

水发集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4452号

联合资信评估股份有限公司通过对水发集团有限公司主体及其相关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，维持“20 水发集团 MTN001”“21 水发 01”“21 水发集团债 01/21 水集 01”“24 水发集团 MTN006”“24 水发集团 MTN007”“24 水发集团 MTN009”“24 水发集团 MTN010”“24 水发集团 MTN011”“24 水发集团 MTN012”“24 水发集团 MTN013”“25 水发集团 MTN001”“25 水发集团 MTN002”“25 水发集团 MTN003”“25 水发集团 MTN004”“25 水发集团 MTN005”“25 水发集团 MTN006”“25 水发集团 MTN007”和“25 水发集团 MTN008”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：

二〇二五年六月十七日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

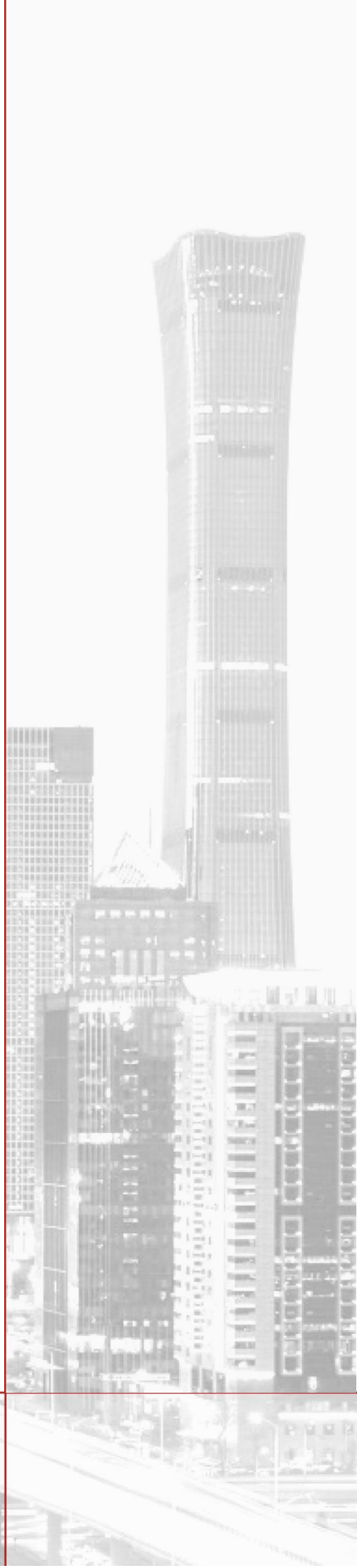
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



水发集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
水发集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
20 水发集团 MTN001/21 水发 01/21 水发集团 债 01/21 水集 01/24 水发集团 MTN006/24 水 发集团 MTN007/24 水发集团 MTN009/24 水 发集团 MTN010/24 水发集团 MTN011/24 水 发集团 MTN012/24 水发集团 MTN013/25 水 发集团 MTN001/25 水发集团 MTN002/25 水 发集团 MTN003/25 水发集团 MTN004/25 水 发集团 MTN005/25 水发集团 MTN006/25 水 发集团 MTN007/25 水发集团 MTN008	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/17

评级观点

水发集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省唯一拥有水务全产业链条的省级水务运营主体。跟踪期内，公司水务业务区域地位仍突出。2024 年，山东省地区生产总值和一般公共预算收入同比均实现增长，公司外部发展环境良好，且继续获得有力的外部支持。自 2023 年 4 月山东省国资委批复同意公司主业调整为水利水务、现代农业和清洁能源三大板块以来，公司逐步出清非主业，并对下属子公司开展内部重组整合，需关注公司非主业出清进展及其对公司经营表现的影响。跟踪期内，公司董事、总经理有所调整，治理结构和管理制度等方面均未发生重大变化。经营方面，公司营业总收入仍主要来自水利水务、现代农业和清洁能源板块；公司设计日供水能力和污水处理能力同比均有所下降，污水处理结算及回款受政府资金拨付效率影响大，重点实施的水利施工项目回款情况良好；现代农业板块前五大供应商和客户集中度低；在建及拟建发电项目尚需投资规模较大，未来面临较大资金支出压力。财务方面，公司整体资产质量较好，但需关注在建项目建设进度及投运后的经营情况，以及应收类款项对公司的资金占用情况和回收风险；所有者权益中少数股东权益占比高且未分配利润继续为负，所有者权益结构稳定性一般；整体债务负担重，存在较大的短期集中偿债压力；期间费用和减值损失对公司利润形成一定侵蚀，非经常性损益对利润总额贡献较大；整体偿债指标表现较好，存在一定的或有负债风险，间接融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在政府补助和税收优惠等方面继续获得有力的外部支持。

评级展望

未来，随着公司重点发展主业，逐步出清非主业，并推动集团内部业务及管理整合，公司经营效益有望提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱，财务指标表现明显下降。

优势

- **外部发展环境良好。**2024 年，山东省经济总量和一般公共预算收入分别同比增长 5.7%和 3.3%。截至 2024 年底，山东省常住人口 10080.17 万人，城镇化率 66.48%；山东省人均水资源占有量为 315 立方米，远低于全国平均水平，对供水、调水和污水处理等水利设施建设需求高。
- **继续获得有力的外部支持。**公司是山东省唯一拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，跟踪期内，公司水务业务区域地位仍突出，在政府补助和税收优惠等方面继续获得有力的外部支持。2024 年和 2025 年 1—3 月，公司累计获得政府补助 2.52 亿元。此外，公司部分子公司在增值税、企业所得税和城镇土地使用税等方面获得税收优惠。

关注

- **需关注在建项目建设进度及投运后的经营情况，以及应收类款项对公司的资金占用情况和回收风险。**截至 2024 年底，公司在建工程账面价值 185.07 亿元，尚需投资规模较大，需关注在建项目建设进度及投运后的经营情况。同期末，公司资产中应收账款和其他应收款合计占比为 21.95%，对公司资产形成占用，累计计提坏账准备 28.29 亿元，存在资金回收风险。
- **整体债务负担重，存在较大的短期集中偿债压力。**截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 77.71% 和 73.04%，整体债务负担重。同期末，公司短期债务 320.40 亿元，存在较大的短期集中偿债压力。
- **需关注公司非主业出清进展及其对公司经营表现的影响。**公司业务涉及行业较广泛，子公司数量和管理层级偏多。自 2023 年 4 月山东省国资委批复同意公司主业调整为水利水务、现代农业和清洁能源三大板块以来，公司逐步出清非主业，并对下属子公司开展内部重组整合，需关注公司非主业出清进展及其对公司经营表现的影响。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 水务企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

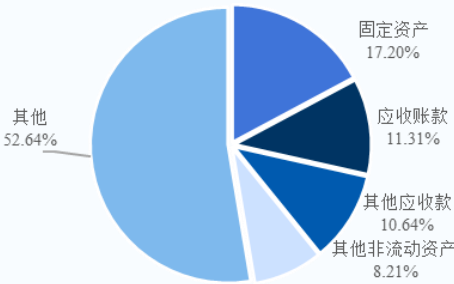
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	110.05	146.48	91.46	102.68
资产总额（亿元）	1578.45	1590.92	1613.19	1693.25
所有者权益（亿元）	341.26	351.72	359.21	377.47
短期债务（亿元）	378.68	384.59	348.46	320.40
长期债务（亿元）	560.99	594.60	669.36	702.39
全部债务（亿元）	939.67	979.19	1017.83	1022.79
营业总收入（亿元）	745.32	695.45	641.77	145.53
利润总额（亿元）	4.94	5.48	6.15	1.77
EBITDA（亿元）	89.77	117.12	76.99	--
经营性净现金流（亿元）	64.61	56.09	59.01	15.05
营业利润率（%）	12.22	11.16	11.26	9.92
净资产收益率（%）	-0.35	0.33	0.85	--
资产负债率（%）	78.38	77.89	77.73	77.71
全部债务资本化比率（%）	73.36	73.57	73.91	73.04
流动比率（%）	98.22	99.79	114.00	123.64
经营现金流流动负债比（%）	9.79	9.12	10.66	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.38	0.26	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	1.67	2.30	1.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.47	8.36	13.22	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	459.57	599.47	763.64	794.99
所有者权益（亿元）	57.96	68.15	132.42	133.53
全部债务（亿元）	221.47	340.16	451.41	475.05
营业总收入（亿元）	9.27	1.54	10.19	0.04
利润总额（亿元）	2.05	0.47	1.07	-0.56
资产负债率（%）	87.39	88.63	82.66	83.20
全部债务资本化比率（%）	79.26	83.31	77.32	78.06
流动比率（%）	95.93	134.96	172.21	186.99
经营现金流流动负债比（%）	-1.14	-0.44	1.07	--

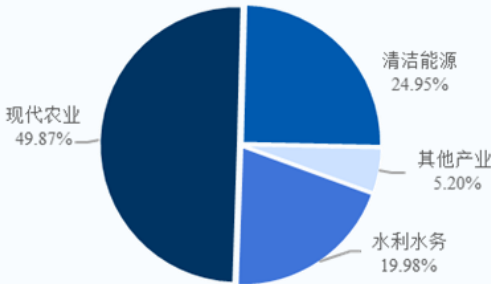
注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；2. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；3. 本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款带息部分纳入长期债务核算；4. 公司本部债务未经调整；5. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；6. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

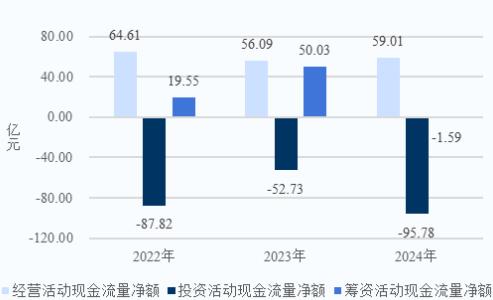
2024 年底公司资产构成



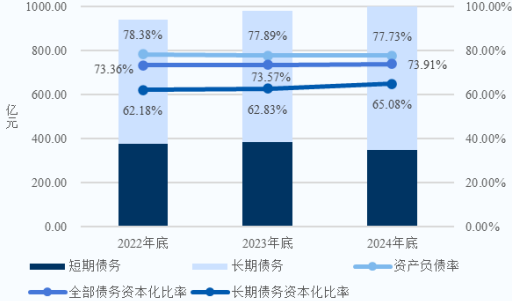
2024 年公司营业总收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
20 水发集团 MTN001	10.00	10.00	2025/10/21	回售，调整票面利率
21 水发 01	10.00	10.00	2026/05/06	回售，调整票面利率
21 水发集团债 01/21 水集 01	10.00	10.00	2026/07/23	回售，调整票面利率
24 水发集团 MTN006	10.00	10.00	2029/06/26	--
24 水发集团 MTN007	10.00	10.00	2029/07/24	--
24 水发集团 MTN009	9.00	9.00	2027/09/13	--
24 水发集团 MTN010	15.00	15.00	2029/10/21	调整票面利率，回售
24 水发集团 MTN011	5.00	5.00	2027/11/15	赎回，调整票面利率，延期，利息递延权，持有人救济
24 水发集团 MTN012	5.00	5.00	2029/11/20	调整票面利率，回售
24 水发集团 MTN013	15.00	15.00	2029/11/28	调整票面利率，回售
25 水发集团 MTN001	15.00	15.00	2030/01/10	调整票面利率，回售
25 水发集团 MTN002	10.00	10.00	2030/01/22	--
25 水发集团 MTN003	8.00	8.00	2027/02/21	赎回，调整票面利率，延期，利息递延权，持有人救济
25 水发集团 MTN004	15.00	15.00	2028/03/12	--
25 水发集团 MTN005	10.0	10.00	2030/03/24	调整票面利率，回售
25 水发集团 MTN006	7.00	7.00	2027/04/25	赎回，调整票面利率，延期，利息递延权，持有人救济
25 水发集团 MTN007	15.00	15.00	2030/05/27	调整票面利率，回售
25 水发集团 MTN008	15.00	15.00	2023/06/11	调整票面利率，回售

注：1.永续债券所列到期兑付日按最近一次行权日计算；2.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；3.“--”代表无特殊条款
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 水发集团 MTN008	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/03	杜 晗 邢小帆	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 水发集团 MTN007	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/16	杜 晗 邢小帆	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 水发集团 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/01	杜 晗 邢小帆	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 水发集团 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/14	杜 晗 邢小帆	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 水发集团 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/25	杜 晗 邢小帆	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 水发集团 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/12	杜 晗 邢小帆	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 水发集团 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/08	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 水发集团 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/12/30	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 水发集团 MTN013	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/11/15	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 水发集团 MTN012	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/11/07	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 水发集团 MTN011	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/11/01	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 水发集团 MTN010	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/08	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 水发集团 MTN009	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/09/04	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
24 水发集团 MTN007	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/11	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

24 水发集团 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/17	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
20 水发集 MTN001/ 21 水发 01/21 水发集团 债 01/21 水集 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/14	杜 晗 张 宇	水务企业信用评级方法 V4.0.202208 水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
21 水发集团债 01/ 21 水集 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/06/29	薛琳霞 车兆麒	水务企业信用评级方法 V3.0.201907 水务企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 水发 01	AAA/稳定	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（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 水发集团 MTN001	AAA/稳定	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（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述评级方法/模型、历史评级项目的评级报告通过链接可查询
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杜 晗 duhan@lhratings.com

项目组成员：邢小帆 xingxf@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

截至 2025 年 3 月底，公司注册资本 60.01 亿元，实收资本 60.71 亿元，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）、山东国惠投资控股集团有限公司（以下简称“国惠投资”）、山东能源集团有限公司（以下简称“山东能源集团”）、山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“山东财欣”，实际控制人为山东省财政厅）和山东省港口集团有限公司（以下简称“山东港口”）持股比例分别为 60.73%、17.35%、10.18%、8.68%和 3.06%，公司实际控制人为山东省国资委。

公司是山东省唯一拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，按照联合资信行业分类标准划分为水务行业。

截至 2025 年 3 月底，公司本部设运营管理部、审计部、安全监督部和法务风控部等职能部门；截至 2024 年底，公司纳入合并范围内一级子公司共 19 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 1613.19 亿元，所有者权益 359.21 亿元（含少数股东权益 230.93 亿元）；2024 年，公司实现营业收入总收入 641.77 亿元，利润总额 6.15 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 1693.25 亿元，所有者权益 377.47 亿元（含少数股东权益 242.06 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入总收入 145.53 亿元，利润总额 1.77 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：刘治国。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1，除尚未进入付息期的债券外，其余债券均在付息日正常付息。上述存续债券中，除“25 水发集团 MTN001”“25 水发集团 MTN004”“25 水发集团 MTN005”“25 水发集团 MTN006”“25 水发集团 MTN007”和“25 水发集团 MTN008”外，其余存续债券募集资金均已按指定用途使用完毕。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
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
21 水发集团债 01/21 水集 01	10.00	10.00	2021/07/23	3+2
24 水发集团 MTN006	10.00	10.00	2024/06/26	5
24 水发集团 MTN007	10.00	10.00	2024/07/24	5
24 水发集团 MTN009	9.00	9.00	2024/09/13	3
24 水发集团 MTN010	15.00	15.00	2024/10/21	3+2
24 水发集团 MTN011	5.00	5.00	2024/11/15	3+N
24 水发集团 MTN012	5.00	5.00	2024/11/20	2+2+1
24 水发集团 MTN013	15.00	15.00	2024/11/28	3+2
25 水发集团 MTN001	15.00	15.00	2025/01/10	3+2
25 水发集团 MTN002	10.00	10.00	2025/01/22	5
25 水发集团 MTN003	8.00	8.00	2025/02/21	2+N
25 水发集团 MTN004	15.00	15.00	2025/03/12	3
25 水发集团 MTN005	10.0	10.00	2025/03/24	3+2
25 水发集团 MTN006	7.00	7.00	2025/04/25	2+N

25 水发集团 MTN007	15.00	15.00	2025/05/27	3+2
25 水发集团 MTN008	15.00	15.00	2025/06/11	3+2
合计	194.00	194.00	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

我国人均水资源量较世界平均水平处于低位，水资源区域分布不均，南水北调成为缓解我国区域水资源分布不均衡的重要方式。供水方面，城市化进程推动我国城市和县城用水人口及供水总量持续增长，但增速有所放缓，城市和县城供水普及率很高，供水行业处于相对成熟期；全国城市和县城供水行业固定资产投资规模有所提升，降低供水管网漏损率是提高供水质量和效率的重要措施，预计加快城市老旧供水管网改造将成为水务行业后续投资重点；在国家水价改革政策的支持下，2023 年以来，广州和南京等地区先后召开供水价格改革方案听证会，上海和长沙等地区宣布执行上调水价后的方案。污水处理方面，我国城市和县城污水排放量增长较快，污水处理及其再生利用固定资产投资增速保持相对高位；随着城市和县城污水排放总量的不断增长，以及城镇污水处理补短板等相关政策的推进，我国污水处理需求仍有增长空间，污水处理行业处于发展期。

近年来，水务行业政策重点体现在用水提质增效，实施严格节水制度；加快城镇污水设施建设和污水排放检测，进一步释放污水处理产能，加快补齐城市和县城污水处理能力缺口；推进水费改革提升水务行业盈利空间等方面。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，水务行业供水和污水处理量增速保持窄幅震荡。水务行业准入条件和行业壁垒较高，现阶段呈现区域垄断和跨区域运营行业龙头并存的态势，预期未来竞争格局仍将保持基本稳定。

我国乡镇用水普及率较城市尚有差距，乡镇供水市场尚有一定开发空间；随着“十四五”期间逐步补齐城镇污水管网短板，我国污水处理能力或将进一步提升。我国水务行业市场化程度较低，水价调价周期较长，在相关政策的推动下，预计短期内价格调整幅度有限，行业盈利能力仍承压。区域专营水务企业需关注其资金被股东或关联企业占用风险；跨区域运营水务企业需关注其业务盲目扩张风险，尤其需重点关注污水处理业务占比较高、业务区域财力较弱及 PPP 项目涉入较深的水务企业现金回款情况。完整版水务行业分析详见《[2025 年水务行业分析](#)》。

2 区域环境分析

山东省对供水、调水和污水处理等水利设施建设需求高。2024 年，山东省地区生产总值和一般公共预算收入同比均实现增长。整体看，公司外部发展环境良好。

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，全省陆域面积 15.81 万平方公里，毗邻海域面积约为 15.86 万平方公里，全省平均河网密度为 0.24 千米/平方公里，干流长度在 5 公里以上的河流超过 5000 条，10 公里以上的有 1552 条。截至 2024 年底，山东省常住人口 10080.17 万人，城镇化率 66.48%。山东省人均水资源占有量为 315 立方米，远低于全国平均水平，为满足区域内用水需求，南水北调东线一期工程和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。

根据《山东省“十四五”水利发展规划》，山东省计划到 2025 年初步建成与高质量发展要求相适应的山东特色水安全保障体系，计划新增水库库容 12 亿立方米，新增供水能力 10 亿立方米，自来水普及率 97.5%，规模化工程供水人口覆盖比例 80%，城乡供水一体化率 70%；立足水资源空间均衡配置，推进一批重点水源和重大引调水工程建设，加快构建山东现代水网，优化水资源配置格局。

图表 2 • 山东省主要经济指标

项目	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	92068.7	98565.8
GDP 增速（%）	6.0	5.7
固定资产投资（不含农户）增速（%）	5.2	3.3
三产结构	7.1:39.1:53.8	6.7:40.2:53.1
人均 GDP（万元）	9.1	/

注：“/”代表数据未取得

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据山东省国民经济和社会发展统计公报，2024 年，山东省地区生产总值 98565.8 亿元，同比增长 5.7%。分产业看，第一产业增加值 6616.9 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 39608.6 亿元，同比增长 6.6%；第三产业增加值 52340.3 亿元，同比增长 5.4%。

图表 3 • 山东省主要财力指标

项目	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	7464.7	7711.5
一般公共预算收入增速（%）	5.1	3.3
税收收入（亿元）	5229.6	5039.6
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	70.1	65.4
一般公共预算支出（亿元）	12582.7	13077.2
财政自给率（%）	59.3	59.0
政府性基金收入（亿元）	4925.4	4832.1
地方政府债务余额（亿元）	27520.8	32811.4

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据山东省财政预算执行报告，2024 年，山东省一般公共预算收入同比增长 3.3%，一般公共预算收入质量尚可。同期，山东省一般公共预算支出为 13077.2 亿元，财政自给能力一般。2024 年，山东省政府性基金收入同比下降 1.9%。截至 2024 年底，山东省地方政府债务余额为 32811.4 亿元。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2025 年 3 月底，公司注册资本 60.01 亿元，实收资本 60.71 亿元，山东省国资委、国惠投资、山东能源集团、山东财欣和山东港口持股比例分别为 60.73%、17.35%、10.18%、8.68%和 3.06%，公司实际控制人为山东省国资委。

2 企业规模和竞争力

公司是山东省唯一拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，跟踪期内，公司水务业务区域地位仍突出。自 2023 年 4 月山东省国资委批复同意公司主业调整为水利水务、现代农业和清洁能源三大板块以来，公司逐步出清非主业，并对下属子公司开展内

部重组整合，联合资信将关注公司非主业出清进展及其对公司经营表现的影响。

公司是山东省唯一拥有水务全产业链条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、供排水项目建设运营以及与涉水相关工程的建设和设计等业务，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，水务业务区域地位突出。公司通过收购股权（混改）、投资新设等形式拓展经营领域，业务范围还涉及农业、清洁能源、文旅和地产等。公司根据《山东省人民政府办公厅关于进一步加强省属企业主体管理工作的意见》（鲁政办字〔2019〕15号）等规定，逐步聚焦主业，明确战略定位和发展方向，优化产业布局，并于2023年4月9日获山东省国资委批复同意将公司主业调整为水利水务（聚焦水的生产和供应业）、现代农业（聚焦设施农业）和清洁能源（聚焦电力、热力生产和供应业）。

针对子公司数量和管理层级偏多的问题，2023年以来，公司围绕“聚焦、整合、优化、管控、提升”十字方针，加快推进转型升级高质量发展，确定“双压双降”（压层级、压户数，降“两金”、降亏损）目标，并推进落实相关工作。根据公司于2023年7月发布的《水发集团有限公司关于内部重组整合的公告》，公司明确水利水务、清洁能源、现代农业三大主业部分资产内部重组整合方案，内部重组整合涉及一级子公司11家、资产规模245亿元，上述内部整合工作将有助于进一步增强公司主业核心竞争力。截至本报告出具日，上述内部重组整合工作尚在进行中，联合资信将关注上述重组整合事项对公司经营表现的影响。

根据山东省国资委确定的三大主业，公司推进内部资源整合，严格控制非主业投资，并逐步出清非主板块。根据公司于2024年2月发布的《水发集团有限公司关于出售山水鼎晟产业投资（济南）合伙企业（有限合伙）合伙份额的公告》，公司二级子公司山东水发控股集团有限公司（以下简称“山东水控”）为山水鼎晟产业投资（济南）合伙企业（有限合伙）（以下简称“山水鼎晟”）的有限合伙人，山东水控二级子公司山东水发鼎晟股权投资管理有限公司（以下简称“鼎晟投资”）为山水鼎晟的普通合伙人和执行事务合伙人，山东水控和鼎晟投资分别持有山水鼎晟99.95%和0.05%的财产份额。经协商一致，山东水控将其持有山水鼎晟的41.02%合伙财产份额转让给东方国开（深圳）产业发展有限公司、41.02%合伙财产份额转让给山东中博发展有限公司，山水鼎晟上述股权转让价款合计18.00亿元。本次股权转让后，公司通过山东水控、鼎晟投资合计持有山水鼎晟17.97%财产份额，山水鼎晟不再纳入公司合并报表范围¹。本次股权转让涉及公司下属子公司水发公用事业集团有限公司（以下简称“水发公用”）、水发民生产业投资集团有限公司、山东水发文旅集团有限公司、内蒙古水发农业（集团）有限公司和水发物流集团有限公司，上述子公司主要涉及热电联产、文旅、养殖和屠宰加工等低效资产，均系公司非主业务。

3 信用记录

除部分子公司本部曾出现票据逾期但均已完成兑付外，公司本部及重要子公司本部过往债务履约情况良好。联合资信未发现公司本部和重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000696874389D），截至2025年4月24日，公司本部不存在未结清的不良及关注类信贷信息记录；已结清信贷记录中有6笔关注类贷款，主要系公司因资产负债率偏高，被国家开发银行山东省分行根据相关规定将公司存续流动资金贷款分类为关注类所致，上述关注类贷款均已正常还款。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91310000MA1H35653W），截至2025年4月27日，公司重要子公司水发集团（上海）资产管理有限公司（以下简称“水发上海资管”）本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91110113MA01K1KE1U），截至2025年5月8日，公司重要子公司水发农业集团有限公司（以下简称“水发农业集团”）本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000MA3FAYKB0E），截至2025年4月25日，公司重要子公司水发能源集团有限公司（以下简称“水发能源集团”）本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在债券市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

¹ 根据信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）济南分所出具的模拟合并专项审计报告，截至2022年底，山水鼎晟资产总额229.10亿元、所有者权益34.60亿元；2022年山水鼎晟营业总收入为62.49亿元、净利润为-2.28亿元；截至2023年10月底，山水鼎晟资产总额244.56亿元、所有者权益33.89亿元，2023年1—10月，山水鼎晟营业总收入为46.41亿元、净利润为-3.18亿元。

经上海票据交易所信息披露平台查询及根据公司提供信息，2022 年 10 月—2023 年 5 月，公司部分子公司本部出现票据逾期，根据各涉及子公司出具的说明，逾期票据均已完成兑付。为加强公司商业汇票集中管理、规范使用商业汇票，防范商业汇票风险，公司制定《水发集团有限公司商业汇票管理办法（试行）》，依托司库管理系统和 OA 等信息化方式，搭建“集团总部统筹管理、一级权属公司主要负责、基层单位具体执行”的商业汇票管理模式，形成“管理集中、操作集中、信息集中”的商业汇票管理体系。自 2023 年 6 月以来，联合资信未发现公司本部及下属子公司存在新增票据逾期情况。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事、总经理有所调整，治理结构和管理制度等方面均未发生重大变化。

公司于 2025 年 1 月 26 日发布了《水发集团有限公司关于董事、总经理发生变动的公告》（以下简称“公告”）。公告称，经中共山东省国资委委员会和山东省国资委研究决定，免去安中涛的公司董事、总经理、党委副书记、委员职务，委派庄建为公司董事、总经理。

庄建先生，1974 年 9 月生，民革党员，硕士研究生学历，正高级会计师；曾任中国重型汽车集团有限公司财务公司职员，山东齐鲁会计师事务所（普通合伙企业）员工，华鲁控股集团有限公司审计部副总经理、财务部（资金结算中心、产权管理部）总经理，山东省机场管理集团有限公司财务总监、外部董事；自 2025 年 1 月起任公司董事、总经理。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司营业总收入同比有所下降，仍主要来自水利水务、现代农业和清洁能源板块；同期，公司综合毛利率同比小幅增长。

2024 年，公司营业总收入同比下降 7.72%，主要系现代农业板块收入下降及非主业出清所致。公司收入结构同比变化不大，仍主要来自水利水务、现代农业和清洁能源板块。同期，公司综合毛利率同比小幅增长。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 145.53 亿元，相当于 2024 年全年的 22.68%；同期，公司综合毛利率为 10.44%。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块		2023 年			2024 年		
		收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
水利水务	供水调水	16.46	2.37	53.88	15.53	2.42	48.62
	污水处理	7.30	1.05	30.57	7.51	1.17	30.62
	水利施工	87.95	12.65	15.30	76.29	11.89	17.55
	水工管及设备制造	7.82	1.12	16.95	5.13	0.80	23.26
	施工设计、咨询监理、招标等	7.52	1.08	21.90	23.78	3.71	16.18
	小计 1	127.05	18.27	21.67	128.23	19.98	22.05
现代农业	棉、粮、蔬果、苗木种植及初加工	107.83	15.50	7.53	92.44	14.40	6.97
	棉粮及农资贸易	244.81	35.20	5.68	227.61	35.47	5.03
	小计 2	352.64	50.71	6.24	320.05	49.87	5.59
清洁能源	水力发电	2.01	0.29	7.08	1.92	0.30	8.55
	风力发电	6.47	0.93	47.81	7.58	1.18	38.27
	光伏发电	12.91	1.86	47.57	15.09	2.35	41.11
	清洁能源 EPC 施工	10.95	1.57	8.77	18.80	2.93	2.55

	绿色节能建筑	13.74	1.98	8.03	12.82	2.00	10.04
	电气设备、新材料制造	58.52	8.41	16.24	67.57	10.53	16.78
	天然气加工、供应及设备制造	40.71	5.85	11.87	29.31	4.57	15.82
	供热（含热电联产）	10.84	1.56	16.85	7.00	1.09	26.45
	小计 3	156.14	22.45	17.67	160.10	24.95	18.03
其他	地产文旅康养	41.33	5.94	7.42	30.58	4.76	-1.30
	其他	18.29	2.63	6.83	2.82	0.44	41.19
	合计	695.45	100.00	11.71	641.77	100.00	11.81

注：其他业主要包括货物购销、招标代理、水利咨询、垃圾处理和管网制造等
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（1）水利水务

跟踪期内，受淘汰部分落后水厂影响，公司设计日供水能力同比有所下降；受公司出售污水处理厂影响，公司污水处理能力同比有所下降，污水处理结算及回款受政府资金拨付效率影响大；公司水利施工资质尚可，重点实施的水利施工项目回款情况良好。

公司水利水务板块分为供水调水、污水处理、水利施工、水务管材及设备制造和施工设计、咨询监理、招标等子业务，为公司核心业务板块。

① 供水调水

公司是山东省唯一拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，供水业务范围覆盖潍坊、临沂、济南、泰安、德州、济宁等山东省多个市县，并向河南省固始县、湖北省武汉市、吉林公主岭、山西省阳泉市等省外市县拓展。公司供水业务运营主体为子公司水发众兴集团有限公司（以下简称“水发众兴集团”）、水发上善集团有限公司和水发水务集团有限公司等。

公司供水业务分为自建水库供水和非自建水库供水两种，供应类型包括原水和自来水。自建水库供水需公司自行投资建设供水水库，将江河湖泊中原水（主要来自黄河、胶东调水工程等）调入公司水库中，后续公司获得水库的取水权和区域内原水供应的特许经营权以出售原水，部分水库供水后续还通过公司自建水厂加工成自来水，再向周边客户出售；非自建水库模式主要为供水地已有水库或不需要水库，公司采用与水源管理单位签订合作协议获得取水权，将取出的原水净化后通过公司铺设的管网出售给周边的工业企业或自来水厂。

截至 2025 年 3 月底，公司拥有 25 个水库，总库容 4.43 亿立方米，设计取水量 338.74 万吨/日；公司在建水库 2 个，建成后每日设计取水量将新增 12.48 万吨。同期末，公司拥有 71 个原水泵站，拥有 41 个供水厂，管理的原水管网和终端供水管网长度为 12970.82 公里（较 2024 年 3 月底大幅增长系水网建设的管道扩建及预铺埋所致）。截至 2024 年底，公司主要在建供水调水项目包括金乡县城乡供水一体化建设工程、郓城县杨庄集水库工程和公主岭市应急供水工程等，计划总投资 27.54 亿元，已累计投资 17.98 亿元。

2024 年，公司设计日供水能力同比有所下降，主要系公司对部分供水厂进行了提标改造，将供水不符合国家标准、老旧、产能利用率持续低效的水厂进行淘汰所致。

公司下游客户包括工业企业和居民。工业用水收费单价由公司与客户之间一对一谈判决定，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；居民用水收费单价为各地政府指导价，按月结算。2024 年，公司平均售水价和实际售水量均有所下降，居民用水占比降至 37.11%。同期，公司供水调水收入同比有所下降，毛利率同比下降 5.26 个百分点，主要系公司当期铺设管网造成成本上涨，但尚未产生新增收入所致。

2024 年，公司产能利用率同比有所增长。由于工业企业用水量与宏观环境、地方政府招商引资进度、园区入驻企业等关联度较高，同时公司需适度超前建设水厂，导致水厂产能利用率较低。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，公司产能利用率或将上升。

图表 5 • 公司供水业务主要运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
设计日供水能力（万吨）	454.34	434.04	434.04

实际售水量（万吨）	60133.19	60003.81	13784.00
其中：居民用水（万吨）	24667.01	22264.87	5748.73
工业用水（万吨）	35466.17	37738.94	8035.26
平均售水价（元/吨）	2.74	2.59	3.15
产能利用率（%）	36.26	37.88	34.80
管网漏损率（%）	7.20	7.47	7.56

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

② 污水处理

公司污水处理包含居民污水处理、一般工业污水处理和垃圾渗滤液处理。截至 2025 年 3 月底，公司拥有的污水处理厂分布在山东省各地市以及山西、福建、吉林、辽宁等地；2024 年，公司污水处理量中山东省占比为 60.64%。

2024 年，公司设计日污水处理能力同比有所下降，主要系公司出售污水处理厂所致。同期，公司污水处理量同比有所下降，污水处理收入同比有所增长。截至 2025 年 3 月底，公司拥有 36 个污水处理厂。截至 2024 年底，公司主要在建污水处理项目包括郓城县杨庄集净水厂工程、菏泽瑞源城南净水厂和泉港污水处理二期（规模 2.5 万吨/日），计划总投资 3.00 亿元，已累计投资 1.97 亿元。

公司与地方政府或园区管理委员会签署相关协议，公司在特许经营期内（一般为 30~50 年）负责污水处理项目的管理、运营和维护，政府方按协议约定定期与公司结算污水处理费。公司污水处理业务一般设有保底处理水量，日进水量低于保底水量时，按保底水量计价付费；日进水量高于保底水量时，根据实际处理量结算。公司现行居民和工业污水处理结算价格一般为 1.00 元/立方米~3.00 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。公司污水处理结算及回款受政府资金拨付效率影响大。

图表 6 • 公司污水处理业务主要运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
期末污水处理厂（个）	44	36	36
设计日污水处理能力（万吨）	105.93	92.70	92.70
实际处理量（万吨）	28958.47	26063.56	5180.68

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

③ 水利施工

公司水利施工业务涉及江河湖泊的疏浚、水库建设、泵站维修、桥面堤面维修等。截至 2025 年 3 月底，公司拥有水利水电工程施工总承包一级、公路工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包二级、市政公用工程施工总承包二级、港口与航道工程施工总承包二级以及环保工程、钢结构、桥梁、机电工程等专业承包施工资质。

公司项目均通过公开招投标的方式取得，以施工总承包的形式签订合同，主要采用自营或者联营两种方式进行建设（其中自营方式占 90%左右）。回款方面，公司按月或季度与业主方按施工进度结算工程款，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，质保期届满后支付全部工程款。付款方式以现金为主，少数情况下使用银行承兑汇票付款。

公司承接项目区域包括山东、山西、辽宁、北京、新疆、四川和江苏等地，其中山东省内项目占比较高，2024 年山东省内新签项目数量占比为 48.70%。2024 年，受宏观环境和行业竞争加剧等因素影响，公司新签合同额和水利施工收入同比均有所下降。截至 2024 年底，公司水利施工业务在手合同金额 115.10 亿元。

在建重点项目方面，公司重点实施的水利施工项目见图表 7，主要业主方为各市级和区县级政府、城投公司和水务公司。截至 2025 年 3 月底，公司在建重点实施项目回款情况良好。

图表 7 • 公司水利施工项目签订情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新签项目数量（个）	252	182	30
新签项目合同金额（亿元）	58.82	45.87	8.01

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 8 • 截至 2025 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）

项目	项目业主方	合同金额	已完成合同金额	累计回款
肥城市大汶河砖舍拦河闸工程	肥城城投水务开发有限公司	4.70	3.82	3.82
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	4.56	4.24	2.84
水发乡村振兴庆云县农产品交易中心一期工程 EPC	山东水发航天现代农业科技有限公司	4.31	3.65	3.63
阿鲁科尔沁旗 2024 年高标准农田建设（国债项目）设计、采购、施工总承包（EPC）项目	阿鲁科尔沁旗农牧局农田建设项目建设管理办公室	3.62	2.05	3.26
阳谷县城乡供水一体化工程 EPC	山东阳昇发展集团有限公司	3.19	1.66	1.70
甘肃省引洮供水二期配套秦安县城供水好地梁、魏店、县城工程及静宁县城乡供水猴儿咀、县城、上赵、田堡和小岔沟工程（静安县城供水工程 EPC 总承包 4 标段）	静宁县引洮供水二期配套工程建设有限责任公司	2.84	2.30	2.49
泉港区污水处理厂二期工程	泉州盈源环保有限公司	1.26	0.96	1.17
公主岭市集中供水管网及配套设施建设工程总承包	公主岭市城市用水管理服务中心	2.56	1.40	2.40
威海市南海新区净水厂项目	威海南海水发实业有限公司	0.72	0.61	0.39
公主岭市城区供水管网改造及智慧水务建设项目工程总承包	公主岭市城市用水管理服务中心	2.04	1.91	1.85
合计		29.82	22.61	23.55

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）现代农业

2024 年，公司现代农业收入和毛利率同比均有所下降；现代农业板块前五大供应商和客户集中度低。

公司现代农业板块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。公司现代农业主要由水发农业集团、水发农业发展有限公司（以下简称“水发农业发展”）和水发浩海集团有限公司等子公司经营。

公司现代农业主要涉及棉花、粮食、牧草、畜牧、林果和蔬菜等多项农产品的加工和贸易，业务覆盖新疆、内蒙古、山东、甘肃、宁夏和东北等地。棉产品初加工贸易方面，公司在新疆通过土地流转获取土地经营权，并将土地转租给农户进行棉花种植，同时向农户提供农药、化肥、技术指导、农机服务等。农户种植的籽棉由公司进行收购，经轧花厂加工为皮棉并对外销售。棉产品及农资贸易结算方面，上游棉花贸易采购主要是采取现金和信用证结算的模式，由新疆水发国棉科技有限公司作为贸易采购主体，进行集中采购，皮棉和籽棉贸易采取先货后付款的方式；下游客户预付款一般为 30%至 50%，结算方式为现金结算，公司收到预付款后发货给下游客户指定存储仓库，下游客户收到货后支付尾款，一般整体资金结算周期为两周。

2024 年，受棉花贸易规模下降影响，公司现代农业收入同比有所下降；同期，该业务毛利率同比有所下降。截至 2025 年 3 月底，公司可控土地规模约 230 万亩，拥有棉生产基地 10 万亩，甜菜生产基地 15 万亩，蔬菜生产基地 5000 亩，合作年生产白糖 21 万吨糖厂 1 座，棉花加工厂 16 座。

2024 年，公司现代农业板块前五大供应商采购金额占当期采购总额的 25.56%，前五大客户销售金额占当期销售总额的 18.51%，集中度低。

图表 9 • 2024 年公司现代农业板块前五大供应商及下游客户情况表（单位：亿元）

供应商名称	采购金额	主要采购品种	下游客户名称	销售金额	主要销售品种
苏州恒合信息产业园发展有限公司	39.49	PAT、乙二醇	北京全国棉花交易市场电子商务有限公司	9.10	皮棉
新疆天富经合国际经贸有限公司	14.83	籽棉、皮棉	图木舒克市前海棉麻有限责任公司	8.93	皮棉
海南禾新实业有限公司	10.44	皮棉	新疆生产建设兵团第一师棉麻有限责任公司	8.56	皮棉
新疆生产建设兵团第一师棉麻有限责任公司	9.01	籽棉	新疆西部银力棉业（集团）有限责任公司	8.28	皮棉
新疆建咨棉业有限公司	8.03	皮棉	新疆宝新恒源物流有限公司	7.27	化肥
合计	81.80	--	合计	42.14	--

注：苏州恒合信息产业园发展有限公司和海南禾新实业有限公司均为民营企业，海南禾新实业有限公司和图木舒克市前海棉麻有限责任公司被列为被执行人
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

此外，公司还从事大宗商品贸易，规模较大的品类主要为 PTA 和大蒜等，农畜产品加工业务主要产品包括甜菜糖、柠檬酸和肉制品等。公司柠檬酸加工业务经营主体为旗下子公司莱芜泰禾生化有限公司（以下简称“莱芜泰禾”），产品以柠檬酸和柠檬酸盐类为主。莱芜泰禾主要产品柠檬酸钠在欧盟市场占有率高，主要产品销往欧盟 27 国、俄罗斯、美国、加拿大、墨西哥、澳大利亚、泰国、菲律宾、日本、韩国、南非和澳大利亚等国。截至 2024 年底，莱芜泰禾资产总额 12.46 亿元，所有者权益 9.66 亿元；2024 年，莱芜泰禾实现营业总收入 9.64 亿元，利润总额 0.79 亿元。

（3）清洁能源

跟踪期内，公司清洁能源 EPC 施工收入同比有所增长，但毛利率降幅较大，在手合同金额较为充足；由于公司城市天然气（燃气）业务扩展，日供气能力同比大幅增长；公司在建及拟建发电项目尚需投资规模较大，未来面临较大资金支出压力。

公司通过并购方式先后涉足光伏发电、水力发电、风力发电、集中供热以及城市燃气等多个能源领域。

① 清洁能源施工

公司清洁能源施工业务主要包括光伏施工、风电施工和水电施工，经营模式主要采用 EPC、PC 和 EPC+F 模式，经营主体主要为子公司水发兴业能源（珠海）有限公司、水发丰远能源有限公司、水发安和集团有限公司²等。截至 2025 年 3 月底，公司拥有电力工程施工总承包二级、水利水电工程施工总承包二级、建筑机电安装工程专业承包二级等资质。

项目区域分布方面，截至 2025 年 3 月底，公司光伏施工项目主要分布在云南、贵州、陕西、西藏、河南、湖北和湖南等地；风电施工项目在山东省内主要分布在菏泽市、临沂市等，山东省外主要分布在辽宁省、吉林省、河南省、陕西省等省份；由于水电施工项目投资较大、工期较长，公司承接水电施工项目较少。

2024 年，公司清洁能源 EPC 施工收入同比有所增长，但毛利率降幅较大。2024 年和 2025 年 1—3 月，公司清洁能源施工业务新签合同金额分别为 38.30 亿元和 2.03 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司清洁能源施工业务在手施工合同金额 44.79 亿元，在手合同金额较为充足。

② 城市天然气（燃气）

公司城市天然气（燃气）业务运营主体主要为水发众兴集团和水发燃气集团有限公司下属子公司，其中水发派思燃气股份有限公司（以下简称“水发燃气”，股票代码：603318.SH）为核心业务主体。公司天然气（燃气）业务涵盖 LNG 生产（鄂尔多斯液化厂）及贸易、城镇燃气运营和长输管线业务、燃气发电相关产品的设计生产及销售等。截至 2025 年 3 月底，公司城市天然气业务覆盖山东省烟台市、菏泽市、东营市等地，并在上述区域拥有特许经营权（期限平均在 30 年左右）。

公司气源主要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。公司主要客户为各个项目覆盖区域内的居民、商业及工业用户。

2024 年，公司天然气（燃气）销售量同比有所下降，以工业用户为主（占 83.56%）。同期，公司日供气能力同比大幅增长，主要系公司业务扩展，并购 2 家燃气公司所致。

图表 10 • 公司城市天然气（燃气）业务经营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
采购量（万立方米）	82740.37	82866.16	22322.41
含税平均采购单价（元/立方米）	2.34	2.44	2.45
日供气能力（万立方米）	665.38	952.37	952.37
销售量（万立方米）	83707.35	82867.35	22308.68
其中：居民（万立方米）	10378.54	7376.74	3185.82
工业（万立方米）	66009.59	69240.85	18726.95
商业（万立方米）	7319.23	6249.76	395.92
含税平均销售单价（元/立方米）	3.10	3.23	3.31
供应户数（户）	518874	536538	538368

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

² 被列为被执行人。

③ 其他清洁能源

公司发电项目包括水力发电、光伏发电和风力发电。其中，水电项目主要位于四川省和云南省，项目发电主要通过水电站所处区域电网全部消纳，部分项目通过当地电网再进入华东电网外送至陕西省等区域，外送电量指标根据实际情况每年均有所调整；光伏发电项目主要分布在山东省、甘肃省、广东省和湖南省，项目发电主要通过项目所在地电网消纳，电网电费一般根据电网公司通知按月结算，补贴电费根据规定的相关政策通知结算；风力发电项目主要分布在黑龙江省和内蒙古，项目发电主要通过项目所处境内电网消纳，按照协议标杆电价或协议标杆电价+国网补贴等模式结算。

2024 年，公司水力发电装机容量同比保持稳定，电力销售收入同比小幅下降。同期，公司风力发电的装机容量同比有所下降，主要系公司出清部分风电场所致；装机容量同比下降，但是由于平均上网电价增长，公司风力发电收入同比有所增长。2024 年，公司光伏发电装机容量和电力销售收入同比均有所增长，该业务毛利率同比有所回落。

图表 11 • 公司清洁能源发电板块主要经营情况

指标	水力发电		
	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	26.71	26.71	24.51
发电机组平均利用小时数（小时）	2781.73	2680.64	316.61
发电量（亿千瓦时）	7.43	7.16	0.78
上网电量（亿千瓦时）	7.31	7.03	0.76
平均上网电价（元/千瓦时）	0.27	0.27	0.27
标杆电价（元/千瓦时）	0.21~0.35	0.221-0.308	0.308
电力销售收入（亿元）	2.01	1.92	0.28
指标	风力发电		
	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	102.71	90.73	90.73
发电机组平均利用小时数（小时）	2494.57	2383.96	557.44
发电量（亿千瓦时）	25.12	21.63	90.71
上网电量（亿千瓦时）	24.19	21.05	4.92
平均上网电价（元/千瓦时）	0.23	0.29	0.29
标杆电价（元/千瓦时）	0.27	0.27	0.27
电力销售收入（亿元）	5.52	6.09	1.41
指标	光伏发电		
	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	112.53	126.20	126.20
发电机组平均利用小时数（小时）	1136.26	1117.14	223.75
发电量（亿千瓦时）	12.63	13.32	2.68
上网电量（亿千瓦时）	12.52	13.10	2.60
平均上网电价（元/千瓦时）	0.67	0.49	0.49
标杆电价（元/千瓦时）	0.38	0.38	0.38
电力销售收入（亿元）	8.44	6.40	1.27

注：上表中部分年份风力发电和光伏发电销售收入与图表 3 披露数据有差异，差异部分为国补收入
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

项目建设方面，截至 2025 年 3 月底，公司在建发电项目总装机容量 334.71 万千瓦，尚需投资 94.51 亿元；同期末，公司拟建项目装机容量 5.85 万千瓦，预计总投资 2.37 亿元。公司在建及拟建发电项目投资尚需规模较大，未来面临较大资金支出压力。

图表 12 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建及拟建发电项目情况

板块	类型	装机容量（万千瓦）	预计总投资（亿元）	已累计投资（亿元）
水力发电	在建	56.78	70.14	59.25
光伏发电		231.83	94.62	33.78
风力发电		46.10	30.38	7.60
光伏发电	拟建	5.85	2.37	0.00
合计		340.56	197.51	100.63

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（4）其他

跟踪期内，随着公司推进非主业出清进度，公司热电联产、文旅、养殖和屠宰加工等低效资产，以及房地产业务已基本完成出清。

公司其他业务包括房地产、文旅和康养等。跟踪期内，公司按照山东省国资委要求继续推进非主业出清，对非主业资产进行分类打包，为后续出清奠定基础。

截至 2025 年 3 月底，公司已转让山水鼎晟大部分合伙财产份额，主要涉及热电联产、文旅、养殖和屠宰加工等低效资产，均系公司非主业业务。同期末，公司房地产业务基本完成出清，尚有 1 个房地产项目，位于山东菏泽，处于已完工在售状态，累计投资 8.56 亿元，已确认收入 11.22 亿元，已回款（含预售款）10.69 亿元。

2 未来发展

未来，公司将聚焦主业、逐步出清非主业，提升管理效能及盈利水平。

根据《水发集团有限公司转型升级高质量发展三年规划纲要（2023-2025）》，公司将实施“聚焦主业、转型发展、同心同向、业绩为王”战略方针，深化国企改革，增强创新能力，实施“瘦身健体”。公司拟用三年时间，基本完成转型发展阶段性任务，初步建成“主业突出、运行规范、效益良好、履责到位”的现代化企业集团。产业整合方面，公司将按照“一企一业、一业一企”原则，全面开展专业化整合，推进水利水务、现代农业和清洁能源板块产业整合。组织结构方面，公司将压缩层级，推进组织架构扁平化改造。管理层级原则上严格控制在 3 级以内，建立“集团本部——产业平台——项目公司”三级管理架构。此外，公司还将对接资本市场，挖掘上市上板题材，提升和扩大投融资功能，构建市值管理体系，提高产品和资本市场的配合力度。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年合并财务报告，中瑞诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年，公司通过清算注销、股权转让或丧失控制权等形式出表子公司 79 家，通过并购或投资设立增加子公司 2 家，合并范围内子公司变化较大，财务数据可比性较弱。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底有所增长；资产中货币资金规模较大，水利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，整体资产质量较好，但需关注在建项目建设进度及投运后的经营情况，以及应收类款项对公司的资金占用情况和回收风险。

截至 2024 年底，公司资产总额 1613.19 亿元，较上年底增长 1.40%。公司资产结构仍以非流动资产为主。

图表 13 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	613.85	38.58	631.31	39.13	720.52	42.55
货币资金	139.21	8.75	89.06	5.52	101.10	5.97
应收账款	157.41	9.89	182.48	11.31	194.58	11.49
预付款项	36.12	2.27	37.19	2.31	66.56	3.93
其他应收款	125.50	7.89	171.66	10.64	201.26	11.89
存货	84.91	5.34	80.80	5.01	84.01	4.96
非流动资产	977.07	61.42	981.88	60.87	972.73	57.45
其他权益工具投资	74.70	4.70	76.03	4.71	75.99	4.49
长期股权投资	45.70	2.87	94.58	5.86	94.99	5.61
固定资产	286.20	17.99	277.47	17.20	271.55	16.04
在建工程	197.41	12.41	185.07	11.47	192.57	11.37
无形资产	153.24	9.63	125.71	7.79	122.83	7.25
其他非流动资产	125.51	7.89	132.37	8.21	124.64	7.36
资产总额	1590.92	100.00	1613.19	100.00	1693.25	100.00

注：其他应收款包括应收利息和应收股利，固定资产包括固定资产清理，在建工程包括工程物资
资料来源：联合资信根据公司审计报告和2025年一季度财务报表整理

流动资产

截至 2024 年底，公司货币资金较上年底下降 36.03%，主要系公司在建项目的投入及对外股权投资等规模较大所致；货币资金中受限资金规模 22.00 亿元，受限比例 24.70%。公司应收账款较上年底增长 15.92%，主要系清洁能源、现代农业板块形成的应收款项；应收账款账龄以 1 年以内和 1~2 年为主，占比分别为 49.90%和 20.57%；从集中度来看，应收账款余额前五名合计占比为 10.78%，集中度低；累计计提坏账准备 16.21 亿元，考虑到部分应收对象被列为被执行人、限制高消费，需关注应收账款回收风险。公司预付款项主要系预付棉花加工及贸易相关款项，预付款项较上年底增长 2.98%。公司其他应收款较上年底增长 36.78%，主要系往来款、投资款及股权转让款等增长所致；其他应收款账龄以 1 年以内和 1~2 年为主，占比分别为 48.44%和 35.97%；累计计提坏账准备 12.08 亿元；从集中度来看，其他应收款余额前五名合计占比为 34.04%，集中度较低。公司存货主要为土地储备、农业的半成品和污水处理原材料等，存货较上年底下降 4.84%；存货主要由原材料 10.92 亿元、自制半成品及产品 10.15 亿元、库存商品 42.23 亿元、合同履约成本 13.10 亿元和消耗性生物资产 4.21 亿元构成，累计计提跌价准备 0.86 亿元。

图表 14 • 公司 2024 年底主要应收账款明细（单位：亿元）

名称	账面余额	占应收账款账面余额的比例（%）
国网甘肃省电力公司	4.75	2.39
国网陕西省电力公司	4.60	2.31
菏泽紫阳置业有限公司	4.25	2.14
内蒙古电力（集团）有限责任公司	4.17	2.10
广东电网有限责任公司湛江供电局	3.65	1.84
合计	21.42	10.78

注：菏泽紫阳置业有限公司及其唯一股东张慧被列为被执行人、限制高消费
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 15 • 公司 2024 年底主要其他应收款明细（单位：亿元）

名称	账面余额	占其他应收款账面余额的比例（%）
水发公用	21.06	11.59
水发农业发展	15.34	8.44

中国中信金融资产管理有限公司	12.00	6.60
山水东方产业投资（济南）合伙企业（有限合伙）	8.00	4.40
中核汇能有限公司	5.47	3.01
合计	61.87	34.04

注：水发公用被列为被执行人
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

非流动资产

截至 2024 年底，公司其他权益工具投资主要系对山东省环保发展集团有限公司和湖北达生四创企业管理合伙企业（有限合伙）的股权投资。公司长期股权投资较上年底增长 106.96%，主要系公司对山水鼎晟、东方国源（北京）控股集团有限公司和济南济中战合产业投资合伙企业（有限合伙）等追加投资所致。受非主业剥离，合并范围发生变化影响，公司固定资产较上年底下降 3.05%，在建工程较上年底下降 6.25%，无形资产较上年底下降 17.96%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和水库及管道设备等，累计折旧 111.84 亿元。公司在建工程主要为对发电站、供水及污水处理项目、农业类项目的投入。公司无形资产主要由土地使用权 75.80 亿元和特许权 43.43 亿元构成，累计摊销 29.85 亿元。公司其他非流动资产主要由预付购建长期资产款项 72.41 亿元和长期应收往来款项 51.81 亿元构成。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额 1693.25 亿元，较上年底增长 4.96%，主要系预付款项、应收账款和其他应收款增长所致。公司资产结构仍以非流动资产为主。

受限资产方面，截至 2025 年 3 月底，公司受限资产情况见图表 16，受限比例较低。

图表 16 • 截至 2025 年 3 月底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	24.73	1.46	信用证保证金、专项资金、履约保证金等
固定资产	67.70	4.00	抵押借款、融资租赁抵押、诉讼保全等
无形资产	3.86	0.23	借款质押、融资租赁抵押、长期借款抵押等
在建工程	11.72	0.69	贷款抵押、融资租赁抵押等
其他	15.27	0.90	融资租赁、借款质押等
合计	123.27	7.28	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）资本结构

所有者权益

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底有所增长；所有者权益中少数股东权益占比高且未分配利润继续为负，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 2.13%。公司所有者权益中少数股东权益占比高且未分配利润继续为负，所有者权益结构稳定性一般。

图表 17 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	60.71	17.26	60.71	16.90	60.71	16.08
其他权益工具	0.00	0.00	5.00	1.39	13.00	3.44
资本公积	100.86	28.68	78.17	21.76	78.14	20.70
未分配利润	-12.99	-3.69	-15.66	-4.36	-16.67	-4.42
归属于母公司所有者权益合计	148.96	42.35	128.29	35.71	135.41	35.87
少数股东权益	202.76	57.65	230.93	64.29	242.06	64.13
所有者权益合计	351.72	100.00	359.21	100.00	377.47	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年一季度财务报表整理

截至 2024 年底，公司其他权益工具较上年底增加 5.00 亿元，系发行“24 水发集团 MTN011”（为可续期类金融产品）所致；资本公积较上年底下降 22.49%，主要系少数股东持股比例变动导致资本公积变动所致；未分配利润继续下降，主要系受汇兑损失影响（2024 年公司归属于母公司所有者的净利润为-5.81 亿元）所致。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益较上年底增长 5.08%，其中其他权益工具较上年底增加 8.00 亿元，主要系发行“25 水发集团 MTN003”（为可续期类金融产品）所致；公司所有者权益规模和结构均较上年底变化不大。

负债

截至 2024 年底，公司全部债务较上年底有所增长，整体债务负担重，存在较大的短期集中偿债压力。

截至 2024 年底，公司负债总额 1253.98 亿元，较上年底增长 1.19%。公司负债结构中流动负债占比有所下降。

图表 18 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	615.17	49.64	553.79	44.16	582.75	44.29
短期借款	155.58	12.56	124.83	9.95	125.38	9.53
应付账款	95.26	7.69	89.77	7.16	107.00	8.13
其他应付款	73.46	5.93	49.57	3.95	75.77	5.76
一年内到期的非流动负债	194.14	15.67	186.84	14.90	174.20	13.24
合同负债	37.37	3.02	41.06	3.27	58.06	4.41
非流动负债	624.03	50.36	700.20	55.84	733.03	55.71
长期借款	409.35	33.03	393.23	31.36	378.40	28.76
应付债券	65.90	5.32	201.42	16.06	245.21	18.64
长期应付款	134.50	10.85	92.89	7.41	96.44	7.33
负债总额	1239.20	100.00	1253.98	100.00	1315.78	100.00

注：其他应付款中包含应付利息和应付股利

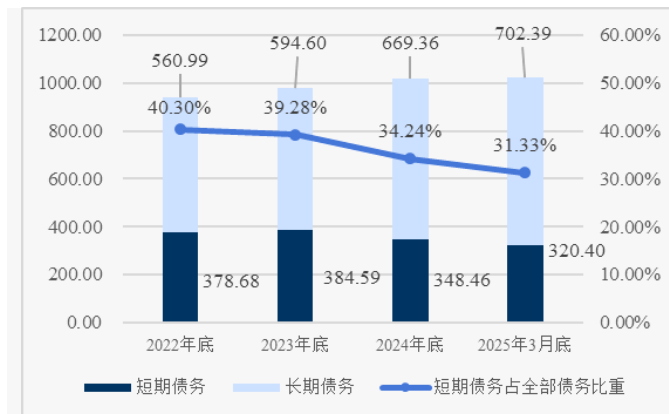
资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年一季度财务报表整理

公司经营性负债主要由应付账款（主要为按照合同约定应支付的工程款项）、其他应付款（主要为往来款、押金保证金和股权转让款等）和合同负债（主要为预收销售款）构成。

有息债务方面，本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款带息部分纳入长期债务核算。截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 3.95%，公司债务结构仍以长期债务为主。截至 2024 年底，公司全部债务中融资租赁款占比为 8.52%，债券占比为 28.74%。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 1022.79 亿元，较上年底增长 0.49%。

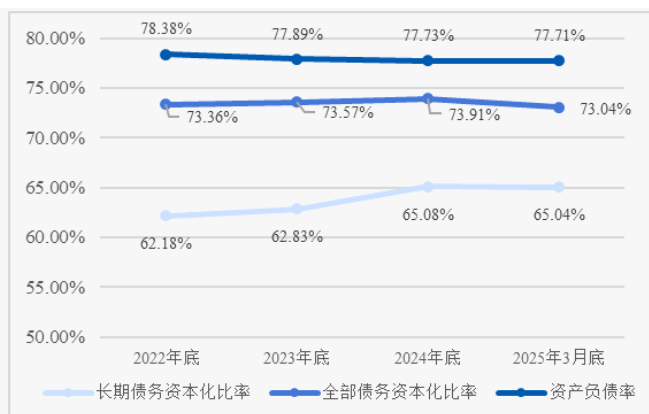
从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率较上年底有所下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所攀升。截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降，公司整体债务负担重。

图表 19 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表 20 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

公司未提供债务期限分布情况。截至 2025 年 3 月底，公司短期债务 320.40 亿元，存在较大的短期集中偿债压力。

(3) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比有所下降；期间费用和减值损失对公司利润形成一定侵蚀，非经常性损益对利润总额贡献较大，盈利指标表现较好。

2024 年，公司实现营业总收入 641.77 亿元，同比下降 7.72%；营业成本 565.98 亿元，同比下降 7.82%。同期，公司营业利润率同比小幅增长。

2024 年，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。公司资产减值损失主要为计提的存货跌价损失和固定资产、无形资产和商誉等的减值损失；信用减值损失均为计提的坏账损失。公司期间费用和减值损失对公司利润形成一定侵蚀。

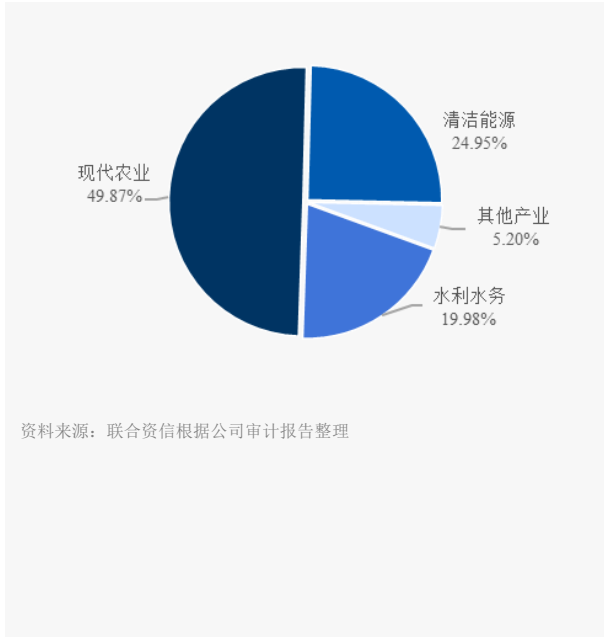
非经营性损益方面，2024 年，公司公允价值变动收益主要为交易性金融资产和投资性房地产公允价值变动收益，以及业绩对赌收益，其他收益均为政府补助，投资收益主要为处置长期股权投资产生的投资收益。同期，公司利润总额同比有所增长，非经常性损益对利润总额贡献较大。

图表 21 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	695.45	641.77	145.53
营业成本	614.00	565.98	130.34
期间费用	83.38	77.22	13.42
其中：管理费用	28.92	25.45	3.86
财务费用	40.49	38.31	7.68
资产减值损失	-0.63	-0.82	0.04
信用减值损失	-3.50	-1.75	0.05
公允价值变动收益	2.45	0.67	0.00
其他收益	3.93	2.28	0.24
投资收益	7.92	7.46	0.25
利润总额	5.48	6.15	1.77
营业利润率（%）	11.16	11.26	9.92
总资本收益率（%）	3.31	3.30	--
净资产收益率（%）	0.33	0.85	--

注：公司2025年1—3月公允价值变动收益为-9.17万元
资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表 22 • 2024 年公司营业总收入构成



从盈利指标来看，2024 年，公司总资本收益率同比小幅下降，净资产收益率同比增幅较大。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 145.53 亿元，相当于 2024 年全年的 22.68%。

(4) 现金流

2024 年，公司经营活动现金继续净流入，收入实现质量良好；投资活动现金继续净流出且资金缺口较大；筹资活动现金流量净额由正转负，公司对外融资需求大。

图表 23 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	770.59	787.49	157.78
经营活动现金流出小计	714.50	728.49	142.73
经营活动现金流量净额	56.09	59.01	15.05
投资活动现金流入小计	107.34	13.60	6.82
投资活动现金流出小计	160.07	109.38	18.87
投资活动现金流量净额	-52.73	-95.78	-12.06
筹资活动前现金流量净额	3.36	-36.77	3.00

筹资活动现金流入小计	805.65	656.91	129.70
筹资活动现金流出小计	755.62	658.49	117.97
筹资活动现金流量净额	50.03	-1.59	11.73
现金收入比（%）	103.47	113.82	87.18

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2025年一季度财务报表整理

从经营活动来看，公司经营活动产生的现金流主要为经营业务收支产生。2024 年，公司经营活动现金流入量同比有所增长，其中销售商品、提供劳务收到的现金占比超过 92.00%。同期，公司现金收入比有所上升，收入实现质量良好。2024 年，公司经营活动现金流出量同比有所增长，其中购买商品、接受劳务支付的现金占比超过 83.00%。同期，公司经营活动现金继续净流入。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入主要为公司逐步出清非主业资产收到的现金，投资活动现金流出主要为水利施工、清洁能源及现代农业板块项目的投入及对外股权投资等。2024 年，公司投资活动现金流入和流出同比均大幅下降。同期，公司投资活动现金继续净流出且资金缺口较大。

2024 年，公司筹资活动前现金由净流入转为净流出，且净流出规模较大。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入以取得借款和发行债券收到的现金为主，筹资活动现金流出以偿还债务本息为主。2024 年，公司筹资活动现金流入和流出同比均有所下降。同期，公司筹资活动现金流量净额由正转负。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金继续净流入，现金收入比较 2024 年全年有所下降；投资活动现金继续净流出；筹资活动现金转为净流入。

2 偿债指标变化

公司整体偿债指标表现较好，存在一定的或有负债风险，间接融资渠道畅通。

图表 24 • 公司主要偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	99.79	114.00	123.64
	速动比率（%）	85.98	99.41	109.23
	现金短期债务比（倍）	0.38	0.26	0.32
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	117.12	76.99	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.36	13.22	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.30	1.54	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025年一季度财务报表及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所增长，流动资产对流动负债的保障程度继续提升。同期末，公司现金短期债务比有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度有待提升。截至 2025 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年底有所增长。从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比有所下降；同期，公司 EBITDA 对利息支出及全部债务的保障程度指标表现较强。公司整体偿债指标表现较好。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额 49.69 亿元，担保比率 13.16%，被担保企业主要为浪潮集团有限公司下属子公司和水发（北京）资产管理集团有限公司下属子公司。同期末，公司因委托代理纠纷、买卖合同纠纷或股权转让纠纷等存在未决诉讼（公司主要为被告方），涉诉金额合计 0.34 亿元。整体看，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2025 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为 1291.80 亿元，未使用额度为 540.20 亿元，间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由公司下属子公司承担，公司本部资产、负债和所有者权益占合并口径的比例较低，整体债务负担重。公司制定了子公司管理制度，考虑到子公司数量和管理层级偏多，需关注公司本部对下属子公司的管控情况。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 763.64 亿元，较上年底增长 27.39%。从构成看，公司流动资产主要由货币资金和其他应收款构成；非流动资产主要由其他权益工具投资和长期股权投资构成。同期末，公司本部资产占合并口径的 47.34%。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 631.22 亿元，较上年底增长 18.80%。从构成看，流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。同期末，公司本部负债占合并口径的 50.34%。截至 2024 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 82.66%和 77.32%，整体债务负担重。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 132.42 亿元，较上年底增长 94.32%。所有者权益中实收资本和资本公积合计占比高，所有者权益结构稳定性强。同期末，公司本部所有者权益占合并口径的 36.86%。

2024 年，公司本部营业总收入为 10.19 亿元，占合并口径的 1.59%；利润总额为 1.07 亿元，占合并口径的 17.38%。公司制定了子公司管理制度，对人事管理、财务管理、经营管理决策、内部审计监督和档案管理方面进行了规定。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。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，继续履行作为国有企业的社会责任，法人治理结构和内控制度相对完善。整体看，公司 ESG 表现一般。

环境方面，公司开展污水处理业务，并布局清洁能源板块。在项目建设过程中，按照低碳施工要求，重视废水、废气和噪声等环境污染源排放。跟踪期内，联合资信未发现公司发生重大安全责任事故和存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司重视安全生产，落实安全生产责任措施，定期开展生产监督检查；依法规范用工，保护和规范员工的合法权益，并开展各类文化体育活动，丰富员工精神生活和文化生活；注重人才培养，组织开展专业技能、专题业务、管理提升等各类主题的教育培训。此外，公司还开展公益捐赠活动。

治理方面，公司战略规划较为清晰，逐步出清非主业，并对下属子公司开展内部重组整合，提升对下属子公司的管控力度，且建立了相对完善的法人治理结构和相对健全的内控制度。跟踪期内，联合资信未发现公司高级管理人员存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司实际控制人具有非常强的综合实力，公司作为山东省唯一拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，跟踪期内，在政府补助和税收优惠等方面继续获得有力的外部支持。

公司实际控制人和控股股东均为山东省国资委。2024 年，山东省地区生产总值和一般公共预算收入同比均实现增长。截至 2024 年底，山东省地方政府债务余额为 32811.4 亿元，地方政府债务负担重。整体看，公司实际控制人具有非常强的综合实力。

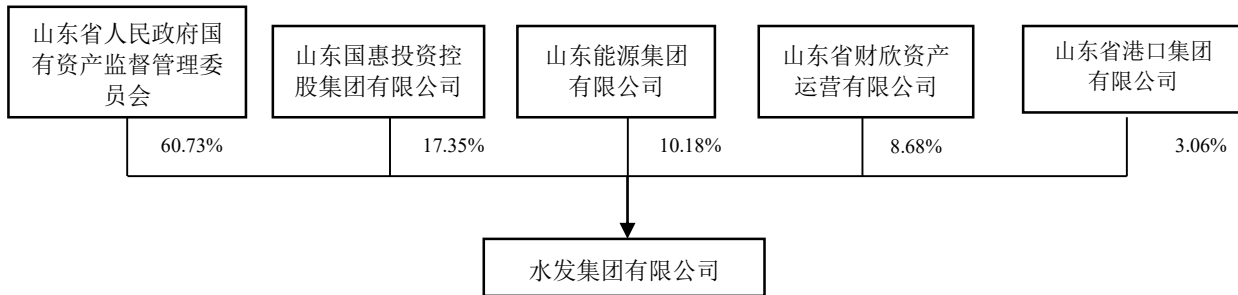
政府补助方面，2024 年和 2025 年 1—3 月，公司累计获得政府补助 2.52 亿元，计入“其他收益”。

此外，公司部分子公司在增值税、企业所得税和城镇土地使用税等方面获得税收优惠。

八、跟踪评级结论

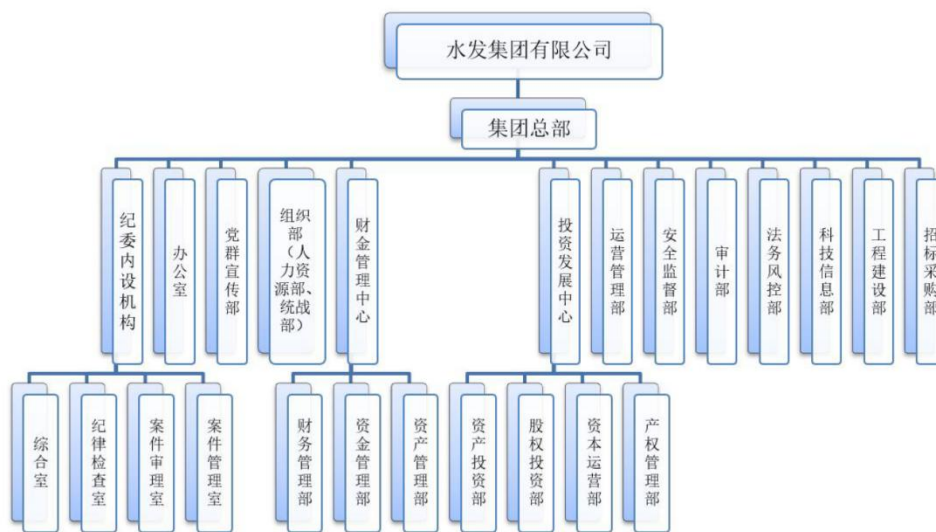
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 水发集团 MTN001”“21 水发 01”“21 水发集团债 01/21 水集 01”“24 水发集团 MTN006”“24 水发集团 MTN007”“24 水发集团 MTN009”“24 水发集团 MTN010”“24 水发集团 MTN011”“24 水发集团 MTN012”“24 水发集团 MTN013”“25 水发集团 MTN001”“25 水发集团 MTN002”“25 水发集团 MTN003”“25 水发集团 MTN004”“25 水发集团 MTN005”“25 水发集团 MTN006”“25 水发集团 MTN007”和“25 水发集团 MTN008”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开信息整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并口径主要一级子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例		取得方式
		直接	间接	
山东调水工程有限公司	水利管理业	100.00%	--	投资设立
水发能源集团有限公司	电力、热力生产和供应业	51.12%	--	投资设立
水发燃气集团有限公司	燃气生产和供应业	100.00%	--	投资设立
水发集团（上海）资产管理有限公司	其他金融业	100.00%	--	投资设立
山东农业发展集团有限公司	农林牧渔专业及辅助性活动	100.00%	--	投资设立
山东水发电力集团有限公司	电力、热力生产和供应业	100.00%	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	110.05	146.48	91.46	102.68
应收账款（亿元）	159.68	157.41	182.48	194.58
其他应收款（亿元）	112.83	125.50	171.66	201.26
存货（亿元）	145.17	84.91	80.80	84.01
长期股权投资（亿元）	9.48	45.70	94.58	94.99
固定资产（亿元）	324.97	286.20	277.47	271.55
在建工程（亿元）	209.26	197.41	185.07	192.57
资产总额（亿元）	1578.45	1590.92	1613.19	1693.25
实收资本（亿元）	52.06	60.71	60.71	60.71
少数股东权益（亿元）	193.96	202.76	230.93	242.06
所有者权益（亿元）	341.26	351.72	359.21	377.47
短期债务（亿元）	378.68	384.59	348.46	320.40
长期债务（亿元）	560.99	594.60	669.36	702.39
全部债务（亿元）	939.67	979.19	1017.83	1022.79
营业总收入（亿元）	745.32	695.45	641.77	145.53
营业成本（亿元）	650.32	614.00	565.98	130.34
其他收益（亿元）	3.44	3.93	2.28	0.24
利润总额（亿元）	4.94	5.48	6.15	1.77
EBITDA（亿元）	89.77	117.12	76.99	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	794.17	719.59	730.44	126.87
经营活动现金流入小计（亿元）	868.16	770.59	787.49	157.78
经营活动现金流量净额（亿元）	64.61	56.09	59.01	15.05
投资活动现金流量净额（亿元）	-87.82	-52.73	-95.78	-12.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	19.55	50.03	-1.59	11.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.64	4.25	3.68	--
存货周转次数（次）	3.88	5.34	6.83	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.44	0.40	--
现金收入比（%）	106.56	103.47	113.82	87.18
营业利润率（%）	12.22	11.16	11.26	9.92
总资本收益率（%）	3.33	3.31	3.30	--
净资产收益率（%）	-0.35	0.33	0.85	--
长期债务资本化比率（%）	62.18	62.83	65.08	65.04
全部债务资本化比率（%）	73.36	73.57	73.91	73.04
资产负债率（%）	78.38	77.89	77.73	77.71
流动比率（%）	98.22	99.79	114.00	123.64
速动比率（%）	76.22	85.98	99.41	109.23
经营现金流动负债比（%）	9.79	9.12	10.66	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.38	0.26	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	1.67	2.30	1.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.47	8.36	13.22	--

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；2. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；3. 本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款带息部分纳入长期债务核算；4. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表和公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.64	36.95	26.01	39.55
应收账款（亿元）	10.72	9.71	12.48	12.98
其他应收款（亿元）	273.93	359.63	459.74	469.83
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	120.56	144.20	216.61	223.68
固定资产（亿元）	0.07	0.05	0.04	0.04
在建工程（亿元）	0.05	0.15	0.24	0.25
资产总额（亿元）	459.57	599.47	763.64	794.99
实收资本（亿元）	52.06	60.71	60.71	60.71
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	57.96	68.15	132.42	133.53
短期债务（亿元）	124.88	125.95	127.90	111.42
长期债务（亿元）	96.58	214.22	323.51	363.63
全部债务（亿元）	221.47	340.16	451.41	475.05
营业总收入（亿元）	9.27	1.54	10.19	0.04
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.02	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	2.05	0.47	1.07	-0.56
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.19	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	0.28	0.21	4.76	0.20
经营活动现金流量净额（亿元）	-3.42	-1.33	3.10	-4.28
投资活动现金流量净额（亿元）	-47.31	-60.91	-78.51	0.85
筹资活动现金流量净额（亿元）	50.98	94.70	59.25	21.89
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.98	0.15	0.92	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.00	0.01	--
现金收入比（%）	0.04	0.05	1.87	0.00
营业利润率（%）	99.88	99.78	99.90	27.77
总资本收益率（%）	5.43	4.54	3.35	--
净资产收益率（%）	3.45	0.71	0.81	--
长期债务资本化比率（%）	62.50	75.87	70.96	73.14
全部债务资本化比率（%）	79.26	83.31	77.32	78.06
资产负债率（%）	87.39	88.63	82.66	83.20
流动比率（%）	95.93	134.96	172.21	186.99
速动比率（%）	95.93	134.96	172.21	186.99
经营现金流动负债比（%）	-1.14	-0.44	1.07	--
现金短期债务比（倍）	0.03	0.29	0.20	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算，以“/”列示；2. 2025 年一季度财务报表未经审计；3. 公司本部债务未经调整；4. “*”代表分母为 0，“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年一季度财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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