

水发集团有限公司

2025 年度第九期中期票据

信用评级报告

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〕4261号

联合资信评估股份有限公司通过对水发集团有限公司及其拟发行的 2025 年度第九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 2025 年度第九期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年六月十三日

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。

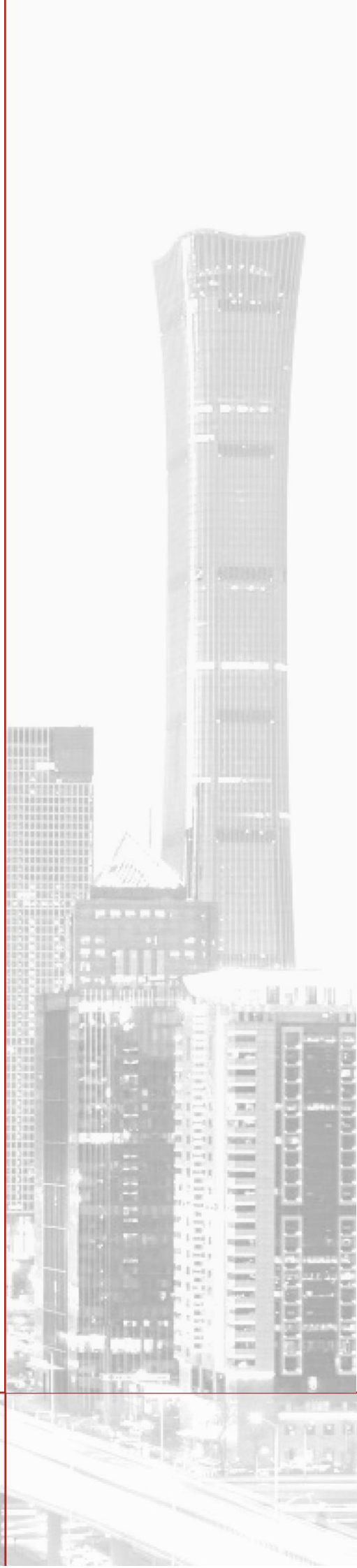
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



水发集团有限公司

2025 年度第九期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/13

债项概况

水发集团有限公司 2025 年度第九期中期票据（以下简称“本期债项”）基础发行规模 0.00 亿元，发行金额上限为 10.00 亿元，期限 5 年。本期债项每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；募集资金拟用于偿还公司及子公司的到期有息债务。

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，水务业务区域地位突出。2022—2024 年，山东省经济总量和一般公共预算收入均持续增长，公司外部发展环境良好，且持续获得有力的外部支持。自 2023 年 4 月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”）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。公司建立了相对完善的法人治理结构和相对健全的内部管理制度，主要高级管理人员从业经历和管理经验丰富。经营方面，2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，主要来自水利水务、现代农业和清洁能源三大主业。公司设计日供水能力和污水处理能力均持续下降，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持续为负，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。按发行金额上限测算，本期债项的发行对公司现有债务规模及结构影响小，公司 2024 年经营现金流入量对发行后长期债务的保障指标表现较强，EBITDA 和经营现金流量净额对发行后长期债务的保障指标表现均较弱。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资本金注入、政府补助和税收优惠等方面持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。**2022—2024 年，山东省经济总量和一般公共预算收入均持续增长，2024 年分别同比增长 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。
- **水务业务区域地位突出，并持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，水务业务区域地位突出。2023 年，公司获得股东增资 23.19 亿元；2022—2024 年 2025 年 1—3 月，公司累计获得政府补助 9.89 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均未发生变动。

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。

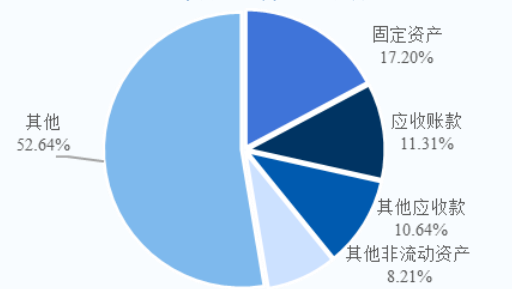
主要财务数据

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	--

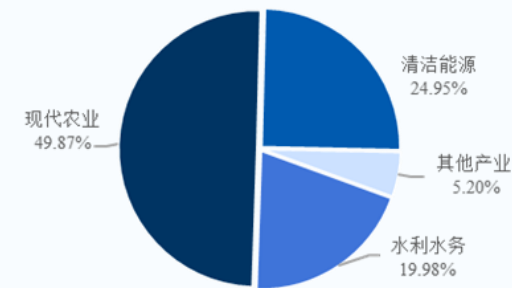
注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；2. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；3. 本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款带息部分纳入长期债务核算；4. 公司本部债务未经调整；5. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；6. “--”代表数据不适用

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

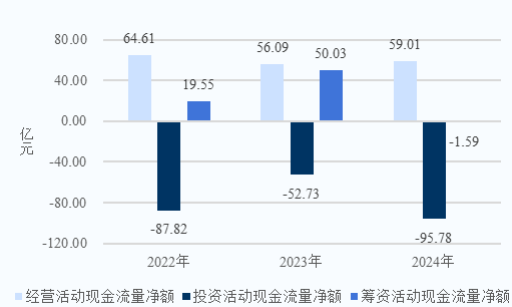
2024 年底公司资产构成



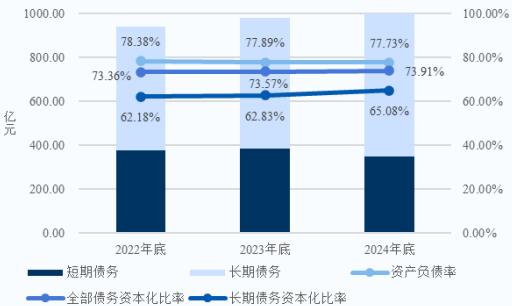
2024 年公司营业总收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年末公司债务情况



同业比较（截至 2024 年底/2024 年）

主要指标	信用等级	日产能 (万吨)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	营业利润率 (%)	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资本 化比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	526.74	1613.19	359.21	641.77	11.26	6.15	77.73	73.91	13.22	1.54
广州水务	AAA	1110.23	727.93	292.35	115.09	18.75	6.87	59.84	50.26	6.90	4.69
杭州水务	AAA	/	517.10	171.75	61.42	27.44	6.39	66.79	/	/	/
兴蓉环境	AAA	/	484.48	195.53	90.49	40.28	24.17	59.64	/	/	/

注：1. 广州市水务投资集团有限公司简称为广州水务，杭州市水务集团有限公司简称为杭州水务，成都市兴蓉环境股份有限公司简称为兴蓉环境；2. 日产能包括供水和污水处理业务产能；3. “/”代表数据未取得

资料来源：联合资信根据公司提供资料和公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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	--
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；“--”代表评级报告未公开披露

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、主体概况

水发集团有限公司（以下简称“公司”）原名山东水务发展有限公司，系根据鲁政字〔2009〕62号文批复于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100.00%股权，公司初始注册资本为13.50亿元。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。经过一系列增持和股权变更后，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、山东能源集团有限公司、山东省财欣资产运营有限公司（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，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“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：刘志国。

二、本期债项概况

公司拟发行的水发集团有限公司2025年度第九期中期票据（以下简称“本期债项”）基础发行规模0.00亿元，发行金额上限为10.00亿元，期限5年。本期债项每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；募集资金拟用于偿还公司及子公司的到期有息债务。

三、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）》](#)。

四、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，我国部分城市已召开供水价格改革方案听证会或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。2022—2024 年，山东省经济总量和一般公共预算收入均持续增长。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 1 • 山东省主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	87435.1	92068.7	98565.8
GDP 增速（%）	3.9	6.0	5.7
固定资产投资（不含农户）增速（%）	6.1	5.2	3.3
三产结构	7.2:40.0:52.8	7.1:39.1:53.8	6.7:40.2:53.1
人均 GDP（万元）	8.6	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，2022—2024 年，山东省经济总量持续增长。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 2 • 山东省主要财力指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	7104.0	7464.7	7711.5
一般公共预算收入增速（%）	5.3	5.1	3.3
税收收入（亿元）	4795.5	5229.6	5039.6
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	67.5	70.1	65.4
一般公共预算支出（亿元）	12984.6	12582.7	13077.2
财政自给率（%）	54.7	59.3	59.0
政府性基金收入（亿元）	6080.4	4925.4	4832.1
地方政府债务余额（亿元）	23588.0	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，2022—2024 年，山东省一般公共预算收入持续增长。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。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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，水务业务区域地位突出。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，公司持续推进内部资源整合，严格控制非主业投资，并逐步出清非主业板块。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”）、

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。

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，均系公司非主业业务。

2 人员素质

公司主要高级管理人员从业经历和管理经验丰富，员工构成能够满足公司日常经营需要。

截至 2025 年 3 月底，公司拥有董事长和高级管理人员共 6 名。

刘志国先生，1969 年 12 月生，中共党员，博士研究生学历，教授级高级政工师；曾任山东高速集团有限公司办公室副主任、企业管理部部长、机关纪委副书记，山东高速服务区管理有限公司党委书记、副总经理、纪委书记、工会主席，山东港口渤海湾港集团有限公司党委副书记、董事、副总经理，山东港口办公室主任、董事会秘书，山东港口陆海国际物流集团有限公司党委书记、董事长等职务；现任公司党委书记和董事长。

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；现任公司董事、总经理。

截至 2024 年底，公司合并口径拥有在职员工 15165 名。从学历构成看，硕士研究生及以上学历人员占 7.75%，本科学历人员占 39.88%，专科及以下学历人员占 52.36%；从年龄构成看，25 周岁及以下人员占 2.68%，26~45 周岁人员占 52.29%，46 周岁及以上人员占 45.03%。

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。

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。

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了相对完善的法人治理结构。

公司根据《公司法》及有关法律、法规的要求，建立了相对完善的法人治理结构。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。公司股东会行使下列职权：确定公司功能定位，审核公司战略和发展规划；审核列入负面清单特别监管类的投资项目；按权限委派和更换非由职工代表担任的董事，对董事会和董事履职情况进行评价；审议批准公司的年度预算方案和决算方案等。

公司设董事会，董事会由 7 名董事组成，其中外部董事 4 名、职工董事 1 名。外部董事原则上占董事会成员的多数。外部董事人选由山东省国资委依法聘任或者推荐派出，职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司董事会对股东会负责，行使下列职权：召集股东会会议，执行股东会的决议，向股东会报告工作；制订公司战略和发展规划，决定公司的经营计划；经授权决定公司年度投资计划，并按投资计划和执行情况向山东省国资委报告，决定公司投资方案；制订公司年度财务预算和决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司不设监事会，设职工监事 1 名，由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事、经理层成员、财务总监不得兼任监事。监事的任期每届三年，任期届满，连选可以连任。监事行使下列职权：检查公司财务；对董事、经理层成员、财务总监执行公司职务的行为进行监督，对违反法律法规、公司章程或山东省政府、山东省国资委决议的董事、经理层成员、财务总监提出罢免的建议；当董事、经理层成员、财务总监的行为损害公司利益时，要求董事、经理层成员、财务总监予以纠正等。

公司设总经理 1 名、副总经理若干名和财务总监 1 名。

截至 2025 年 3 月底，公司董事、监事和高级管理人员到岗情况均与公司章程规定保持一致。

2 管理水平

公司建立了相对健全的内部管理制度，但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。

公司根据自身特点及发展需要，从财务管理、预算管理、投融资管理、对外担保、子公司管理和关联交易管理等方面制定了一系列管理制度和方法。

财务管理方面，公司制定了《企业会计核算制度》，对公司资产核算、负债核算、成本核算、损益核算以及会计核算办法等做了详细规定。公司实行各级、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。

预算管理方面，公司制定了财务预算管理制度。公司财务预算按照年度编制，业务预算、资本预算和筹资预算分季度、月份落实。公司对预算组织分工、财务预算编制的原则和要求、表现形式等方面进行了规定。财务预算批复下发至各预算执行单位组织实施，将财务预算指标层层分解，落实到各部门、各单位、各环节和各岗位，形成全方位的财务预算执行责任体系。

投融资管理方面，公司制定了《投融资管理暂行办法》和《投资管理办法（试行）》，对公司融资管理、投资管理、资产管理等相关活动作出了详细规定。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。

担保方面，公司制定了《担保管理办法》。公司董事会是公司及各权属公司担保事项的最终决策机构。公司及各权属公司应加强担保管理，建立符合审慎经营原则的担保评估制度、事后追偿和处置制度、风险预警机制和突发事件应急机制；要规范内部决策流程，未经公司审批、法律审核和风险评估，不得随意出具具有担保性质的担保文件、共同借款合同、承诺函、支持函等文件。

子公司管理方面，公司制定了子公司管理制度，对子公司人事管理、财务管理、经营管理决策、内部审计监督和档案管理等方面进行了规定。公司以其持有的股权份额，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子公司董事、股东代表监事及高级管理人员。

关联交易管理方面，公司制定了关联交易制度，对关联交易和关联人、关联交易价格、关联交易的审批权限、关联交易的审议程序和关联交易的信息披露等方面进行了规定。公司对不同关联交易金额设置了不同的审批程序：公司与关联人发生低于 30 万元的关联交易，由公司总经理审核；公司与关联人发生 30 万元（含）以上、不足 150 万元的关联交易，由公司董事会审议批准后实施；公司与关联人发生 150 万元（含）以上（公司获赠现金资产和提供担保除外）且占公司最近一期经审计净资产的百分之五以上的关联交易，由公司股东会审议批准后实施。

七、经营分析

1 经营概况

公司业务结构多元，重点发展水利水务、现代农业和清洁能源三大主业。2022—2024 年，受棉花贸易规模持续下降，以及公司清洁能源业务重心调整等多种因素的综合影响，公司营业总收入持续下降；同期，公司综合毛利率波动下降。

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，主要来自水利水务、现代农业和清洁能源三大主业。公司水利水务收入持续增长，主要来自水利施工、供水调水和污水处理等业务；受棉花贸易规模持续下降影响，公司现代农业收入持续下降；受市场行情影响，公司业务重心转向毛利率相对较高的电气设备、新材料制造业务，清洁能源收入波动下降。2022—2024 年，公司综合毛利率波动下降。

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 3 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块		2022 年			2023 年			2024 年		
		收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
水利水务	供水调水	13.07	1.75	54.80	16.46	2.37	53.88	15.53	2.42	48.62
	污水处理	7.29	0.98	36.03	7.30	1.05	30.57	7.51	1.17	30.62
	水利施工	48.28	6.48	15.43	87.95	12.65	15.30	76.29	11.89	17.55
	水管管材及设备制造	9.61	1.29	15.34	7.82	1.12	16.95	5.13	0.80	23.26
	施工设计、咨询监理、招标等	34.87	4.68	33.20	7.52	1.08	21.90	23.78	3.71	16.18
	小计 1	113.13	15.18	26.77	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	94.71	12.71	5.59	107.83	15.50	7.53	92.44	14.40	6.97
	棉粮及农资贸易	282.79	37.94	7.95	244.81	35.20	5.68	227.61	35.47	5.03
	小计 2	377.49	50.65	7.36	352.64	50.71	6.24	320.05	49.87	5.59
清洁能源	水力发电	3.57	0.48	7.21	2.01	0.29	7.08	1.92	0.30	8.55
	风力发电	11.76	1.58	46.54	6.47	0.93	47.81	7.58	1.18	38.27
	光伏发电	11.05	1.48	25.65	12.91	1.86	47.57	15.09	2.35	41.11
	清洁能源 EPC 施工	37.57	5.04	25.66	10.95	1.57	8.77	18.80	2.93	2.55
	绿色节能建筑	11.03	1.48	9.71	13.74	1.98	8.03	12.82	2.00	10.04
	电气设备、新材料制造	48.89	6.56	12.14	58.52	8.41	16.24	67.57	10.53	16.78
	天然气加工、供应及设备制造	46.24	6.20	10.94	40.71	5.85	11.87	29.31	4.57	15.82
	供热（含热电联产）	12.84	1.72	6.19	10.84	1.56	16.85	7.00	1.09	26.45
	小计 3	182.93	24.54	16.98	156.14	22.45	17.67	160.10	24.95	18.03
其他	地产文旅康养	50.60	6.79	10.30	41.33	5.94	7.42	30.58	4.76	-1.30
	其他	21.17	2.84	3.15	18.29	2.63	6.83	2.82	0.44	41.19
合计		745.32	100.00	12.75	695.45	100.00	11.71	641.77	100.00	11.81

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

2 业务经营分析

(1) 水利水务

2022—2024 年，公司供水业务覆盖山东省多个市县，并向省外市县拓展，受淘汰部分落后水厂影响，公司设计日供水能力持续下降；污水处理业务主要分布在山东省内，受公司出售和收购污水处理厂的综合影响，公司污水处理能力持续下降，污水处理结算及回款受政府资金拨付效率影响大。由于内部整合后将部分原计入施工设计、咨询监理、招标等收入重分类至水利施工收入，2023 年公司水利施工收入同比大幅增长；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。

2022—2024 年，公司设计日供水能力持续下降，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。2022—2024 年，公司平均售水价波动增长，实际售水量持续下降，其中居民用水占比波动增长至 37.11%。同期，公司供水调水收入波动增长；该业务毛利率持续下降，其中 2024 年同比下降 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。

2022—2024 年，公司产能利用率持续增长。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 4 • 公司供水业务主要运营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
设计日供水能力（万吨）	511.35	454.34	434.04	434.04
实际售水量（万吨）	60792.98	60133.19	60003.81	13784.00
其中：居民用水（万吨）	21082.21	24667.01	22264.87	5748.73
工业用水（万吨）	39710.76	35466.17	37738.94	8035.26
平均售水价（元/吨）	2.15	2.74	2.59	3.15
产能利用率（%）	32.57	36.26	37.88	34.80
管网漏损率（%）	7.73	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；2022—2024 年，公司污水处理量中山东省占比分别为 57.14%、60.72%和 60.64%。

2022—2024 年，公司设计日污水处理能力持续下降，主要系公司出售和收购污水处理厂的综合影响所致。同期，公司污水处理量波动增长，污水处理收入持续增长。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日保底处理水量，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 5 • 公司污水处理业务主要运营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
期末污水处理厂（个）	41	44	36	36
设计日污水处理能力（万吨）	107.98	105.93	92.70	92.70
实际处理量（万吨）	23859.20	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%。2022—2024 年，受宏观环境和行业竞争加剧等因素影响，公司新签合同额持续下降；同期，公司水利施工收入波动增长，其中 2023 年同比大幅增长，主要系 2023 年公司内部整合后将部分原计入施工设计、咨询监理、招标等收入重分类至水利施工收入所致。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 6 • 公司水利施工项目签订情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新签项目数量（个）	282	252	182	30
新签项目合同金额（亿元）	73.04	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 7 • 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的资料整理

（2）现代农业

2022—2024 年，公司现代农业收入和毛利率均持续下降；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。

2022—2024 年，受棉花贸易规模持续下降影响，公司现代农业收入持续下降；同期，该业务毛利率持续下降。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 8 • 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的资料整理

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

公司通过并购方式进入清洁能源领域。受外部环境影响，公司 2023 年调整业务结构，业务重心转向毛利率相对较高的电气设备、新材料制造业务，清洁能源 EPC 施工收入同比大幅下降；截至 2025 年 3 月底，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。

2022—2024 年，公司清洁能源 EPC 施工收入波动下降，其中 2023 年受外部环境影响，公司调整业务结构，业务重心转向毛利率相对较高的电气设备、新材料制造业务，清洁能源 EPC 施工收入同比大幅下降。同期，受市场行情影响，公司清洁能源 EPC 施工业务毛利率持续下降。2022—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 36.96 亿元、19.18 亿元、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。

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。

2022—2024 年，公司燃气销售量波动增长，以工业用户为主，其中 2024 年工业用户销售量占 83.56%。同期，公司日供气能力波动下降，其中 2023 年同比大幅下降，主要系公司内部整合出清低效资产所致；2024 年同比大幅增长，主要系公司业务扩展，并购 2 家燃气公司所致。

图表 9 • 公司城市天然气（燃气）业务经营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
采购量（万立方米）	72605.79	82740.37	82866.16	22322.41
含税平均采购单价（元/立方米）	2.59	2.34	2.44	2.45
日供气能力（万立方米）	1407.47	665.38	952.37	952.37
销售量（万立方米）	82498.34	83707.35	82867.35	22308.68
其中：居民（万立方米）	10050.21	10378.54	7376.74	3185.82
工业（万立方米）	64379.43	66009.59	69240.85	18726.95
商业（万立方米）	8068.70	7319.23	6249.76	395.92
含税平均销售单价（元/立方米）	3.38	3.10	3.23	3.31
供应户数（户）	466263	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。

2022—2024 年，公司水力发电装机容量和电力销售收入均有所下降，其中 2023 年同比降幅较大，主要系公司出清控股不控权的水电站、集中在四川的水利发电项目受地震影响以及部分境外水电站结束托管、归还当地政府所致。同期，公司风力发电的装机容量持续下降，主要系公司持续出清部分风电场所致；其中 2023 年装机容量同比变动不大，但受平均上网电价下降影响（2022 年电价包含国补，2023 年以来国补大幅下降），公司风力发电收入同比大幅下降；2024 年装机容量同比下降，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。2022—2024 年，公司光伏发电装机容量持续增长，电力销售收入波动增长；其中 2023 年，公司在新疆、甘肃的电价包含较高的国补，平均上网电价同比有所增长；2023 年，公司光伏发电业务毛利率同比大幅增长，主要系 2023 年光伏板等设备价格同比大幅回落所致。

图表 10 • 公司清洁能源发电板块主要经营情况

指标	水力发电			
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	56.40	26.71	26.71	24.51
发电机组平均利用小时数（小时）	3200.41	2781.73	2680.64	316.61
发电量（亿千瓦时）	18.05	7.43	7.16	0.78
上网电量（亿千瓦时）	17.86	7.31	7.03	0.76
平均上网电价（元/千瓦时）	0.20	0.27	0.27	0.27
标杆电价（元/千瓦时）	0.22~0.31	0.21~0.35	0.221~0.308	0.308
电力销售收入（亿元）	3.57	2.01	1.92	0.28

指标	风力发电			
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	113.63	102.71	90.73	90.73
发电机组平均利用小时数（小时）	2232.02	2494.57	2383.96	557.44
发电量（亿千瓦时）	25.36	25.12	21.63	90.71
上网电量（亿千瓦时）	24.88	24.19	21.05	4.92
平均上网电价（元/千瓦时）	0.47	0.23	0.29	0.29
标杆电价（元/千瓦时）	0.32	0.27	0.27	0.27
电力销售收入（亿元）	11.76	5.52	6.09	1.41

指标	光伏发电			
	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	94.68	112.53	126.20	126.20
发电机组平均利用小时数（小时）	1347.94	1136.26	1117.14	223.75
发电量（亿千瓦时）	12.76	12.63	13.32	2.68
上网电量（亿千瓦时）	12.50	12.52	13.10	2.60
平均上网电价（元/千瓦时）	0.48	0.67	0.49	0.49
标杆电价（元/千瓦时）	0.38	0.38	0.38	0.38
电力销售收入（亿元）	6.06	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 11 • 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资料整理

（4）其他

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。自 2023 年 4 月以来，公司按照山东省国资委要求推进非主业出清，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。

3 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。

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022—2023 年财务报告进行审计，中瑞诚会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年财务报告进行审计，均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。

2022—2024 年，公司通过清算注销、股权转让或丧失控制权等形式分别出表子公司 29 家、40 家和 79 家，通过并购或投资设立分别增加子公司 46 家、3 家和 2 家。公司合并范围内子公司变化较大，2022—2024 年财务数据可比性较弱。

1 资产质量

2022—2024 年末，公司资产总额持续增长；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。

2022—2024 年末，公司资产总额持续增长，年均复合增长 1.09%。公司资产结构以非流动资产为主。

图表 12 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	648.21	41.07	613.85	38.58	631.31	39.13	720.52	42.55
货币资金	106.47	6.75	139.21	8.75	89.06	5.52	101.10	5.97
应收账款	159.68	10.12	157.41	9.89	182.48	11.31	194.58	11.49
预付款项	57.90	3.67	36.12	2.27	37.19	2.31	66.56	3.93
其他应收款	112.83	7.15	125.50	7.89	171.66	10.64	201.26	11.89
存货	145.17	9.20	84.91	5.34	80.80	5.01	84.01	4.96
非流动资产	930.24	58.93	977.07	61.42	981.88	60.87	972.73	57.45
其他权益工具投资	51.18	3.24	74.70	4.70	76.03	4.71	75.99	4.49
长期股权投资	9.48	0.60	45.70	2.87	94.58	5.86	94.99	5.61
固定资产	324.97	20.59	286.20	17.99	277.47	17.20	271.55	16.04
在建工程	209.26	13.26	197.41	12.41	185.07	11.47	192.57	11.37
无形资产	166.31	10.54	153.24	9.63	125.71	7.79	122.83	7.25
其他非流动资产	62.35	3.95	125.51	7.89	132.37	8.21	124.64	7.36
资产总额	1578.45	100.00	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

（1）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 13 • 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 14 • 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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）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，公司合并资产总额 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 15，受限比例较低。

图表 15 • 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

（1）所有者权益

2022—2024 年末，受股东增资、少数股东持股比例变动等多种因素综合影响，公司所有者权益持续增长；所有者权益中少数股东权益占比高且未分配利润持续为负，所有者权益结构稳定性一般。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 2.60%。公司所有者权益中少数股东权益占比高且未分配利润持续为负，所有者权益结构稳定性一般。

图表 16 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	52.06	15.25	60.71	17.26	60.71	16.90	60.71	16.08
其他权益工具	13.87	4.06	0.00	0.00	5.00	1.39	13.00	3.44
资本公积	86.31	25.29	100.86	28.68	78.17	21.76	78.14	20.70
未分配利润	-5.72	-1.68	-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	147.30	43.16	148.96	42.35	128.29	35.71	135.41	35.87
少数股东权益	193.96	56.84	202.76	57.65	230.93	64.29	242.06	64.13
所有者权益合计	341.26	100.00	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 2023 年底，由于股东增资，公司实收资本较上年底增长 16.61%，资本公积较上年底增长 16.85%；其他权益工具较上年底下降，系公司可续期类金融产品全部兑付所致。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”

（为永续期类金融产品）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。2022—2024 年末，公司未分配利润持续下降，主要系受汇兑损失影响（2023 年和 2024 年公司归属于母公司所有者的净利润分别为-5.86 亿元和-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”（为永续期类金融产品）所致；公司所有者权益规模和结构均较上年底变化不大。

（2）负债

2022—2024 年末，公司全部债务持续增长，整体债务负担重，存在较大的短期集中偿债压力。

2022—2024 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 0.68%。公司负债结构中流动负债占比持续下降。

图表 17 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	659.97	53.34	615.17	49.64	553.79	44.16	582.75	44.29
短期借款	155.84	12.60	155.58	12.56	124.83	9.95	125.38	9.53
应付账款	120.81	9.76	95.26	7.69	89.77	7.16	107.00	8.13
其他应付款	73.57	5.95	73.46	5.93	49.57	3.95	75.77	5.76
一年内到期的非流动负债	173.78	14.05	194.14	15.67	186.84	14.90	174.20	13.24
合同负债	59.28	4.79	37.37	3.02	41.06	3.27	58.06	4.41
非流动负债	577.23	46.66	624.03	50.36	700.20	55.84	733.03	55.71
长期借款	291.28	23.54	409.35	33.03	393.23	31.36	378.40	28.76
应付债券	145.07	11.73	65.90	5.32	201.42	16.06	245.21	18.64
长期应付款	123.00	9.94	134.50	10.85	92.89	7.41	96.44	7.33
负债总额	1237.20	100.00	1239.20	100.00	1253.98	100.00	1315.78	100.00

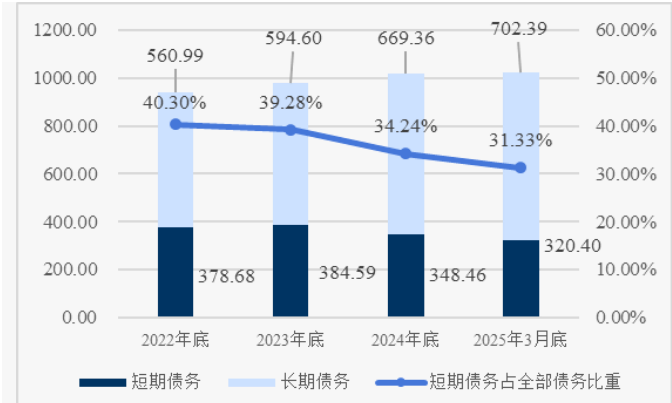
注：其他应付款中包含应付利息和应付股利
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年一季度财务报表整理

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。2022—2024 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 4.08%，公司债务结构以长期债务为主。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%。

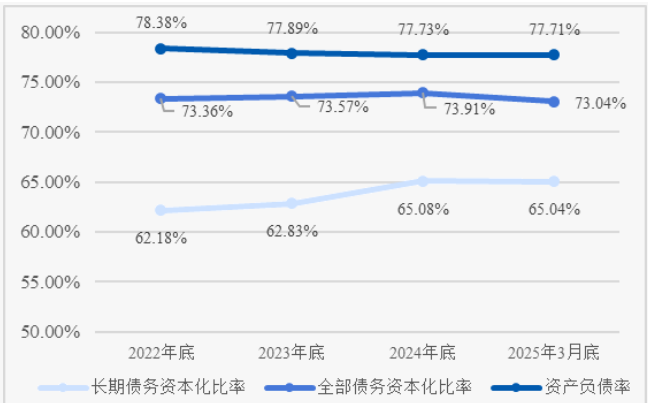
从债务指标来看，2022—2024 年末，公司资产负债率持续下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续攀升。截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降，公司整体债务负担重。

图表 18 • 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 19 • 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

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降；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。

2022—2024 年，公司营业总收入持续下降，年均复合下降 7.21%；营业成本持续下降，年均复合下降 6.71%。同期，公司营业利润率波动下降，其中 2023 年同比下降 1.06 个百分点。

2022—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，2022—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，公司利润总额持续增长，非经常性损益对利润总额贡献较大。

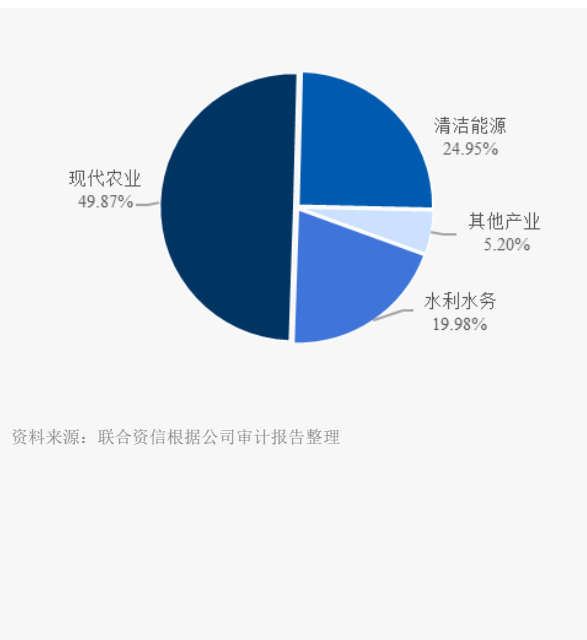
图表 20 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	745.32	695.45	641.77	145.53
营业成本	650.32	614.00	565.98	130.34
期间费用	99.68	83.38	77.22	13.42
其中：管理费用	36.27	28.92	25.45	3.86
财务费用	50.85	40.49	38.31	7.68
资产减值损失	-1.14	-0.63	-0.82	0.04
信用减值损失	-2.89	-3.50	-1.75	0.05
公允价值变动收益	-0.40	2.45	0.67	0.00
其他收益	3.44	3.93	2.28	0.24
投资收益	12.53	7.92	7.46	0.25
利润总额	4.94	5.48	6.15	1.77
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	--

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 21 • 2024 年公司营业总收入构成



从盈利指标来看，2022—2024 年，公司总资本收益率持续下降，净资产收益率由负转正。

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

2022—2024 年，公司经营现金持续净流入，收入实现质量良好；投资活动现金持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 22 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	868.16	770.59	787.49	157.78
经营活动现金流出小计	803.55	714.50	728.49	142.73
经营活动现金流量净额	64.61	56.09	59.01	15.05
投资活动现金流入小计	45.55	107.34	13.60	6.82
投资活动现金流出小计	133.36	160.07	109.38	18.87
投资活动现金流量净额	-87.82	-52.73	-95.78	-12.06

筹资活动前现金流量净额	-23.21	3.36	-36.77	3.00
筹资活动现金流入小计	687.96	805.65	656.91	129.70
筹资活动现金流出小计	668.41	755.62	658.49	117.97
筹资活动现金流量净额	19.55	50.03	-1.59	11.73
现金收入比（%）	106.56	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。2022—2024 年，公司经营活动现金流入量波动下降，其中销售商品、提供劳务收到的现金占比均超过 90.00%。同期，公司现金收入比波动上升，收入实现质量良好。2022—2024 年，公司经营活动现金流出量波动下降，其中购买商品、接受劳务支付的现金占比均超过 83.00%。同期，公司经营活动现金持续净流入。

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。2022—2024 年，公司投资活动现金流入波动下降。公司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。2022—2024 年，公司投资活动现金流出波动下降。同期，公司投资活动现金持续净流出且资金缺口较大。

2022—2024 年，公司筹资活动前现金流量净额波动较大。

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。2022—2024 年，公司筹资活动现金流入波动下降。公司筹资活动现金流出以偿还债务本息为主。2022—2024 年，公司筹资活动现金流出波动下降。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。

5 偿债指标

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 23 • 公司主要偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	98.22	99.79	114.00	123.64
	速动比率（%）	76.22	85.98	99.41	109.23
	现金短期债务比（倍）	0.29	0.38	0.26	0.32
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	89.77	117.12	76.99	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.47	8.36	13.22	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.67	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，2022—2024 年末，公司流动比率和速动比率均持续增长，流动资产对流动负债的保障程度持续提升。同期末，公司现金短期债务比波动下降，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，2022—2024 年，公司 EBITDA 波动下降；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。

6 公司本部财务分析

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。

九、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，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。2022—2024 年，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。自 2022 年下半年公司逐步调整管理团队以来，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。

十、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，在资本金注入、政府补助和税收优惠等方面持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。2022—2024 年，山东省经济总量和一般公共预算收入均持续增长。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。

资本金注入方面，2023 年，公司获得股东增资 23.19 亿元，其中 8.65 亿元计入“实收资本”，14.54 亿元计入“资本公积”。

政府补助方面，2022—2024 年和 2025 年 1—3 月，公司累计获得政府补助 9.89 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。

十一、债券偿还风险分析

按发行金额上限测算，本期债项的发行对公司现有债务规模及结构影响小，公司 2024 年经营现金流入量对发行后长期债务的保障指标表现较强，EBITDA 和经营现金流量净额对发行后长期债务的保障指标表现均较弱。

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项发行金额上限为 10.00 亿元,按发行金额上限测算,分别相当于 2024 年底公司长期债务和全部债务的 1.49%和 0.98%,对公司现有债务规模及结构影响小。

以 2024 年底财务数据为基础,本期债项按发行金额上限发行后,在其他因素不变的情况下,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 77.73%、73.91%和 65.08%上升至 77.87%、74.10%和 65.41%。考虑到本期债项募集资金拟用于偿还公司及子公司的到期有息债务,本期债项按发行金额上限发行后,公司实际债务负担指标将低于上述测算值。

2 本期债项偿还指标分析

从指标上看,本期债项按发行金额上限发行后,公司 2024 年经营现金流入量对发行后长期债务的保障指标表现较强,EBITDA 和经营现金流量净额对发行后长期债务的保障指标表现均较弱。

图表 24 • 本期债项偿还能力测算

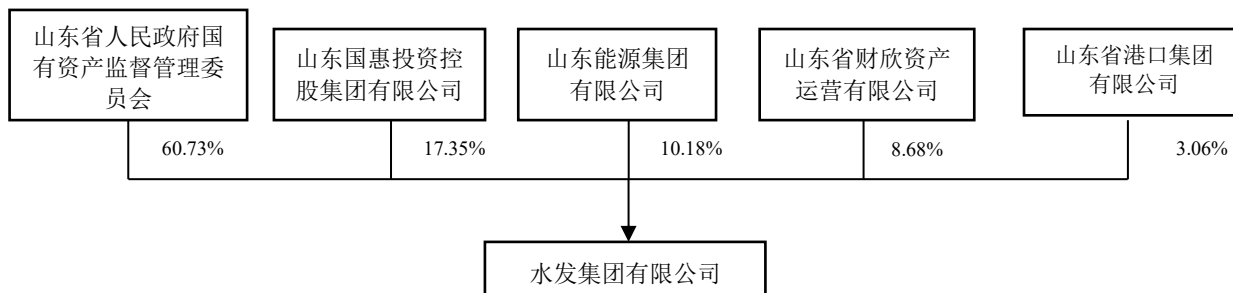
项目	2024 年
发行后长期债务* (亿元)	679.36
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	1.16
经营现金/发行后长期债务 (倍)	0.09
发行后长期债务/EBITDA (倍)	8.82

注:发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额,经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源:联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

十二、评级结论

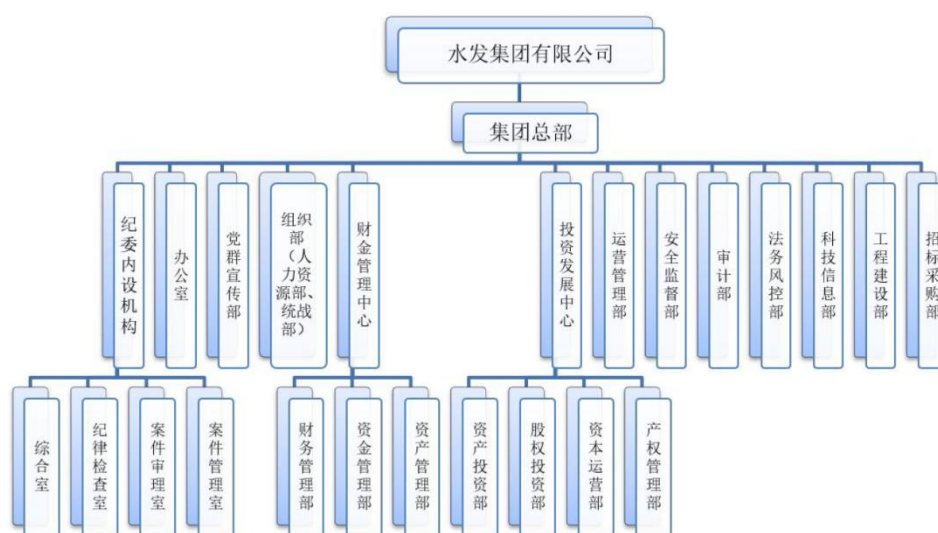
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA,本期债项信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。