



大公国际资信评估有限公司  
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

# CREDIT RATING REPORT

## 报告名称

# 水发集团有限公司主体与相关债 项2025年度跟踪评级报告

## 目录

评定等级及主要观点

被跟踪债券及募集资金使用情况

主体概况

偿债环境

财富创造能力

偿债来源与负债平衡

外部支持

评级结论



## 信用等级公告

DGZX-R【2025】00521

大公国际资信评估有限公司通过对水发集团有限公司及“22 水发集团债 01/22 水集 01”、“21 水发 03”、“21 水发 02”的信用状况进行跟踪评级，确定水发集团有限公司的主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“22 水发集团债 01/22 水集 01”、“21 水发 03”、“21 水发 02”的信用等级维持 AAA。

特此公告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：

二〇二五年六月十六日



## 评定等级

| 主体信用                         |             |           |                |                |                |
|------------------------------|-------------|-----------|----------------|----------------|----------------|
| 跟踪评级结果                       |             | AAA       | 评级展望           |                | 稳定             |
| 上次评级结果                       |             | AAA       | 评级展望           |                | 稳定             |
| 债项信用                         |             |           |                |                |                |
| 债券<br>简称                     | 发行额<br>(亿元) | 年限<br>(年) | 跟踪<br>评级<br>结果 | 上次<br>评级<br>结果 | 上次<br>评级<br>时间 |
| 22 水发集团<br>债 01/22 水<br>集 01 | 5.00        | 5（3+2）    | AAA            | AAA            | 2024.06        |
| 21 水发 03                     | 5.00        | 5（3+2）    | AAA            | AAA            | 2024.06        |
| 21 水发 02                     | 10.00       | 5（3+2）    | AAA            | AAA            | 2024.06        |

| 主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%) |          |          |          |          |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|
| 项目                   | 2025.3   | 2024     | 2023     | 2022     |
| 总资产                  | 1,693.25 | 1,613.19 | 1,589.75 | 1,577.30 |
| 所有者权益                | 377.47   | 359.21   | 348.37   | 339.37   |
| 总有息债务                | 1,000.71 | 994.83   | 958.35   | 890.96   |
| 营业收入                 | 145.53   | 641.77   | 695.45   | 740.88   |
| 净利润                  | 0.64     | 3.05     | 0.27     | -2.98    |
| 经营性净现金流              | 15.05    | 59.01    | 56.09    | 64.61    |
| 毛利率                  | 10.44    | 11.81    | 11.70    | 12.83    |
| 总资产报酬率               | 0.80     | 3.01     | 3.03     | 2.98     |
| 资产负债率                | 77.71    | 77.73    | 78.09    | 78.48    |
| 债务资本比率               | 72.61    | 73.47    | 73.34    | 72.42    |
| EBITDA 利息保障倍数 (倍)    | -        | 1.54     | 1.75     | 1.63     |
| 经营性净现金流/总负债          | 1.17     | 4.73     | 4.52     | 5.10     |

注：公司提供了 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月财务报表，大华会计师事务所（特殊普通合伙）分别对公司 2022~2023 年财务报表进行了审计，中瑞诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告，其中，2024 年财务报表由于重大前期差错更正事项对 2023 年财务数据进行了追溯调整，本报告 2022 年和 2023 年财务数据采用追溯调整后的期初数或上期数；公司 2025 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人：张行行

评级小组成员：房思旗

电话：010-67413300

传真：010-67413555

客服：4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

## 主要观点

水发集团有限公司（以下简称“水发集团”或“公司”）仍主要从事水利水务、现代农业、清洁能源三大主业。跟踪期内，山东省仍能为省内各项产业项目投资提供较好支持，公司供水及污水处理业务仍具有较强的区域专营优势，能够获得政府支持；但期间费用对利润仍形成较大侵蚀，公司仍面临较大的资本支出及短期偿债压力，部分对外担保对象被列为失信被执行人，存在一定或有风险。

## 优势与风险关注

### 主要优势/机遇：

- 山东省经济实力继续增强，仍能为省内各类产业项目投资提供较好支持；
- 公司供水及污水处理业务仍具有较强的区域专营优势；
- 公司仍是山东省骨干水利工程投融资主体，能够获得政府在增资、政府补助等方面的支持。

### 主要风险/挑战：

- 受资产出清、棉粮及农资贸易规模下降影响，2024 年公司营业收入同比减少，期间费用对利润形成较大侵蚀，盈利对投资收益及其他收益依赖仍很大；
- 2024 年以来，公司总有息债务规模持续增长，期末现金及现金等价物余额无法对短期有息债务形成有效保障，且截至 2025 年 3 月末，在建及拟建项目投资规模较大，公司仍面临较大的资本支出及短期偿债压力；
- 公司部分对外担保对象被列为失信被执行人，存在一定或有风险。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法与模型为《通用企业信用评级方法与模型》，版本号为 PFM-TY-2024-V.2.0，该方法与模型已在大公国际官网公开披露。本次评级模型及结果如下表所示：

| 评级要素          | 分数    |
|---------------|-------|
| 要素一：财富创造能力    | 6.00  |
| （一）市场竞争力      | 6.12  |
| （二）运营能力       | 6.26  |
| （三）可持续发展能力    | 2.94  |
| 要素二：偿债来源与负债平衡 | 4.16  |
| （一）偿债来源       | 4.22  |
| （二）债务与资本结构    | 4.25  |
| （三）保障能力分析     | 3.96  |
| （四）现金流量分析     | 4.16  |
| 调整项           | -0.05 |
| 基础信用等级        | aa    |
| 外部支持          | 2     |
| 模型结果          | AAA   |

调整项说明：其他因素下调 0.05，理由为公司部分对外担保对象被列为失信被执行人，存在一定或有风险。

外部支持说明：公司是山东省骨干水利工程投融资主体，其控股股东及实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”），公司能够获得政府在增资、政府补助等方面的支持。

注：大公国际对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公开及公司提供资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级历史关键信息

| 主体评级   | 债项名称                 | 债项评级 | 评级时间       | 项目组成员     | 评级方法和模型                | 评级报告         |
|--------|----------------------|------|------------|-----------|------------------------|--------------|
| AAA/稳定 | -                    | -    | 2024/11/11 | 刘银玲、房思旗   | 通用企业信用评级方法与模型（V.2.0）   | 未查询到相关公开披露信息 |
| AAA/稳定 | 21 水发 03             | AAA  | 2024/06/24 | 刘银玲、房思旗   | 通用企业信用评级方法与模型（V.1.0）   | 点击阅读全文       |
|        | 22 水发集团债 01/22 水集 01 | AAA  |            |           |                        |              |
|        | 21 水发 02             | AAA  |            |           |                        |              |
| AAA/稳定 | 21 水发 03             | AAA  | 2021/11/26 | 戚旺、唐川     | 产业投融资控股企业信用评级方法（V.3.1） | 点击阅读全文       |
| AAA/稳定 | 22 水发集团债 01/22 水集 01 | AAA  | 2021/11/04 | 戚旺、唐川     | 产业投融资控股企业信用评级方法（V.3）   | 点击阅读全文       |
| AAA/稳定 | 21 水发 02             | AAA  | 2021/08/26 | 戚旺、李丽莉    | 产业投融资控股企业信用评级方法（V.3）   | 点击阅读全文       |
| AAA/稳定 | -                    | -    | 2019/12/27 | -         | 产业投融资控股企业信用评级方法（V.2）   | 点击阅读全文       |
| AA+/稳定 | -                    | -    | 2016/02/19 | -         | 大公评级方法总论（修订版）          | 点击阅读全文       |
| AA/稳定  | -                    | -    | 2014/08/08 | 曹洁、滕堃、王剑龙 | 大公评级方法总论               | 点击阅读全文       |



## 评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本报告中所载的主体信用等级仅作为大公国际对水发集团有限公司及相关债项跟踪评级使用，未经大公国际书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

二、评级对象或其发行人与大公国际、大公国际子公司、大公国际控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公国际评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

三、大公国际及评级项目组履行了尽职调查义务以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是大公国际依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

五、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象/信息公布方负责。大公国际对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公国际的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公国际对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

六、本报告系大公国际基于评级对象及其他主体提供材料、介绍情况作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情况、实际兑付结果不一致。大公国际对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

七、本报告债项信用等级在本报告出具之日起生效，有效期为本期债券/本次债券的存续期，主体信用等级有效期为 2025 年 6 月 16 日至 2026 年 6 月 15 日（若受评债券在该日期前均不再存续，则有效期至受评债券到期日）。在有效期限内，大公国际将根据需要对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

八、本报告版权属于大公国际所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据大公国际承做的水发集团有限公司信用评级的跟踪评级安排及相关合同条款，大公国际对评级对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

被跟踪债券及募集资金使用情况

本次被跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

| 表 1 本次被跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元） |       |       |                            |                                           |            |
|-------------------------------|-------|-------|----------------------------|-------------------------------------------|------------|
| 债券简称                          | 发行额度  | 债券余额  | 发行期限                       | 募集资金用途                                    | 进展情况       |
| 22 水发集团债<br>01/22 水集 01       | 5.00  | 5.00  | 2022.03.18 ~<br>2027.03.18 | 1.00 亿元用于广饶县工业水源转换工程项目,4.00 亿元用于水发国际物流园项目 | 已按募集资金要求使用 |
| 21 水发 03                      | 5.00  | 5.00  | 2021.10.29 ~<br>2026.10.29 | 偿还回售公司债券本金和利息及偿还有息债务                      | 已按募集资金要求使用 |
| 21 水发 02                      | 10.00 | 10.00 | 2021.09.07 ~<br>2026.09.07 | 偿还到期公司债券的本金和利息                            | 已按募集资金要求使用 |

数据来源：根据公司提供资料整理

主体概况

跟踪期内，2024 年 5 月，公司股东会议决议批准山东省港口集团有限公司（以下简称“山东港口集团”）对公司 5.00 亿元投资预付款债权和对应的 0.20 亿元利息全额转为对公司的股权，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本为 60.01 亿元，实收资本为 60.71 亿元，山东省国资委、山东国惠投资控股集团有限公司、山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”）、山东省财欣资产运营有限公司以及山东港口集团分别持有公司 60.73%、17.35%、10.18%、8.68%以及 3.06%的股权，山东省国资委仍为公司控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司组织结构及治理结构未发生变化。2025 年 1 月，公司董事、总经理发生变更。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2025 年 4 月 24 日，公司本部未结清信贷中无关注或不良信贷记录；保证人/反担保人还款责任中其他借贷交易关注类余额 0.71 亿元，系公司为权属公司借款提供连带责任保证担保，因相关项目建设进度迟滞暂未能投入生产运营、借款人资产负债率较高等原因被列为关注类；已结清信贷中存在 6 笔关注类账户记录，最近一次还款日期为 2020 年 9 月，均为国家开发银行山东省分行为公司发放的短期借款，系按照内部资产质量管理规定及行内信用等级情况，将贷款列入关注类管理。截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的债券中，已到期债券均按期兑付，存续债券已到付息日的均正常付息。

偿债环境

（一）宏观环境

2025 年一季度国民经济开局良好，我国经济有望继续保持回升向好的发展态势。

2024 年我国经济在内外环境严峻的背景下，整体运行平稳，实现了质的有效提升和量的合理增长，新质生产力持续发展、绿色低碳转型加快、改革措施不断推出，成为支撑我国经济稳中有进的重要力量。2024 年我国 GDP 同比增长 5.0%，经济总量再上新台阶，首次突破 130 万亿元，规模稳



居全球第二位，继续成为世界经济增长的重要动力源。但同时，我国正处在经济结构调整和转型升级的关键阶段，内需不足、预期较弱仍然是中国经济面临的主要挑战。对此，政府加大了宏观政策逆周期调节力度，财政政策、货币政策和房地产政策轮番发力，有效推动了经济的稳定增长，其中消费市场平稳增长，消费结构转型升级趋势明显；投资领域稳步推进，制造业投资发挥引领作用；进出口表现亮眼，实现了总量、增量、质量的齐升。

2025 年一季度，中国经济在复杂多变的内外部环境中砥砺前行，随着各项宏观政策继续发力显效，主要经济指标表现良好，为全年经济发展奠定了坚实基础。一季度国内生产总值同比增长 5.4%，显示出经济复苏的强劲动力和韧性。消费市场持续回暖，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，消费结构不断优化升级，服务消费与高品质商品消费增长尤为显著，成为拉动经济增长的重要引擎。投资领域表现稳健，固定资产投资同比增长 4.2%。大规模设备更新政策深入实施，有效激发了制造业投资动能，推动其保持高速增长态势；积极财政政策靠前发力，通过扩大支出规模、加快专项债发行节奏等措施，为基建投资提供了坚实的资金保障。与此同时，房地产市场在政策支持和市场修复共同作用下，供需关系逐步改善，行业运行趋于平稳。外贸方面，尽管面临诸多外部压力，货物贸易进出口总额仍实现了 1.3% 的增长，出口增长 6.9%，一方面彰显了中国在全球产业链中的竞争力，另一方面中国对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体，显示出多元化市场布局的成效。

同时，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻，国内经济持续回升向好的基础还需进一步巩固。4 月中央政治局会议的召开为当前经济形势把脉定向，释放了坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放的政策导向，为稳定市场预期、推动高质量发展注入强大信心。未来随着供给侧结构性改革的深化、新质生产力的培育壮大以及宏观政策超常规逆周期调节的持续显效，我国经济有望继续保持回升向好的发展态势。

## （二）行业环境

### 1、水务行业

**2024 年，我国总用水量变化不大，提升用水效率将进一步推动供水提质增效发展及管网等相关设施的投资。**

根据我国 2024 年国民经济和社会发展统计公报，2024 年，我国水资源总量为 30,010 亿立方米，总用水量 5,925 亿立方米，比上年增长 0.3%，总用水量变化不大；2024 年，新开工国家水网重大工程 41 项，实施水利工程项目 46,967 个，完成水利建设投资 13,529 亿元、同比增长 12.8%。为提高用水质量，提升水资源利用效率，2024 年 2 月，水利部印发 2024 年水资源管理工作要点，工作总的思路是以实施水资源刚性约束制度为主线，以维系良好生态和保障经济社会高质量发展用水需求为目标，坚持精打细算用好水资源，持续复苏河湖生态环境，夯实水资源管理能力支撑，推动经济社会发展以水而定、量水而行。

行业竞争方面，目前我国水务行业的竞争主体主要是地方政府下属的区域性水务企业和具有技术优势和项目经验的跨区域的水务投资运营企业，市场格局较为稳定，随着国家对环保需求的不断提高，未来水务行业竞争将体现为与提质改造相关资本实力的竞争及技术的竞争，提升用水效率将进一步推动提质增效发展及管网等相关设施的投资。



## 2、清洁能源

风光电等清洁能源在“碳达峰”、“碳中和”的背景下，面临良好的政策环境；但随着平价上网推进及市场化交易竞争加剧，风电及光伏发电企业利润空间或将承压。

风光电等清洁能源在“碳达峰”、“碳中和”的背景下，面临良好的政策环境。我国风光上网电价陆续进入竞争电价与平价电价上网阶段。2025 年 2 月，国家发展改革委印发《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》（发改价格〔2025〕136 号），通知表明，为大力推动新能源高质量发展，新能源项目（风电、太阳能发电，下同）上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成。适当放宽现货市场限价，现货市场申报价格上限考虑各地目前工商业用户尖峰电价水平等因素确定，申报价格下限考虑新能源在电力市场外可获得的其他收益等因素确定，具体由省级价格主管部门商有关部门制定并适时调整。总体来看，随着平价上网推进及市场化交易竞争加剧，风电及光伏发电企业利润空间或将承压。

2024 年，水电行业保持了稳定的发展势头，竞争优势仍明显；但水电受所在流域来水情况影响较大，持续改善部分消纳问题面临一定压力。

水电行业是能源领域中的重要组成部分，我国水资源主要集中在西部地区，围绕长江流域、雅砻江、澜沧江等流域，主要为大型央企投资建设的水电站。2024 年，水电行业保持了稳定的发展势头，装机容量同比增长，此外，水电发电量整体显著提升，从 2014 年的 10,601.00 亿千瓦时增长至 2024 年的 12,742.50 亿千瓦时。水电受所在流域来水情况影响较大，且持续改善西南区域的水电消纳问题面临一定压力<sup>1</sup>，但考虑燃煤电价浮动范围放宽的影响，水电竞争优势仍明显。

根据《2030 年前碳达峰行动方案的通知》，“十四五”、“十五五”期间分别新增水电装机容量 4,000 万千瓦左右，西南地区以水电为主的可再生能源体系基本建立；此外，到 2030 年，抽水蓄能电站装机容量达到 1.2 亿千瓦左右，省级电网基本具备 5% 以上的尖峰负荷响应能力。预计未来水电装机规模存在增长空间，但由于水电建设开发权的特殊性和投入资金规模较大需求，水电装机资源将继续集中在大型央企发电集团。

## 3、现代农业

我国农业正处于从传统农业向现代农业的转型过程中，面临较好的政策支持。

农业作为支撑国民经济发展和稳定的基础性产业，具有重要地位。2024 年，中国第一产业增加值 91,414 亿元，同比增长 3.5%。近年来，中央非常重视农业的发展，《2024 年政府工作报告》提出，稳步推进农村改革发展，加大种业振兴、农业关键核心技术攻关力度，实施农机装备补短板行动，加强粮食和重要农产品稳产保供，稳定粮食播种面积，扩大油料生产，稳定畜牧业、渔业生产能力，发展现代设施农业。整体来看，我国农业正处于从传统农业向现代农业的转型过程中，面临较好的政策支持。

### （三）区域环境

2024 年，山东省经济实力继续增强，仍能为省内各类产业项目投资提供较好支持。

山东省工业化程度较高，主要以制造业为主，已形成钢铁、机械设备、食品、纺织、化工等几大支柱产业，同时依托丰富的矿产资源，在煤炭和石油开采上也形成较强的竞争优势。2024 年，山东省实现地区生产总值 98,565.8 亿元，同比增长 5.7%，经济实力继续增强，三次产业结构调整为 6.7：40.2：53.1，一般公共预算收入、全部工业增加值以及社会消费品零售总额均同比增长。整体来看，

<sup>1</sup> 数据来源：Wind。



山东省经济实力继续增强，仍能为山东省各类产业项目投资提供较好支持。

财富创造能力

跟踪期内，公司主业仍为水利水务、现代农业、清洁能源三大业务板块，受资产出清、棉粮及农资贸易规模下降影响，营业收入同比减少，后续仍需关注资产出清对公司盈利的影响。

跟踪期内，公司主业仍为水利水务、现代农业、清洁能源三大业务板块，2024 年，公司营业收入及毛利润同比减少，毛利率同比略有增长。分板块来看，2024 年，受棉粮及农资贸易规模下降的影响，现代农业收入同比减少，毛利润及毛利率均同比减少；清洁能源和水利水务板块收入、毛利润及毛利率同比变化不大；其他业务主要包括文旅康养及教育等，收入及毛利润规模占比较小，2024 年同比明显减少，主要系地产板块出清所致，后续仍需关注资产出清对公司盈利的影响。

| 表 2 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况 <sup>2</sup> （单位：亿元、%） |              |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------------------------------------------------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 项目                                                                     | 2025 年 1~3 月 |        | 2024 年 |        | 2023 年 |        | 2022 年 |        |
|                                                                        | 金额           | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 营业收入                                                                   | 145.53       | 100.00 | 641.77 | 100.00 | 695.45 | 100.00 | 740.88 | 100.00 |
| 水利水务                                                                   | 28.26        | 19.42  | 128.23 | 19.98  | 127.05 | 18.27  | 118.14 | 15.95  |
| 现代农业                                                                   | 75.87        | 52.13  | 320.05 | 49.87  | 352.64 | 50.71  | 377.49 | 50.95  |
| 清洁能源                                                                   | 36.83        | 25.31  | 160.10 | 24.95  | 156.14 | 22.45  | 178.49 | 24.09  |
| 其他                                                                     | 4.57         | 3.14   | 33.40  | 5.20   | 59.62  | 8.57   | 66.75  | 9.01   |
| 毛利润                                                                    | 15.20        | 100.00 | 75.79  | 100.00 | 81.37  | 100.00 | 95.09  | 100.00 |
| 水利水务                                                                   | 5.42         | 35.68  | 28.27  | 37.30  | 27.53  | 33.83  | 29.63  | 31.16  |
| 现代农业                                                                   | 2.57         | 16.88  | 17.89  | 23.60  | 22.02  | 27.06  | 27.77  | 29.21  |
| 清洁能源                                                                   | 6.72         | 44.21  | 28.86  | 38.08  | 27.60  | 33.91  | 31.14  | 32.75  |
| 其他                                                                     | 0.49         | 3.22   | 0.77   | 1.01   | 4.32   | 5.20   | 6.54   | 6.88   |
| 毛利率                                                                    | 10.44        |        | 11.81  |        | 11.70  |        | 12.83  |        |
| 水利水务                                                                   | 19.19        |        | 22.05  |        | 21.67  |        | 25.08  |        |
| 现代农业                                                                   | 3.38         |        | 5.59   |        | 6.24   |        | 7.36   |        |
| 清洁能源                                                                   | 18.24        |        | 18.03  |        | 17.67  |        | 17.45  |        |
| 其他                                                                     | 10.69        |        | 2.29   |        | 7.09   |        | 9.80   |        |

数据来源：根据公司提供资料整理

2025 年 1~3 月，公司营业收入、毛利润及毛利率均同比减少。

（一）水利水务

1、水利施工

公司仍是山东省骨干水利工程投融资主体，在解决山东省资源性缺水方面发挥重要作用；2024 年，公司新签合同额同比减少。

跟踪期内，公司仍为山东省骨干水利工程投融资主体及水利工程全产业链经营主体，负责山东省省级重点水利项目投融资建设，在解决山东省资源性缺水方面发挥重要作用，业务承接区域及施工范围涵盖未发生重大变化，仍具有水利水电工程施工总承包一级资质等多项施工总承包资质及专

<sup>2</sup> 本表中 2022 年和 2023 年数据分别为 2023 年和 2024 年审计报告追溯调整后的数据。合计数差异系四舍五入所致，下同。



业承包资质。2024 年，受宏观环境和行业竞争加剧等因素影响，公司新签合同额同比减少，未在境外新签水利施工合同。2025 年 1~3 月，新签合同额及新签合同数量同比大幅减少。

| 表 3 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司水利施工业务新签合同情况（单位：亿元、个） |              |        |        |        |
|------------------------------------------------------|--------------|--------|--------|--------|
| 项目                                                   | 2025 年 1~3 月 | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
| 新签合同额                                                | 8.01         | 45.87  | 58.82  | 73.04  |
| 新签合同数量                                               | 30           | 182    | 252    | 282    |

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月末，公司前五大在建重点水利施工项目合同金额合计 20.38 亿元，已回款 15.25 亿元。

| 表 4 截至 2025 年 3 月末公司前五大在建重点水利施工项目情况（单位：亿元）   |       |         |       |
|----------------------------------------------|-------|---------|-------|
| 项目名称                                         | 合同金额  | 已完成合同金额 | 已回款   |
| 肥城市大汶河砖舍拦河闸工程                                | 4.70  | 3.82    | 3.82  |
| 临高县建制镇污水处理 EPC+O 项目                          | 4.56  | 4.24    | 2.84  |
| 水发乡村振兴庆云县农产品交易中心一期工程 EPC                     | 4.31  | 3.65    | 3.63  |
| 阿鲁科尔沁旗 2024 年高标准农田建设（国债项目）设计、采购、施工总承包（EPC）项目 | 3.62  | 2.05    | 3.26  |
| 阳谷县城乡供水一体化工程 EPC                             | 3.19  | 1.66    | 1.70  |
| 合 计                                          | 20.38 | 15.42   | 15.25 |

数据来源：根据公司提供资料整理

2、供水调水及污水处理

公司供水及污水处理业务仍具有较强的区域专营优势，但产能利用水平一般，未来仍需关注产能释放情况。

公司供水调水及污水处理业务主要由子公司水发众兴集团有限公司（以下简称“水发众兴”）、水发上善集团有限公司以及水发水务集团有限公司等负责运营，主要负责山东省重点供水项目建设及运营，供水业务具有较强的区域专营优势，供水区域及模式未发生重大变化，截至 2025 年 3 月末，公司拥有 25 个水库，总库容 44,340.30 万立方米，设计取水量 338.74 万立方米/日。同期，公司拥有 71 个原水泵站和 41 个供水厂，随着水网建设的管道扩建及预铺埋，管理的供水管网管道长度增长至 12,970.82 公里。

2024 年，公司设计供水能力和产能利用率同比变化不大，产能利用水平一般，未来仍需关注产能释放情况。供水业务下游客户仍主要以工业客户为主，实际售水量同比变动不大，平均售水价格同比略有减少。

此外，公司污水处理业务仍具有较强的区域专营优势，截至 2025 年 3 月末，公司拥有污水处理厂 36 家，区域分布未发生重大变大，污水日处理能力 92.70 万吨/天，同比变化不大，年化后污水处理产能利用率<sup>3</sup>为 62.10%，产能利用水平一般。

<sup>3</sup> 污水处理产能利用率=一季度污水处理量/（年处理能力\*0.25）\*100%。



表 5 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司供水业务情况<sup>4</sup>

| 项目                    | 2025 年 1~3 月 | 2024 年    | 2023 年    | 2022 年    |
|-----------------------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 设计供水能力（万吨/天）          | 434.04       | 434.04    | 438.01    | 511.35    |
| 实际日供水量（万吨/天）          | 282.59       | 297.32    | 302.13    | 245.13    |
| 产能利用率（%） <sup>5</sup> | 65.11        | 68.50     | 68.98     | 47.94     |
| 实际售水量（万吨）             | 13,784.00    | 60,003.81 | 60,133.19 | 60,792.98 |
| 其中：居民售水               | 5,748.73     | 22,264.87 | 24,667.01 | 21,082.21 |
| 工业售水                  | 8,035.26     | 37,738.94 | 35,466.17 | 39,710.76 |
| 平均售水价格（元/吨）           | 3.15         | 2.59      | 2.74      | 2.15      |
| 管网漏损率（%）              | 7.56         | 7.47      | 7.20      | 7.73      |

数据来源：根据公司提供资料整理

（二）现代农业

公司现代农业板块仍拥有较完整的循环产业链，2024 年现代农业板块上下游集中度仍较低。

公司现代农业板块仍拥有集种植基地建设、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、品牌推广为一体的较完整的循环产业链，主要由水发农业集团有限公司和水发浩海集团有限公司等子公司负责运营。跟踪期内，现代农业板块主要经营品类、经营模式以及采购和销售结算模式未发生重大变化。

截至 2025 年 3 月末，公司可控土地规模约 230 万亩，棉花生产基地 10 万亩，甜菜生产基地 15 万亩，蔬菜生产基地 5,000 亩，合作年生产白糖 21 万吨糖厂 1 座，棉花加工厂 16 座。2024 年，公司前五大供应商采购金额占采购总额比重为 25.56%，同比有所提升，前五大客户销售金额占销售总额的比重为 13.95%，上下游集中度仍较低。

表 6 2024 年公司现代农业业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元、%）

| 供应商名称               | 采购额   | 占比    | 销售客户名称               | 销售额   | 占比    |
|---------------------|-------|-------|----------------------|-------|-------|
| 苏州恒合材料科技有限公司        | 39.49 | 12.34 | 北京全国棉花交易市场电子商务有限责任公司 | 9.10  | 3.01  |
| 新疆天富经合国际经贸有限公司      | 14.83 | 4.63  | 图木舒克市前海棉麻有限责任公司      | 8.93  | 2.95  |
| 海南禾新实业有限公司          | 10.44 | 3.26  | 新疆生产建设兵团第一师棉麻有限责任公司  | 8.56  | 2.83  |
| 新疆生产建设兵团第一师棉麻有限责任公司 | 9.01  | 2.81  | 新疆西部银力棉业（集团）有限责任公司   | 8.28  | 2.74  |
| 新疆建咨棉业有限公司          | 8.03  | 2.51  | 新疆宝新恒源物流有限公司         | 7.27  | 2.41  |
| 合 计                 | 81.80 | 25.56 | 合 计                  | 42.14 | 13.95 |

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>4</sup> 实际售水量统计口径为最终收到水费所对应的售水量，供水量与售水量之间的差异为漏损及未收到水费所对应的售水量。

<sup>5</sup> 产能利用率=实际日供水量/设计日供水能力\*100%。



（三）清洁能源

1、清洁能源施工

公司仍拥有清洁能源施工多项承包资质，2024 年受部分项目提前锁定结算价格影响，毛利率同比大幅减少。

公司清洁能源施工经营主体仍主要为子公司水发丰远能源有限公司（以下简称“丰远能源”）等，拥有电力工程施工总承包二级、特种工程（特种设备起重吊装）专业承包等资质，项目区域分布未发生明显变化。

2024 年，公司新签合同额同比增长，新签合同数量同比减少。同期，清洁能源施工收入同比增长，但毛利率同比大幅减少，主要系部分项目按照提前锁定上下游价格结算所致。2025 年 1~3 月，清洁能源施工收入同比略有增长，毛利率同比涨幅较大，主要系结算项目原材料低价购入所致。

| 表 7 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司清洁能源施工业务情况 |              |        |        |        |
|-------------------------------------------|--------------|--------|--------|--------|
| 项目                                        | 2025 年 1~3 月 | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
| 新签合同数量（个）                                 | 8            | 21     | 28     | 30     |
| 新签合同总金额（亿元）                               | 2.03         | 38.31  | 19.18  | 36.96  |
| 收入（亿元）                                    | 6.01         | 18.80  | 10.95  | 37.57  |
| 毛利率（%）                                    | 8.05         | 2.55   | 8.77   | 25.66  |

数据来源：根据公司提供资料整理

2、清洁能源发电

跟踪期内，公司仍将光伏发电作为主要的发展方向，光伏装机容量同比增长；截至 2025 年 3 月末，公司在建及拟建项目投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

公司清洁能源发电业务仍包括风力、光伏、水力三类，主要运营主体为丰远能源和水发能源集团有限公司等子公司，发电项目及电力消纳情况未发生重大变化。截至 2024 年末，公司风电装机受风电场出清影响同比减少，光伏装机容量同比增长，水电装机容量无变化，公司仍将光伏发电作为主要的发展方向。2024 年，风电上网电价同比增长，光伏上网电价同比明显减少，主要系新增机组均为市场化机组，国补较少，水电平均上网电价同比无变化。

| 表 8 2022~2024 年（末）公司清洁能源发电情况（单位：万千瓦、亿千瓦时、元/千瓦时） |      |        |       |       |        |
|-------------------------------------------------|------|--------|-------|-------|--------|
| 年度                                              | 项目   | 装机容量   | 发电量   | 上网电量  | 平均上网电价 |
| 2024 年（末）                                       | 风力发电 | 90.73  | 21.63 | 21.05 | 0.29   |
|                                                 | 光伏发电 | 126.20 | 13.32 | 13.10 | 0.49   |
|                                                 | 水力发电 | 26.71  | 7.16  | 7.03  | 0.27   |
| 2023 年（末）                                       | 风力发电 | 100.71 | 25.12 | 24.19 | 0.23   |
|                                                 | 光伏发电 | 111.13 | 12.63 | 12.52 | 0.67   |
|                                                 | 水力发电 | 26.71  | 7.43  | 7.31  | 0.27   |
| 2022 年（末）                                       | 风力发电 | 113.63 | 25.36 | 29.88 | 0.39   |
|                                                 | 光伏发电 | 94.68  | 12.76 | 12.50 | 0.48   |
|                                                 | 水力发电 | 56.40  | 18.05 | 17.86 | 0.20   |

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月末，公司主要在建清洁能源发电项目总装机容量 266.42 万千瓦，计划总投资 154.27 亿元，已投资 67.81 亿元；主要拟建清洁能源发电项目总装机容量 5.85 万千瓦，预计总投



资为 2.37 亿元，整体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

### 3、其他清洁能源业务

公司燃气业务在运营区域内仍具有特许经营权，同时绿色节能建筑、电气设备、新材料制造业务对公司收入仍形成较好补充。

公司燃气业务仍主要由子公司水发众兴以及水发燃气集团有限公司负责运营，包括 LNG 生产销售、燃气输配、燃气设备销售等，在运营区域内仍具有特许经营权，经营模式未发生重大变化。2024 年，公司燃气销售量为 8.29 亿立方米，同比略有减少，销售客户仍以工业企业为主。截至 2025 年 3 月末，公司日供气能力为 952.37 万立方米。

此外，公司绿色节能建筑、电气设备、新材料制造业务仍主要由山东水发电力集团有限公司等子公司负责，收入主要来源于电力变压器、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业务。2024 年，该板块收入 80.39 亿元，毛利率为 18.63%，对公司收入仍形成较好补充。

## 偿债来源与负债平衡

### （一）偿债来源

#### 1、盈利能力

2024 年，公司期间费用同比下降，但对利润的侵蚀仍较大；净利润同比大幅增长，盈利对投资收益及其他收益依赖仍很大，归属于母公司所有者的净利润同比减亏。

2024 年，公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，期间费用及期间费用率同比下降，其中管理费用和财务费用均同比下降，但期间费用对公司利润的侵蚀仍较大。

2024 年，公司其他收益同比有所减少，主要为农业补贴、政府奖励资金、就业和人才补贴等；投资收益同比变化不大；公允价值变动收益同比减少，主要系投资性房地产公允价值增加额及交易性金融资产公允价值减少所致；信用减值损失额同比减少，仍主要为坏账损失；资产减值损失额同比增长，其中存货跌价损失同比大幅增长，主要系现代农业板块中甜菜价格下降所致。2024 年，公司营业利润同比变化不大，营业外收入同比大幅增长，主要系追回的业绩承诺收益以代付应付账款等债务的形式收回所致，利润总额和净利润同比大幅增长，总资产报酬率同比略有减少，净资产收益率同比提升。但整体来看，公司盈利对投资收益及其他收益依赖仍很大，归属于母公司所有者的净利润仍亏损，亏损幅度同比收窄。

2025 年 1~3 月，公司期间费用和期间费用率同比有所下降；其他收益同比下降，投资收益同比增长。同期，公司营业利润、利润总额以及净利润同比均有所增长，归母净利润仍为负。

**表 9 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司盈利概况（单位：亿元、%）**

| 项目               | 2025 年 1~3 月       | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
|------------------|--------------------|--------|--------|--------|
| 期间费用             | 13.42              | 77.22  | 84.29  | 101.41 |
| 管理费用             | 3.86               | 25.45  | 29.04  | 36.24  |
| 研发费用             | 1.04               | 9.30   | 9.05   | 7.78   |
| 财务费用             | 7.68               | 38.31  | 41.28  | 52.62  |
| 期间费用率            | 9.22               | 12.03  | 12.12  | 13.69  |
| 其他收益             | 0.24               | 2.28   | 3.93   | 3.44   |
| 投资收益             | 0.25               | 7.46   | 7.92   | 12.41  |
| 公允价值变动收益         | -0.00 <sup>6</sup> | 0.67   | 2.73   | -0.35  |
| 信用减值损失（损失以“-”列示） | 0.05               | -1.75  | -3.50  | -2.89  |
| 资产减值损失（损失以“-”列示） | 0.04               | -0.82  | -0.63  | -1.21  |
| 营业利润             | 1.60               | 3.77   | 3.67   | 1.14   |
| 营业外收入            | 0.22               | 3.09   | 1.79   | 2.65   |
| 利润总额             | 1.77               | 6.15   | 4.76   | 3.15   |
| 净利润              | 0.64               | 3.05   | 0.27   | -2.98  |
| 归属于母公司所有者的净利润    | -0.93              | -5.81  | -6.69  | -9.85  |
| 总资产报酬率           | 0.80               | 3.01   | 3.03   | 2.98   |
| 净资产收益率           | 0.17               | 0.85   | 0.08   | -0.88  |

数据来源：根据公司提供资料整理

## 2、筹资能力及资产可变现性

### 公司债务融资渠道仍较为多元，尚未使用银行授信额度仍较大。

公司债务融资渠道仍较为多元，包括银行借款、发行债券以及非标融资。截至 2025 年 3 月末，公司获得银行授信总额度为 1,291.80 亿元，尚未使用授信额度 540.20 亿元，尚未使用授信额度仍较大。债券融资方面，公司仍存续多只债券。非标融资方面，截至 2024 年末，非标融资余额主要由融资租赁借款等构成。

### 2024 年以来，公司资产规模持续增长，资产结构仍以非流动资产为主；2024 末，公司应收账款整体账龄偏长，资产流动性一般。

2024 年末，公司资产规模同比增长，资产结构仍以非流动资产为主，资产流动性一般。2025 年 3 月末，公司总资产规模较 2024 年末有所增长。

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。2024 年末，公司货币资金同比减少，其中受限货币资金 22.00 亿元，主要为用于担保的定期存款或通知存款、银行承兑汇票保证金、监管户、冻结资金、贷款保证金、履约保证金等；应收账款同比增长，账龄在 1 年以上的应收账款占比较大，整体账龄偏长，累计计提坏账准备 16.21 亿元，期末前五大欠款方应收账款合计占比为 10.78%；预付款项同比变化不大；其他应收款同比有所增长，截至 2024 年末，剔除应付利息及股利后的其他应收款项累计计提坏账准备 12.08 亿元，账龄主要集中在 1 年以内（含 1 年）和 1~2 年，期末前五大欠款方其他应收款项合计占比为 34.04%；存货同比略有下降，主要为自制半成品及在产品、库存商品、合同履约成本和消耗性生物资产；合同资产同比变化不大。2025 年 3 月末，公司流动资产较 2024 年末有所增长，货币资金较 2024 年末有所增长，预付

<sup>6</sup> 金额为-91,693.98 元。



款项及应收类款项较 2024 年末明显增长，其他各主要流动资产科目较 2024 年末变动不大。

| 表 10 2022~2024 年末及 2025 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%） |             |        |          |        |          |        |          |        |
|-----------------------------------------------|-------------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| 项目                                            | 2025 年 3 月末 |        | 2024 年末  |        | 2023 年末  |        | 2022 年末  |        |
|                                               | 金额          | 占比     | 金额       | 占比     | 金额       | 占比     | 金额       | 占比     |
| 货币资金                                          | 101.10      | 5.97   | 89.06    | 5.52   | 139.21   | 8.76   | 106.47   | 6.75   |
| 应收账款                                          | 194.58      | 11.49  | 182.48   | 11.31  | 157.39   | 9.90   | 159.68   | 10.12  |
| 预付款项                                          | 66.56       | 3.93   | 37.19    | 2.31   | 36.10    | 2.27   | 57.90    | 3.67   |
| 其他应收款                                         | 201.26      | 11.89  | 171.66   | 10.64  | 124.29   | 7.82   | 112.64   | 7.14   |
| 存货                                            | 84.01       | 4.96   | 80.80    | 5.01   | 84.91    | 5.34   | 144.46   | 9.16   |
| 合同资产                                          | 54.74       | 3.23   | 48.69    | 3.02   | 48.99    | 3.08   | 48.57    | 3.08   |
| 流动资产合计                                        | 720.52      | 42.55  | 631.31   | 39.13  | 613.00   | 38.56  | 647.24   | 41.03  |
| 其他权益工具投资                                      | 75.99       | 4.49   | 76.03    | 4.71   | 74.30    | 4.67   | 51.18    | 3.24   |
| 固定资产                                          | 271.55      | 16.04  | 277.47   | 17.20  | 286.03   | 17.99  | 323.32   | 20.50  |
| 在建工程                                          | 192.57      | 11.37  | 185.07   | 11.47  | 197.41   | 12.42  | 209.18   | 13.26  |
| 无形资产                                          | 122.83      | 7.25   | 125.71   | 7.79   | 153.52   | 9.66   | 166.01   | 10.53  |
| 其他非流动资产                                       | 124.64      | 7.36   | 132.37   | 8.21   | 125.51   | 7.89   | 62.35    | 3.95   |
| 非流动资产合计                                       | 972.73      | 57.45  | 981.88   | 60.87  | 976.75   | 61.44  | 930.06   | 58.97  |
| 资产总计                                          | 1,693.25    | 100.00 | 1,613.19 | 100.00 | 1,589.75 | 100.00 | 1,577.30 | 100.00 |

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由其他权益工具投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2024 年末，其他权益工具投资同比略有增长；随着计提折旧和减值及非主业剥离，固定资产同比下降；在建工程同比下降，主要为公司三大主业在建项目；无形资产同比下降，仍以土地使用权和特许权为主；其他非流动资产同比增长，主要由预付购建长期资产款项和长期应收往来款项构成。2025 年 3 月末，公司非流动资产规模及各主要科目较 2024 年末均变化不大。

从资产运营效率来看，2024 年公司存货周转天数为 52.70 天，运营效率同比有所提高；应收账款周转天数为 95.32 天，运营效率同比下降。2025 年 1~3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 56.90 天和 116.59 天。

受限资产方面，截至 2024 年末，公司受限资产规模为 120.54 亿元，占总资产及净资产比重分别为 7.47%和 33.56%。



| 表 11 截至 2024 年末公司受限资产情况（单位：亿元） <sup>7</sup> |        |                                                            |
|---------------------------------------------|--------|------------------------------------------------------------|
| 科目名称                                        | 账面价值   | 受限原因                                                       |
| 货币资金                                        | 22.00  | 银行承兑汇票保证金、信用证保证金、专项资金、冻结资金、监管户、用于担保的定期存款或通知存款、土地保证金、履约保证金等 |
| 应收账款                                        | 12.05  | 收费权抵押、借款质押                                                 |
| 存货                                          | 1.58   | 抵押借款                                                       |
| 固定资产                                        | 67.70  | 贷款抵押、借款抵押、借款质押、融资租赁抵押、诉讼保全                                 |
| 无形资产                                        | 3.86   | 借款抵押、借款质押、融资租赁抵押、长期借款抵押、贷款抵押                               |
| 在建工程                                        | 11.72  | 借款抵押、贷款抵押、融资租赁抵押                                           |
| 投资性房地产                                      | 0.86   | 融资租赁                                                       |
| 长期股权投资                                      | 0.77   | 长期借款质押                                                     |
| 合 计                                         | 120.54 | -                                                          |

数据来源：根据公司提供资料整理

（二）债务及资本结构

2024 年以来，公司负债规模持续增长，资产负债率仍较高。

2024 年以来，公司负债规模持续增长，负债结构以非流动负债为主，资产负债率仍较高。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2024 年末，短期借款同比有所减少，主要为保证借款、信用借款、质押借款和抵押借款；应付账款同比减少，账龄主要集中在 1 年以内（含 1 年）；合同负债同比增长，仍全部为预收销售款；其他应付款同比减少，主要为往来款；随着对到期债务的偿还，一年内到期的非流动负债同比减少。2025 年 3 月末，公司流动负债较 2024 年末有所增长，其他应付款和应付账款较 2024 年末有所增长，其他各主要科目较 2024 年末变化不大。

| 表 12 2022~2024 年末及 2025 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%） |             |        |          |        |          |        |          |        |
|-----------------------------------------------|-------------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| 项目                                            | 2025 年 3 月末 |        | 2024 年末  |        | 2023 年末  |        | 2022 年末  |        |
|                                               | 金额          | 占比     | 金额       | 占比     | 金额       | 占比     | 金额       | 占比     |
| 短期借款                                          | 125.38      | 9.53   | 124.83   | 9.95   | 155.67   | 12.54  | 155.84   | 12.59  |
| 应付账款                                          | 107.00      | 8.13   | 89.77    | 7.16   | 95.34    | 7.68   | 120.81   | 9.76   |
| 合同负债                                          | 58.06       | 4.41   | 41.06    | 3.27   | 37.37    | 3.01   | 59.28    | 4.79   |
| 其他应付款                                         | 75.77       | 5.76   | 49.57    | 3.95   | 74.59    | 6.01   | 74.68    | 6.03   |
| 一年内到期的非流动负债                                   | 174.20      | 13.24  | 186.84   | 14.90  | 194.28   | 15.65  | 173.78   | 14.04  |
| 流动负债合计                                        | 582.75      | 44.29  | 553.79   | 44.16  | 616.70   | 49.68  | 661.08   | 53.40  |
| 长期借款                                          | 378.40      | 28.76  | 393.23   | 31.36  | 409.35   | 32.98  | 291.28   | 23.53  |
| 应付债券                                          | 245.21      | 18.64  | 201.42   | 16.06  | 66.44    | 5.35   | 145.07   | 11.72  |
| 长期应付款                                         | 96.44       | 7.33   | 92.89    | 7.41   | 134.50   | 10.83  | 123.00   | 9.94   |
| 非流动负债合计                                       | 733.03      | 55.71  | 700.20   | 55.84  | 624.69   | 50.32  | 576.85   | 46.60  |
| 负债总额                                          | 1,315.78    | 100.00 | 1,253.98 | 100.00 | 1,241.39 | 100.00 | 1,237.92 | 100.00 |
| 资产负债率                                         | 77.71       |        | 77.73    |        | 78.09    |        | 78.48    |        |

数据来源：根据公司提供资料整理

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。2024 年末，长期借款同比减少，

<sup>7</sup> 公司未提供截至 2025 年 3 月末受限资产情况。



主要为保证借款、质押借款和抵押借款；随着债券发行，应付债券同比大幅增长；长期应付款同比减少，仍以非标融资余额为主。2025 年 3 月末，公司非流动负债较 2024 年末有所增长，应付债券较 2024 年末有所增长，其他各主要科目变动不大。

2024 年以来，公司总有息债务规模持续增长，截至 2025 年 3 月末，公司期末现金及现金等价物余额无法对短期有息债务形成有效保障，债务负担仍较重且面临较大的短期偿债压力。

2024 年以来，公司总有息债务规模持续增长，在总负债中的占比较高，债务负担仍较重。

表 13 2022~2024 年末及 2025 年 3 月末公司有息债务情况<sup>8</sup>（单位：亿元、%）

| 项目           | 2025 年 3 月末 | 2024 年末 | 2023 年末 | 2022 年末 |
|--------------|-------------|---------|---------|---------|
| 短期有息债务       | 299.58      | 326.75  | 365.02  | 336.58  |
| 长期有息债务       | 701.12      | 668.08  | 593.33  | 554.37  |
| 总有息债务        | 1,000.71    | 994.83  | 958.35  | 890.96  |
| 短期有息债务占比     | 29.94       | 32.84   | 38.09   | 37.78   |
| 总有息债务在总负债中占比 | 76.05       | 79.33   | 77.20   | 71.97   |

数据来源：根据公司提供资料整理

从总有息债务期限结构来看，2024 年以来，公司总有息债务仍以长期有息债务为主；2025 年 3 月末，期末现金及现金等价物余额对短期有息债务的覆盖倍数为 0.25 倍，无法形成有效覆盖，公司仍面临较大的短期偿债压力。

表 14 截至 2025 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

| 项目 | ≤1 年   | (1, 2]年 | (2, 3]年 | (3, 4]年 | (4, 5]年 | >5 年   | 合计       |
|----|--------|---------|---------|---------|---------|--------|----------|
| 金额 | 299.58 | 249.28  | 44.71   | 26.99   | 53.66   | 326.48 | 1,000.71 |
| 占比 | 29.94  | 24.91   | 4.47    | 2.70    | 5.36    | 32.63  | 100.00   |

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月末，公司对外担保均为对关联方的担保；部分被担保方被列为失信被执行人，存在一定或有风险。

截至 2025 年 3 月末，公司对外担保金额为 49.69 亿元，均为对关联方的担保，担保比率为 13.17%。根据公开资料查询，截至 2025 年 6 月 8 日，被担保方襄汾县浦新发电有限公司、山东环发海若环境技术有限公司、濮阳县新源环保热电有限公司、吉林众合生物质能热电有限公司、海阳永能生物科技有限公司以及哈尔滨市双城区国发热电有限责任公司被列为失信被执行人，公司对其担保余额分别为 1.15 亿元、0.34 亿元、0.40 亿元、0.29 亿元、1.28 亿元以及 0.27 亿元，存在一定或有风险。同期，公司作为被告主要涉及的未决诉讼合计涉诉金额 0.34 亿元。

2024 年末，公司所有者权益同比增长，少数股东权益占比仍较大，所有者权益稳定性一般。

2024 年末，公司所有者权益同比增长至 359.21 亿元，其中，实收资本仍为 60.71 亿元，资本公积同比有减少至 78.17 亿元，主要受少数股东持股比例变动等因素影响；未分配利润为-15.66 亿元，仍为负且规模增加，主要是归属于母公司所有者的净利润亏损所致；少数股东权益增长至 230.93 亿元，占所有者权益比重较大，所有者权益稳定性一般。2025 年 3 月末，公司所有者权益较 2024 年末

<sup>8</sup> 根据公司口径，有息债务不包含应付票据、租赁负债（剔除一年内到期）和计入其他权益工具的可续期公司债、永续债等。



有所增长，其中随着公司永续债券的发行，其他权益工具较 2024 年末有所增长，其他各主要科目较 2024 年末均变化不大。

**2024 年，公司 EBITDA 仍能对利息形成保障，但仍面临较大的短期偿债压力；公司未使用银行授信额度能够对公司偿债来源形成一定支持。**

2024 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.54 倍，总有息债务/EBITDA 为 12.92 倍，EBITDA 仍能对利息形成保障。2024 年末，期末现金及现金等价物对短期有息债务的覆盖倍数为 0.21 倍，公司仍面临较大的短期偿债压力。公司债务融资渠道仍较为多元，截至 2025 年 3 月末，尚未使用银行授信额度较大，能够对公司偿债来源形成一定支持。2024 年末，公司流动比率和速动比率分别为 1.14 倍和 0.99 倍，债务资本比率为 73.47%，资产负债率仍较高，债务负担仍较重。

**（三）现金流**

**2024 年，公司经营性现金流净流入规模同比增长，投资性现金流净流出规模同比增长，筹资性净现金流转为净流出。**

2024 年，公司经营性现金流保持净流入，净流入规模同比增长，对利息的保障能力亦同比略有提升，现金回笼率为 113.82%，同比有所增长；投资性现金流净流出规模同比增长，主要系 2023 年处置子公司等收到的现金大幅增加而本期此项收入规模减少所致；筹资性现金流同比转为净流出，主要系借款收到的现金同比减少所致。

| 表 15 2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况 |              |        |        |        |
|--------------------------------------------|--------------|--------|--------|--------|
| 项目                                         | 2025 年 1~3 月 | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
| 经营性净现金流（亿元）                                | 15.05        | 59.01  | 56.09  | 64.61  |
| 投资性净现金流（亿元）                                | -12.06       | -95.78 | -52.73 | -87.82 |
| 筹资性净现金流（亿元）                                | 11.73        | -1.59  | 50.03  | 19.55  |
| 经营性净现金流利息保障倍数（倍）                           | 1.12         | 1.18   | 1.09   | 1.20   |
| 经营性净现金流/流动负债（%）                            | 2.65         | 10.08  | 8.78   | 10.13  |
| 经营性净现金流/总负债（%）                             | 1.17         | 4.73   | 4.52   | 5.10   |

数据来源：根据公司提供资料整理

2025 年 1~3 月，公司经营性现金流维持净流入且净流入规模同比有所增长；投资性现金流同比维持净流出，净流出规模同比有所减少；筹资性现金流同比由净流出转为净流入，主要系债务偿付及对外拆借的资金导致的现金流出同比减少所致。

**外部支持**

**公司仍是山东省骨干水利工程投融资主体，能够获得政府在增资、政府补助等方面的支持。**

根据《山东省人民政府关于同意山东水务发展有限公司组建工作有关事宜的批复》鲁政字【2009】62 号文，公司是由省政府出资组建的国有独资公司，仍是全省骨干水利工程投融资主体，主要为中央在山东省投资的中央投资计划项目进行配套融资，包括大型灌区续建配套与节水改造工程，水土保持工程、防潮堤建设、农村饮水安全水源工程建设等项目，公司能够获得政府在增资、政府补助等方面的支持。增资方面，2023 年，公司收到山东省国资委、山东能源集团以及山东港口集团的增资，资本实力进一步增强；政府补助方面，2022~2024 年，公司其他收益规模分别为 3.44 亿元、3.93 亿元以及 2.28 亿元，主要为土地补偿款、税收减免及返还、农业补贴、政府奖励资金等。



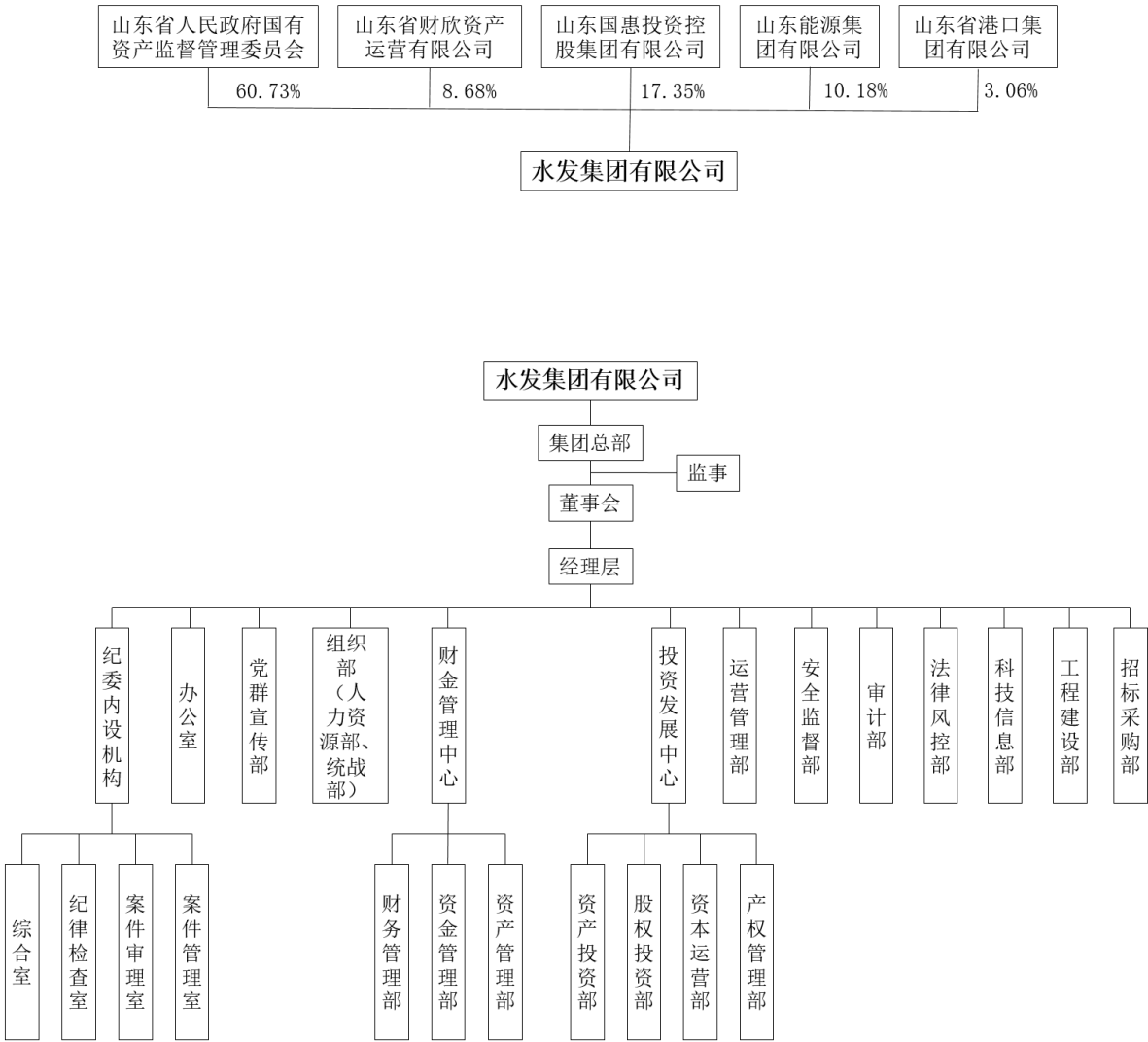
## 评级结论

综合分析，大公国际维持水发集团信用等级为 AAA，评级展望维持稳定。“22 水发集团债 01/22 水集 01”、“21 水发 03”、“21 水发 02”信用等级维持 AAA。



附件 1 公司治理

截至 2025 年 3 月末水发集团有限公司股权结构及组织结构图



资料来源：根据公司提供资料整理



附件 2 经营指标

2-1 截至 2025 年 3 月末水发集团有限公司主要在建清洁能源发电项目

(单位：万千瓦、万元)

| 在建项目名称                     | 电厂类型 | 装机容量   | 预计投资   | 已完成投资 |
|----------------------------|------|--------|--------|-------|
| 新建福山整县分布式光伏项目              | 光伏发电 | 46.00  | 17.50  | 1.21  |
| 中国船舶集团有限公司分布式能源系统建设服务项目    | 光伏发电 | 39.84  | 16.77  | 4.33  |
| 新建莱州整县分布式光伏项目              | 光伏发电 | 25.28  | 10.10  | 1.15  |
| 水发兴业谷城县 250MW 光储项目         | 光伏发电 | 25.00  | 9.14   | 6.49  |
| 莘县 200MW 整县推进分布式光伏发电项目     | 光伏发电 | 20.00  | 7.00   | 1.07  |
| 泰安徂汶景区 200 兆瓦分布式光伏项目       | 光伏发电 | 20.00  | 6.90   | 0.55  |
| 水发能源（大石桥）有限公司 200MW 风力发电项目 | 风力发电 | 20.00  | 13.57  | 0.06  |
| 隆化县风储氢多能利用项目               | 风力发电 | 15.00  | 8.57   | 3.37  |
| 辽宁营口沿海产业基地 50MW 风电项目       | 风力发电 | 5.00   | 4.00   | 0.01  |
| 并购齐齐哈尔梅里斯 50MW 风电平价上网项目    | 风力发电 | 5.00   | 3.45   | 3.38  |
| 新建苏尼特左旗 11MW 分散式风电项目       | 风力发电 | 1.10   | 0.79   | 0.78  |
| 确如多水电站                     | 水力发电 | 15.10  | 25.52  | 24.15 |
| 措洼电站                       | 水力发电 | 5.70   | 6.07   | 6.75  |
| 拉苏瓦电站                      | 水力发电 | 12.00  | 14.23  | 2.96  |
| 大弯腰树电站                     | 水力发电 | 5.40   | 5.04   | 3.31  |
| 昌源水电站（原名湾东电站）              | 水力发电 | 6.00   | 5.62   | 8.24  |
| 合 计                        | -    | 266.42 | 154.27 | 67.81 |

2-2 截至 2025 年 3 月末水发集团有限公司主要拟建清洁能源发电项目

(单位：万千瓦、万元)

| 拟建项目名称                                                    | 电厂类型 | 装机容量 | 预计投资 |
|-----------------------------------------------------------|------|------|------|
| 水发华夏权属田林融和能源有限公司新建百色市田林县六隆镇水发融和 58.5MW（农光互补）分布式光伏发电项目并预转让 | 光伏发电 | 5.85 | 2.37 |
| 合 计                                                       | -    | 5.85 | 2.37 |



## 2-3 截至 2025 年 3 月末水发集团有限公司对外担保

(单位: 万元)

| 被担保单位名称                    | 担保余额       | 担保起始日      | 担保到期日                    |
|----------------------------|------------|------------|--------------------------|
| 淄博市周村淦清污水处理有限公司            | 3,200.00   | 2022-11-09 | 2028-11-09               |
| 浙江环发竹产业发展有限公司              | 13,790.00  | 2021-10-21 | 2036-10-20               |
| 襄汾县浦新发电有限公司                | 11,520.00  | 2020-03-25 | 2028-03-24               |
| 山环鲁控环境(上海)有限公司             | 375.00     | 2022-06-23 | 2026-06-21               |
| 水发物流集团有限公司                 | 100,000.00 | 2022-07-22 | 2025-07-22               |
|                            | 100,000.00 | 2022-09-01 | 2025-09-01               |
|                            | 100,000.00 | 2022-09-29 | 2025-09-29               |
| 水发热电(荣成)有限公司               | 25,950.00  | 2021-05-20 | 2029-05-21               |
|                            | 700.00     | 2025-02-18 | 2026-02-13               |
| 水发公用事业集团有限公司               | 7,000.00   | 2025-03-27 | 2026-03-27               |
| 山西中玮热力有限公司                 | 5,000.00   | 2024-08-08 | 2027-07-23               |
| 山东永能生物热电有限公司               | 5,825.00   | 2020-04-29 | 2028-04-28               |
| 山东水投集团有限公司                 | 3,800.00   | 2019-11-22 | 2025-08-20               |
| 山东水发中昌养老服务有限公司             | 9,400.00   | 2021-07-30 | 2035-07-27               |
|                            | 9,685.00   | 2022-01-01 | 2035-07-27               |
|                            | 4,395.00   | 2022-06-30 | 2035-07-27               |
|                            | 2,054.00   | 2023-01-04 | 2035-07-27               |
| 山东省环保发展集团资源循环有限公司          | 4,308.64   | 2021-07-06 | 2026-07-06               |
| 山东省环保发展集团实业有限公司            | 4,000.00   | 2022-04-01 | 2027-04-01               |
| 平原县汉鑫绿色能源有限公司 <sup>9</sup> | 1,000.00   | 2024-10-17 | 2025-04-17 <sup>10</sup> |
|                            | 5,000.00   | 2025-01-17 | 2026-01-15               |
| 山东环发海若环境技术有限公司             | 1,600.00   | 2022-09-14 | 2025-09-14               |
|                            | 1,800.00   | 2022-10-14 | 2025-10-14               |
| 山东富利森环保科技有限公司              | 750.00     | 2021-12-22 | 2025-12-21               |
| 荣成石岛水发供热有限公司               | 400.00     | 2025-02-28 | 2026-02-13               |
| 濮阳县新源环保热电有限公司              | 3,972.57   | 2020-11-12 | 2026-08-12               |
| 鲁控(商河)环境工程有限公司             | 19,432.74  | 2021-03-01 | 2035-11-26               |
| 兰坪启航林业产业发展有限公司             | 1,589.00   | 2022-11-10 | 2052-11-10               |
| 江苏宏东生物质能热电有限公司             | 5,500.00   | 2021-09-17 | 2029-09-17               |
|                            | 3,900.00   | 2019-03-18 | 2027-12-28               |
| 吉林众合生物质能热电有限公司             | 2,900.00   | 2012-11-30 | 2029-11-29               |
| 菏泽锦江环保能源有限公司               | 6,500.00   | 2020-09-24 | 2026-10-20               |
| 海阳永能生物科技有限公司               | 12,840.00  | 2020-03-12 | 2028-03-11               |
| 哈尔滨市双城区国发热电有限责任公司          | 2,652.91   | 2022-09-23 | 2025-09-22               |
| 东明科环环保科技有限公司               | 16,100.00  | 2020-11-13 | 2035-07-29               |
| 合 计                        | 496,939.86 | -          | -                        |

<sup>9</sup> 已注销。<sup>10</sup> 截至目前已偿还。



## 附件 3 水发集团有限公司主要财务指标

(单位: 亿元)

| 项目                | 2025 年 1~3 月<br>(未经审计) | 2024 年          | 2023 年 (追溯<br>调整) | 2022 年 (追溯<br>调整) |
|-------------------|------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金              | 101.10                 | 89.06           | 139.21            | 106.47            |
| 应收账款              | 194.58                 | 182.48          | 157.39            | 159.68            |
| 其他应收款             | 201.26                 | 171.66          | 124.29            | 112.64            |
| 存货                | 84.01                  | 80.80           | 84.91             | 144.46            |
| 固定资产              | 271.55                 | 277.47          | 286.03            | 323.32            |
| 在建工程              | 192.57                 | 185.07          | 197.41            | 209.18            |
| 无形资产              | 122.83                 | 125.71          | 153.52            | 166.01            |
| <b>总资产</b>        | <b>1,693.25</b>        | <b>1,613.19</b> | <b>1,589.75</b>   | <b>1,577.30</b>   |
| 短期有息债务            | 299.58                 | 326.75          | 365.02            | 336.58            |
| 总有息债务             | 1,000.71               | 994.83          | 958.35            | 890.96            |
| <b>负债合计</b>       | <b>1,315.78</b>        | <b>1,253.98</b> | <b>1,241.39</b>   | <b>1,237.92</b>   |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>377.47</b>          | <b>359.21</b>   | <b>348.37</b>     | <b>339.37</b>     |
| 营业收入              | 145.53                 | 641.77          | 695.45            | 740.88            |
| 净利润               | 0.64                   | 3.05            | 0.27              | -2.98             |
| 经营活动产生的现金流量净额     | 15.05                  | 59.01           | 56.09             | 64.61             |
| 投资活动产生的现金流量净额     | -12.06                 | -95.78          | -52.73            | -87.82            |
| 筹资活动产生的现金流量净额     | 11.73                  | -1.59           | 50.03             | 19.55             |
| 毛利率 (%)           | 10.44                  | 11.81           | 11.70             | 12.83             |
| 营业利润率 (%)         | 1.10                   | 0.59            | 0.53              | 0.15              |
| 总资产报酬率 (%)        | 0.80                   | 3.01            | 3.03              | 2.98              |
| 净资产收益率 (%)        | 0.17                   | 0.85            | 0.08              | -0.88             |
| 资产负债率 (%)         | 77.71                  | 77.73           | 78.09             | 78.48             |
| 债务资本比率 (%)        | 72.61                  | 73.47           | 73.34             | 72.42             |
| 流动比率 (倍)          | 1.24                   | 1.14            | 0.99              | 0.98              |
| 速动比率 (倍)          | 1.09                   | 0.99            | 0.86              | 0.76              |
| 存货周转天数 (天)        | 56.90                  | 52.70           | 67.23             | 93.06             |
| 应收账款周转天数 (天)      | 116.59                 | 95.32           | 82.06             | 76.51             |
| 经营性净现金流/流动负债 (%)  | 2.65                   | 10.08           | 8.78              | 10.13             |
| 经营性净现金流/总负债 (%)   | 1.17                   | 4.73            | 4.52              | 5.10              |
| 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) | 1.12                   | 1.18            | 1.09              | 1.20              |
| EBIT 利息保障倍数 (倍)   | 1.01                   | 0.97            | 0.94              | 0.87              |
| EBITDA 利息保障倍数 (倍) | -                      | 1.54            | 1.75              | 1.63              |
| 现金回笼率 (%)         | 87.18                  | 113.82          | 103.47            | 107.19            |
| 对外担保比率 (%)        | 13.17                  | 14.64           | 18.68             | -                 |



## 附件 4 主要指标的计算公式

| 指标名称                   | 计算公式                                                                    |
|------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 毛利率（%）                 | $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$                          |
| EBIT                   | 利润总额 + 计入财务费用的利息支出                                                      |
| EBITDA                 | EBIT + 折旧 + 摊销                                                          |
| EBITDA 利润率（%）          | $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$                              |
| 总资产报酬率（%）              | $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$                              |
| 净资产收益率（%）              | $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$                                |
| 现金回笼率（%）               | $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                      |
| 资产负债率（%）               | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$                                |
| 债务资本比率（%）              | $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$             |
| 总有息债务                  | 短期有息债务 + 长期有息债务                                                         |
| 短期有息债务                 | 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债（应付短期债券）+ 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款（付息项）+ 其他短期有息债务        |
| 长期有息债务                 | 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款（付息项）+ 其他长期有息债务                                      |
| 担保比率（%）                | $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$                               |
| 经营性净现金流/流动负债（%）        | $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$ |
| 经营性净现金流/总负债（%）         | $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$ |
| 存货周转天数 <sup>11</sup>   | $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$                                  |
| 应收账款周转天数 <sup>12</sup> | $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$                                |
| 流动比率                   | $\text{流动资产} / \text{流动负债}$                                             |
| 速动比率                   | $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$                               |
| 现金比率（%）                | $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$             |
| 扣非净利润                  | 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)          |
| 可变现资产                  | 总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产                               |
| EBIT 利息保障倍数（倍）         | $\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$                     |
| EBITDA 利息保障倍数（倍）       | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$                   |
| 经营性净现金流利息保障倍数（倍）       | $\text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$                |

<sup>11</sup> 一季度取 90 天。<sup>12</sup> 一季度取 90 天。



附件 5 信用等级符号和定义

5-1 一般主体评级信用等级符号及定义

| 信用等级 |    | 定义                              |
|------|----|---------------------------------|
| AAA  |    | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA   |    | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| A    |    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| BBB  |    | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| BB   |    | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。   |
| 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。                         |
| 展望   | 正面 | 存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。      |
|      | 稳定 | 信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。      |
|      | 负面 | 存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。      |

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

5-2 中长期债项信用等级符号及定义

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

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