信用评级公告

联合〔2021〕4501 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，“21 水发 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：

二〇二一年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

水发集团有限公司
公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
21 水发 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 水发 01	10 亿元	10 亿元	2026/05/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“21 水发 01”期限为 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：2021 年 6 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点

水发集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省唯一的省级水务投资运营主体，业务具有区域专营优势。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度提升；在资产划转、财政补贴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”）关注到公司水务及燃气产能利用率较低；面临一定的资金支出压力；公司债务快速增长且债务负担重、面临较大的集中偿付压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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“21水发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外部发展环境。2020 年，山东省实现地区生产总值 73129.0 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%；完成一般公共预算收入 6559.9 亿元，比上年增长 0.5%。
2. **水务业务具有区域垄断优势，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资产划转、财政补贴方面的支持。
3. **跟踪期内公司资产和收入规模大幅度提升。**受益于公司业务规模持续扩大，截至 2020 年底，公司合并资产总额 1417.74 亿元，较上年底增长 32.33%；2020 年，公司实现营业收入 452.29 亿元，同比增长 111.97%。

分析师：

薛琳霞　登记编号（R0150220120065）

车兆麒　登记编号（R0150221020003）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

关注

1. **水务及燃气业务产能利用率较低。**截至 2021 年 3 月底，公司水务及燃气业务产能利用率不足 50%，处于较低水平，未来产能释放仍需要一定时间。
2. **面临一定资金支出压力。**公司在建和拟建项目尚需一定投资规模，存在一定的资金压力。
3. **债务快速增长，债务负担重。**2019－2020 年底及 2021 年 3 月底，公司全部债务分别为 644.50 亿元、857.93 亿元和 860.68 亿元，债务增长速度快。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 77.67%和 73.03%，债务负担重。
4. **公司面临较大的集中偿付压力。**截至 2021 年 3 月底，公司 1 年内到期的有息债务为 333.6 亿元，1~3 年到期的有息债务为 286.9 亿元。
5. **公司业务扩张速度较快，面临较大的管理压力。**公司业务涉及行业较广泛且扩张速度较快，2020 年，公司合并范围新增 100 家子公司，减少 12 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	69.62	113.58	137.13	111.18
资产总额(亿元)	760.09	1071.35	1417.74	1423.72
所有者权益(亿元)	193.04	263.16	314.31	317.90
短期债务(亿元)	106.09	173.12	267.90	282.43
长期债务(亿元)	310.50	471.38	590.03	578.24
全部债务(亿元)	416.59	644.50	857.93	860.68
营业收入(亿元)	110.68	213.38	452.29	111.80
利润总额(亿元)	5.52	8.63	12.57	2.19
EBITDA(亿元)	24.83	39.83	69.79	--
经营性净现金流(亿元)	-29.98	1.04	16.14	0.48
营业利润率(%)	24.62	16.28	13.70	13.85
净资产收益率(%)	1.82	2.31	3.14	--
资产负债率(%)	74.60	75.44	77.83	77.67
全部债务资本化比率(%)	68.33	71.01	73.19	73.03
流动比率(%)	119.12	134.39	116.98	115.30
经营现金流动负债比(%)	-12.39	0.32	3.27	--
现金短期债务比(倍)	0.66	0.66	0.51	0.39
EBITDA 利息倍数(倍)	1.28	1.43	2.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.77	16.18	12.29	--
公司本部				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	194.44	316.69	360.64	348.23
所有者权益(亿元)	48.44	67.39	72.90	72.90
全部债务(亿元)	95.17	133.72	176.50	175.05
营业收入(亿元)	1.11	0.95	2.60	0.02
利润总额(亿元)	-0.68	0.10	3.69	0.05
资产负债率(%)	75.09	78.72	79.79	79.07
全部债务资本化比率(%)	66.27	66.49	70.77	70.60
流动比率(%)	146.33	151.33	120.84	121.91
经营现金流动负债比(%)	-0.33	4.95	-0.17	--

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

评级历史：

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：薛湘雯　牛兆麟

联合资信评估股份有限公司

水发集团有限公司
公开发行公司债券2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围均未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 52.06 亿元，山东省国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%、20%和 10%，公司控股股东及实际控制人为山东省国资委。

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

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

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

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

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，且均未到付息日。“20 水发集团 MTN001”和“21 水发 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。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 水发集团 MTN001	10.00	10.00	2020/10/21	3+2
21 水发 01	10.00	10.00	2021/05/06	3+2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

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

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（为剔除基

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

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

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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

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

相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

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

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

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

2. 宏观政策和经济前瞻

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

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

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，

大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 水务行业分析

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

（1）区域水资源禀赋

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

中国水资源主要来源于地表水，2020 年地表水占水资源总量的 96.39%。目前中国人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三分之一。受制于中国南北地理环境和气候差异因素，全国约五分之四的水资源集中分布在长江流域及以南地区，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。其中，部分省份（天津 2019 年人均水资源仅为 51.9 立方米/人）人均水资源量不足 1000 立方米/人，人均水资源量匮乏。

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

（2）供水行业分析

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

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

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

生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

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

（3）污水处理行业分析

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

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，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。2019 年，全国城市污水排放量 554.6 亿立方米，较 2018 年增长 6.43%。同期，全国城市污水处理能力 1.79 万立方米/日，较 2018 年增长 5.82%，显著高于同期城市供水能力增速。2019 年，全国城市污水处理率增至 96.81%，同比增长 1.32 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2019 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为 803.7 亿元，同比增长 0.13%。2017－2019 年，中国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 2057.1 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 448.7 亿元 [2]，较中国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中各类城镇污水处理及再生利用设施投资 5600 亿元目标尚有较大空间。

图 1　中国城市污水处理相关数据变动情况



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

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119 号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于 0.95 元/吨，非居民不低于 1.40 元/吨。2020 年，在全国省会城市和计划单列市中，太原市城区污水处理收费有所调整，居民用水污水处理收费标准由 0.50 元/立方米调整为 0.95 元/立方米，其他省会城市和计划单列市污水处理价格保持稳定。近年来，中国重点城市居民生活污水处理平均价格虽呈上升趋势，但该价格仅基本满足国家规定收费标准最下线，并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如拉萨、海口、深圳等地，污水处理价格处于 0.80 元/吨~0.90 元/吨，尚未满足国家规定最低收费标准 0.95 元/吨。整体看，污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

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

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

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

（4）行业政策

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

表 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

资料来源：联合资信整理

（5）行业竞争和发展趋势

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

水务企业大致可分为国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，国有地方水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。央属水务企业基于雄厚的股东背景和资金实力，通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等手段在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，进入壁垒较高。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少，主要受工艺要求高以及成本效益问题的考量影响，该类技术在国内大范围推广过程中受到一定限制。民营水务企业所占市场份额较小，主要通过PPP模式在污水处理和水环境治理领域参与竞争，面临较大投融资和回款压力。

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

受城镇污水处理提质增效等政策以及城市污水排放总量不断增长影响，未来，中国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。PPP投资模式的转变推进了水务行业市场化

改革，但同时应关注财力较弱区域污水处理费回款情况和PPP项目投资压力。“十四五”期间，通过智慧水务技术提升水务业务的竞争力，智慧水表、“供排污”一体化智慧管控系统有利于充分发挥协同管理效应，有效降低整体运营成本，将推动中国水务行业愈加成熟。

2. 区域经济环境

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

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

山东省河流分属黄、淮、海三大流域及半岛独流入海水系。全省平均河网密度为0.24千米/平方公里，干流长度在5公里以上的河流有5000多条，10公里以上的有1552条。黄河横贯菏泽、济南等9市，在东营市垦利县入海。有沂河、沭河、梁济运河、洙赵新河、东鱼河、泗河、韩庄运河、大汶河、徒骇河、马颊河、德惠新河、漳卫河、小清河、潍河、大沽河等大型河道15条。湖泊主要分布在鲁中南山丘区与鲁西平原接壤带，总面积1494平方公里，兴利库容23亿立方米，较大的湖泊有南四湖和东平湖。

南水北调东线一期工程、胶东调水工程先后建成通水，打通了跨省跨市调水大通道，形成山东“T”字型骨干水网架构，发挥了统筹调配水资源、保障干旱年份用水安全的巨大作用。建成引黄闸63座，引黄体系遍布全省13个市，有力地支撑了全省用水需求。建成水库6424座、总库容113.48亿立方米，塘坝5.15万处、拦蓄库容12.3亿立方米，水闸5090座，泵站9396座；规模以上地下水源地212处，取水井919.6万眼，构建形成星罗棋布的水源工程体系。科学利用非常规水源，日淡化海水能力20万吨左右，年污水总处理量36.33亿立方米。[3]

根据《2020年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2020年，山东省实现生产总值73129.0亿元，按可比价格计算，比上年增长3.6%。分产业看，第一产业增加值5363.8亿元，增长2.7%；第二产业增加值28612.2亿元，增长3.3%；第三产业增加值39153.1亿元，增长3.9%。三次产业结构由上年的7.3：39.9：52.8调整为7.3：39.1：53.6。

根据《关于山东省2020年预算执行情况和2021年预算草案的报告》，2020年，山东省完成一般公共预算收入6559.9亿元，比上年增长0.5%，其中，税收收入4757.6亿元，税收占比为72.53%；同期，山东省一般公共预算支出11231.17亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为58.41%。2020年，山东省政府性基金收入为7278.99亿元，比上年增长8%。截至2020年底，山东省政府债务限额为17899.6亿元，政府债务余额16591.8亿元，其中，一般债务余额7054.7亿元，专项债务余额9537.1亿元。

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

六、基础素质分析

公司是山东省唯一的省级水务运营主体，跟踪期内持续得到政府在资产划转和财政补贴方面的有力支持。

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

[3] 资料来源：山东省水利厅公布数据

具有专营优势。

跟踪期内，公司持续获得政府的大力支持。资产划转方面，2020年，山东华泰保尔水务农业装备工程有限公司及山东化工职业学院的股权无偿划入公司，部分国有企业职工家属区“三供一业”相关资产无偿划入公司子公司山东水投集团有限公司，共增加公司资本公积0.63亿元。财政补贴方面，2020年及2021年1－3月，公司获得政府补助4.71亿元和1.25亿元，计入“其他收益”。

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

截至 2021 年 5 月 27 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。

八、经营分析

1. 经营概况

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

2020 年，公司实现营业收入 452.29 亿元，同比增长 111.97%，主要系水利施工收入、清洁能源收入和现代农业收入增长所致。受益于业务拓展，2020 年，公司水利施工收入同比增长 61.23%至 83.89 亿元。同期，公司供水调水收入 17.99 亿元，同比增长 28.82%，主要系新建和并购的水库和水厂陆续投入运营以及调水工程收入增加所致。由于污水处理厂陆续达产达效以及污水处理施工收入增加，2020 年，公司污水处理收入 10.69 亿元，同比增长 96.67%。2020 年，公司清洁能源收入 141.32 亿元，同比大幅增加 98.04 亿元，主要系项目逐步投产以及风力施工收入、光伏施工收入、天然气加工、供应及设备制造收入增加所致。受益于公司对外投资力度不断增强及投产项目不断增加，2020 年，公司清洁能源收入和环境环保收入大幅增加，分别为 141.32 亿元和 29.68 亿元，分别同比增加 98.04 亿元和 21.29 亿元。2020 年，现代农业收入 128.75 亿元，同比增加 74.26 亿元，主要系棉花贸易收入大幅增加所致。受新冠疫情以及业务板块调整的影响，2020 年，公司文化旅游收入 1.50 亿元，同比下降 83.13%。同期，受医院资产剥离的影响，公司医疗康养收入 0.25 亿元，同比下降 95.83%。2020 年，公司地产收入 23.79 亿元，同比增长 32.78%，主要系公司交付项目有所增长所致。公司其他业务收入主要来自货物购销、招标代理、水利咨询、垃圾处理和管网制造等，2020 年为 14.43 亿元，同比增加 11.43 亿元，主要系业务板块调整所致。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率为 14.67%，同比下降 2.75 个百分点，主要系公司水利施工业务和清洁能源业务毛利率下降所致。2020 年，公司水利施工毛利率为 14.09%，同比下降 5.50 个百分点，主要系新冠疫情造成的项目停工导致项目间接成本增加。受不同类型以及处在不同运营阶段的清洁能源项目毛利率差异较大以及新冠疫情的影响，2020 年，公司清洁能源业务毛利率同比下降 3.14 个百分点至 15.81%。同期，公司医疗康养业务毛利率为 14.78%，同比增长 4.71 个百分点，主要系公司新涉足的中草药种植加工业务毛利率较高所致。2020 年，公司供水调水业务、污水处理业务、环境环保业务、现代农业业务、文化旅游业务和地产业务毛利率同比变化不大。2020 年，公

司其他业务毛利率为 38.85%，同比增长 11.21 个百分点，主要系业务板块调整所致。

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

表 4　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	项目	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水务环境	水利施工	52.04	24.39	19.59	83.89	18.55	14.09	17.99	16.09	15.90
	供水调水	13.96	6.54	47.55	17.99	3.98	48.16	3.87	3.46	45.54
	污水处理	5.44	2.55	31.80	10.69	2.36	31.95	2.68	2.40	30.16
	清洁能源	43.28	20.28	18.94	141.32	31.25	15.81	31.67	28.33	15.87
	环境环保	8.39	3.93	5.85	29.68	6.56	7.76	9.29	8.31	6.18
现代农业		54.50	25.54	3.95	128.75	28.47	4.91	34.18	30.57	4.22
文化旅游	文化旅游	8.88	4.16	24.14	1.50	0.33	26.34	0.28	0.25	21.58
	医疗康养	5.99	2.81	10.07	0.25	0.06	14.78	0.14	0.13	15.14
	地产	17.92	8.40	23.40	23.79	5.26	23.00	4.36	3.90	21.51
其他		3.00	1.40	27.64	14.43	3.19	38.85	7.34	6.57	38.14
合计		**213.38**	**100.00**	**17.42**	**452.29**	**100.00**	**14.67**	**111.80**	**100.00**	**14.57**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

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。跟踪期内，该业务收入持续增长。

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目。

公司项目均通过公开招投标的方式取得，承接项目区域主要在山东省。2020 年，公司新签项目数量为 327 个，同比增加 150 个；新签项目金额为 88.90 亿元及 0.02 亿美元，同比增加 53.43 亿元及同比减少 2.82 亿美元。2021 年 1－3 月，公司新签项目 72 个，签约金额 9.94 亿元，截至 2021 年 3 月底，公司未完工项目数量 187 个。

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

表 5　截至 2021 年 3 月底公司重点实施的水利施工项目投资情况（单位：亿元）

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

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

回款方面，公司按月或季度与业主方结算进度款，在工程项目竣工验收合格后，由业主方支付除质量保证金以外的剩余应付工程款项。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。

2020 年，公司实现水利施工收入 83.89 亿元，同比增长 61.23%，主要系业务拓展所致；同期，水利施工业务毛利率为 14.09%，同比下降 5.50 个百分点，主要系新冠疫情造成的项目停工导致项目间接成本增加。2021 年 1－3 月，公司水利施工收入为 17.99 亿元，毛利率为 15.90%。

供水调水

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

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

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

公司水库充水水源主要为黄河水、胶东调水。

截至 2021 年 3 月底，公司拥有 94 个原水泵站和 53 个供水厂，公司管理的原水管网和终端供水管网长度为 9988.01 公里。

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

表 6　公司供水业务主要经营指标

（单位：万吨、元/吨、%）

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

资料来源：公司提供

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

2020 年，公司实现供水调水收入 17.99 亿元，同比增长 28.82%，主要系新建和并购的水库和水厂陆续投入运营以及调水工程收入增加所致；同期，毛利率为 48.16%，较上年变化不大。2021 年 1－3 月，公司供水调水收入为 3.87 亿元，毛利率为 45.54%。

污水处理

公司污水处理业务在山东省内具有较强的区域专营优势，跟踪期内，受益于公司并购力度增强，污水处理能力和实际处理量不断增长，公司污水处理收入快速增长。

公司自2014年开展污水处理业务，污水处理项目包含居民污水处理项目、一般工业污水处理项目和垃圾渗滤液处理项目。由于公司对外投资力度增强，跟踪期内，公司拥有的污水处理厂数量逐年增多，实际污水处理量逐年增长。截至2021年3月底，公司拥有城市污水处理厂32座，分布在山东省各地市以及福建省、吉林省和山西省等地，年污水处理能力达4.24亿吨。2020年，公司产能利用率为79.91%。

表 7　公司污水处理业务主要经营指标

（单位：座、万吨）

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

资料来源：公司提供

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

2020年，公司实现污水处理收入10.69亿元，同比增长96.67%，主要系污水处理厂陆续达产达效以及污水处理施工收入增加所致；同期，毛利率为31.95%，较上年变化不大。2021年1－3月，公司污水处理收入为2.68亿元，毛利率为30.16%。

清洁能源

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

① 燃气业务

公司的燃气业务主要来自于并购的燃气公司的业务，跟踪期内，受新冠疫情影响，公司燃气业务收入有所下降。目前公司燃气项目产能利用率较低，未来随着新建项目产能进一步释放，公司的燃气业务收入有望提升。

公司自 2017 年开始以并购的方式进入燃

气业务领域，2019 年公司以 14.85 亿元并购大连派思燃气系统股份有限公司（以下简称“派思股份”，股票代码 603318.SH）。截至 2021 年 3 月底，公司运营的城市天然气项目覆盖山东省烟台市、菏泽市、东营市等地区，拥有上述区域的特许经营权平均在 30 年左右。

公司气源主要直接采购自中国石油天然气股份有限公司、中国石油化工股份有限公司、中国海洋石油有限公司及其下属单位，少量采购自其他天然气供应商。采购价按各省物价部门核发的届时天然气价格确定，2020 年，平均采购单价受业务区域变化情况影响，同比有所下降。采购结算方式以电汇为主。2020 年，公司燃气采购量 2.33 亿立方米，同比下降 11.86%，主要系新冠疫情影响。

表 8　公司燃气业务经营情况

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

资料来源：公司提供

天然气销售方面，2020 年，公司天然气供应户数 3.42 万户，同比增长 10.62%，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，平均销售单价同比有所下降。销售量方面，2020 年，公司燃气销售量 2.30 亿立方米，同比下降 10.05%，主要系新冠疫情影响。公司燃气业务产能利用率较低，新建项目产能未能完全释放。

② 其他清洁能源

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

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

公司生物质发电项目主要用于满足山东省、山西省、黑龙江省、吉林省和河南省内用电，公司持有的生物质项目以农作物秸秆为主体燃料，辅助燃料包括稻壳、玉米芯等林业剩余物，燃料供应渠道包括农户和农民合作组织。截至 2020 年底，公司已投产生物质发电项目装机容量达到 44.80 万千瓦。公司生物质电站发电量实行全额上网，上网电价（标杆电价+补贴电价）为 0.75 元/千瓦时。2020 年，生物质发电项目发电量和电力销售收入较上年有所增长，分别为 15.12 亿千瓦时和 9.81 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司生物质能发电项目装机容量达到 50.80 万千瓦，2021 年 1—3 月，生物质能发电量 3.89 亿千瓦时。

表 9　公司生物质发电和水力发电已投产项目情况

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

资料来源：公司提供

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

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

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

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

2020 年，公司清洁能源收入 141.32 亿元，同比大幅增加 98.04 亿元，主要系项目逐步投产以及风力施工收入、光伏施工收入、天然气加工、供应及设备制造收入增加所致。

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

2020 年，公司现代农业板块收入 128.75 亿元，同比增长 136.27%，主要系棉花贸易收入大幅增长所致；同期，毛利率为 4.91%，较上年变化不大。2021 年 1－3 月，公司现代农业板块收入为 34.18 亿元，毛利率为 4.22%。

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

（3）文化旅游板块

受新冠疫情及业务板块调整影响，跟踪期内，公司文化旅游业务收入大幅下降。同期，受医院资产剥离的影响，公司医疗康养业务收入大幅下降。公司房地产业务仅开发存量项目，未来不再新增；公司在建和储备房地产项目尚需投资规模较大，房地产项目仍将对公司未来一段时间的收入形成支撑，但同时也面临一定的资金支出压力。

文化旅游业务方面，2018 年公司收购易达（福建）旅游集团有限公司进入文化旅游领域。截至 2020 年底，公司拥有云顶景区和洞都景区

2个文化旅游项目，其中云顶景区是国家AAAA级旅游景区，洞都景区收入规模较小。2020年，云顶景区和洞都景区分别实现客流量10.22万人次和5.33万人次。2020年，公司实现文化旅游业务收入1.50亿元，同比下降83.13%，主要系新冠疫情以及业务板块调整影响；同期，毛利率为26.34%，较上年变化不大。2021年1－3月，公司文化旅游业务收入为0.28亿元，毛利率为21.58%。

医疗康养业务方面，公司自2014年通过并购方式控股山东省县级医院进入医疗行业，2019年底，公司完成了所有医院资产的剥离（当地政府以土地出资置换）。2020年，公司实现医疗康养业务收入0.25亿元，同比下降95.83%，主要系医院资产剥离所致；同期，毛利率为14.78%。2021年1－3月，公司医疗康养业务收入0.14亿元，主要为中医药、医疗器械等销售收入，毛利率为15.14%。

房地产业务方面，公司主要通过招拍挂取得地块，进行房地产开发建设。截至2021年3月底，公司共有26个房地产项目，主要位于山东省内，总投资263.65亿元，已完成投资153.64亿元，尚需投资110.01亿元，已确认收入93.64亿元，已回款（含预售款）124.40亿元。2020年，公司实现房地产业务收入23.79亿元，同比增长32.78%，主要系公司交付项目有所增长所致；同期，毛利率为23.00%，较上年变化不大。2021年1－3月，公司房地产业务收入为4.36亿元，毛利率为21.51%。

表10　截至2021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	项目总投资	已完成投资	销售及回款情况			
						总建筑面积	总可销售面积	确认销售收入	已回款（含预售款）
和润幸福城项目	山东济南	住宅+商业	2014.04－2018.11	16.43	16.43	33.43	30.96	21.03	21.01
府前一品项目	山东菏泽	住宅+商业	2014.08－2018.12	3.40	3.40	10.31	9.89	3.84	3.84
水发润城	山东青岛	住宅+商业	2017.08－2019.12	1.86	1.76	3.98	2.49	2.10	2.20
水发·澜悦龙城	山东枣庄	住宅+商业	2017.07－2020.08	9.83	7.96	23.40	14.81	9.10	9.18
和润·尚东企业公馆项目	山东济南	商业	2018.05－2020.12	9.00	6.41	15.10	14.17	6.06	5.31
水发领秀府	山东菏泽	住宅+商业	2019.11－2022.06	7.85	2.38	14.03	13.56	0.00	0.45
海韵广场	山东潍坊	商业写字楼	2017.09－2022.07	2.00	1.38	6.90	6.75	0.17	0.24
桃李春风	山东济南	住宅	2018.06－2021.12	14.56	11.26	8.08	7.91	1.97	1.83
龙田文旅小镇	山东济南	住宅+商业	2019.12－2022.12	7.83	4.63	4.43	4.14	4.73	1.53
报恩文旅小镇	四川平武	住宅+商业	2020.07－2025.07	15.00	3.32	8.31	7.89	1.83	1.14
平南农旅小镇	四川平武	商业	2020.09－2025.09	4.18	0.53	24.64	23.64	0.43	0.04
枣庄市金融中心项目	山东枣庄	住宅	2019.04－2021.12	3.00	1.80	3.50	3.00	0.00	0.00
泰山院子	山东泰安	住宅	2018.05－2023.09	38.99	21.65	44.34	27.40	10.17	14.55
水发·颐和园	山东枣庄	住宅+商业	2018.07－2021.08	13.14	10.18	27.18	18.82	0.00	10.46
水辰·君悦府	山东枣庄	住宅+商业	2018.04－2021.03	13.75	11.42	36.80	25.07	6.07	18.46
学府春天	山东济宁	住宅+商业	2018.09－2020.10	2.08	1.15	5.36	4.60	0.87	0.95
水发·澜悦风城	山东枣庄	住宅+商业	2019.10－2023.06	17.47	9.65	33.97	31.76	0.00	9.23
水发信息小镇	山东济南	住宅+商业	2020.03－2024.06	15.08	5.77	22.90	17.00	0.00	0.19
淮海智慧科技产业园	江苏徐州	产业园	2021.01－2023.11	7.70	1.63	5.10	2.55	0.00	0.00
澜悦华庭		住宅				5.96	4.34	0.00	0.00
嘉善壹号	山东菏泽	住宅+商业	2018.05－2021.04	5.44	3.71	11.87	8.72	2.66	2.42
菏泽城投天香府	山东菏泽	住宅+商业	2018.03－2020.12	11.31	7.68	24.38	18.34	5.16	5.46

君安天源啤酒小镇	山东鄄城	住宅+商业	2018.03－2020.12	11.32	7.20	22.02	17.92	9.24	7.70
水发·江南印象	山东菏泽	住宅+商业	2018.09－2020.12	4.73	4.22	10.16	8.59	2.48	1.97
水发阳光绿城	山东菏泽	商住用房	2018.05－2020.12	16.50	8.12	50.40	37.20	5.73	6.24
水发·和山	山东济南	住宅	2021.06－2023.01	11.20	0.00	5.60	5.80	0.00	0.00
合计				**263.65**	**153.64**	**462.15**	**367.32**	**93.64**	**124.40**

资料来源：公司提供

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

3. 未来发展

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

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

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

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报表，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司合计 24 家。2020 年，公司合并范围新增 100 家子公司，减少 12 家子公司；2021 年 1－3 月，公司合并范围新增 3 家子公司。公司合并范围变化较大，对财务数据可比性造成较大影响。

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

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

2. 资产质量

随着各项业务的快速扩张，跟踪期内，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。公司整体资产质量较好，但需关注在建项目投运后的经营情况、并购项目收益情况及商誉减值风险。

截至2020年底，公司合并资产总额1417.74亿元，较上年底增长32.33%，主要系应收账款、固定资产和在建工程增长所致。其中，流动资产占40.68%，非流动资产占59.32%，资产结构以非流动资产为主。

表 11　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	107.35	10.02	132.84	9.37	108.24	7.60
应收账款	84.58	7.89	143.71	10.14	141.10	9.91
存货	172.23	16.08	139.30	9.83	147.95	10.39
流动资产	**430.14**	**40.15**	**576.73**	**40.68**	**568.30**	**39.92**
固定资产	211.32	19.72	313.90	22.14	331.27	23.27
在建工程	208.65	19.48	247.40	17.45	245.10	17.22
无形资产	113.37	10.58	142.05	10.02	145.31	10.21
非流动资产	**641.22**	**59.85**	**841.01**	**59.32**	**855.42**	**60.08**
资产总额	**1071.35**	**100.00**	**1417.74**	**100.00**	**1423.72**	**100.00**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

截至2020年底，公司流动资产576.73亿元，较上年底增长34.08%，主要系货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和合同资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占23.03%）、应收账款（占24.92%）、预付款项（占8.93%）、存货（占24.15%）构成。截至2020年底，公司货币资金132.84亿元，较上年底增长23.74%，其中受限资金46.99亿元，受限比例为35.37%，主要为银行承兑汇票保证金及用于担保的定期存款或通知存款等，公司货币资金受限比例较高。截至2020年底，公司应收账款143.71亿元，较上年底增长69.92%，主要系合并范围变化所致，累计计提坏账8.78亿元；应收账款账龄以1年以内（含1年）为主；应收账款前五大欠款方合计金额为12.88亿元，占比为8.46%，集中度低。截至2020年底，公司预付款项51.50亿元，较上年底增长95.41%，主要系合并范围变化以及预付工程款增加所致。截至2020年底，公司其他应收款47.13亿元，较上年底增长284.92%，主要系合并范围变化所致；其他应收款主要为往来款、应收电费补贴及保证金等，共计提坏账准备9.67亿元，其他应收款前五大欠款方合计金额为9.46亿元，占比为16.83%，集中度低。截至2020年底，公司存货139.30亿元，较上年底下降19.12%，主要系会计准则调整所致；存货主要由自制半成品及在产品和库存商品（产成品）构成，累计计提跌价准备0.33亿元。截至2020年底，公司新增合同资产29.04亿元，为幕墙及新能源工程施工项目成本。

截至 2020 年底，公司非流动资产 841.01 亿元，较上年底增长 31.16%，主要系固定资产、在建工程和无形资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 37.32%）、在建工程（占 29.42%）、无形资产（占 16.89%）、商誉（占 5.52%）构成。截至 2020 年底，公司固定资产 313.90 亿元，较上年底增长 48.54%，主要系并购水厂、电站等资产所致；固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 87.80 亿元。截至 2020 年底，公司在建工程 247.40 亿元，较上年底增长 18.57%，主要系在建发电站及供水设施持续投入所致；在建工程主要由发电站、供水及污水处理设施构成，累计计提减值准备 0.86 亿元。截至 2020 年底，公司无形资产 142.05 亿元，较上年底增长 25.30%，主要系公司土地使用权和特许权增长所致；无形资产主要由土地使用权和特许权构成，累计摊销 16.94 亿元，计提减值准备 68.27 万元。截至 2020 年底，公司商誉 46.38 亿元，较上年底增长 70.60%，主要系公司合并多家子公司所致，计提减值准备 0.60 亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额

1423.72亿元，资产规模和结构均较上年底变化不大。

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

3. 负债和所有者权益

受益于其他权益工具和少数股东权益的增加，跟踪期内，公司所有者权益快速增长；所有者权益中少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。随着公司合并范围扩大及在建项目持续投入，跟踪期内，公司有息债务快速增长，债务负担重，未来面临较大的集中偿付压力。

所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益314.31亿元，较上年底增长19.44%，主要系少数股东权益增加所致。公司所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和少数股东权益分别占16.56%、10.08%、16.42%和54.05%，所有者权益结构稳定性一般。截至2020年底，公司实收资本52.06亿元，较上年底无变化；公司其他权益工具31.69亿元，较上年底增长39.48%，主要系公司发行“20鲁水发集团ZR001”和“交银国信·融诚281号集合资金信托”所致；公司资本公积51.60亿元，较上年底下降9.02%，主要系前期差错更正所致；公司少数股东权益169.88亿元，较上年底增长36.99%，主要系合并范围子公司增加所致。

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

表12 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	金额	金额	占比	金额	占比
实收资本	52.06	19.78	52.06	16.56	52.06	16.38
其他权益工具	22.72	8.63	31.69	10.08	33.93	10.67
资本公积	56.72	21.55	51.60	16.42	51.76	16.28
归属于母公司权益	139.15	52.88	144.44	45.95	146.89	46.21
少数股东权益	124.01	47.12	169.88	54.05	171.01	53.79
所有者权益	263.16	100.00	314.31	100.00	317.90	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

负债

截至2020年底，公司负债总额1103.43亿元，较上年底增长36.53%，主要系应付账款、一年内到期的非流动负债、长期借款和长期应付款增长所致。其中，流动负债占44.68%，非流动负债占55.32%。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	88.76	10.98	110.32	10.00	113.03	10.22
应付票据	30.90	3.82	43.72	3.96	38.86	3.51
应付账款	53.23	6.59	101.46	9.20	88.59	8.01
预收款项	36.68	4.54	48.26	4.37	39.33	3.56
其他应付款	45.64	5.65	58.40	5.29	63.73	5.76
一年内到期的非流动负债	53.46	6.62	113.86	10.32	130.54	11.80
流动负债	**320.06**	**39.60**	**493.03**	**44.68**	**492.87**	**44.57**

长期借款	229.02	28.34	284.53	25.79	268.19	24.25
应付债券	155.05	19.18	166.75	15.11	173.46	15.69
长期应付款	88.85	10.99	138.75	12.57	138.47	12.52
非流动负债	**488.14**	**60.40**	**610.40**	**55.32**	**612.95**	**55.43**
负债总额	**808.20**	**100.00**	**1103.43**	**100.00**	**1105.82**	**100.00**

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

截至 2020 年底，公司流动负债 493.03 亿元，较上年底增长 54.04%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 22.38%）、应付票据（占 8.87%）、应付账款（占 20.58%）、预收款项（占 9.79%）、其他应付款（占 11.85%）、一年内到期的非流动负债（占 23.09%）构成。截至 2020 年底，公司短期借款 110.32 亿元，较上年底增长 24.29%，主要系保证借款增长所致。截至 2020 年底，公司应付票据 43.72 亿元，较上年底增长 41.50%，主要系公司票据结算规模增加所致。截至 2020 年底，公司应付账款 101.46 亿元，较上年底增长 90.61%，主要系合并范围变化及业务扩张所致；应付账款账龄以 1 年以内（含 1 年）为主。截至 2020 年底，公司预收款项 48.26 亿元，较上年底增长 31.57%，主要系预收的货款及工程款增加所致。截至 2020 年底，公司其他应付款 58.40 亿元，较上年底增长 27.95%，主要系公司应付押金、质保金、保证金及股权转让款增长所致。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 113.86 亿元，较上年底增长 112.97%，主要系一年内到期的应付债券和长期应付款增长所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 610.40 亿元，较上年底增长 25.05%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 46.61%）、应付债券（占 27.32%）、长期应付款（占 22.73%）构成。截至 2020 年底，公司长期借款 284.53 亿元，较上年底增长 24.24%，主要系质押借款、抵押借款和保证借款增长所致。截至 2020 年底，公司应付债券 166.75 亿元，较上年底增长 7.54%，主要系公司发行“20 水发集团 SCP004”“20 水发集团 SCP005”“20 水发集团 MNT001”“20 水发 D1”“20 水发 01”“水发国际海外债”和“20 众兴 01”所致。截至 2020 年底，公司长期应付款 138.75 亿元，较上年底增长 56.17%，主要系公司应付融资租赁款增长所致，其中的有息部分已纳入长期债务核算。

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务 857.93 亿元，较上年底增长 33.12%，其中短期债务占 31.23%，长期债务占 68.77%。从债务指标来看，截至 2020 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分别为 77.83%、73.19%和 65.24%，较上年底分别提高 2.39 个百分点、提高 2.18 个百分点和提高 1.07 个百分点。公司整体债务负担重。

表 14　公司债务情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表、提供资料整理

截至2021年3月底，公司负债总额1105.82亿元，负债规模和结构均较上年底变化不大。截至2021年3月底，公司全部债务860.68亿元，其中短期债务占32.82%，长期债务占67.18%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.67%、73.03%和

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

从债务期限看，截至2021年3月底，公司1年内到期的有息债务为333.6亿元，1~3年到期的有息债务为286.9亿元，公司存在较大的集中偿付压力。

4．盈利能力

随着公司快速扩张，跟踪期内，公司营业收入快速增长，期间费用控制能力有所提升，2020 年利润总额主要来自补贴收入和非经常性损益。

2020 年，公司实现营业收入 452.29 亿元，同比增长 111.97%；营业成本 385.92 亿元，同比增长 119.02%；营业利润率为 13.70%，同比下降 2.58 个百分点。

表 15　公司盈利情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年，公司期间费用 59.12 亿元，同比增长 71.95%，主要由管理费用和财务费用构成。2020 年，公司期间费用率为 13.07%，同比下降 3.04 个百分点，公司期间费用控制能力有所提升。

2020 年，公司利润总额 12.57 亿元，同比增长 45.62%。2020 年，公司其他收益 4.71 亿元，主要为公司收到的政府补贴；公司投资收益 5.61 亿元，主要为处置长期股权投资产生的投资收益和债权投资处置收益；营业外收入 4.34 亿元，主要为受让股权支付对价收益。

从盈利指标来看，2020 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 13.70%、3.11%、3.14%，同比分别下降 2.58 个百分点、提高 0.73 个百分点、提高 0.83 个百分点。

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

5．现金流

跟踪期内，受益于业务规模的增加，公司经营活动现金流净流入规模持续增长，收现质量好；由于对外投资力度较大，公司投资活动现金流持续大规模净流出，公司对外融资依赖性较高。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 561.45 亿元，同比增长 80.29%，主要系合并范围扩大及业务规模增加所致；经营活动现金流出 545.30 亿元，同比增长 75.70%，主要系合并范围扩大及经营业务支出增加所致。2020 年，公司经营活动现金净流入 16.14 亿元，同比增加 15.10 亿元。2020 年，公司现金收入比为 108.26%，同比提高 7.60 个百分点，收入实现质量好。

表16　公司现金流情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动

现金流入 48.70 亿元，同比增长 199.92%，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增长所致；投资活动现金流出 181.77 亿元，同比增长 35.64%，主要系投资支付的现金及支付其他与投资活动有关的现金增长所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 133.07 亿元。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 573.51 亿元，同比增长 35.14%，主要系公司融资规模增加所致；筹资活动现金流出 457.93 亿元，同比增长 64.44%，主要系公司偿还债务规模增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入 115.58 亿元，同比下降 20.78%。

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

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较差，长期偿债能力指标较好。考虑到公司作为山东省唯一的省级水务投资运营主体，获得有力的外部支持，且间接融资渠道通畅，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别为 116.98%和 88.72%。截至 2021 年 3 月底，上述指标分别为 115.30%和 85.29%。截至 2020 年底，公司经营现金流动负债比率为 3.27%。2020 年底及 2020 年3月底，公司现金短期债务比为0.51倍和0.39倍。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 69.79 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.23 倍，全部债务/EBITDA 为 12.29 倍。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

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

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要集中于子公司；母公司所有者权益质量尚可，债务负担重。

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

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

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

2020年，母公司营业收入为2.60亿元，利润总额为3.69亿元。

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

十、存续期内债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司存续债券余额共170.00亿元；若“18水发01”和“18水发02”在存续期第3年投资者选择全部回售，则2021年内到期的存续债券余额为75.00亿元，达到存续债券待偿本金峰值。截至2020年底，公司现金类资产137.13亿元，若剔除受限货币资金后则为90.14亿元；2020年经营活动现金流入量、

经营活动现金流净额和EBITDA分别为561.45亿元、16.14亿元和69.79亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的7.49倍、0.22倍和0.93倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表17　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
2021 年到期债券余额	70.00
未来待偿债券本金峰值	70.00
2020 年底剔除受限货币资金的现金类资产/2021 年到期债券余额	1.20
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	7.49
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.22
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.93

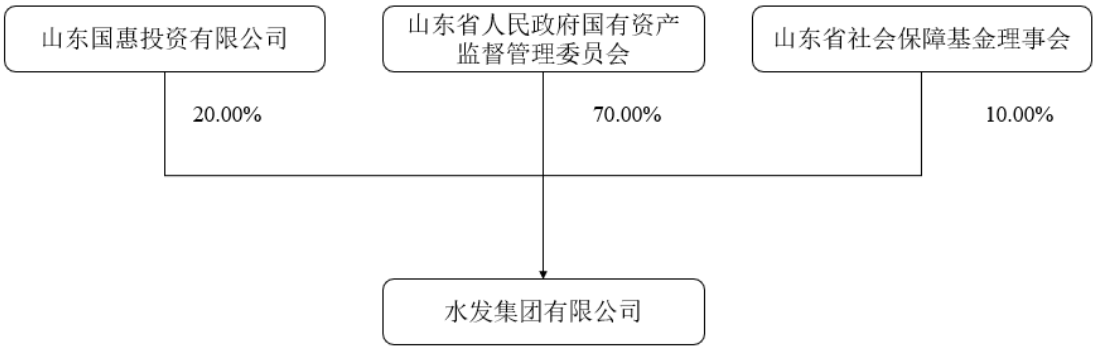
资料来源：联合资信整理

总体看，公司剔除受限货币资金的现金类资产对2021年内到期债券的保障能力一般；公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力较强，公司经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力弱，仍面临一定集中兑付压力。

十一、 结论

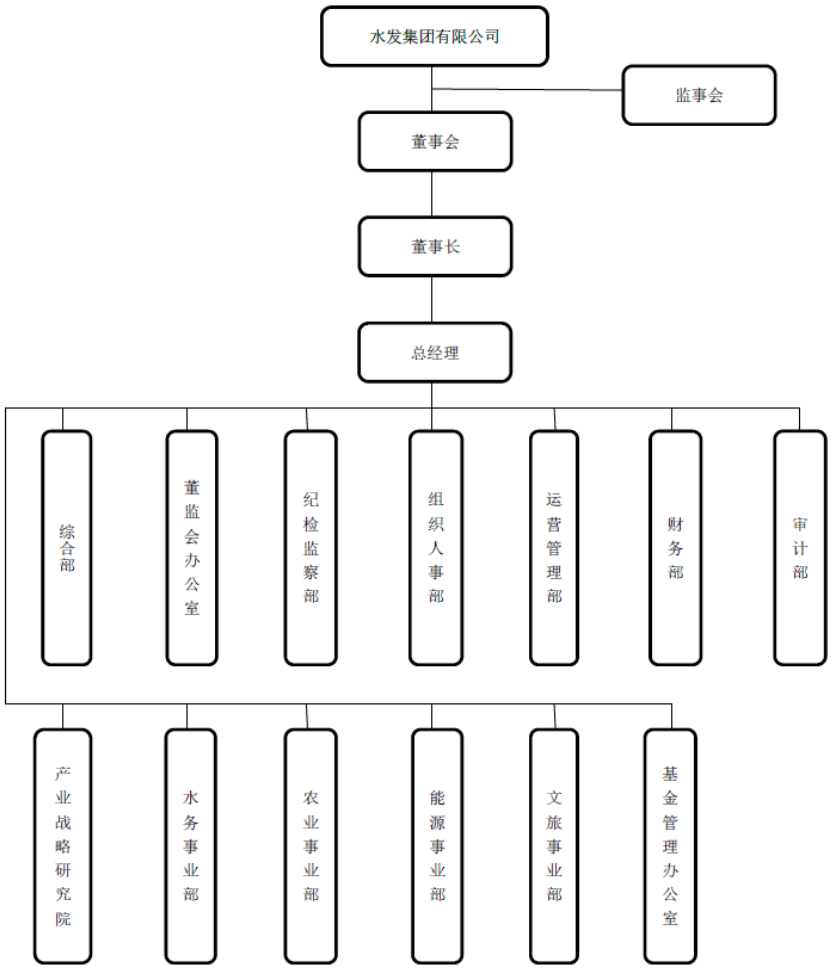
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“21水发01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司一级子公司情况

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

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

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

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

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

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

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

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。