

信用等级公告

联合（2020）1936号

联合资信评估有限公司通过对水发集团有限公司及其拟发行的2020年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定水发集团有限公司主体长期信用等级为AAA，水发集团有限公司2020年度第一期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



水发集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2020 年 6 月 29 日

债项概况:

本期中期票据发行规模: 基础发行金额 5.00 亿元, 发行上限 15.00 亿元

本期中期票据期限: 3+2 年, 附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式: 按年计息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还公司有息债务

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	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	
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	
政府支持			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运营主体, 业务具有区域专营优势。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司评级反映了公司外部发展环境良好, 持续获得有力的外部支持。同时, 联合资信也关注到, 公司水务及燃气产能利用率较低, 面临一定的资金支出压力, 公司债务增长速度快且债务负担重和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, 随着水利施工项目的逐步推进和并购项目投产, 公司盈利能力有望进一步提高, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行上限的保障能力强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险极小, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 公司水务业务具有区域垄断优势。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。
2. 公司外部发展环境良好。近年来, 山东省经济持续增长, 为公司发展提供了良好的外部发展环境。
3. 公司获得有力的外部支持。2017—2019 年及 2020 年 1—3 月, 公司合计收到政府注资 23.11 亿元, 收到财政补贴合计 4.72 亿元。

关注

1. 公司水务及燃气业务产能利用率较低。截至 2019 年底, 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. 公司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, 面临一定的资金压力。
3. 公司债务增长速度快且债务负担重。2017—2019 年, 公司调整后全部债务分别为 266.52 亿元、416.59 亿元和 644.50 亿元, 债务增长速度快, 截至 2019 年底, 公司

分析师：霍正泽 高志杰
 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

资产负债率和调整后全部债务资本化比率分别为 75.45% 和 71.01%，债务负担重。

4. 公司面临较大的集中偿付压力。2020—2023 年到期债务规模分别为 173.12 亿元、86.84 亿元、116.62 亿元和 33.47 亿元，面临较大的集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	48.96	69.62	113.58	115.55
资产总额(亿元)	474.55	760.09	1071.35	1110.43
所有者权益(亿元)	95.79	193.04	263.07	278.03
短期债务(亿元)	54.37	106.09	173.12	190.93
长期债务(亿元)	183.23	249.65	384.07	391.71
全部债务(亿元)	237.59	355.74	557.19	582.65
营业收入(亿元)	57.82	110.68	213.38	46.78
利润总额(亿元)	0.99	5.52	8.63	2.16
EBITDA(亿元)	12.97	24.83	39.83	--
经营性净现金流(亿元)	-33.17	-29.98	1.04	-1.47
营业利润率(%)	22.28	24.62	16.28	18.60
净资产收益率(%)	1.12	1.82	2.31	--
资产负债率(%)	79.81	74.60	75.45	74.96
全部债务资本化比率(%)	71.27	64.82	67.93	67.70
流动比率(%)	114.05	119.12	134.39	139.48
经营现金流负债比(%)	-20.94	-12.39	0.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.93	1.28	1.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.31	14.32	13.99	--
现金短期债务比(倍)	0.90	0.66	0.66	0.61
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	149.89	194.44	316.69	317.36
所有者权益(亿元)	39.29	48.44	67.39	69.76
全部债务(亿元)	71.79	95.17	133.72	158.60
营业收入(亿元)	0.66	1.11	0.95	0.29
利润总额(亿元)	-0.91	-0.68	0.10	0.20
资产负债率(%)	73.79	75.09	78.72	78.02
全部债务资本化比率(%)	64.63	66.27	66.49	69.45
流动比率(%)	191.28	146.33	151.33	213.62
经营现金流负债比(%)	-0.40	-0.33	4.95	--

注：公司 2020 年一季报未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

水发集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

水发集团有限公司（以下简称“公司”）原名为山东水务发展有限公司，系根据鲁政字〔2009〕62号文规定于2009年由山东省人民政府（以下简称“山东省政府”）批准组建的国有独资公司，山东省水利厅作为出资人持有公司100%股权，公司初始注册资本为15.00亿元。2015年8月，公司名称更名为山东水务发展集团有限公司，2016年12月更为现名。2018年10月，山东省水利厅将持有的公司全部股权转让给山东省国有资产监督管理委员会、山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东社保基金会”）和山东国惠投资有限公司（以下简称“国惠投资”）。本次股权转让后，公司成为山东省属一级国有独资企业，山东省国资委、国惠投资和山东社保基金会分别持有公司70%、20%和10%的股权。历经数次增资，截至2020年3月底，公司注册资本为52.06亿元，实收资本为53.82亿元，公司控股股东及实际控制人为山东省国资委。

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

截至2020年3月底，公司本部设综合部、纪检监察部、运营管理部、组织人事部、财务部、审计部和产业战略研究院等8个职能部门和水务事业部、农业事业部、能源事业部和文旅事业部4个事业部（见附件1-1），纳入财务报表合

并范围的子公司共21家。

截至2019年底，公司（合并）资产总额1071.35亿元，所有者权益263.07亿元（其中少数股东权益123.92亿元）；2019年，公司实现营业收入213.38亿元，利润总额8.63亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额1110.43亿元，所有者权益合计278.03亿元（少数股东权益135.85亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入46.78亿元，利润总额2.16亿元。

公司注册地址：山东省济南市历城区经十东路33399号。法定代表人：王振钦。

二、本期中期票据概况

公司计划于2020年注册中期票据15.00亿元，本次拟发行的2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）基础发行金额5.00亿元，发行上限15.00亿元，期限3+2年，附第三年末公司调整票面利率选择权及投资人回售选择权，按年计息，到期一次还本。募集资金计划全部用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表1），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态

势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是我国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016—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。

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口

9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长 -19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 -3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加

值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（2020年1-2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大

2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1-3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，我国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至2020年3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流

动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。2020年初至2020年4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。2020年4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2020年2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；2020年3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对我国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端恢复快于需求端造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平上年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对我国经济恢复形成极

大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于我国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需稳经济和防风险之间取得平衡。

四、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、供应和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，随着我国城市化进程推进，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

我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源禀赋较南方大部分地区有所欠缺，原水获取受到一定挑战，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，地表水占水资源总量的 95.85%。由于我国人口基数大，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。

表 2 我国人均水资源量匮乏区域分布

省份/直辖市	人均水资源量 单位：(立方米/人)
天津	112.9
上海	159.9
北京	164.2
宁夏	214.6
河北	217.7
山西	328.6
山东	342.4
河南	354.6

江苏	470.6
辽宁	539.4
陕西	964.8

注：列示区域为人均水资源量不足1000立方米/人的省份或直辖市
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

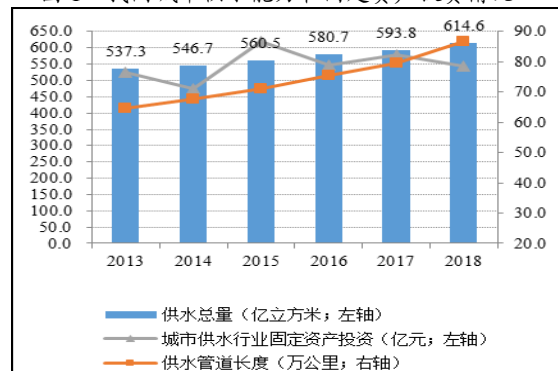
南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

(2) 供水行业分析

城市化进程推动我国城市供水能力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稳中小幅波动。整体看，我国城市供水行业进入平稳发展状态

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加，2018 年城市用水人口增至 5.03 亿人，同比增长 4.16%。同期，城市供水能力达 3.12 亿立方米/日，较 2017 年增长 2.42%，仍保持平稳增长。2018 年，我国城市供水总量达 614.6 亿立方米，较 2017 年增长 3.51%；其中居民家庭用水占比最高，为 39.3%，生产运营用水占比 26.4%，其他为公共服务等方面用水。2018 年，我国城市供水管道长度 86.51 万公里，较 2017 年增长 8.49%；城市用水普及率进一步上升至 98.36%。2018 年，城市供水行业固定资产投资 543.0 亿元，较 2017 年略有下降，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业进入平稳发展状态。

图 1 我国城市供水能力和固定资产投资情况



资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

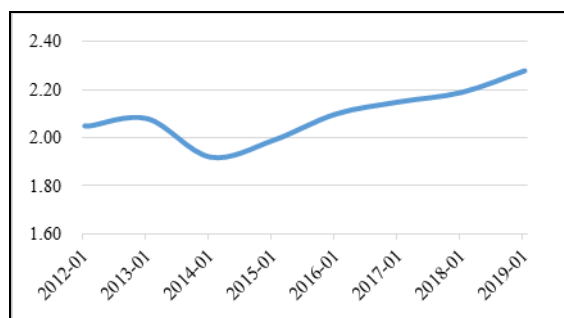
近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势，2019年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进，城市供水价格仍有进一步上调空间

我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。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。

2019年，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.28 元/立方米，较 2018 年增加 0.09 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。

图 2 重点城市居民生活用水平均水价变动情况

(单位:元/立方米)



注：选取样本为省会城市和计划单列市居民生活用水第一阶梯水价，居民生活用水水价不包含污水处理费、水价附加等
资料来源：wind，联合资信整理

2019 年以来，在全国省会城市和计划单列市中，石家庄、银川和福州居民生活用水第一阶梯水价均有所调升，调整幅度在 0.2 元/立方米~0.5 元/立方米不等，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。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。

表 3 截至 2019 年底全国重点城市居民自来水价格 (单位:元/立方米)

排名	城市	自来水价	排名	城市	自来水价
1	石家庄	4.28	19	大连	2.30
2	天津	4.00	20	乌鲁木齐	2.25
3	北京	3.64	21	厦门	2.20
4	长春	3.60	22	成都	2.08
5	郑州	3.45	23	南昌	2.03
6	济南	3.20	24	广州	1.98
7	西安	2.85	25	长沙	1.93
8	深圳	2.67	26	上海	1.92
9	青岛	2.50	27	杭州	1.90
10	重庆	2.50	28	贵阳	1.82
11	昆明	2.45	29	合肥	1.78
12	呼和浩特	2.45	30	西宁	1.76
13	宁波	2.40	31	兰州	1.75
14	哈尔滨	2.40	32	海口	1.75
15	太原	2.40	33	南京	1.62
16	银川	2.40	34	南宁	1.55
17	福州	2.40	35	拉萨	1.54
18	沈阳	2.35	36	武汉	1.37

注：该表自来水单价为第一阶梯水价，且不含污水处理费的居民用水价格；福州市水价为2020年1月新调整水价

资料来源：各城市水务局、中国管网、联合资信整理

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

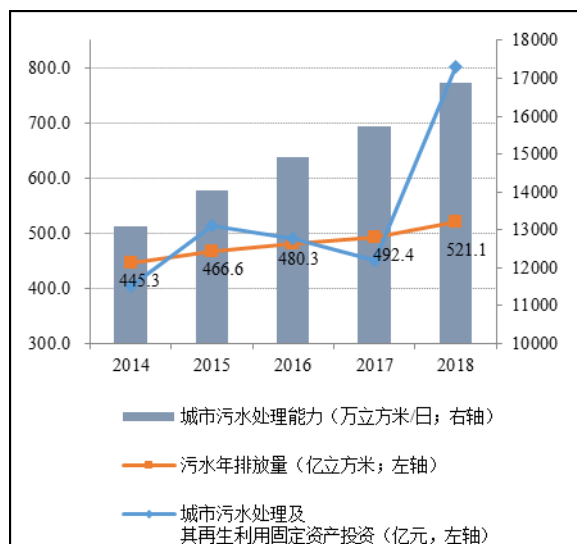
近年来，随着城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期

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。2018 年，全国城市污水排放量 521.1 亿立方米，较

2017 年增长 5.84%。同期，全国城市污水处理能力 1.69 亿立方米/日，较 2017 年增长 7.23%，显著高于同期城市供水能力增速。2018 年，全国城市污水处理率增至 95.49%，同比增长 0.95 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2018 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为 802.6 亿元，同比增长 78.04%。2016—2018 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 1743.3 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 387.2 亿元¹，较我国《“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。

2019 年，生态环境部等多部门提出生活污水应接尽接，依法规范生活污水接入管网，城市污水排放量未来或将显著增长。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，行业进入快速发展期。

图 3 近年来，我国城市污水处理变动情况



资料来源：联合资信根据《2018 年城市建设统计年鉴》整理

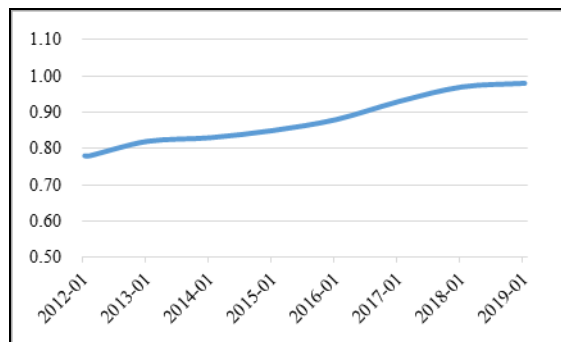
¹ 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《城乡建设统计年鉴》，城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定资产投资，县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其再生固定资产投资数据尚未披露，尚未统计在内

污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间

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。近年来，根据我国重点城市居民生活污水平均价格走势来看，居民生活污水平均价格虽持续上升，但仍低于 1.00 元/吨，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太原、拉萨、海口等地，污水处理价格处于 0.50 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。

图 4 重点城市居民生活污水平均价格变动情况

(单位：元/吨)



注：选取样本为 36 个大中城市居民生活污水平均价格
资料来源：wind，联合资信整理

表 4 截至 2019 年底全国重点城市居民污水处理费

(单位：元/吨)

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	上海	1.70	19	西安	0.95
2	南京	1.42	20	石家庄	0.95
3	北京	1.36	21	哈尔滨	0.95
4	南宁	1.14	22	大连	0.95
5	武汉	1.10	23	银川	0.95

6	杭州	1.00	24	福州	0.95
7	贵阳	1.00	25	乌鲁木齐	0.95
8	青岛	1.00	26	广州	0.95
9	济南	1.00	27	合肥	0.95
10	重庆	1.00	28	成都	0.95
11	昆明	1.00	29	天津	0.95
12	宁波	1.00	30	南昌	0.95
13	厦门	1.00	31	呼和浩特	0.95
14	西宁	0.95	32	沈阳	0.95
15	兰州	0.95	33	深圳	0.90
16	长沙	0.95	34	拉萨	0.80
17	长春	0.95	35	海口	0.80
18	郑州	0.95	36	太原	0.50

注：该表污水处理费为居民生活污水处理收费，若有阶梯污水处理费的收费标准，表中数据为第一阶梯污水处理费
资料来源：各城市水务局、中国水网

(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。2019年以来，国家发改委、水利部等在节水和污水处理方面新出台文件，要求控制用水总量，提高用水效率，到2020年，全国用水总量控制在6700亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平；2018年，我国公共供水管网漏损率达14.62%，较2020年目标仍有一定差距，未来加快城市老旧供水管网改造成为节水提效的重要工作之一。污水方面，随着《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021年）的通知》等文件陆续出台，要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村，城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，以上政策进一步推动我国城镇生活污水的治理，为水务行业发展提供扩容空间。

表5 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	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
4	《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
5	《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
6	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》（国科发社〔2017〕119号）	科技部、环境保护部、住建部、林业局、气象局
7	《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
8	《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
9	《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
10	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143号）	住建部
11	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决定〉实施方案》（环厅〔2018〕70号）	生态环境部
12	《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
13	《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
14	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695号	国家发改委、水利部
15	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

资料来源：联合资信整理

(5) 行业竞争和发展趋势

水务行业中地方国有水务企业最为普遍；受资金和技术实力较强的央属水务企业异地扩张影响，未来水务行业跨区域竞争将有所加剧；

但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断或行业龙头趋势

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。由于水务行业涉及国计民生,民营水务企业所占市场份额较小,主要集中在污水处理领域。伴随经济发达的城市水务行业进入成熟期,需求增长放缓,相关配套设施还不健全的区县城市及乡镇地区成为主要渗透目标。行业地位突出、技术水平较好的水务企业逐步进行异地扩张。未来受资金和技术实力较强的水务企业异地扩张影响,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,预期水务行业整体仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。

受城镇污水处理提质增效等政策影响,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,但同时增加了水务企业的投资和回款压力

随着经济水平增长、城镇化进程推进和一系列节水和环保水务政策的出台,我国供水行业在老旧供水管网提标改造,提升供水效率方面尚有一定空间,污水处理行业在投资和扩产能方面将有较大发展空间,预期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。在建设资金配置方面,财政部、住建部等多次提出,鼓励政府参与的污水处理项目实施PPP模式,鼓励社会资金参与水务设施建设,水务行业投资模式逐步向多元化转变,社会资

本方的介入一定程度推进了水务行业市场化改革。在环保政策驱动下,水环境综合治理等水务衍生行业发展较快,部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过PPP模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资,该类项目前期投入规模大,回款期长,对地方政府财政实力依赖程度较高,企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

2. 区域经济概况

公司为山东省唯一的省级水务运营主体。近年来,山东省经济持续发展,产业结构持续优化,为公司发展提供了良好的外部发展环境。

公司为山东省唯一的省级水务运营主体。近年来,山东省近年来经济发展较快,经济实力很强。2017—2019年,山东省地区生产总值分别为72678.2亿元、76469.7²亿元和71067.5亿元。其中,按可比价格计算,2019年同比增长5.5%。2019年,山东省第一产业增加值5116.4亿元,同比增长1.1%;第二产业增加值28310.9亿元,同比增长2.6%;第三产业增加值37640.2亿元,同比增长8.7%。三次产业结构由上年的7.4:41.3:51.3调整为7.2:39.8:53.0。人均生产总值70653元,增长5.2%,按年均汇率折算为10242美元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司是由山东省政府出资设立的国有企业,截至2020年3月底,公司注册资本52.06亿元,实收资本53.82亿元,公司控股股东和实际控制人均为山东省国资委。

2. 企业规模及竞争优势

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

² 国家统计局对2018年山东省生产总值初步核算数进行修订,修订后的2018年山东省生产总值66648.87亿元。

务，为山东省内涉水产业资产规模最大、产业链最完整、综合实力最强的水务集团，在山东省水务行业中具有专营优势。

3. 人员素质

公司高管人员相关工作经验丰富，人员配备完善，能够满足公司发展需求。

截至2020年3月底，公司高管人员4人，包括总经理1人，副总经理2人，财务总监1人。

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

薛振清先生，本科学历，高级工程师。历任山东省水利工程局工程科科长，山东省水利工程局工程处工程师、企业管理处副处长，山东省水利工程局第二工程公司副经理，山东省水利工程局第一工程公司经理，山东省水利工程局党委委员、副局长，山东水务投资有限公司总经理助理，山东水务招标有限公司经理，山东水发众兴集团有限公司（以下简称“水发众兴”）总经理；现任公司副总经理。

李其光先生，工程技术应用研究员。历任山东省水利科学研究院基建办副主任、资源与环境所副所长、节水灌溉设备发开中试基地主任、农村水利研究所所长，山东省科源节水技术开发中心主任，山东省水科院院长清科源天然泉水开发中心主任；现任公司副总经理。

甄爱兰女士，正高级会计师。1980年7月参加工作。历任兖矿集团审计处副处长、审计处处长、审计部部长、审计风险部部长、副总会计师，山东土地发展集团外部董事、财务总监；现任公司财务总监。

截至2020年3月底，公司合并口径拥有在职员工16300人。按照岗位构成划分，生产人员占44.15%、技术人员占28.04%、财务人

员占10.00%、行政人员占12.00%、其他人员占5.81%。按照学历划分，大专及以上学历员工占98.99%、高中及中专学历员工占1.01%。按照年龄划分，25岁以下员工占8.78%、26~35岁员工占40.51%、36~45岁员工占23.66%、46~55岁员工占18.54%、56岁以上员工占8.51%。

4. 外部支持

近年来，山东省一般公共预算收入持续增长，财政自给率低，债务负担重；公司在资金注入及经营补贴方面持续获得有力的外部支持。

根据公开数据，2017—2019年，山东省地方一般公共预算收入持续增长，分别为6098.50亿元、6485.40亿元和6526.64亿元。2019年，山东省一般公共预算总支出11423.44亿元，财政自给率57.13%，自给率低。收到税收返还和转移支付收入2966.82亿元，政府性基金收入6742.71亿元。

截至2019年底，山东省地方政府债务余额13127.5亿元，其中一般债务6736.4亿元，专项债务6391.1亿元，地方政府债务率³80.85%，债务负担重。

资金注入

2017—2018年及2020年1—3月，公司收到山东省财政厅财政专项资金分别为12.32亿元、9.03亿元和1.76亿元，计入“实收资本”。

经营补贴

2017—2019年，公司收到政府支付的财政补贴分别为0.40亿元、0.79亿元和3.53亿元，计入“其他收益”。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版，机构信用代码：91370000696874389D），

³ 地方政府债务率=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+税收返还和上级转移支付+政府性基金收入）*100%

截至 2020 年 5 月 18 日，公司无已结清的不良信贷记录，未结清贷款中有 3 笔关注类贷款，根据公司提供的说明，未结清关注类贷款系公司资产负债率超过 70%，国家开发银行根据其规定将贷款列为关注类。

截至 2020 年 6 月 19 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善，董事会及高管人员配置能够满足公司日常运营。公司制定了多项管理制度以确保公司的正常运作，管理规范。

1. 法人治理结构

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

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构。

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

公司监事会成员 5 名，其中股东代表监事 2 名、专职监事 1 名、职工代表监事 2 名。股东代表监事由山东省国资委提名，专职监事由股东协商提名，职工代表监事由职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。受国有企业改革影响，公司监事暂停履行职责，监事会职责划入审计署，待机构改革完成后再行确定。

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

2. 管理水平

公司本部设有综合部、纪检监察部、运营管理部、组织人事部、财务部、审计部和产业战略研究院等 8 个职能部门和水务事业部、农业事业部、能源事业部和文旅事业部 4 个事业部，并根据自身特点制定了投融资管理制度、财务管理制度、对外担保制度和子公司管理制度等管理制度。

投融资管理制度方面，公司负责建立健全财务监督体系，对投融资行为加强财务监督管理，对投资项目实施情况进行跟踪问效。对外担保制度方面，公司对外担保实行统一管理，未经股东批准，公司、下属子公司及分支机构不得对外提供担保。子公司管理方面，公司通过子公司股东会行使股东权利，并依据子公司章程推选董事、股东代表监事及高级管理人员。

财务会计方面，公司根据国家财政部颁发的《企业会计准则》等有关会计法规，结合公司实际经营情况，公司制定了《企业会计核算制度》。制度规定，公司内部实行各级、各类会计人员的统一管理；在会计核算上实行统一会计政策，统一会计科目，统一核算方法，统一会计报告格式。公司建立会计档案的立卷、归档、保管、查阅和销毁等管理制度，按照《会计档案管理办法》要求期限妥善保管会计凭证类、会计账簿类、会计报告类、其他类会计档案。

对外担保方面，为确保国有资产保值增值，防止国有资产流失，根据《公司法》等相关法律法规的规定，制订对外担保管理办法。公司对外担保实行统一管理，未经股东批准，公司、公司下属企业及公司分支机构不得对外提供担保。担保程序方面，公司的对外担保行为，须在董事会审议通过后提交公司股东审批通过。公司为股东或者实际控制人提供担保的，必须经公司股东审批通过。担保合同应依据《担保法》明确约定担保范围或限额、担保方

式和担保期限。公司董事会为对外担保制度的主办部门，负责本制度的解释和修订。

子公司管理方面，为加强对水发集团子公司的管理控制，规范公司内部运作机制，维护公司和投资者合法权益，根据《公司法》等相关法律法规规定，制定了子公司管理制度。制度规定公司与子公司之间是平等的法人关系。母公司以其持有的股权份额，依法对子公司享有资产收益、重大决策、选择管理者、股份处置等股东权利，并负有对子公司指导、监督、服务等义务。公司通过子公司股东会行使股东权利，并依据子公司章程规定推选董事、股东代表监事及高级管理人员。子公司、分公司的经营及发展规划应服从和服务于公司的发展战略和总体规划，在公司发展规划框架下，细化和完善自身规划。公司董事会为子公司管理制度的主办部门，负责本制度的解释和修订。

七、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务运营板块。近年来，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

毛利率波动下降。

2017—2019年，由于公司业务规模扩大，营业收入快速增长，年均复合增长92.10%。2017—2019年，公司水利施工收入逐年增长，其中2018年同比大幅增长，主要原因为业务拓展以及将原计入其他业务的水利施工相关的水利设计、水利咨询等收入纳入计算所致。同期，由于新建和并购的水库、水厂和污水处理厂陆续投入运营，供水调水收入和污水处理收入逐年增长。公司清洁能源收入规模快速提升，主要系公司对外投资力度不断加强，投产项目逐年增加所致。2019年，公司新增环境保护收入，包含废钢处置、汽车分解等再生资源利用收入。

2017—2019年，公司现代农业收入逐年增长，2019年收入大幅增长，主要系公司并购了新疆昊星农业发展（集团）有限公司，棉花贸易收入大幅增加所致。同期，公司医疗康养收入波动下降，2019年收入出现下滑主要系成武县人民医院剥离，收入不再计入该板块所致。公司文化旅游的主要来源为汽车服务及景区收入，2019年文化旅游板块收入较快增长，主要系汽车服务收入增长所致。其他业务收入主要来自货物购销、招标代理、水利咨询、垃圾处理和管网制造等，对营业收入影响有限。

表6 2017—2019年及2020年1—3月公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水务环境	水利施工	14.98	25.90	18.66	40.46	36.56	21.72	52.04	24.39	19.59	12.53	26.79	20.84
	供水调水	6.65	11.51	37.78	11.22	10.14	47.67	13.96	6.54	47.55	4.56	9.75	47.06
	污水处理	2.69	4.65	39.33	3.54	3.20	35.80	5.44	2.55	31.80	1.17	2.50	33.10
	清洁能源	3.37	5.83	24.02	16.94	15.31	31.18	43.28	20.28	18.94	9.39	20.08	22.77
	环境环保	--	--	--	--	--	--	8.39	3.93	5.85	2.55	5.46	5.14
	现代农业	2.69	4.65	2.01	6.05	5.47	10.36	54.50	25.54	3.95	10.85	23.19	3.38
文化旅游	文化旅游	--	--	--	3.20	2.89	26.41	8.88	4.16	24.14	1.49	3.20	21.25
	医疗康养	8.77	15.16	14.88	9.41	8.50	14.55	5.99	2.81	10.07	0.42	0.91	12.40
	地产	5.95	10.28	22.94	17.33	15.66	27.05	17.92	8.40	23.40	2.90	6.20	23.49
	其他	12.72	22.01	28.84	2.52	2.28	45.17	3.00	1.40	27.64	0.91	1.94	39.57
	合计	57.82	100.00	23.47	110.68	100.00	26.52	213.38	100.00	17.42	46.78	100.00	19.65

资料来源：公司审计报告及公司提供联合资信整理

2020年1—3月，公司营业收入46.78亿元，较上年同期增长47.80%；公司毛利率19.65%，

较2019年全年有所回升。

2. 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。环境保护业务为公司2019年新增,业务规模较小。

水利施工业务

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

公司主要从事江河湖泊的疏浚、陆地土方开挖、船舶及工程机械修造以及大坝、电站厂房、引水和泄水建筑等业务,具有水利水电工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。2017—2019年,公司新签项目数量分别为187个、143个和177个,新签项目金额分别为52.93亿元及0.62亿美元、57.74亿元及1.31亿美元和35.47亿元及2.84亿美元,新签项目金额有所波动。2020年1—3月,公司新签项目33个,签约金额15.94亿元,截至2020年3月底,公司未完工项目数量30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2020年3月底,公司重点实施项目合同总金额18.28亿元,已投资9.28亿元,累计回款9.71亿元,回款情况良好。

表7 截至2020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	合同工期	已投资金额	累计回款
1	城河源头连青湖环境污染治理工程	枣庄市顺通水务有限公司	3.01	2017.07—2019.10	2.76	2.94
2	湖北省黄石市余家山泵站-鼎丰闸“闸站合一”重建工程	黄石市城市建设投资开发有限责任公司	1.50	2017.10—2019.10	1.32	1.46
3	余干县2017年统筹整合资金推进高标准农田建设项目施工1标(瑞洪标段)	余干县瑞洪镇人民政府	1.25	2017.11—2019.04	1.05	1.18
4	静宁县城乡供水田堡工程	静宁县引洮供水二期配套工程建设有限责任公司	2.84	2017.10—2021.10	1.87	1.09
5	单县大沙河水库工程	单县水务局大沙河水库工程建设管理处	1.89	2018.01—2020.06	0.45	1.14
6	同仁县扎毛水库灌溉工程二标段	同仁县扎毛水库灌区建设管理局	1.72	2018.01—2021.06	0.26	0.42
7	余姚市四期围区湖北北块耕地垦造与土地改良一体化项目	宁波舜农集团有限公司	1.09	2018.12—2020.05	0.74	0.75
8	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	湖北省洪湖分蓄洪区工程管理局	0.99	2018.11—2022.11	0.33	0.33
9	辽宁省中朝界河防洪护岸工程(二期)马市防洪工程第五标段爱河西支流堰改建工程	丹东市水务服务中心	0.77	2018.12—2020.12	0.43	0.40
10	辽宁省鞍山市南沙河、运粮河、杨柳河市区段生态环境综合治理工程(一期)PPP项目	鞍山市住房和城乡建设委员会	3.22	2020.01—2022.01	0.07	0.00
合计			18.28	--	9.28	9.71

资料来源:公司提供

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

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

限一般为1年，具体根据施工合同约定而定），业主方支付全部工程款。

收入方面，2017—2019年，公司水利施工收入快速增长，分别为14.98亿元、40.46亿元和52.04亿元；毛利率方面，2017—2019年，水利施工业务毛利率整体较为平稳，分别为18.66%、21.72%和19.59%。2020年1—3月，公司水利施工业务收入12.53亿元，毛利率20.84%。

供水调水

公司供水业务在部分区域具有专营性。受益于新建和并购的水库、水厂投运和黄水东调二期项目运营，公司供水能力大幅提升，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，目前供水范围涉及吉林市、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2020年3月底，公司拥有29个水库，总投资108.91亿元，总库容5.05亿立方米，设计取水量411.49万吨/日。公司在建水库3个，建成后每日设计取水量将新增26.09万吨，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2020年3月底，公司拥有85个原水泵站和48个供水厂，公司管理的原水管网和终端供水管网长度为5650公里。2017—2019年，受益于新建和并购的水库、水厂陆续投入运营，公司供水业务供水能力及售水量增长较快，2019年黄水东调二期工程竣工带动公司供水能力大幅提升。

公司下游客户主要为工业企业，用水量与地区政府招商引资进度、园区入驻企业等关联

度较高，同时公司需适度超前建设水厂，导致水厂产能利用率较低，2019年为49.69%。2020年1—3月，公司水厂产能利用率仍处于较低的水平。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，产能利用率或将回升。

表8 公司2017—2019及2020年1—3月供水业务主要经营指标（单位：万吨、元/吨）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
设计日供水能力	283.70	290.79	404.50	405.50
实际售水量	34048.21	46816.26	56094.63	17266.63
平均售水价	1.95	2.40	2.49	2.64

资料来源：公司提供

下游结算方面，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10%。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。

2017—2019年，公司供水调水业务收入逐年增长，分别为6.65亿元、11.22亿元和13.96亿元，供水业务毛利率也随着供水规模上升而有所提高，分别为37.78%、47.67%和47.55%。2020年1—3月，公司供水调水业务收入4.56亿元，毛利率47.06%。

污水处理

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

公司自2014年开展污水处理业务，污水处理项目包含居民污水处理项目、一般工业污水处理项目和垃圾渗滤液处理项目。由于公司对外投资力度增强，2017—2019年，公司拥有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2020年3月底，公司拥有城市污水处理厂24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3.69亿吨。公司产能利用率随已投产项目达产

情况有所波动，2019 年为 79.92%。

表 9 公司 2017—2019 及 2020 年 1—3 月污水处理业务主要经营指标（单位：座、万吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
污水处理厂个数	19	20	24	24
日处理能力	65.44	88.54	101.00	101.00
年处理能力	23885.60	32317.10	36865.00	36865.00
实际年处理量	22701.28	25538.51	29476.82	7523.88

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~2.75 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。

2017—2019 年，公司污水处理业务收入逐年增长，分别为 2.69 亿元、3.54 亿元和 5.44 亿元；受污水处理设备折旧等固定资产成本占比较高，而新投产的污水处理厂处于运营初期尚未达产达效及人工成本上升影响，公司污水处理业务毛利率逐年下降，分别为 39.33%、35.80%和 31.80%。2020 年 1—3 月，公司污水处理收入 1.17 亿元，毛利率 33.10%。

清洁能源

公司通过并购方式先后进入光伏发电、水力发电、生物质发电、集中供热、城市燃气业务等领域。2019 年，公司清洁能源收入主要来源于燃气、生物质发电和水力发电。

① 燃气业务

公司的燃气业务主要来自于并购的燃气公司的业务，近年来，随着公司并购力度的加大，公司的燃气业务规模逐年扩大，燃气业务收入持续增长。目前公司燃气项目产能利用率较低，未来随着新建项目产能进一步释放，公司的燃气业务收入有望提升。

公司自 2017 年开始以并购的方式进入燃气业务领域，2019 年公司以 14.85 亿元并购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 2020 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，2017—2019 年平均采购单价受业务区域变化情况有所波动。采购结算方式以电汇为主。由于公司持续并购燃气公司，燃气业务规模持续扩大，2019 年燃气采购量较 2018 年大幅增长 94.02%。

表 10 2017—2019 年公司燃气业务经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
采购量（万立方米）	4375.53	13612.32	26410.55
含税平均采购单价（元/立方米）	2.73	2.49	2.47
年供气能力（万立方米）	16922.62	27088.98	86040.00
销售量（万立方米）	4469.77	14006.95	25566.56
含税平均销售单价（元/立方米）	3.49	3.08	3.54
含税销售金额（万元）	15615.75	43100.26	90536.84
供应户数（户）	181992	216039	309019

资料来源：公司提供

天然气销售方面，公司天然气供应户数逐年增长，主要客户为各个项目覆盖区域内的居民、商业及工业用户，2018 年及 2019 年工业用户销售量占比均超过 70%，2017—2019 年平均销售单价有所波动。销售量方面，公司燃气销售量持续增长。但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、运营外包商代为采购，供料经纪人、个体公司。2018年收购了较多生物质电项目，截至2019年底，

公司已投产生物质发电项目装机容量达到25.90万千瓦。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。2017-2019年，生物质发电项目发电量逐年增长，电力销售收入逐年增加。

表 11 2017-2019 年生物质和水力已投产项目情况

指标	生物质发电			水力发电		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
装机容量（万千瓦）	5.50	22.90	25.90	23.40	28.20	36.10
发电机组平均利用小时数（小时）	5582.00	4857.58	5106.56	3641.64	3847.51	3139.73
发电量（亿千瓦时）	3.07	11.12	13.23	8.52	10.85	11.33
上网电量（亿千瓦时）	2.70	9.55	10.86	8.27	9.83	10.98
平均上网电价（元/千瓦时）	0.75	0.75	0.75	0.19	0.18	0.16
标杆电价（元/千瓦时）	0.32~0.39	0.32~0.39	0.32~0.39	0.218~0.308	0.221~0.308	0.221~0.308
电力销售收入（亿元）	2.02	7.16	8.15	1.56	1.79	1.72

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司已投产水电项目装机容量合计36.10万千瓦。水电项目发电量主要受来水量影响，2019年公司水力项目发电量较2018年增长4.42%，但由于处于试运营期间的项目增加，拉低了发电机组平均利用小时数。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，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，2019年，公司平均上网电价有所下滑，电力销售收入因此有所下降。

截至2019年底，公司光伏发电项目装机容量64.40万千瓦。2019年11月，公司完成了与中国兴业太阳能技术控股有限公司（以下简称“兴业太阳能”，2020年4月更名为“中国水发兴业能源集团有限公司”）的股权交割，持股66.92%，并将其纳入合并范围，将兴业太阳能2019年12月的营业收入纳入利润表。2019年公司光伏发电量大幅增长258.92%至6.64亿千瓦时（含兴业太阳能全年数据），电力销售收入增长22.44%至1.91亿元（只包含兴业太阳能2019年12月的销售收入）。除电力销售收入外，

兴业太阳能还从事幕墙及绿色建筑、太阳能EPC等业务。

截至2019年底，公司风电项目装机容量49.50万千瓦。2019年，风电项目发电量10.12亿千瓦时，较上年增长355.86%；电力销售收入2.24亿元，较上年增长111.32%。上述变化均系公司并购规模扩大所致。

在建项目方面，截至2020年3月底，公司在建生物质电和水电项目装机容量分别为27.00万千瓦和56.78万千瓦，预计总投资额分别为22.51亿元和70.14亿元，已分别完成投资14.32亿元和46.76亿元，生物质电和水电项目尚需要一定规模投资，公司面临一定资金支出压力。

（2）现代农业板块

公司已形成完备的现代农业产业链条，业务规模逐年扩大。

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

务平台+消费者”为一体的信息化、智能化农业模式。

公司现代农业业务规模逐年扩大，截至2019年9月底，控股农业专业合作社51家，拥有仓储量1.5万吨的恒温冷藏库，标准化加工车间1.5万平方米，深加工车间1.2万平方米，拥有40万吨棉花的生产能力、15万吨皮棉加工能力、6万吨粮食的仓储能力以及日处理300吨粮食的烘干设备和日加工10吨的小杂粮生产线。

2019年，公司新并购了新疆吴星农业发展（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，2019年上述两公司营业收入分别为34.47亿元和11.55亿元，该板块收入构成转变为以棉花贸易收入为主。

2017—2019年，公司现代农业板块收入快速增长，分别为2.69亿元、6.05亿元和54.50亿元，2019年收入大幅增长主要系棉花贸易收入大幅增长所致。毛利率方面，2017—2019年，现代农业毛利率波动较大，其中2019年大幅下降主要系毛利较低的棉花贸易占比提高所致。

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。目前，公司正在对拟整合的26家企业及资产进行尽调摸底，重组报告已上报至山东省国资委。

（3）文化旅游板块

公司景区已于2019年10月恢复运营，带动文化旅游收入增长较快。公司房地产业务仅开发存量项目，未来不再新增。公司在建和储备项

目尚需投资规模较大，地产项目仍将对公司未来一段时间的收入形成支撑，但同时也面临一定资金支出压力。公司于2019年底完成了医院资产的剥离，未来将不再确认相关收入。

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2019年底，公司拥有云顶景区和洞都景区2个文化旅游项目，其中洞都景区收入规模较小。云顶景区是国家AAAA级旅游景区。2018年，由于当地政府对景区道路进行升级改造，景区封闭使得2018年客流量有所减少，云顶景区在2019年10月已恢复运营，2019年云顶景区客流量10.47万人次。2018—2019年，公司文化旅游业务收入分别为3.20亿元和8.88亿元，毛利率较为稳定。

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，截至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年将不再确认相关收入。2019年，公司实现的5.99亿元医疗康养收入，系2019年1—11月乐陵市人民医院、乐陵市中医院和乐陵市妇幼保健院3家医院合计收入。

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。公司共有20个房地产项目，均位于山东省内，截至2020年3月底交付项目规模不大。公司地产项目总投资额为211.95亿元，已完成投资额108.99亿元，后续计划投资102.96亿元。2017—2019年，公司房地产业务收入分别为5.95亿元、17.33亿元和17.92亿元，毛利率分别为28.84%、45.17%和27.64%，毛利率波动主要系交付项目利润不同所致。

表12 截至2020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
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	19.88	20.42

府前一品	山东菏泽	住宅+商业	2014.08—2018.12	3.66	3.40	10.30	9.03	3.84	3.84
水发润城	山东青岛	住宅+商业	2017.08—2019.12	1.86	1.42	3.98	2.49	2.07	2.18
泰山院子	山东泰安	住宅	2018.05—2023.09	36.83	16.78	43.58	27.40	8.87	10.60
和润 尚东企业公馆项目	山东济南	公寓写字楼	2018.05—2020.12	8.62	4.46	15.10	14.17	0.00	3.15
济南桃李春风花园	山东济南	住宅	2018.05—2020.12	14.56	7.97	6.16	4.34	0.35	1.20
嘉善壹号	山东菏泽	住宅+商业	2018.05—2021.04	5.44	3.25	11.87	8.72	0.00	1.75
菏泽城投天香府	山东菏泽	住宅+商业	2018.03—2020.12	11.31	5.31	22.02	17.92	0.00	4.85
水发 澜悦龙城	山东枣庄	住宅+商业	2017.07—2020.05	9.83	7.21	23.40	14.81	5.15	8.79
水发 颐和园	山东枣庄	住宅+商业	2018.07—2021.08	13.14	7.88	27.18	18.82	0.00	7.31
水辰 君悦府	山东枣庄	住宅+商业	2018.04—2021.03	13.75	7.76	26.80	25.07	0.00	17.17
学府春天	山东济宁	住宅+商业	2018.09—2020.10	2.08	0.91	5.36	4.60	0.77	0.88
君安天源啤酒小镇	山东鄄城	住宅+商业	2018.03—2021.03	8.50	5.02	34.90	25.40	3.30	4.13
海韵广场	山东潍坊	商业写字楼	2017.09—2020.06	2.50	1.28	6.90	5.50	0.00	0.02
水发 阳光绿城	山东菏泽	住宅+商业	2018.05—2020.12	15.60	6.47	50.40	37.30	3.95	4.20
水发 江南印象	山东菏泽	住宅+底商	2018.09—2020.12	5.44	2.11	10.16	8.59	0.00	1.55
枣庄市金融中心项目	山东枣庄	服务型公寓	2019.04—2021.04	2.00	1.66	8.14	5.90	0.72	1.23
水发 澜悦凤城	山东枣庄	住宅+商业	2019.10—2023.06	17.47	5.50	33.97	31.76	0.00	0.37
水发信息小镇	山东济南	住宅+商业	2020.03—2024.06	15.08	4.17	22.90	17.00	0.00	0.00
水发领秀府	山东菏泽	住宅+商业	2019.11—2022.06	7.85	0.00	18.85	15.84	0.00	0.00
合计	--	--	--	211.95	108.99	415.40	325.62	48.90	93.64

资料来源：公司提供

截至 2020 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、枣庄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 161.50 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，待在建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. 重大事项

近年来，公司通过并购方式扩张清洁能源板块规模，并购完成后，有助于完善公司清洁能源产业链，但派思股份经营不善，需关注公司业绩补偿实现情况、商誉减值风险及大连派思投资有限公司（以下简称“派思投资”）借款偿还情况。兴业太阳能 2019 年经营情况不佳，需关注其后续经营情况。

(1) 并购派思股份

2018 年 12 月，公司子公司水发众兴与派

思股份（股票代码 603318.SH）控股股东派思投资及派思股份实际控制人谢冰签订了《大连派思燃气系统股份有限公司 29.99% 股份转让框架协议》，并于此后签订了 4 次补充协议。上述协议约定，派思投资将其持有的 29.99% 派思股份股权以每股 12.28 元协议转让给水发众兴，转让总价款为 14.85 亿元。

派思投资与谢冰共同承诺，派思股份 2019—2021 年经审计的净利润分别不低于 5000 万元、6000 万元和 7000 万元，三年累计承诺净利润数为 1.80 亿元；同期的应收账款周转率、应收账款回款率和应收账款回收率不低于派思股份 2016—2018 年的平均值，坏账率不高于 2016—2018 年的平均值。若在业绩承诺期内各年度实现的实际净利润数低于承诺净利润数的，派思投资和谢冰对差额部分须以现金方式对派思股份进行补偿。若未完成上述应收账款周转指标的，派思投资和谢冰需按承诺的标准和实际实现的标准的差额，参照相应的财务指

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

2019年3月,上述协议转让股份的过户登记手续已完成,水发众兴成为派思股份第一大股东。2019年4月,派思股份原董事长谢冰辞职,水发众兴董事长尚志勇任派思股份董事长,6名非独立董事席位中水发众兴占据4席。2019年6月,派思投资放弃3460万股股份对应的表决权,派思投资和 Energas Ltd.认可水发众兴为派思股份控股股东、对派思股份拥有实际控制权;截至2019年底,水发众兴对派思股份持股比例为30.08%(因回购注销股票,派思股份总股本减少)。

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

派思股份主要经营燃气输配和燃气应用领域相关产品的设计、生产、销售和服务,产业链完整。截至2019年底,派思股份资产总额16.50亿元,负债总额7.45亿元,所有者权益9.05亿元。2019年全年,派思股份实现营业收入3.24亿元,经营亏损,亏损额为1.20元。由于未完成业绩承诺,派思投资与谢冰将以现金方式进行补偿,考虑到派思投资所持全部的派思股份股权(0.45亿股,占公司总股本的11.20%)已被司法冻结,需关注其履约能力。同时,截至2019年底,水发众兴并购派思股份形成11.54亿元商誉,面临较大商誉减值风险。

2020年2月,派思股份拟向水发众兴在内的不超过10名特定投资者非公开发行0.80亿股,募集资金5.51亿元用于收购银川中油精诚燃气有限公司100%股权和偿还银行贷款。水发众兴承诺认购不低于本次总发行股数30.08%的股份。

联合资信将持续关注水发众兴业绩补偿实现情况、商誉减值风险、派思投资借款偿还情况及派思股份非公开发行股票的发展。

(2) 并购兴业太阳能

兴业太阳能主营业务为幕墙和绿色建筑、太阳能EPC业务和货品销售。2018年10月,兴业太阳能1.6亿美元债违约,引发后续一系列违约事件,兴业太阳能业务开展因此受到严重不利影响。截至2018年底,兴业太阳能资产总额113.97亿元,负债总额77.05亿元,所有者权益36.92亿元。2018年,兴业太阳能实现营业总收入44.20亿元,亏损6.79亿元。

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

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

2019年11月,并购完成后,兴业太阳能营运资金短缺的情况有所缓解。2019年12月,兴业太阳能已通过新发行4.15亿美元债偿还部分违约债券,债务问题得到解决。2019年,兴业太阳能实现营业收入34.86亿元,较2018年下降23.89%,经营亏损,亏损额为9.88亿元,亏损规模较2018年扩大46.95%。联合资信将持续关注其后续经营情况。

4. 未来发展

公司各板块未来发展战略清晰，有利于促进公司的持续发展。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年财务报告，其中 2017 年合并财务报告由中汇会计师事务所（特

殊普通合伙）审计，2018 年合并财务报告由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019 年合并财务报告由大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三家事务所均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。本报告 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告期初数。

2017—2019 年公司合并范围内分别新增 107 家、131 家和 98 家，分别减少 20 家、28 家和 8 家；2020 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内共拥有子公司 21 家。公司合并范围变化较大，对财务数据可比性造成较大影响。

2. 资产质量

随着各项业务快速扩张，公司资产规模快速增长，货币资金较为充裕，水务和清洁能源业务形成的固定资产、在建工程和无形资产规模大。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及商誉减值风险。

2017—2019 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 50.25%，主要系存货、固定资产及在建工程的增长。截至 2019 年底，公司资产总额 1071.35 亿元，较上年底增长 40.95%；其中，流动资产占 40.15%，非流动资产占 59.85%，资产结构以非流动资产为主。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	47.08	9.92	67.27	8.85	107.35	10.02	112.49	10.13
应收账款	24.45	5.15	40.84	5.37	84.58	7.89	85.75	7.72
存货	50.11	10.56	84.60	11.13	172.23	16.08	179.69	16.18
流动资产	180.67	38.07	288.28	37.93	430.14	40.15	443.00	39.89
固定资产	74.29	15.65	127.85	16.82	211.32	19.72	224.36	20.20
在建工程	122.95	25.91	168.02	22.11	208.65	19.48	221.53	19.95
无形资产	34.54	7.28	99.10	13.04	113.37	10.58	114.71	10.33
非流动资产	293.88	61.93	471.82	62.07	641.22	59.85	667.81	60.14
资产总额	474.55	100.00	760.09	100.00	1071.35	100.00	1110.43	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年一季度整理

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 54.30%，主要系货币资金、存货

及应收账款增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产 430.14 亿元，较上年底增长 49.21%；从结构上看，公司流动资产主要由存货、货币资金及应收账款构成。

2017—2019 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 51.00%。截至 2019 年底，公司货币资金 107.35 亿元，较 2018 年底增长 59.59%；其中，受限资金占 18.66%，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。

2017—2019 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 86.00%，主要系合并范围变化所致。截至 2019 年底，公司应收账款 84.58 亿元，较上年底增长 107.11%，共计提坏账准备 7.75 亿元，计提比例 8.38%，计提比例较高；从账龄看，公司应收账款账龄 1 年以内、1~2 年、2~3 年及 3 年以上的款项占比分别为 38.23%、18.22%、25.46%及 18.09%，账龄较短；从集中度看，应收账款前五名账面余额合计 12.12 亿元，占比 13.13%，集中度低。

表 14 截至 2019 年底公司应收账款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比
惠州市永景新能源科技有限公司	2.97	3.21
国网黑龙江省电力有限公司	2.66	2.87
国网山东省电力公司临沂供电公司	2.41	2.61
铜川美光太阳能电力有限公司	2.17	2.35
西藏东旭电力工程有限公司	1.93	2.09
合计	12.12	13.13

资料来源: 根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 33.87%。截至 2018 年底，公司预付款项 45.44 亿元，较 2017 年底大幅增长，主要系合并范围变化所致。截至 2019 年底，公司预付款项 26.35 亿元，较 2018 年底下降 42.00%，主要系预付工程款结算所致；从结构看，公司预付款项主要为预付工程款、原材料采购款和土地款；从账龄看，公司预付款项 2 年以内占 87.79%，整体账龄较短；从集中度看，预付款项前五名合计占比 29.35%，集中度较低。

表 15 截至 2019 年底公司预付款项前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比
华时能源科技集团有限公司	1.86	7.03
东平县财政局	1.72	6.52
曹县财金发展有限公司	1.55	5.88
泰安衡正建筑安装工程有限公司	1.47	5.59
定陶县刘楼水库指挥部	1.14	4.33
合计	7.74	29.35

资料来源: 根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 43.16%。截至 2019 年底，公司其他应收款 11.83 亿元，较上年底下降 68.74%，主要系结转土地保证金及收回往来款所致；从结构上看，公司其他应收款主要为往来款、保证金及拆迁垫付资金等。2019 年底公司共计提坏账准备 2.62 亿元，计提比例 18.11%，计提比例较高。从集中度看，其他应收款前五名账面余额合计 5.72 亿元，占比 39.62%，集中度较低。

表 16 2019 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比
枣庄汇丰城市设施投资有限公司	1.54	10.64
喀什奥都糖业有限公司	1.47	10.20
安徽中丞房地产开发集团有限公司	1.00	6.92
铜川美光太阳能电力有限公司	0.98	6.82
济南惠昌置业有限公司	0.73	5.04
合计	5.72	39.62

资料来源: 根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司存货快速增长，年均复合增长 85.39%，主要系施工项目及房地产开发投入增长所致。截至 2019 年底，公司存货 172.23 亿元，较 2018 年底增长 103.59%，主要系公司工程施工、房地产开发成本及农产品加工投资增长所致。从结构上看，公司存货主要由开发成本（占比 57.93%）、自制半成品（占比 20.39%）和库存商品（占比 14.47%）。

2017—2019 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 47.71%。截至 2019 年底，公司非流动资产 641.22 亿元，较上年底增长 35.90%，主要系固定资产、在建工程及无形资

产的增长所致。从构成看，公司非流动资产主要由固定资产（占 32.96%）、在建工程（占 32.54%）、无形资产（占 17.68%）及商誉（占 4.24%）构成。

2017—2019 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 68.65%。截至 2019 年底，公司固定资产 211.32 亿元，较上年底增长 65.29%，主要系并购水厂、电站等资产所致；从结构上看，公司固定资产主要由房屋建筑物（占比 53.00%）及机器设备（占比 45.24%）构成。

2017—2019 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 30.27%。截至 2019 年底，公司在建工程 208.65 亿元，较上年底增长 24.18%，主要系在建发电站及供水设施投入增长所致。从构成上看，公司在建工程主要由发电站、供水及污水处理设施构成。截至 2019 年底，由于部分项目停工，公司计提在建工程减值准备 0.22 亿元。

2017—2019 年，随着公司水务业务扩张和供水范围的扩大，公司无形资产快速增长，年均复合增长 81.17%。截至 2019 年底，公司无形资产 113.37 亿元，较上年底增长 14.40%，主要系土地使用权及特许经营权增加所致。从构成上看，公司无形资产主要由土地使用权（占比 64.15%）和特许经营权（占比 34.75%）构成。

2017—2019 年，公司商誉快速增长，年均复合增长 205.72%。截至 2019 年底，公司商誉 27.19 亿元，较上年底增长 186.18%，主要系并购派思股份及深圳市鑫金珠投资发展有限公司所致；公司累计对商誉计提减值准备 0.55 亿元，计提比例 2.02%。

截至 2019 年底，公司受限资产规模为 75.24 亿元，资产受限比例为 7.02%，受限比例低，主要为受限的货币资金、应收账款质押以及固定资产、在建工程和无形资产抵押等。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1110.43 亿元，较上年底增长 3.65%，结构上以非流动资产为主。公司货币资金 112.49 亿元，较 2019 年底增长 4.79%；其他应收款 15.15 亿元，较

2019 年底增长 28.07%，主要系往来款增长所致；公司在建工程 221.53 亿元，较上年底增长 6.18%，主要系随项目投入增加所致。

3. 资本结构

近年来，受合并范围变化及股东增资及资产注入影响，公司所有者权益快速增长；所有者权益中少数股东权益和其他权益工具占比较高，所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 65.72%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 263.07 亿元，较上年底增长 36.27%，主要系合并范围变化导致少数股东权益增长所致。所有者权益中少数股东权益和其他权益工具占比较高，所有者权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司实收资本有所增长，年均复合增长 10.00%。截至 2018 年底，公司实收资本 52.06 亿元，较 2017 年底增长 30.00%，主要系股东增资所致。截至 2019 年底，公司实收资本 52.06 亿元，较 2018 年底无变化。

2017—2019 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 419.49%，主要系公司收到股东注资所致。截至 2018 年底，公司资本公积 56.23 亿元，较 2017 年底大幅增长，主要系下属子公司收到股东以土地经营权作价出资所致；截至 2019 年底，公司资本公积 56.72 亿元，较 2018 年底增长 0.86%，主要系公司收到政府划入股权投资所致。

截至 2019 年底，公司其他权益工具 22.72 亿元，系 2019 年公司发行交银国际融诚·135 号集合资金信托、2019 年非公开发行永续期公司债券（第一期）及建信信托永续借款所致。

2017—2019 年，公司少数股东权益持续增长，年均复合增长 61.55%，主要系合并范围子公司增加所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 278.03 亿，较 2019 年底增长 5.69%，主要系收到股东增资款所致。其中，实收资本 53.82 亿元，较上年底增加 1.76 亿元，系股东增资所致；少数股东

权益135.85亿元，较2019年底增长9.63%，主要系合并范围变化所致。除实收资本和少数股东权益外，公司其他科目变化不大。

表17 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比	金额	占比
实收资本	43.02	44.91	52.06	26.97	52.06	19.79	53.82	19.36
资本公积	2.10	2.19	56.23	29.13	56.72	21.56	56.72	20.40
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	22.72	8.64	23.49	8.45
归属于母公司权益合计	48.31	50.43	112.47	58.26	139.15	52.89	142.18	51.14
少数股东权益合计	47.48	49.57	80.58	41.74	123.92	47.11	135.85	48.86
所有者权益合计	95.79	100.00	193.04	100.00	263.07	100.00	278.03	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2020年一季度整理

近年来，随着公司合并范围扩大及在建项目持续投入，公司负债总额快速增长，结构上以非流动负债为主；公司有息债务快速增长，整体债务负担重，未来面临较大的集中偿付压力。

2017—2019年，公司负债总额快速增长，

年均复合增长46.08%，主要系合并范围变化及债务融资规模增长所致。截至2019年底，公司负债合计808.29亿元，较上年底增长42.54%；其中流动负债占39.60%、非流动负债占60.40%，负债结构以非流动负债为主。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	17.28	4.56	51.08	9.01	88.76	10.98	86.07	10.34
应付账款	29.71	7.84	43.34	7.64	53.23	6.59	36.23	4.35
预收款项	10.59	2.80	32.13	5.67	36.68	4.54	37.19	4.47
其他应付款	59.80	15.79	53.16	9.38	45.64	5.65	45.45	5.46
一年内到期的非流动负债	35.15	9.28	44.84	7.91	53.46	6.61	66.37	7.97
流动负债	158.41	41.82	242.01	42.68	320.06	39.60	317.35	38.12
长期借款	125.71	33.19	182.02	32.10	229.02	28.33	233.68	28.07
应付债券	57.51	15.18	67.62	11.92	155.05	19.18	158.03	18.98
长期应付款	30.66	8.09	63.35	11.17	88.85	10.99	108.14	12.99
非流动负债	220.35	58.18	325.04	57.32	488.23	60.40	515.06	61.88
负债合计	378.76	100.00	567.05	100.00	808.29	100.00	832.41	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：根据公司审计报告及2020年一季度整理

2017—2019年，公司流动负债快速增长，年均复合增长42.14%。截至2019年底，公司流动负债320.06亿元，较上年底增长32.25%，主要系短期借款、应付票据及应付账款的增长所致。从构成看，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。

2017—2019年，公司短期借款快速增长，

年均复合增长126.66%。截至2019年底，公司短期借款88.76亿元，较上年底增长73.75%，主要系保证借款及抵押借款增长所致。公司短期借款主要由保证借款54.08亿元（占60.93%），质押借款13.27亿元（占14.95%），抵押借款12.04亿元（占13.57%）及信用借款9.36亿元（占10.54%）构成。

2017—2019年，公司应付账款快速增长，

年均复合增长33.85%。截至2019年底，公司应付账款53.23亿元，较上年底增长22.83%，主要系应付水利工程材料采购款及工程款增加所致。

2017—2019年，公司预收款项快速增长，年均复合增长86.10%。截至2019年底，公司预收款项36.68亿元，较上年底增长14.15%，主要系预收的工程款、房地产预售款增加所致。

2017—2019年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降12.64%。截至2019年底，公司其他应付款45.64亿元，较上年底下降14.15%，主要系往来款及股权转让款减少所致；从结构上看，公司其他应付款主要为往来款项、押金及保证金。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长23.32%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债53.46亿元，较上年底增长19.24%；公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占68.16%）、应付债券（占18.70%）和长期应付款（占13.14%）构成。

2017—2019年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长48.85%。截至2019年底，公司非流动负债488.23亿元，较上年底增长50.21%，主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。

2017—2019年，公司长期借款快速增长，年均复合增长34.97%，主要系合并范围增加及对外融资增加所致。截至2019年底，公司长期借款229.02亿元，较上年底增长25.82%，主要系抵押借款、保证借款及质押借款增长所致。其中保证借款占48.96%，抵押借款占24.44%，质押借款占13.50%及信用借款占13.10%。

2017—2019年，公司应付债券快速增长，年均复合增长64.19%。截至2019年底，公司应付债券155.05亿元，较上年底增长129.28%，主要系公司发行“19水发01”（金额10.00亿

元，期限3+2年，利率5.95%）、19水发集团GN001（金额4.00亿元，期限5年，利率4.69%）、“19水发集团MTN001”（金额10.00亿元，期限3+2年，利率4.29%）、“19水发集团MTN002”（金额10.00亿元，期限3+2年，利率4.10%）、“优先票据”和“水发国际B2022”（金额4亿美元，期限3年，利率4.15%）。

2017—2019年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长70.24%，主要系水务及医疗板块通过融资租赁方式融资增加所致。截至2019年底，公司长期应付款88.85亿元，较上年底增长40.25%，主要系公司应付融资租赁款（公司有息债务）增长所致。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务快速增长，年均复合增长53.14%。截至2019年底，公司全部债务557.19亿元，若考虑到长期应付款中有息部分，公司调整后全部债务644.50亿元，其中短期债务占26.86%，调整后长期债务占73.14%，以调整后长期债务为主。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均波动下降，截至2019年底，上述指标分别为75.45%、71.01%和64.18%，公司整体债务债务负担重。公司2020—2023年到期债务规模分别为173.12亿元、86.84亿元、116.62亿元和33.47亿元，未来公司将面临较大的集中偿付压力。

截至2020年3月底，公司负债总额832.41亿元，较2019年底增长2.98%，结构上仍以非流动负债为主。截至2020年3月底，公司流动负债317.35亿元，较上年底减少0.85%，主要系应付账款大幅减少所致。公司短期借款86.07亿元，较上年底减少3.03%，主要系到期还款所致。截至2020年3月底，公司调整后全部债务689.14亿元，公司资产负债率74.96%，较上年底有所下降，调整后全部债务资本化比率71.25%，较上年底有所增长；调整后长期债务资本化比率64.18%，较上年底无变化。公司债务负担仍较重。

4. 盈利能力

随着公司快速扩张，合并范围内公司数量增多，公司营业收入快速增长，公司对于期间费用控制能力有所提升，利润总额对补贴收入等依赖度较高，整体盈利能力一般。

2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长92.79%。2019年，公司实现营业收入213.38亿元，较上年增长92.10%。2017—2019年，公司营业成本呈同趋势变动。2019年，公司营业成本176.20亿元，同比增长116.67%，高于营业收入增幅。2017—2019年，公司营业利润率波动下降。2019年，公司营业利润率16.28%，同比下降8.34个百分点。

从期间费用看，2017—2019年，公司期间费用逐年增长。2019年，公司期间费用34.38亿元，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2017—2019年，公司期间费用率分别为23.93%、21.30%和16.11%，公司期间费用控制能力有所提升。

2017—2019年，公司利润总额快速增长，年均复合增长195.35%。2019年，公司利润总额8.63亿元。其中，其他收益3.53亿元，主要为公司收到的政府补贴，营业外收入6.31亿元，主要为公司折价收购股权资产收益，公司的利润总额对补贴收入等依赖度较高。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资产收益率分别为2.34%、2.99%、2.63%，净资产收益率分别为1.12%、1.82%、2.31%，整体呈上升趋势。整体看，公司盈利能力一般。

2020年1—3月，公司实现营业收入46.78亿元，相当于2019年全年的21.92%；当期获得其他收益0.82亿元，投资收益0.47亿元。公司利润总额为2.16亿元。

5. 现金流分析

受公司项目持续投入及往来款支出的影响，公司经营活动现金流量净额波动增长，收现质量较好；公司筹资活动现金流量净额持续净流入，为平衡项目投资需求，公司筹

资活动仍保持较大力度。

经营活动方面，2017—2019年，公司经营活动现金流入快速增长，年均复合增长51.23%。2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为136.16亿元、253.45亿元、311.40亿元，主要系合并范围扩大、业务规模增加及往来款增长较快所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合增长35.38%，主要系支付的往来款以及经营业务支出增加所致。受往来款收支净额支出波动所致，2017—2019年，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正分别为-33.17亿元、-29.98亿元、1.04亿元。2017—2019年，公司现金收入比分别为90.67%、114.64%、100.66%，公司整体收现质量较好。

投资活动现金流方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入快速增长，年均复合增长30.54%。2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为9.53亿元、14.88亿元、16.24亿元。2019年，公司投资活动现金流出小计134.00亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金及取得子公司及其他营业单位支付的现金净额。2017—2019年，公司投资活动产生的现金流量净额持续为负分别为-72.56亿元、-63.36亿元、-117.77亿元。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为191.98亿元、216.95亿元、424.39亿元。其中2019年通过取得借款收到现金254.64亿元，发行债券收到现金83.81亿元。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务所支付的现金，近三年分别为99.41亿元、110.38亿元、278.49亿元。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额快速增长分别为92.57亿元、106.57亿元、145.90亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额-1.47亿元，主要为业务开展的现金收付及往来款收支；投资活动现金流量净额-29.48亿元；筹资活动现金流量净额32.54亿元。

6. 偿债能力

近年来，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱。考虑到公司获得的有力的外部支持，且间接融资渠道通畅，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力看，2017—2019年，公司流动比率持续上升，速动比率波动下降，截至2019年底，上述指标分别为134.39%和80.58%。2017—2019年，公司现金类资产分别为48.96亿元、69.62亿元和113.58亿元，现金短期债务比分别为0.90倍、0.66倍和0.66倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2017—2019年，公司EBITDA持续增长，分别为12.97亿元、24.83亿元和39.83亿元；调整后全部债务/EBITDA持续下降，分别为20.54倍、16.77倍和16.18倍，公司EBITDA利息倍数分别为0.93倍、1.28倍和1.43倍，公司长期偿债能力较弱。

截至2020年3月底，公司共获得银行授信总额715.40亿元，尚未使用额度326.36亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2020年3月底，公司无对外担保。

考虑到公司持续获得有力的外部支持，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

母公司资产占合并口径占比较低，所有者权益质量较好；母公司短期偿债能力一般。

截至2019年底，母公司资产总额316.69亿元，占合并口径的29.56%，占比较低。其中，流动资产224.82亿元，占70.99%，非流动资产91.87亿元，占29.01%，母公司资产结构以流动资产为主。从构成看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，非流动资产主要由长期应收款和长期股权投资构成。截至2019年底，母公司货币资金为15.85亿元。

截至2019年底，母公司所有者权益67.39亿元，占合并口径的25.62%，较上年底增长39.13%，主要系发行其他权益工具所致。母公司所有者权益中实收资本占77.25%，占比高，所有者权益质量较好。

截至2019年底，母公司负债总额249.29亿元，占合并口径的30.84%，较上年底下降69.28%，主要系长短期借款和应付债券增加所致。其中流动负债占59.59%，非流动负债占40.41%，母公司负债结构以流动负债为主。母公司短期债务32.99亿元，现金短期债务比0.48倍，母公司短期偿债能力一般。

2017—2019年，母公司营业收入波动增长，年均复合增长20.25%。2017—2019年，母公司无营业成本。2019年，母公司利润总额0.10亿元，占合并口径的1.19%。

截至2020年3月底，母公司资产总额317.36亿元，所有者权益为69.76亿元。2020年1—3月，母公司营业收入0.29亿元，利润总额0.20亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行上限的保障能力强，本期中期票据到期偿付安全性极高。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

以本期中期票据发行金额上限测算，本期中期票据拟发行金额上限为15.00亿元，相当于2019年底公司调整后长期债务的3.18%，调整后全部债务的2.33%，对公司现有债务规模影响小。

截至2019年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为75.45%、71.01%和64.18%，以公司2019年财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据按金额上限发行后，上述指标分别上升至75.78%、71.49%和

64.90%，公司债务水平有所上升，债务负担有所加重，考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还公司有息债务，实际债务负担将小于上述预测值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

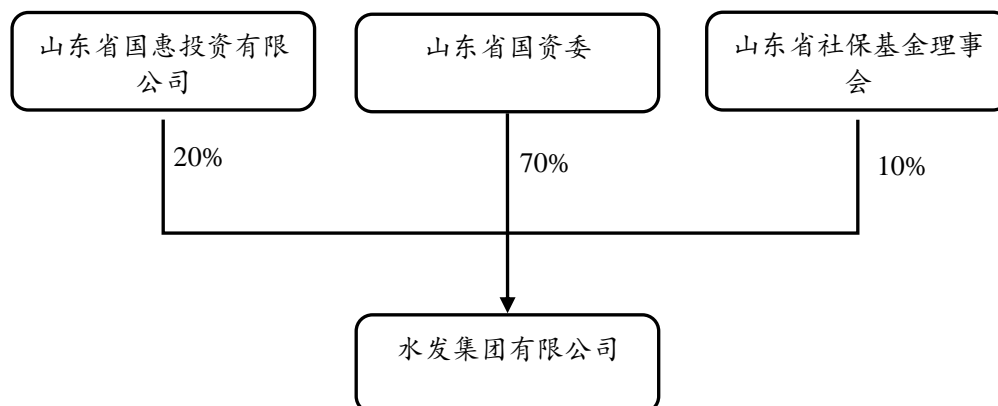
以本期中期票据发行金额上限测算，2017—2019年，公司EBITDA分别为12.97亿元、24.83亿元和39.83亿元，分别为本期中期票据发行上限的0.86倍、1.66倍和2.66倍。2017—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为-33.17亿元、-29.98亿元和1.04亿元，经营活动现金流量净额对本期中期票据发行上限的保障能力很弱；2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为136.16亿元、253.45亿元和311.40亿元，分别为本期中期票据发行金额上限的9.08倍、16.90倍和20.76倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行上限的保障能力强，本期中期票据到期偿付安全性极高。

十、结论

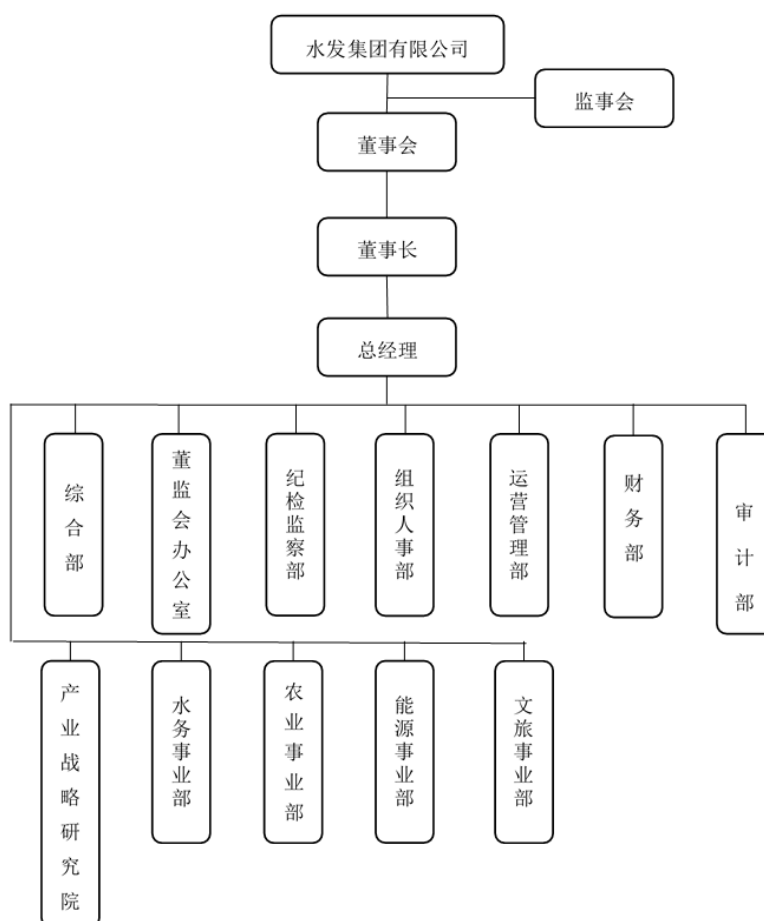
公司作为山东省唯一的省级水务运营主体，水务业务具有区域专营优势。近年来，公司外部发展环境良好，公司持续获得有力的外部支持；公司业务规模快速扩大，呈多元化发展。

基于公司主体长期信用状况以及本期中期票据发行上限的偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 公司合并范围内子公司（截至 2020 年 3 月底）

序号	公司名称	业务性质	持股比例(%)
1	山东水发控股集团有限公司	投资与经营管理	100.00
2	水发能源集团有限公司	天然气销售、综合能源服务、能源贸易、能源输配	100.00
3	山东水利发展集团有限公司	污水处理、城市供排水	100.00
4	山东水利建设集团有限公司	大坝、电站厂房、引水和泄水建筑工程	100.00
5	山东水发医疗有限公司	医疗、养老、康复业投资、建设、运营	100.00
6	鲁医控股有限公司	对医疗项目投资；医疗技术开发；网络技术开发；健康咨询等	100.00
7	水发设计集团有限公司	工程勘察、工程设计；技术服务、技术转让、技术开发	100.00
8	水发旅游集团有限公司	旅游资源开发、旅游服务、旅游项目策划；园林景观工程	100.00
9	水发农业投资有限公司	农业投资、农业技术开发、农作物种植	100.00
10	山东水发投资有限公司	商业服务业	100.00
11	山东水发实业有限公司	商业服务业	100.00
12	山东农业发展集团有限公司	商业服务业	100.00
13	水发生态科技有限公司	生态保护和环境治理业	100.00
14	水发国际物流有限公司	道路运输业	100.00
15	水发鲁南水务有限公司	水利管理业	100.00
16	济南水发股权投资基金合伙企业（有限合伙）	商业服务业	100.00
17	山东水发项目管理有限公司	专业技术服务业	100.00
18	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
19	翁源鲁控水务发展有限公司	水的生产和供应业	90.00
20	水发国际控股有限公司	投融资	100.00
21	青岛水工建设科技服务有限公司	水利管理业	100.00

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.96	69.62	113.58	115.55
资产总额(亿元)	474.55	760.09	1071.35	1110.43
所有者权益(亿元)	95.79	193.04	263.07	278.03
短期债务(亿元)	54.37	106.09	173.12	190.93
长期债务(亿元)	183.23	249.65	384.07	391.71
调整后长期债务(亿元)	212.15	310.50	471.38	498.20
全部债务(亿元)	237.59	355.74	557.19	582.65
调整后全部债务(亿元)	266.52	416.59	644.50	689.14
营业收入(亿元)	57.82	110.68	213.38	46.78
利润总额(亿元)	0.99	5.52	8.63	2.16
EBITDA(亿元)	12.97	24.83	39.83	--
经营性净现金流(亿元)	-33.17	-29.98	1.04	-1.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.20	3.19	3.26	--
存货周转次数(次)	0.88	1.21	1.37	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.18	0.23	--
现金收入比(%)	90.67	114.64	100.66	118.16
营业利润率(%)	22.28	24.62	16.28	18.60
总资本收益率(%)	2.34	2.99	2.63	--
调整后总资本收益率(%)	2.16	2.69	2.37	--
净资产收益率(%)	1.12	1.82	2.31	--
长期债务资本化比率(%)	65.67	56.39	59.35	58.49
调整后长期债务资本化比率(%)	68.89	61.66	64.18	64.18
全部债务资本化比率(%)	71.27	64.82	67.93	67.70
调整后全部债务资本化比率(%)	73.56	68.33	71.01	71.25
资产负债率(%)	79.81	74.60	75.45	74.96
流动比率(%)	114.05	119.12	134.39	139.48
速动比率(%)	82.42	84.16	80.58	82.85
经营现金流动负债比(%)	-20.94	-12.39	0.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.31	14.32	13.99	--
现金短期债务比(倍)	0.90	0.66	0.66	0.61
调整后全部债务/EBITDA(倍)	20.54	16.77	16.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.93	1.28	1.43	--

注: 公司 2020 年一季度财务数据未经审计; 调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分; 调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.25	11.97	15.85	1.58
资产总额(亿元)	149.89	194.44	316.69	317.36
所有者权益(亿元)	39.29	48.44	67.39	69.76
短期债务(亿元)	4.00	25.47	32.99	16.30
调整后短期债务(亿元)	4.00	25.47	32.99	16.30
长期债务(亿元)	67.79	69.71	100.73	142.30
调整后长期债务(亿元)	67.79	69.71	100.73	142.30
全部债务(亿元)	71.79	95.17	133.72	158.60
调整后全部债务(亿元)	71.79	95.17	133.72	158.60
营业收入(亿元)	0.66	1.11	0.95	0.29
利润总额(亿元)	-0.91	-0.68	0.10	0.20
EBITDA(亿元)	-0.91	-0.68	0.10	--
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.72	0.75	0.36	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	9.41	10.98	0.57	9.57
营业利润率(%)	98.28	99.37	99.09	99.98
总资本收益率(%)	-0.82	-0.47	0.05	--
调整后总资本收益率(%)	-0.82	-0.47	0.05	--
净资产收益率(%)	-2.31	-1.40	0.15	--
长期债务资本化比率(%)	63.31	59.00	59.91	67.11
调整后长期债务资本化比率(%)	63.31	59.00	59.91	67.11
全部债务资本化比率(%)	64.63	66.27	66.49	69.45
调整后全部债务资本化比率(%)	64.63	66.27	66.49	69.45
资产负债率(%)	73.79	75.09	78.72	78.02
流动比率(%)	191.28	146.33	151.33	213.62
速动比率(%)	191.28	146.33	151.33	213.62
经营现金流动负债比(%)	-0.40	-0.33	4.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	-79.22	-140.43	1298.18	--
现金短期债务比(倍)	0.81	0.47	0.48	0.10
调整后全部债务/EBITDA(倍)	-79.22	-140.43	1298.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计

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	(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	
总资产收益率	(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+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 水发集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

水发集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

水发集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对水发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，水发集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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

联合资信将指派专人及时与水发集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。