、一年内到期的非流动负债和长期借款增加所致，公司负债结构相对均衡。

表14 公司主要负债构成情况

项目	2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	493.03	44.68	614.41	47.36	639.51	49.49
短期借款	110.32	10.00	168.91	13.02	164.79	12.75
应付票据	43.72	3.96	36.70	2.83	46.22	3.58
应付账款	101.46	9.20	118.97	9.17	124.83	9.66
其他应付款	58.40	5.29	42.57	3.28	41.98	3.25
一年内到期的非流动负债	113.86	10.32	146.69	11.31	164.42	12.72
合同负债	0.75	0.07	74.68	5.76	76.06	5.89
非流动负债	610.40	55.32	682.90	52.64	652.81	50.51
长期借款	284.53	25.79	321.78	24.80	301.52	23.33
应付债券	166.75	15.11	164.89	12.71	134.27	10.39
长期应付款	138.75	12.57	164.11	12.65	185.82	14.38
负债总额	1103.43	100.00	1297.31	100.00	1292.32	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和财务报告整理

截至2021年底，公司流动负债较2020年底增长24.62%，主要系短期借款、应付账款、合同负债和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。截至2021年底，公司短期借款较2020年底增长53.11%，主要系保证借款、质押借款和信用借款增加所致；公司应付票据较2020

年底下降16.06%，主要系票据结算规模下降所致；公司应付账款较2020年底增长17.25%，账龄以1年以内（含1年）为主；公司其他应付款较2020年底下降27.11%，主要系押金、质保金、保证金和股权转让款减少所致；公司一年内到期的非流动负债较2020年底增长28.83%，主要系一年内到期的应付债券增加所致；公司合同负债较2020年底增加73.93亿元，主要系会计准则

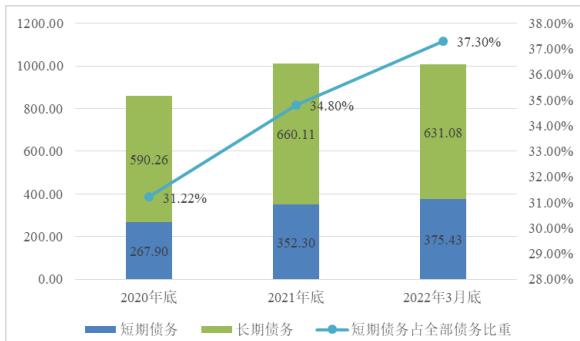
调整及预收销售款增加所致。

截至2021年底，公司非流动负债较2020年底增长11.88%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2021年底，公司长期借款较2020年底增长13.09%，主要系信用

借款增加所致；公司应付债券较2020年底下降1.11%，主要系部分应付债券调整至一年内到期的非流动负债所致；公司长期应付款较2020年底增长18.28%，主要系融资租赁规模增加所致。

截至2022年3月底，公司负债规模和结构较2021年底变化不大。

图2 公司债务结构（单位：亿元）



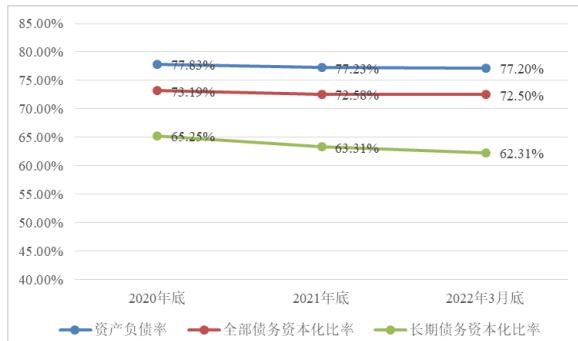
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务较2020年底增长17.98%，其中短期债务占34.80%，长期债务占65.20%。从债务指标来看，截至2021年底，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较2020年底分别下降0.60个百分点、0.62个和1.94个百分点。若将其他权益工具计入有息债务，截至2021年底，公司全部债务(考虑永续债后)为1051.42亿元，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79.55%、75.37%和67.05%。

截至2022年3月底，公司全部债务较2021年底变化不大，其中短期债务占37.30%，长期债务占62.70%。从债务指标来看，截至2022年3月底，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较2021年底分别下降0.03个百分点、0.07个和1.00个百分点。若将其他权益工具计入有息债务，截至2022年3月底，公司全部债务(考虑永续债后)为1030.77亿元，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78.65%、74.25%和64.70%。

从债务期限看，截至2022年3月底，1年内(含1年)到期的有息债务为375.43亿元，

图3 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

1~3年到期的有息债务为276.70亿元，公司存在较大的集中偿付压力。

截至报告出具日，公司存续债券余额172.00亿元，若投资者均于回售日行使回售选择权，则公司于2022年到期的债券余额为65.00亿元。

表15 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额(亿元)
19水发集团MTN001*	2022/07/03	10.00
22水发集团SCP001	2022/07/15	15.00
19水发集团MTN002*	2022/08/08	10.00
水发4.15%B20220917	2022/09/17	4.00
22水发集团SCP002	2022/10/26	15.00
17鲁水01	2022/12/06	11.00
20水发01*	2023/01/10	15.00
水发4.3%B20230508	2023/05/08	4.00
22水发集团CP001	2023/06/01	10.00
20水发集团MTN001*	2023/10/21	10.00
18水发01	2023/11/01	0.60
22水发集团GN001(碳中和债)*	2024/01/21	8.00
19水发集团GN001	2024/02/21	4.00
水发4%N20240324	2024/03/24	2.00
22水发集团MTN002*	2024/04/25	5.00
19水发01	2024/04/29	8.40

21 水发 01*	2024/05/06	10.00
21 水发集团债 01/21 水集 01*	2024/07/23	10.00
21 水发 02*	2024/09/07	10.00
21 水发 03*	2024/10/29	5.00
22 水发集团债 01/22 水集 01*	2025/03/18	5.00
合计	--	172.00

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021年，公司收入规模快速增长，期间费用控制能力有所提升，非经常性损益对公司利润总额贡献较大。

2021年，公司实现营业总收入同比增长70.33%；营业成本同比增长74.24%；营业利润率同比下降1.68个百分点。

表 16 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
营业收入	452.29	770.38
营业成本	385.92	672.43
期间费用	59.12	81.01
其他收益	4.71	6.55
投资收益	5.61	1.50
营业外收入	4.34	3.03
利润总额	12.57	18.46
营业利润率（%）	13.70	12.02
总资本收益率（%）	3.11	3.67
净资产收益率（%）	3.14	3.35

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

从期间费用看，2021年，公司费用总额为81.01亿元，同比增长37.03%，主要系管理费用和财务费用增加所致。2021年，公司期间费用率为10.52%，同比下降2.55个百分点。公司期间费用控制能力有所提升。

非经营性损益方面，2021年，公司实现投资收益1.50亿元，同比下降73.20%，占利润总额比重为8.15%；其他收益6.55亿元，同比增长38.98%，占利润总额比重为35.49%；营业外收入3.03亿元，同比下降30.09%，占利润总额比重为16.43%。

盈利指标方面，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提高0.56个和0.20

个百分点。

2022年1—3月，公司实现营业总收入153.22亿元，相当于2021年营业总收入的19.89%；同期，公司利润总额为2.32亿元，营业利润率为15.23%。

5. 现金流

2021年，受益于业务规模的增长，公司经营活动现金净流入规模持续增长，收现质量好；由于对外投资力度较大，公司投资活动现金持续大规模净流出，但缺口有所收窄；公司筹资活动现金净流入规模大幅下降。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长59.15%；经营活动现金流出同比增长53.90%，主要系合并范围变化及业务规模增长所致。2021年，公司经营活动现金净流入同比增长236.50%。2021年，公司现金收入同比下降4.43个百分点，但整体收入实现质量好。

表 17 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	561.45	893.54
经营活动现金流出小计	545.30	839.22
经营现金流量净额	16.14	54.32
投资活动现金流入小计	48.70	40.05
投资活动现金流出小计	181.79	161.10
投资活动现金流量净额	-133.09	-121.05
筹资活动现金流入小计	573.51	622.70
筹资活动现金流出小计	457.93	586.98
筹资活动现金流量净额	115.58	35.72
现金收入比（%）	108.26	103.83

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，2021年，公司投资活动现金流入同比下降17.76%，主要系收回投资收到的现金及收到其他与投资活动有关的现金减少所致；投资活动现金流出同比下降11.38%，主要系投资支付的现金和取得子公司及其他营业单位支付的现金净额减少所致。2021年，公司投资活动现金净流出同比下降9.04%。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比增长8.58%，主要系融资规模增加所致；筹资活动现金流出同比增长28.18%，主要

系偿还债务规模增加所致。2021年，公司筹资活动现金净流入同比下降69.09%。

2022年1—3月，公司经营活动现金净流入11.01亿元，投资活动现金净流出15.21亿元，筹资活动现金净流入6.59亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标尚可。

表 18 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	116.98	108.56
	速动比率（%）	88.72	77.70
	经营现金流动负债比（%）	3.27	8.84
	现金短期债务比（倍）	0.51	0.30
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	69.79	103.24
	全部债务/EBITDA（倍）	12.30	9.81
	EBITDA利息倍数（倍）	2.23	2.09

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率较2020年底均有所下降；2022年3月底，上述指标分别为103.69%和73.55%。2021年，公司经营现金流动负债比同比提高5.57个百分点。2021年底和2022年3月底，公司现金短期债务比分别为0.30倍和0.28倍，剔除受限货币资金后现金短期债务比分别为0.18倍和0.17倍。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长47.94%，公司EBITDA利息倍数同比略有下降，公司全部债务/EBITDA同比有所下降。整体看，公司长期债务偿债能力指标尚可。

对外担保方面，截至2022年3月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至2021年底，公司未决诉讼12项，涉诉金额合计1.09亿元，其中公司作为原告的涉诉金额合计0.22亿元，公司作为被告的涉诉金额合计0.87亿元。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司共

计获得银行授信额度1067.90亿元，其中已使用额度578.30亿元，剩余未使用额度489.60亿元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产和营业收入占合并口径比重较低；母公司所有者权益稳定性一般，债务负担重，短期偿付压力大。

截至2021年底，母公司资产总额390.95亿元，较上年底增长8.40%，占合并口径的23.27%。其中，流动资产250.04亿元（占比63.96%），非流动资产140.92亿元（占比36.04%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占96.10%）构成；非流动资产主要由长期应收款（占7.50%）和长期股权投资（占87.72%）构成。

截至2021年底，母公司负债总额320.56亿元，较上年底增长11.41%，占合并口径的24.71%。其中，流动负债219.82亿元（占比68.57%），非流动负债100.74亿元（占比31.43%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占9.54%）、其他应付款（占62.19%）和一年内到期的非流动负债（占26.75%）构成；非流动负债主要由长期借款（占7.25%）、应付债券（占83.82%）和长期应付款（占8.94%）构成。母公司2021年底资产负债率为81.99%，较2020年提高2.21个百分点。截至2021年底，母公司全部债务183.52亿元。其中，短期债务占45.11%、长期债务占54.89%。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率72.28%，母公司债务负担重。

截至2021年底，母公司所有者权益为70.39亿元，较上年底下降3.44%，主要系其他权益工具减少所致，占合并口径的18.40%。其中，实收资本为52.06亿元（占73.95%）、其他权益工具18.52亿元（占26.31%）、资本公积2.59亿元（占3.68%）。母公司所有者权益稳定性一般。

2021年，母公司营业总收入为2.36亿元，占合并口径的0.31%；利润总额为1.26亿元，占合并口径的6.85%。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为-0.62亿元，投资活动现金流净额-18.07亿元，筹资活动现金流净额3.13亿元。

2021年底，母公司流动比率与速动比率较2020年底均有所下降，均为113.75%。2021年，母公司经营现金流动负债比率同比下降至-0.28%。2021年底，母公司现金短期债务比为0.02倍。整体看，母公司短期偿债能力指标弱。2021年，母公司EBITDA同比下降至11.73亿元，全部债务/EBITDA同比上升至15.64倍。整体看，母公司长期偿债能力指标较弱。

十、外部支持

**公司是山东省唯一的省级水务运营主体。
跟踪期内，公司持续获得政府在财政补贴及资产注入方面的大力支持。**

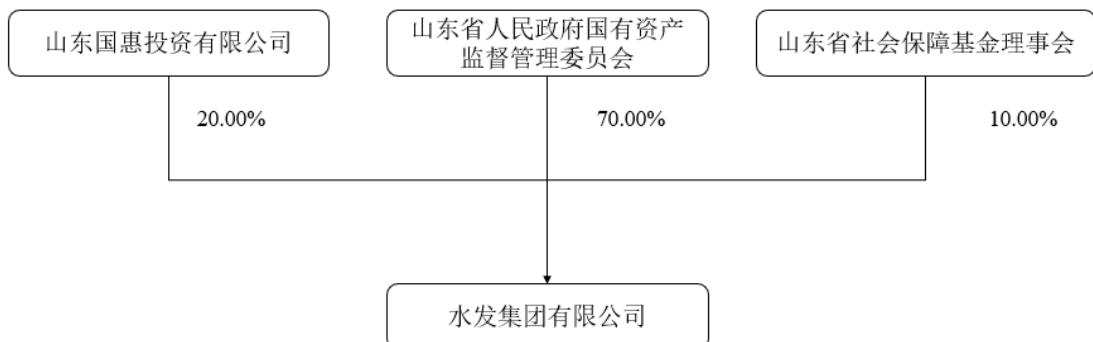
公司是山东省唯一的省级水务运营主体，负责山东省省级重点水利项目投融资建设、供水以及与涉水业务相关的工程建设、设计等业务。公司的背景、区域地位及业务的公益性特征有利于其持续获得政府的大力支持。

财政补贴方面，2021年及2022年1—3月，公司分别获得政府补助6.67亿元和1.81亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。资产注入方面，2021年，新疆奇台县吉布库镇人民政府通过土地经营权评估入资的方式与公司子公司共同出资设立公司，增加公司资本公积18.88亿元。

十一、结论

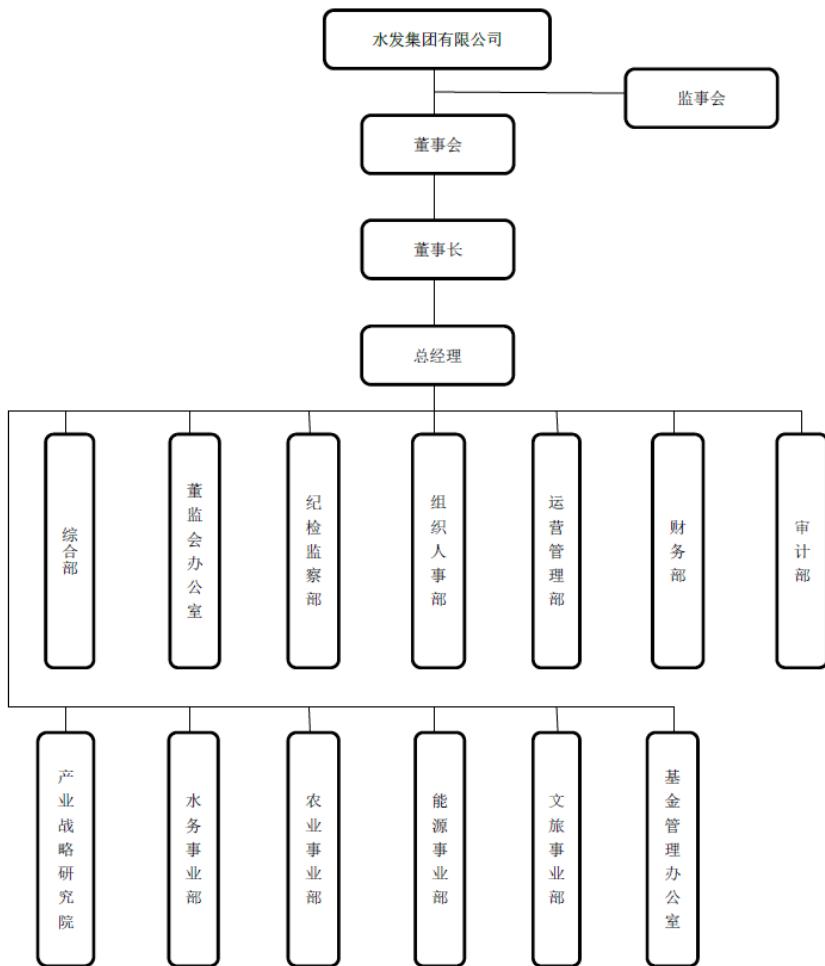
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20水发集团MTN001”“21水发01”和“21水发集团债01/21水集01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 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 年底公司一级子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	山东水发实业集团有限公司	商业服务业	100.00	100.00	投资设立
2	山东农业发展集团有限公司	商业服务业	100.00	100.00	投资设立
3	水发能源集团有限公司	电力、热力生产和供应业	100.00	100.00	投资设立
4	山东水利发展集团有限公司	水利管理业	100.00	100.00	投资设立
5	水发农业投资有限公司	商业服务业	100.00	100.00	投资设立
6	水发物流集团有限公司	道路运输业	60.00	60.00	投资设立
7	水发燃气集团有限公司	水利管理业	100.00	100.00	投资设立
8	山东水发文旅集团有限公司	商务服务业	100.00	100.00	投资设立
9	水发国际控股有限公司	投融资	100.00	100.00	投资设立
10	山东水发电力集团有限公司	科技推广和应用服务业	51.00	51.00	投资设立
11	水发投资集团有限公司	商业服务业	100.00	100.00	投资设立
12	山东调水工程有限公司	水利管理业	100.00	100.00	投资设立
13	水发技术集团有限公司	水利管理业	41.00	41.00	投资设立
14	水发浩海集团有限公司	批发业	75.00	75.00	投资设立
15	水发建设有限责任公司	土木工程建筑业	100.00	100.00	投资设立
16	水发集团（上海）资产管理有限公司	商业服务业	100.00	100.00	投资设立
17	水发水电有限公司	电力、热力生产和供应业	100.00	100.00	投资设立
18	水发产业发展（山东）集团有限公司	商务服务业	100.00	100.00	投资设立

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	113.58	137.13	104.31	103.64
资产总额 (亿元)	1071.35	1417.74	1679.86	1674.06
所有者权益 (亿元)	263.16	314.31	382.55	381.74
短期债务 (亿元)	173.12	267.90	352.30	375.43
长期债务 (亿元)	472.92	590.26	660.11	631.08
全部债务 (亿元)	646.04	858.15	1012.41	1006.51
营业总收入 (亿元)	213.38	452.29	770.38	153.22
利润总额 (亿元)	8.63	12.57	18.46	2.32
EBITDA (亿元)	39.83	69.79	103.24	--
经营性净现金流 (亿元)	1.04	16.14	54.32	11.01
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.26	3.83	5.02	--
存货周转次数 (次)	1.37	2.48	4.09	--
总资产周转次数 (次)	0.23	0.36	0.50	--
现金收入比 (%)	100.66	108.26	103.83	118.29
营业利润率 (%)	16.28	13.70	12.02	15.23
总资本收益率 (%)	2.37	3.11	3.67	--
净资产收益率 (%)	2.31	3.14	3.35	--
长期债务资本化比率 (%)	64.25	65.25	63.31	62.31
全部债务资本化比率 (%)	71.06	73.19	72.58	72.50
资产负债率 (%)	75.44	77.83	77.23	77.20
流动比率 (%)	134.39	116.98	108.56	103.69
速动比率 (%)	80.58	88.72	77.70	73.55
经营现金流动负债比 (%)	0.32	3.27	8.84	--
现金短期债务比 (倍)	0.66	0.51	0.30	0.28
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.43	2.23	2.09	--
全部债务/EBITDA (倍)	16.22	12.30	9.81	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	15.85	18.80	1.48	1.87
资产总额 (亿元)	316.69	360.64	390.95	376.90
所有者权益 (亿元)	67.39	72.90	70.39	55.68
短期债务 (亿元)	32.99	85.93	82.78	77.24
长期债务 (亿元)	100.73	90.57	100.74	100.74
全部债务 (亿元)	133.72	176.50	183.52	177.97
营业总收入 (亿元)	0.95	2.60	2.36	0.00
利润总额 (亿元)	0.10	3.69	1.26	0.05
EBITDA (亿元)	4.82	13.15	11.73	--
经营性净现金流 (亿元)	7.35	-0.34	-0.62	-0.32
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.36	0.57	0.34	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比 (%)	0.57	9.41	3.19	177.04
营业利润率 (%)	99.09	99.67	99.21	-319.61
总资本收益率 (%)	2.33	5.23	4.59	--
净资产收益率 (%)	0.15	5.06	1.95	--
长期债务资本化比率 (%)	59.91	55.40	58.87	64.40
全部债务资本化比率 (%)	66.49	70.77	72.28	76.17
资产负债率 (%)	78.72	79.79	81.99	85.23
流动比率 (%)	151.33	120.84	113.75	112.27
速动比率 (%)	151.33	120.84	113.75	112.27
经营现金流动负债比 (%)	4.95	-0.17	-0.28	--
现金短期债务比 (倍)	0.48	0.22	0.02	0.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	27.77	13.42	15.64	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中有息部分已纳入长期债务核算；3. 因未获取公司本部资本化利息数据，公司本部 EBITDA 利息倍数无法计算；4. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

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	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持