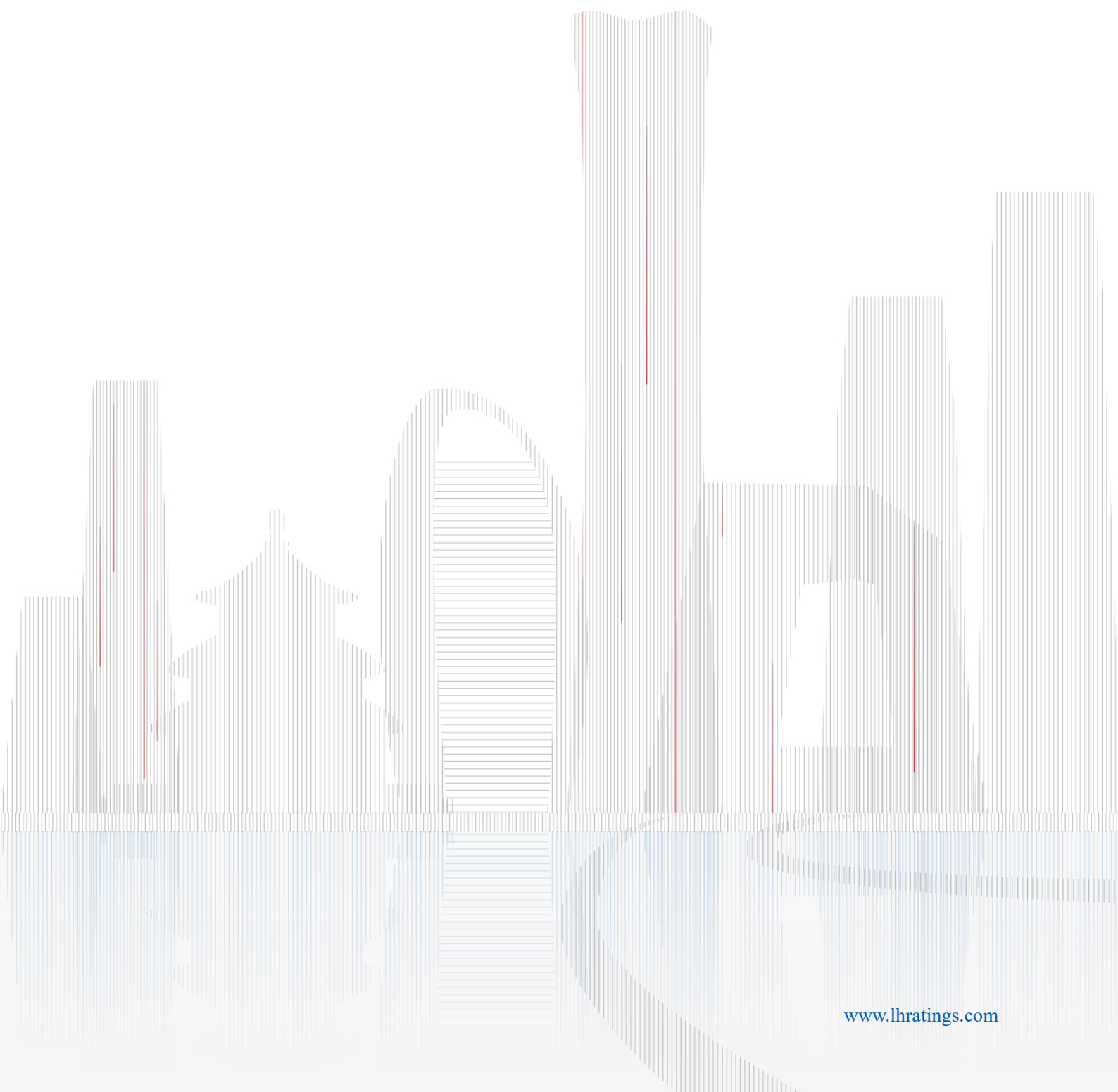


# 水发集团有限公司

## 2026 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〔2026〕3915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“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”“25 水发集团 MTN009”“25 水发集团 MTN010”“25 水发集团 MTN011”“25 水发集团 MTN012”“25 水发集团 MTN013”“25 水发集团 MTN014”“25 水发集团 MTN015”“25 水发集团 MTN016”“25 水发集团 GN017”“26 水发集团 MTN001”“26 水发集团 MTN002”“26 水发集团 MTN003A”和“26 水发集团 MTN003B”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：

二〇二六年六月十六日

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，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

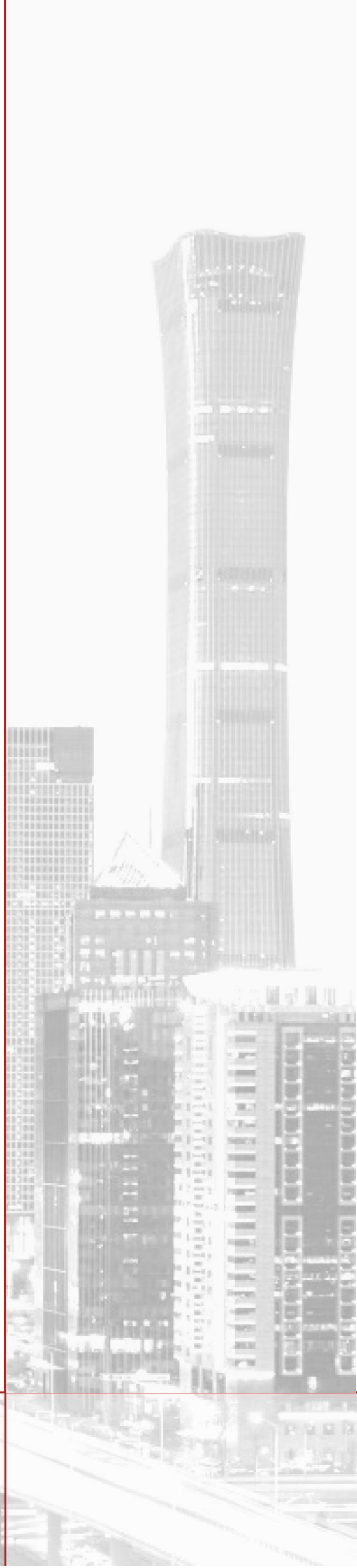
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

## 2026 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	
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 MTN008/25 水发集团 MTN009/25 水发集团 MTN010/25 水发集团 MTN011/25 水发集团 MTN012/25 水发集团 MTN013/25 水发集团 MTN014/25 水发集团 MTN015/25 水发集团 MTN016/25 水发集团 GN017/26 水发集团 MTN001/26 水发集团 MTN002/26 水发集团 MTN003A/26 水发集团 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/16

### 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。2025 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。跟踪期内，经营方面，公司继续重点发展水利水务、现代农业和清洁能源三大主业。公司供水及污水处理业务覆盖山东省多个市县并向省外拓展，2026 年 3 月末供水及污水日产能合计 529.14 万吨，重点实施的水利施工项目回款情况良好，运营能力很强。同时需关注公司现代农业板块整体盈利能力较弱及跨区域运营管理等各类风险，公司清洁能源发电业务未来收益受自然气象条件及上网电价变动等因素影响，存在不确定性，且需与少数股东共享利润。财务方面，公司三大主业形成的资产规模大，需关注应收类款项对公司的资金占用和回收风险，股权投资处置回款以及股权投资减值风险；公司的债务负担重，债券融资占比较高，短期集中偿债压力较大，但考虑到公司间接融资渠道畅通，整体偿债能力较强。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**公司在山东省级重点水利项目投融资建设和供排水项目建设运营等方面发挥重要作用，跟踪期内，公司继续在政府补助和税收优惠等方面获得的有力支持。

### 评级展望

依托山东省的经济发展和对水利设施的建设需求及投资计划，公司有望继续享受良好的外部经营环境和再融资环境。公司后续仍将重点发展主业，提升管理效能，巩固经营地位，在区域水务运营和水网建设中发挥重要作用，有望继续获得政府的有力支持。

**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。**2025 年，山东省经济总量和一般公共预算收入均继续增长，同比分别增长 5.5%和 2.0%。作为人口、农业和工业大省，山东省人均水资源占有量远低于全国平均水平，长期存在水资源供需矛盾，对水利设施建设需求高，“十五五”期间计划水利投资规模大。
- **水务业务区域地位突出，并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，水务业务区域地位突出。2025 年及 2026 年 1—3 月，公司累计获得政府补助 2.06 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 2025 年底，公司在建工程账面价值 165.56 亿元（主要为对发电站、水务项目和农业类项目的投入），尚需投资规模较大，其中清洁能源发电项目未来收益受自然气象条件及上网电价变动等因素影响，存在不确定性。同期末，公司资产中应收账款（主要系水利水务、清洁能源和现代农业板块形成）和其他应收款（主要为往来款、投资款及股权转让款）合计占比为 25.81%，对公司资产形成占用，累计计提坏账准备 16.47 亿元，存在资金回收风险。
- **公司现代农业经营区域以山东省外为主，业务整体盈利能力较弱，存在跨区域运营管理等各类风险。**公司现代农业主要涉及棉花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。2025 年，公司继续压降非必要贸易收入，公司现代农业收入继续下降；同期，受市场行情影响，该业务毛利率下降至 4.90%。
- **整体债务负担重，存在较大的短期集中偿债压力。**截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 77.34%和 72.53%；如将永续债调入长期债务，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.65%、76.55%和 65.95%。同期末，公司短期债务 424.93 亿元，现金短期债务比为 0.23 倍。

## 本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 [水务企业信用评级方法与模型（V4.1.202606）](#)

债项评级方法 [债项评级基本方法（V3.0.202207）](#)

[绿色债券信用评级方法（V4.0.202211）](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
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 <sup>-</sup>
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa <sup>-</sup>
外部支持调整因素：政府支持				+3
模型级别				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

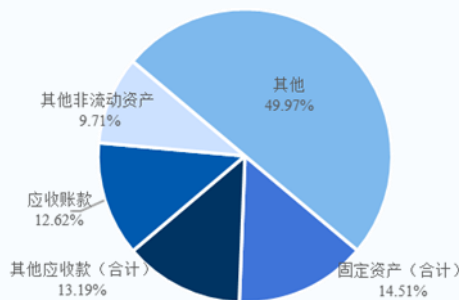
合并口径				
项目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产（亿元）	146.48	91.46	100.38	96.95
资产总额（亿元）	1590.92	1613.19	1634.72	1654.08
所有者权益（亿元）	351.72	359.21	370.27	374.89
短期债务（亿元）	384.59	348.46	474.37	424.93
长期债务（亿元）	594.60	669.36	524.87	564.93
全部债务（亿元）	979.19	1017.83	999.24	989.87
营业总收入（亿元）	695.45	641.77	534.34	105.49
利润总额（亿元）	5.48	6.15	6.52	1.51
EBITDA（亿元）	117.12	76.99	74.11	--
经营性净现金流（亿元）	56.09	59.01	59.48	12.90
营业利润率（%）	11.16	11.26	11.33	11.05
净资产收益率（%）	0.33	0.85	0.88	--
资产负债率（%）	77.89	77.73	77.35	77.34
全部债务资本化比率（%）	73.57	73.91	72.96	72.53
流动比率（%）	99.79	114.00	95.72	99.04
经营现金流动负债比（%）	9.12	10.66	8.38	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.26	0.21	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	2.30	1.54	1.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.36	13.22	13.48	--

本部口径				
项目	2023年	2024年	2025年	2026年3月
资产总额（亿元）	599.47	763.64	842.09	848.04
所有者权益（亿元）	68.15	132.42	178.68	177.07
全部债务（亿元）	340.16	451.41	495.48	496.62
营业总收入（亿元）	1.54	10.19	10.94	0.00
利润总额（亿元）	0.47	1.07	0.65	-0.46
资产负债率（%）	88.63	82.66	78.78	79.12
全部债务资本化比率（%）	83.31	77.32	73.50	73.72
流动比率（%）	134.96	172.21	134.29	137.04
经营现金流动负债比（%）	-0.44	1.07	0.83	--

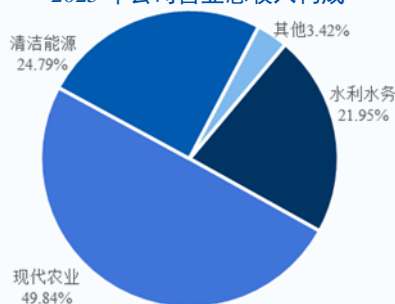
注：1. 2023—2025年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；2. 公司2026年一季度财务报表未经审计；3. 本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款带息部分纳入长期债务核算；4. 公司本部2023—2024年债务未经调整，2025年末和2026年3月末长期应付款带息部分纳入长期债务核算；2026年1—3月，公司本部营业总收入为-11.29万元；5. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；6. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026年一季度财务报表和公司提供资料整理

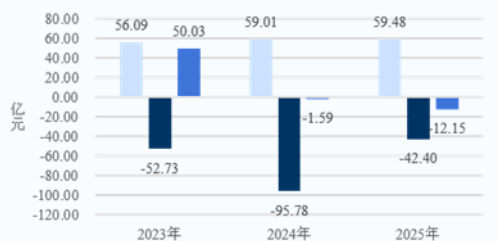
2025年底公司资产构成



2025年公司营业总收入构成

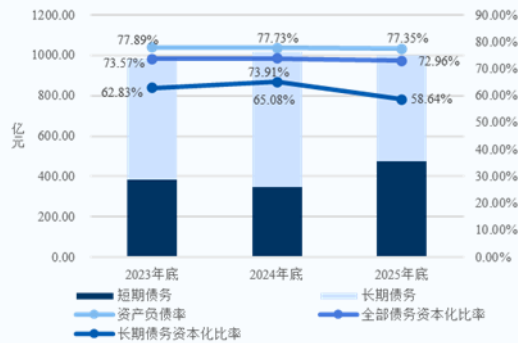


2023—2025年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2023—2025年底公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 资产负债率 ■ 全部债务资本化比率

## 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
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	10.00	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	2030/06/11	调整票面利率, 回售
25 水发集团 MTN009	10.00	10.00	2030/06/25	--
25 水发集团 MTN010	8.00	8.00	2027/07/16	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
25 水发集团 MTN011	5.00	5.00	2035/08/13	--
25 水发集团 MTN012	7.00	7.00	2028/08/28	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
25 水发集团 MTN013	5.00	5.00	2030/09/10	--
25 水发集团 MTN014	5.00	5.00	2030/09/24	调整票面利率, 回售
25 水发集团 MTN015	8.00	8.00	2028/11/18	延期, 持有人救济, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权
25 水发集团 MTN016	7.00	7.00	2028/11/27	赎回, 延期, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
25 水发集团 GN017	11.00	11.00	2028/12/31	--
26 水发集团 MTN001	10.00	10.00	2029/01/16	--
26 水发集团 MTN002	10.00	10.00	2028/01/29	调整票面利率, 回售
26 水发集团 MTN003A	7.00	7.00	2029/03/18	调整票面利率, 回售
26 水发集团 MTN003B	7.00	7.00	2031/03/18	--

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
26 水发集团 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/03/11	迟腾飞 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
26 水发集团 MTN003A	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/03/11	迟腾飞 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
26 水发集团 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/01/23	迟腾飞 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
26 水发集团 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/01/12	迟腾飞 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 GN017	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/12/15	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN016	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/11/18	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN015	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/11/06	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN014	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/09/17	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN013	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/09/03	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN012	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/08/21	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN011	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/08/04	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>

25 水发集团 MTN010	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/03	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
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	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN009	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/13	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN008	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/03	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN007	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/16	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/01	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/14	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/25	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/12	杜 晗 邢小帆	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/08	杜 晗 张 宇	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 水发集团 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/12/30	杜 晗 张 宇	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 水发集团 MTN013	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/11/15	杜 晗 张 宇	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 水发集团 MTN012	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/11/07	杜 晗 张 宇	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 水发集团 MTN011	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/11/01	杜 晗 张 宇	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 水发集团 MTN010	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/08	杜 晗 张 宇	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 水发集团 MTN009	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/09/04	杜 晗 张 宇	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 水发集团 MTN007	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/11	杜 晗 张 宇	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 水发集团 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/17	杜 晗 张 宇	<a href="#">水务企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
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	<a href="#">水务企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">水务企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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：迟腾飞 [chitf@lhratings.com](mailto:chitf@lhratings.com)

项目组成员：邢小帆 [xingxf@lhratings.com](mailto:xingxf@lhratings.com) | 潘跃升 [panys@lhratings.com](mailto:panys@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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 2026 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 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”）、山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“山东发展投资”）、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（实际控制人为山东省财政厅，以下简称“山东财欣资产”）和山东省港口集团有限公司（以下简称“山东港口”）对公司的持股比例分别为 61.18%、17.15%、10.07%、8.58%和 3.03%，公司控股股东和实际控制人均为山东省国资委。

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 2026 年 3 月底，公司本部设财金管理中心、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 2025 年底，公司纳入合并范围内一级子公司共 20 家。

截至 2025 年底，公司资产总额 1634.72 亿元，所有者权益 370.27 亿元（含少数股东权益 197.20 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 534.34 亿元，利润总额 6.52 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额 1654.08 亿元，所有者权益 374.89 亿元（含少数股东权益 202.70 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 105.49 亿元，利润总额 1.51 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。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 6 月 11 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 MTN016”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 2026 年 6 月 11 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）
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	10.00	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

25 水发集团 MTN009	10.00	10.00	2025/06/25	5
25 水发集团 MTN010	8.00	8.00	2025/07/16	2+N
25 水发集团 MTN011	5.00	5.00	2025/08/13	10
25 水发集团 MTN012	7.00	7.00	2025/08/28	3+N
25 水发集团 MTN013	5.00	5.00	2025/09/10	5
25 水发集团 MTN014	5.00	5.00	2025/09/24	3+2
25 水发集团 MTN015	8.00	8.00	2025/11/18	3+N
25 水发集团 MTN016	7.00	7.00	2025/11/27	3+N
25 水发集团 GN017	11.00	11.00	2025/12/31	3
26 水发集团 MTN001	10.00	10.00	2026/01/16	3
26 水发集团 MTN002	10.00	10.00	2026/01/29	2+2+1
26 水发集团 MTN003A	7.00	7.00	2026/03/18	3+2
26 水发集团 MTN003B	7.00	7.00	2026/03/18	5
<b>合计</b>	<b>274.00</b>	<b>274.00</b>	--	--

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

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的最大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》。

## 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，随着我国城市化进程趋于成熟，城市和县城供水总量增速有所放缓，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下降，但仍处于较高水平，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仍将是水务行业投资重点之一；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持续增长，污水处理及其再生利用固定资产投资保持相对高位；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及县城尚有差距，乡镇供水市场尚有一定开发空间；随着城镇污水处理补短板等相关政策的推进，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、业务区域财力较弱的水务企业现金回款情况。完整版水务行业分析详见《2026年水务行业分析》。

## 2 区域环境分析

2025年，山东省经济总量和一般公共预算收入同比均实现增长。作为人口、农业和工业大省，山东省人均水资源占有量远低于全国平均水平，长期存在水资源供需矛盾，对水利设施建设需求高，“十五五”期间计划水利投资规模大。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2025年底，山东省常住人口10043万人，城镇化率67.54%。山东省人均水资源占有量为298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。

产业方面，山东省是农业大省、全国工业门类最齐全的省份之一，产业基础雄厚、体系完备，同时也面临传统产业占比偏高、结构转型升级压力较大的阶段性特征。近年来，山东纵深推进新旧动能转换，发展新质生产力，保持制造业合理比重，对高端石化、先进钢铁、高端铝材、纺织服装、矿业及精深加工、建筑建材、现代轻工等传统及特色优势产业进行提质升级，并培育壮大高端装备、新材料、生物医药、新能源汽车、航空航天与低空经济等新兴产业。2025年，山东省装备制造业增加值比上年增长11.4%，占规模以上工业增加值的比重为26.6%。新能源汽车产量110.5万辆，增长50.3%；工业机器人产量2.8万套，增长26.6%；锂离子电池产量8614.1万千瓦时，增长103.1%。

作为人口、农业和工业大省，山东省水资源需求长期处于高位，水资源供需矛盾亟待缓解。根据《山东省国民经济和社会发展的第十五个五年规划纲要》，“十五五”期间，山东省将继续巩固提升水安全保障水平，构建完善安全韧性的现代水网体系，深入推进现代水网提升工程，加快大中型水库建设，完善农村供水工程体系。根据山东省发展和改革委员会披露数据，2026—2030年，山东省计划完成水利投资4500亿元，较“十四五”增长40%，将聚焦现代水网建设、河湖保护治理、水利融合发展、农村供水保障等重点领域发力，到2030年底基本建成山东现代化水网，形成与现代化强省适配的水安全保障体系。

图表 2 · 山东省主要经济指标

项目	2023年	2024年	2025年
GDP (亿元)	92068.7	98565.8	103197.5
GDP 增速 (%)	6.0	5.7	5.5
固定资产投资 (不含农户) 增速 (%)	5.2	3.3	-8.6
三产结构	7.1:39.1:53.8	6.7:40.2:53.1	6.6:39.3:54.1
人均 GDP (万元)	9.1	9.8	10.26

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，2025年，山东省地区生产总值103197.5亿元，比上年增长5.5%。其中，第一产业增加值6774.9亿元，增长4.0%；第二产业增加值40541.4亿元，增长5.0%；第三产业增加值55881.1亿元，增长6.1%。

图表 3 • 山东省主要财力指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
一般公共预算收入（亿元）	7464.78	7711.74	7864.26
一般公共预算收入增速（%）	5.1	3.3	2.0
税收收入（亿元）	5229.66	5039.89	5109.71
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	70.06	65.35	64.97
一般公共预算支出（亿元）	12581.74	13077.19	13185.60
财政自给率（%）	59.33	58.97	59.64
政府性基金收入（亿元）	4925.37	4832.12	4254.49
地方政府债务余额（亿元）	27520.72	32811.38	38547.26

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据山东省决算情况表和预算执行情况草案，2025 年，山东省一般公共预算收入同比增长 2.0%，一般公共预算收入质量尚可；财政自给能力一般。截至 2025 年底，山东省地方政府债务余额为 38547.26 亿元，其中一般债务余额 8328.12 亿元、专项债务余额 30219.14 亿元。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

#### 1 产权状况

截至 2026 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 60.71 亿元，山东省国资委、山东发展投资、山东能源集团、山东财欣资产和山东港口对公司的持股比例分别为 61.18%、17.15%、10.07%、8.58%和 3.03%，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，水务业务区域地位突出。截至 2026 年 3 月底，公司已基本完成水利水务、现代农业和清洁能源三大主业内部资产重组整合，公司承接的黄山水利枢纽及沂沭河雨洪资源利用东调工程重大水利项目，将进一步强化公司水利业务的区域地位，省市两级财政资金为项目出资提供有力保障。

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。截至 2026 年 3 月底，公司水库总库容 4.43 亿立方米，设计取水量 338.74 万吨/日，管理的原水管网和终端供水管网长度为 13288.72 公里，设计日供水能力 433.49 万吨，设计日污水处理能力 95.65 万吨。此外，公司承担并牵头实施黄山水利枢纽及沂沭河雨洪资源利用东调工程等山东省重点水利项目，有利于提高区域供水保障能力，完善山东省水网体系建设，该工程估算动态总投资 125.57 亿元，资金来源方面，山东省财政按照项目总投资的 20.00%，根据现行模式通过政府专项债券予以解决，日照、临沂两市各出资 15.00%，省市两级财政资金为项目出资提供有力保障。

根据《山东省人民政府办公厅关于进一步加强省属企业主业管理工作的意见》（鲁政办字〔2019〕15 号）等规定，公司明确战略定位和发展方向，优化产业布局，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。截至 2026 年 3 月底，公告涉及的内部重组整合均已基本完成，联合资信将对重组整合后公司的经营表现保持关注。

### 3 信用记录

除部分子公司本部曾出现票据逾期（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》，截至 2026 年 4 月 30 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》，截至 2026 年 5 月 18 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》，截至 2026 年 5 月 20 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”）<sup>1</sup>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》，截至 2026 年 4 月 28 日，公司重要子公司水发能源集团有限公司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。

根据公司和重要子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和重要子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 2026 年 6 月 15 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重大行政处罚的行为。

## （二）管理水平

跟踪期内，公司撤销监事会，由董事会审计与风险委员会行使相关职权，除上述事项外，公司治理结构和管理制度等方面均未发生重大变化。

公司于 2026 年 1 月 8 日发布了《水发集团有限公司关于撤销监事会及监事的公告》（以下简称“公告”）。公告称，根据上级单位关于深化国有企业监事会改革工作有关要求，公司撤销监事会、监事，由董事会审计与风险委员会行使相关职权，现任职工代表监事按程序予以免职，该事项已经公司有权决策机构审议通过。公告另称，本次撤销监事会及监事是公司进一步完善治理结构的相关举措，符合《中华人民共和国公司法》等法律法规，不会对公司日常管理、经营及偿债能力产生不利影响。除上述事项外，公司治理结构和管理制度等方面均未发生重大变化。

## （三）经营方面

### 1 业务经营分析

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。2025 年，受主动压降非必要贸易业务，以及公司绿色节能建筑、电气设备、新材料制造业务市场需求变动等因素影响，公司营业总收入同比有所下降；同期，公司综合毛利率同比小幅增长。

<sup>1</sup> 水发农业集团股权在审计报告口径与工商登记口径存在差异，根据审计报告口径，水发农业集团为水发上海资管二级子公司，为山东水发控股集团有限公司一级子公司，由公司对水发农业集团行使股东职责并进行直接管理。

受主动压降非必要贸易业务，以及公司绿色节能建筑、电气设备、新材料制造业务市场需求变动等因素影响，2025年，公司营业总收入同比下降16.74%，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三大主业。同期，公司综合毛利率同比小幅增长。

2026年1—3月，公司实现营业总收入105.49亿元，相当于2025年全年的19.74%；同期，公司综合毛利率为11.70%。

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			2025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	16.46	2.37	53.88	15.53	2.42	48.62	17.50	3.28	50.56
	污水处理	7.30	1.05	30.57	7.51	1.17	30.62	5.21	0.98	47.38
	水利施工	87.95	12.65	15.30	76.29	11.89	17.55	54.50	10.20	10.17
	水务管材及设备制造	7.82	1.12	16.95	5.13	0.80	23.26	6.98	1.31	28.55
	施工设计、咨询监理、招标等	7.52	1.08	21.90	23.78	3.71	16.18	33.12	6.20	23.77
	<b>小计1</b>	<b>127.05</b>	<b>18.27</b>	<b>21.67</b>	<b>128.23</b>	<b>19.98</b>	<b>22.05</b>	<b>117.31</b>	<b>21.95</b>	<b>22.78</b>
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	61.15	11.44	6.22
	棉粮及农资贸易	244.81	35.20	5.68	227.61	35.47	5.03	205.15	38.39	4.51
	<b>小计2</b>	<b>352.64</b>	<b>50.71</b>	<b>6.24</b>	<b>320.05</b>	<b>49.87</b>	<b>5.59</b>	<b>266.30</b>	<b>49.84</b>	<b>4.90</b>
清洁能源	水力发电	2.01	0.29	7.08	1.92	0.30	8.55	1.17	0.22	8.36
	风力发电	6.47	0.93	47.81	7.58	1.18	38.27	6.15	1.15	39.34
	光伏发电	12.91	1.86	47.57	15.09	2.35	41.11	11.95	2.24	35.89
	清洁能源EPC施工	10.95	1.57	8.77	18.80	2.93	2.55	26.67	4.99	9.50
	绿色节能建筑、电气设备、新材料制造	72.26	10.39	14.68	80.39	12.53	15.71	40.05	7.50	15.18
	天然气加工、供应及设备制造	40.71	5.85	11.87	29.31	4.57	15.82	40.69	7.62	15.03
	供热（含热电联产）	10.84	1.56	16.85	7.00	1.09	26.45	5.78	1.08	18.72
<b>小计3</b>	<b>156.14</b>	<b>22.45</b>	<b>17.67</b>	<b>160.10</b>	<b>24.95</b>	<b>18.03</b>	<b>132.46</b>	<b>24.79</b>	<b>17.07</b>	
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	18.27	3.42	9.78
<b>合计</b>		<b>695.45</b>	<b>100.00</b>	<b>11.71</b>	<b>641.77</b>	<b>100.00</b>	<b>11.81</b>	<b>534.34</b>	<b>100.00</b>	<b>12.01</b>

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；2026年1—3月营业总收入具体明细未取得  
 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有所下降；受公司出售和收购污水处理厂的综合影响，公司污水处理能力略有增加，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。公司承接黄山水利枢纽及沂沭河雨洪资源利用东调工程重大水利项目，将进一步强化公司水利业务的区域地位，省市两级财政资金为项目出资提供有力保障。

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 2026 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 1 个，建成后每日设计取水量将新增 5.00 万吨。同期末，公司拥有 75 个原水泵站，拥有 40 个供水厂，管理的原水管网和终端供水管网长度为 13288.72 公里。截至 2026 年 3 月底，公司无在建供水调水项目，公司主要拟建项目为黄山水利枢纽及沂沭河雨洪资源利用东调工程，其中，黄山水利枢纽是沂沭河雨洪资源利用东调工程的水源工程，以供水、灌溉为主，总库容 1.16 亿立方米，建设内容包括枢纽工程、河道疏挖工程、堤防工程、防护工程等，计划建设工期 36 个月。沂沭河雨洪资源利用东调工程拟建黄山水利枢纽新辟输水线路，连接沂沭河大官庄水利枢纽，利用隧洞输水末端至日照水库，建设内容包括新建引水枢纽、输水隧洞、加压泵站及分水设施等，计划建设工期 84 个月。两项工程年可供水量 2.56 亿立方米，工程估算动态总投资 125.57 亿元，其中黄山水利枢纽 31.89 亿元，沂沭河东调工程 93.68 亿元。资金来源方面，山东省财政按照项目总投资的 20.00%，根据现行模式通过政府专项债券予以解决，日照、临沂两市各出资 15.00%。剩余资金中，中标合作企业以自有资金出资原则上不低于总投资的 10.00%，其余以公司作为主体进行融资。

2025 年，公司设计日供水能力有所下降，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。2025 年，公司平均售水价和实际售水量均有所增长。同期，公司供水调水收入和业务毛利率均有所增长。

2025 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	2026 年 1—3 月
设计日供水能力（万吨）	454.34	434.04	425.99	433.49
实际售水量（万吨）	60133.19	60003.81	63536.25	18232.43
其中：居民用水（万吨）	24667.01	22264.87	28174.05	8317.56
工业用水（万吨）	35466.17	37738.94	35362.21	9914.88
平均售水价（元/吨）	2.74	2.59	2.75	2.74
产能利用率（%）	36.26	37.88	40.23	42.94
管网漏损率（%）	7.20	7.47	7.04	7.06

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 2026 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；2025 年，公司污水处理量中山东省占比为 58.23%。

2025 年，公司设计日污水处理能力略有增加，主要系公司出售和收购污水处理厂的综合影响所致。同期，公司污水处理量有所增加，污水处理收入有所下降，主要系自 2025 年起，根据政府要求，公司部分污水处理费结算周期由一个月调整为一个季度，导致部分污水处理收入延后确认所致。截至 2026 年 3 月底，公司拥有 35 个污水处理厂。同期，公司无在建污水处理项目。

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、运营和维修，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 6 • 公司污水处理业务主要运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
期末污水处理厂（个）	44	36	35	35
设计日污水处理能力（万吨）	105.93	92.70	95.65	95.65
实际处理量（万吨）	28958.47	26063.56	27406.63	6409.94

注：2025 年，公司污水处理厂新增 2 家，减少 3 家，净减少 1 家，设计日污水处理能力有所增加  
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 2026 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，2025 年新签合同金额中山东省内合同额占比为 35.95%。2025 年，受宏观环境和行业竞争等因素影响，公司水利施工收入有所下降。截至 2025 年底，公司水利施工业务在手合同金额 175.21 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 8，主要业主方为各市级和区县级政府单位、城投公司和水务公司。截至 2026 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	2026 年 1—3 月
新签项目数量（个）	252	182	152	38
新签项目合同金额（亿元）	58.82	45.87	49.34	12.76

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 8 • 截至 2026 年 3 月底公司重点实施的在建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
九原工业园区污水资源化利用项目工程总承包(EPC)	包头市水务(集团)有限公司	5.83	3.50	1.65
海南省临高县临城镇老城区污水提质增效工程与海南省临高县临城镇排涝工程(EPC)项目	临高县城镇投资集团有限公司	5.20	0.27	0.00
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	3.44
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
甘肃省引洮供水二期配套秦安县城乡供水好地梁、魏店、县城工程及静宁县城乡供水猴儿咀、县城、上赵、田堡和小岔沟工程(静宁县城乡供水工程 EPC 总承包 4 标段)	静宁县引洮供水二期配套工程建设有限责任公司	2.84	2.30	2.60
蚌埠港中诚国际综合码头工程	中诚国际(蚌埠)港口物流有限公司	2.75	0.80	0.20
山东省聊城市陶城铺引黄灌区续建配套与现代化改造工程 1 标	阳谷兴阳投资控股集团有限公司	2.63	0.79	1.54
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	1.80	2.40
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
<b>合计</b>		<b>36.73</b>	<b>21.49</b>	<b>20.76</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## (2) 现代农业

公司现代农业主要涉及棉花等多项农产品的加工和贸易，业务经营区域以山东省外为主，2025 年，业务毛利率继续下降，业务整体盈利能力较弱，存在跨区域运营管理等各类风险。

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和西安水发神农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。

2025 年，公司继续压降非必要贸易收入，公司现代农业收入继续下降；同期，受市场行情影响，该业务毛利率有所下降，整体盈利能力较弱。截至 2026 年 3 月底，公司可控土地规模约 230 万亩，拥有棉花生产基地 10 万亩，甜菜生产基地 15 万亩，蔬菜生产基地 5000 亩，合作糖厂 1 座（年产白糖 21 万吨），棉花加工厂 16 座。

图表 9 • 2025 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
广东从玉进出口贸易有限公司	10.72	棉花	新疆锦棉棉业股份有限公司	10.52	棉花
新疆生产建设兵团第一师棉麻有限责任公司	7.71	棉花	宁波卫多多新材料科技有限公司	8.84	棉花
图木舒克市前海棉麻有限责任公司	5.25	棉花	新疆宝新恒源物流有限公司	5.82	棉花
苏州恒合信息产业园发展有限公司	5.00	棉花	新疆新投能源开发有限责任公司	3.69	棉花
江苏盛高国际贸易股份有限公司	3.51	棉花	昌吉市经济发展投资有限责任公司	3.67	棉花
合计	32.21	--	合计	32.56	--

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、泰国、菲律宾、日本、韩国、南非和澳大利亚等国。截至 2025 年底，莱芜泰禾资产总额 15.07 亿元，所有者权益 9.75 亿元；2025 年，莱芜泰禾实现营业收入总收入 10.06 亿元，利润总额 0.35 亿元。

整体来看，公司现代农业板块业务运营情况受自然和市场因素影响大，叠加公司经营区域以山东省外为主，还存在跨区域运营管理等各类风险。

## (3) 清洁能源

公司清洁能源发电业务主要通过与少数股东合资组建项目公司开展；2025 年，受公司出清控股不控权的水电站及部分水电站结束托管影响，公司水力发电装机容量同比降幅较大；截至 2026 年 3 月底，公司在建及拟建发电项目尚需投资规模较大，面临较大资金支出压力，公司清洁能源发电业务未来收益受自然气象条件及上网电价变动等因素影响，存在不确定性，且需要与少数股东分享利润。

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、水发众兴集团等。截至 2026 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 2026 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。

2025 年，公司清洁能源 EPC 施工收入及业务毛利率均有较大幅度增长。2025 年和 2026 年 1—3 月，公司清洁能源施工业务新签合同金额分别为 25.63 亿元和 3.20 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司清洁能源施工业务在手施工合同金额 70.59 亿元。2025 年，受市场需求等因素影响，公司绿色节能建筑、电气设备、新材料制造收入大幅下降，业务毛利率基本保持稳定。

## 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（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 2026 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。

2025 年，公司燃气销售量同比有所增长，仍以工业用户为主，其中 2025 年工业用户销售量占 83.85%。2025 年及 2026 年 1—3 月，公司日供气能力连续下降，主要系公司对燃气板块的管道管网等进行梳理，报废、停用部分老旧管线，由于公司设计供气能力的产能利用率仍有空间，对整体燃气业务运营影响有限。

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	2026 年 1—3 月
采购量（万立方米）	82740.37	82866.16	84196.50	22786.94
含税平均采购单价（元/立方米）	2.34	2.44	2.37	2.62
日供气能力（万立方米）	665.38	952.37	748.30	676.30
销售量（万立方米）	83707.35	82867.35	86665.05	22310.26
其中：居民（万立方米）	10378.54	7376.74	9403.20	2550.52
工业（万立方米）	66009.59	69240.85	72668.75	19759.74
商业（万立方米）	7319.23	6249.76	4593.10	
含税平均销售单价（元/立方米）	3.10	3.23	3.02	3.05
供应户数（户）	518874	536538	530944	531557

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## 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。公司清洁能源发电业务主要通过与少数股东合资组建项目公司开展，公司持股比例不等（51.00%及以上），故公司需要与少数股东共同分享清洁能源业务产生的利润。

2025 年，公司水力发电装机容量同比降幅较大，主要系公司出清控股不控权的水电站、集中在四川的水力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。2025 年，公司水力发电量同比增幅较大，主要系 2025 年为丰水年份（尤其是公司水电项目所在云南、四川等地），叠加公司年底集中出清部分水电站，已出清水电站当年发电量仍归属于公司所致。2025 年，公司水电平均上网电价同比下降幅度较大，主要系公司水电业务自 2025 年全面市场化，丰水年份市场化平均上网电价随着供应增加而下降所致。随着 2026 年一季度进入枯水期，公司水电平均上网电价回升至 0.28 元/千瓦时的水平。

2025 年，公司风力发电装机容量同比变动不大，但受全国平均风速整体低于往年因素影响，公司 2025 年风力发电量有所下滑。2025 年，公司风力发电平均上网电价和风力发电销售收入均有所下降。

2025 年，公司光伏发电装机容量有所增长，受平均上网电价下降影响，光伏电力销售收入有所下降。

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	2026 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	26.71	26.71	19.56	19.56
发电机组平均利用小时数（小时）	2781.73	2680.64	3167.23	352.76
发电量（亿千瓦时）	7.43	7.16	10.36	0.69
上网电量（亿千瓦时）	7.31	7.03	10.16	0.68
平均上网电价（元/千瓦时）	0.27	0.27	0.19	0.28
标杆电价（元/千瓦时）	0.21~0.35	0.221~0.308	0.221~0.308	0.221~0.308
电力销售收入（亿元）	2.01	1.92	1.94	0.19
指标	风力发电			
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	102.71	90.73	90.73	115.71
发电机组平均利用小时数（小时）	2494.57	2383.96	2192.76	431.82
发电量（亿千瓦时）	25.12	21.63	19.89	4.54
上网电量（亿千瓦时）	24.19	21.05	19.42	4.42
平均上网电价（元/千瓦时）	0.23	0.29	0.25	0.23
标杆电价（元/千瓦时）	0.27	0.27	0.27	0.27
电力销售收入（亿元）	5.52	6.09	4.76	1.03
指标	光伏发电			
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
装机容量（万千瓦）	112.53	126.20	132.82	139.09
发电机组平均利用小时数（小时）	1136.26	1117.14	1132.17	207.88
发电量（亿千瓦时）	12.63	13.32	13.96	2.72
上网电量（亿千瓦时）	12.52	13.10	13.58	2.67
平均上网电价（元/千瓦时）	0.67	0.49	0.43	0.32
标杆电价（元/千瓦时）	0.38	0.38	0.38	0.38
电力销售收入（亿元）	8.44	6.40	5.78	0.86

注：上表中 2025 年水力发电销售收入（实际业务口径）与图表 4 中披露数据（财务口径）有差异，主要系公司在对剥离资产进行账务处理时，将以前年度多计收入调减 2025 年当年财务口径收入所致；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 2026 年 3 月底，公司在建发电项目总装机容量 264.71 万千瓦，尚需投资 64.25 亿元；同期末，公司拟建项目装机容量 15.35 万千瓦，预计总投资 5.44 亿元。公司在建及拟建发电项目投资尚需规模较大，面临较大资金支出压力，且未来收益受自然气象条件及上网电价变动等因素影响，存在不确定性。

图表 12 • 截至 2026 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		38.80	52.99	45.68
光伏发电	在建	194.83	83.80	32.78
风力发电		31.08	19.64	13.72
小计		<b>264.71</b>	<b>156.43</b>	<b>92.18</b>
光伏发电	拟建	15.35	5.44	0.00
合计		<b>280.06</b>	<b>161.87</b>	<b>92.18</b>

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## 2 未来发展

未来，公司将聚焦主业，提升管理效能及盈利水平。

公司将聚焦主业，深化国企改革，增强创新能力。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，继续推进水利水务、现代农业和清洁能源板块产业整合。组织结构方面，公司将继续压缩层级，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2025年财务报告，中瑞诚会计师事务所（特殊普通合伙）对2025年财务报告进行审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2026年一季度财务报表未经审计。

2025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84家，通过并购或投资设立增加子公司4家。公司合并范围内子公司变化较大，2024—2025年财务数据可比性较弱。

## 1 主要财务数据变化

### （1）资产质量及其盈利能力

跟踪期内，公司资产总额有所增长，水利水务、现代农业和清洁能源三大主业形成的固定资产、在建工程和无形资产规模大，其中水务资产为公司带来稳定的营业收入，三大主业获得的政府补助、持有及处置股权投资的投资收益亦对利润总额形成贡献，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，应收类款项对公司的资金占用和回收风险，股权投资处置回款以及股权投资的减值风险。公司期间费用和减值损失对利润形成一定侵蚀，但整体盈利指标表现较好。

截至2025年底，公司资产总额较上年底增长1.33%，资产结构以非流动资产为主。

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年末		2026年3月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>613.85</b>	<b>38.58</b>	<b>631.31</b>	<b>39.13</b>	<b>679.34</b>	<b>41.56</b>	<b>677.78</b>	<b>40.98</b>
货币资金	139.21	8.75	89.06	5.52	96.12	5.88	95.40	5.77
应收账款	157.41	9.89	182.48	11.31	206.29	12.62	204.58	12.37
其他应收款（合计）	125.50	7.89	171.66	10.64	215.64	13.19	214.44	12.96
存货	84.91	5.34	80.80	5.01	70.50	4.31	71.75	4.34
<b>非流动资产</b>	<b>977.07</b>	<b>61.42</b>	<b>981.88</b>	<b>60.87</b>	<b>955.37</b>	<b>58.44</b>	<b>976.30</b>	<b>59.02</b>
其他权益工具投资	74.70	4.70	76.03	4.71	78.00	4.77	81.67	4.94
长期股权投资	45.70	2.87	94.58	5.86	106.99	6.55	103.74	6.27
固定资产（合计）	286.20	17.99	277.47	17.20	237.23	14.51	244.07	14.76
在建工程	197.41	12.41	185.07	11.47	165.56	10.13	174.15	10.53
无形资产	153.24	9.63	125.71	7.79	115.21	7.05	116.52	7.04
其他非流动资产	125.51	7.89	132.37	8.21	158.74	9.71	158.17	9.56
<b>资产总额</b>	<b>1590.92</b>	<b>100.00</b>	<b>1613.19</b>	<b>100.00</b>	<b>1634.72</b>	<b>100.00</b>	<b>1654.08</b>	<b>100.00</b>

注：其他应收款（合计）包括应收利息和应收股利，固定资产（合计）包括固定资产清理  
资料来源：联合资信根据公司审计报告和2026年一季度财务报表整理

### （1）流动资产

截至2025年底，公司货币资金中受限金额24.19亿元，主要为冻结资金、监管户资金以及用于担保的定期存款或通知存款等，货币资金受限比例为25.17%。公司应收账款主要系水利水务、清洁能源、现代农业板块形成的应收款项；账龄在3年以上的应收

账款占比为 25.20%；应收账款余额前五名合计占比为 11.07%，集中度低；累计计提坏账准备 10.80 亿元。公司其他应收款（合计）较上年底增长 25.62%，主要系应收特定对象的往来款由净额列示改为全额列示、以及合并范围变化导致部分内部往来款转为外部往来款所致；其他应收款账龄以 1 年以内和 1~2 年为主，占比分别为 42.94%和 28.33%；从集中度来看，其他应收款余额前五名合计占比为 23.86%，集中度较低；累计计提坏账准备 5.67 亿元。考虑到部分应收对象被列为被执行人、失信被执行人以及存在股权冻结情况，需关注公司应收类款项（含应收账款及其他应收款）回收风险。公司存货主要为土地储备、农业半成品和污水处理原材料等，累计计提跌价准备 0.35 亿元。

图表 14 • 公司 2025 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（%）
国网陕西省电力有限公司	5.48	2.52
中国电建集团核电工程有限公司	5.41	2.49
国网甘肃省电力公司	4.46	2.06
菏泽紫阳置业有限公司	4.45	2.05
内蒙古电力（集团）有限责任公司	4.24	1.95
<b>合计</b>	<b>24.05</b>	<b>11.07</b>

注：菏泽紫阳置业有限公司被列为被执行人，其法定代表人被限制高消费，截至2025年底，公司已计提坏账准备0.21亿元  
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 15 • 公司 2025 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（%）
水发公用事业集团有限公司	15.96	7.27
水发农业发展有限公司	15.81	7.20
水发安和集团有限公司（以下简称“安和集团”）	9.08	4.14
山东东源水务发展有限公司	6.06	2.76
中核汇能有限公司	5.47	2.49
<b>合计</b>	<b>52.38</b>	<b>23.86</b>

注：安和集团被列为被执行人、失信被执行人、股权被冻结，其法定代表人被限制高消费，截至2025年底，安和集团已通过股权转让方式出表，工商信息尚未变更，公司已计提坏账准备0.09亿元  
 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 2025 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，长期股权投资主要系对东方国源（北京）控股集团有限公司（以下简称“东方国源”）、济南济中战合产业投资合伙企业（有限合伙）和山水鼎晟产业投资（济南）合伙企业（有限合伙）等合营企业的股权投资。截至 2025 年底，公司对东方国源的股权投资余额 27.30 亿元，未计提减值准备，但根据公开查询<sup>2</sup>，东方国源被列为失信被执行人，因通过登记场所无法联系被北京市通州区市场监督管理局列入异常经营名录，且其法定代表人被限制高消费，公司对东方国源的股权投资存在减值风险。受非主业剥离、合并范围发生变化影响，公司固定资产（合计）较上年底下降 14.50%，无形资产较上年底下降 8.36%；受合并范围变化及工程项目转固影响，公司在建工程较上年底下降 10.54%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备、水库及管道设备等，累计折旧 98.48 亿元；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；无形资产主要由土地使用权 65.10 亿元和特许权 48.06 亿元构成，累计摊销 32.75 亿元。公司其他非流动资产较上年底增长 19.92%，主要系应收特定对象的长期往来款由净额列示改为全额列示使得长期应收往来款项增加所致，其他非流动资产主要由预付购建长期资产款项 71.76 亿元和长期应收往来款项 80.15 亿元构成。

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额及结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2026 年 3 月底，公司受限资产情况见图表 16，受限比例较低。

<sup>2</sup> 查询时间为 2026 年 6 月 15 日。

图表 16 • 截至 2026 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	1.50	冻结资金、监管户资金、用于担保的定期存款或通知存款、各类保证金
固定资产	92.65	5.60	借款抵押及质押、融资租赁抵押、诉讼保全
无形资产	9.72	0.59	借款抵押及质押、融资租赁抵押
在建工程	17.72	1.07	借款抵押及质押、融资租赁抵押
其他	0.76	0.05	借款质押
<b>合计</b>	<b>145.59</b>	<b>8.80</b>	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

资产盈利能力方面，公司三大主业形成的固定资产、在建工程 and 无形资产规模大，其中水务资产为公司带来稳定的营业收入，且三大主业持续获得基础配套设施建设及设备补贴、农业补贴等政府补助。2025 年，公司公允价值变动收益主要来自按公允价值计量的投资性房地产，投资收益主要系处置长期股权投资产生（其中公司 2025 年主要的处置股权交易产生的交易对价为 39.18 亿元，对应投资收益 8.75 亿元，截至 2026 年 5 月底已回款 7.36 亿元），投资收益和其他收益对利润总额贡献较大。同期，公司期间费用率<sup>3</sup>为 13.13%，资产减值损失主要为计提的合同资产、固定资产、在建工程和商誉的减值损失，信用减值损失为计提的坏账损失，期间费用和减值损失对公司利润形成一定侵蚀。公司整体盈利指标表现较好。

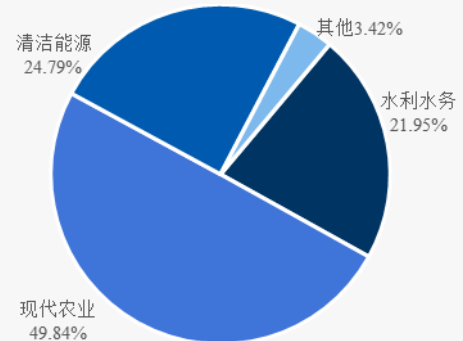
2026 年 1—3 月，公司营业总收入相当于 2025 年全年的 19.74%。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	695.45	641.77	534.34	105.49
营业成本	614.00	565.98	470.15	93.15
期间费用	83.38	77.22	70.13	10.70
其中：管理费用	28.92	25.45	23.06	3.89
财务费用	40.49	38.31	33.74	5.14
资产减值损失	-0.63	-0.82	-0.73	0.08
信用减值损失	-3.50	-1.75	-1.57	0.07
公允价值变动收益	2.45	0.67	1.40	0.00
其他收益	3.93	2.28	1.94	0.13
投资收益	7.92	7.46	11.28	0.05
利润总额	5.48	6.15	6.52	1.51
营业利润率（%）	11.16	11.26	11.33	11.05
总资本收益率	3.31	3.30	3.04	--
净资产收益率	0.33	0.85	0.88	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表 18 • 2025 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## （2）现金流

2025 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；筹资活动现金净流出规模有所扩大，公司对外融资需求大。

<sup>3</sup> 期间费用率=期间费用/营业总收入\*100.00%。

**图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）**

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	770.59	787.49	598.84	109.38
经营活动现金流出小计	714.50	728.49	539.35	96.48
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>56.09</b>	<b>59.01</b>	<b>59.48</b>	<b>12.90</b>
投资活动现金流入小计	107.34	13.60	27.46	1.42
投资活动现金流出小计	160.07	109.38	69.86	16.69
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-52.73</b>	<b>-95.78</b>	<b>-42.40</b>	<b>-15.27</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>3.36</b>	<b>-36.77</b>	<b>17.09</b>	<b>-2.37</b>
筹资活动现金流入小计	805.65	656.91	556.39	102.56
筹资活动现金流出小计	755.62	658.49	568.55	101.42
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>50.03</b>	<b>-1.59</b>	<b>-12.15</b>	<b>1.14</b>
现金收入比（%）	103.47	113.82	102.21	88.84

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2026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系经营业务收支产生。2024—2025 年，公司经营活动现金流入中销售商品、提供劳务收到的现金占比均超过 90.00%，收入实现质量良好；经营活动现金流出中购买商品、接受劳务支付的现金占比均超过 80.00%。2025 年，经营活动现金流入及流出量受营业总收入下滑影响同比有所下降。跟踪期内，公司经营活动现金持续净流入。

从投资活动来看，跟踪期内，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，公司投资活动现金持续净流出且资金缺口较大。

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，吸收投资收到的现金主要为股东（含少数股东）注资，筹资活动现金流出以偿还债务本息为主。2025 年筹资活动净流出规模同比扩大。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金继续净流入，现金收入比较 2025 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。

### （3）资本结构和偿债能力

跟踪期内，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。公司债务负担重，债券融资占比较高，短期集中偿债压力较大；间接融资渠道畅通，整体偿债能力指标表现较强，但需关注市场及融资政策变化以及或有负债风险对公司的影响。

**图表 20 • 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 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	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	16.40	60.71	16.19
其他权益工具	0.00	0.00	5.00	1.39	54.85	14.81	54.85	14.63
资本公积	100.86	28.68	78.17	21.76	77.82	21.02	78.05	20.82
未分配利润	-12.99	-3.69	-15.66	-4.36	-20.60	-5.56	-22.07	-5.89
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>148.96</b>	<b>42.35</b>	<b>128.29</b>	<b>35.71</b>	<b>173.07</b>	<b>46.74</b>	<b>172.19</b>	<b>45.93</b>
少数股东权益	202.76	57.65	230.93	64.29	197.20	53.26	202.70	54.07
<b>所有者权益合计</b>	<b>351.72</b>	<b>100.00</b>	<b>359.21</b>	<b>100.00</b>	<b>370.27</b>	<b>100.00</b>	<b>374.89</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2026年一季度财务报表整理

截至 2025 年底，公司所有者权益较上年底小幅增长；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。同期末，公司资本公积及少数股东权益变化主要系少数股东持股比例变动以及剥离非主业子公司所致；未分配利润继续下降，主要系归属于母公司所有者的净利润为负导致（2025 年公司归属于母公司所有者的净利润为-2.36 亿元）。截至 2025 年底，公司其他权益工具均为可续期类金融产品，包括 50.00 亿元可续期中期票据和 4.85 亿元可续期资产支持票据。截至 2026 年

3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

图表 21 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

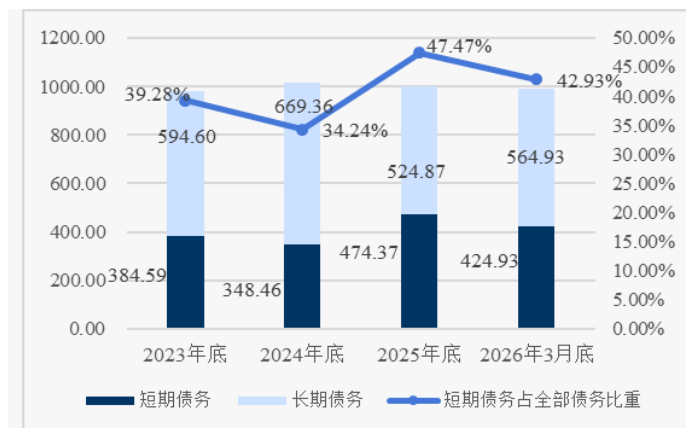
科目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>615.17</b>	<b>49.64</b>	<b>553.79</b>	<b>44.16</b>	<b>709.75</b>	<b>56.13</b>	<b>684.32</b>	<b>53.50</b>
短期借款	155.58	12.56	124.83	9.95	156.37	12.37	152.74	11.94
应付账款	95.26	7.69	89.77	7.16	96.45	7.63	107.15	8.38
其他应付款（合计）	73.46	5.93	49.57	3.95	75.59	5.98	77.91	6.09
一年内到期的非流动负债	194.14	15.67	186.84	14.90	293.76	23.23	247.22	19.33
合同负债	37.37	3.02	41.06	3.27	36.71	2.90	51.24	4.01
<b>非流动负债</b>	<b>624.03</b>	<b>50.36</b>	<b>700.20</b>	<b>55.84</b>	<b>554.69</b>	<b>43.87</b>	<b>594.87</b>	<b>46.50</b>
长期借款	409.35	33.03	393.23	31.36	223.03	17.64	240.40	18.79
应付债券	65.90	5.32	201.42	16.06	257.17	20.34	279.64	21.86
长期应付款（合计）	134.50	10.85	92.89	7.41	62.75	4.96	62.87	4.91
<b>负债总额</b>	<b>1239.20</b>	<b>100.00</b>	<b>1253.98</b>	<b>100.00</b>	<b>1264.44</b>	<b>100.00</b>	<b>1279.19</b>	<b>100.00</b>

注：其他应付款（合计）中包含应付利息和应付股利，长期应付款（合计）中包含长期应付款和专项应付款  
资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2026 年一季度财务报表整理

截至 2025 年底，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）和合同负债（主要为预收销售款）构成。同期末，公司全部债务 999.24 亿元，较上年底下降 1.83%，其中短期债务占 47.47%，公司存在较大的短期集中偿债压力，债务期限结构有待改善。从融资渠道来看，公司全部债务中银行借款、债券融资和非标融资的占比分别为 53.78%、35.93%和 7.05%，债券融资占比较高。从债务指标看，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底变化不大，长期债务资本化比率较上年底下降 6.44 个百分点。如将永续债调入长期债务，2026 年 3 月末公司全部债务增至 1044.72 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.65%、76.55%和 65.95%，公司债务负担重。从偿债指标看，截至 2026 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.23 倍；2025 年，公司 EBITDA 继续下降，EBITDA 对利息支出保障程度尚可。

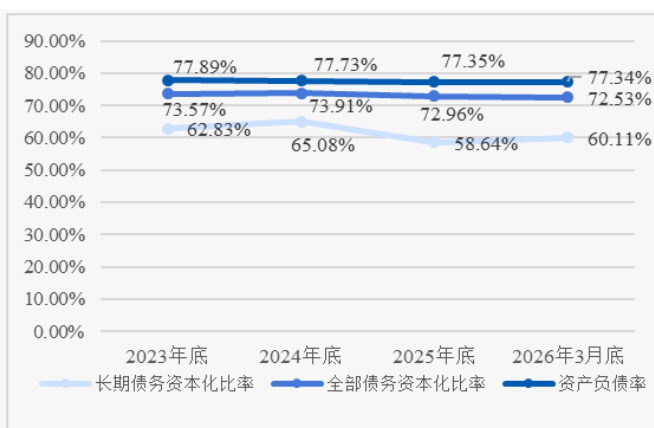
公司作为山东省唯一拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，与银行等金融机构建立了良好的合作关系，到期债务大部分计划通过再融资方式偿还。截至 2026 年 3 月底，公司获得银行授信额度 1466.09 亿元，尚未使用授信额度 748.04 亿元，间接融资渠道畅通。综合考虑公司的偿债指标、融资渠道和再融资能力等，公司整体偿债能力较强，但需关注市场及融资政策变化对公司的影响。

图表 22 • 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、2026 年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表 23 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026 年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表 24 • 公司偿债指标

指标	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年 3 月（末）
现金短期债务比（倍）	0.38	0.26	0.21	0.23
EBITDA（亿元）	117.12	76.99	74.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.30	1.54	1.68	--

注：“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2026年一季度财务报表及公司提供资料整理

截至 2026 年 3 月底，公司对外担保余额 46.51 亿元，担保比率 12.41%，被担保企业主要为公司关联方。其中，公司对水发物流集团有限公司（以下简称“水发物流”）的担保余额为 30.00 亿元，根据公开查询<sup>4</sup>，水发物流因股东诉讼导致股权被司法冻结。截至 2026 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。整体看，公司存在一定的或有负债风险。

## 2 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，公司本部整体债务负担重，短期偿债压力大。公司制定了子公司管理制度，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实际管控情况。

公司本部主要承担集团管理职能，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。截至 2026 年 3 月底，公司本部资产总额 848.04 亿元，主要由货币资金、其他应收款、长期股权投资和其他权益工具投资构成；公司本部负债总额 670.96 亿元，其中全部债务 496.62 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 79.12%和 73.72%，整体债务负担重。同期末，公司本部现金短期债务比为 0.12 倍，短期偿债压力大。2025 年，公司本部营业总收入 10.94 亿元，主要来源于担保费、对子公司的服务费和利息收入；利润总额为 0.65 亿元，其中投资收益 1.48 亿元，对利润的贡献大。

## （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

公司控股股东和实际控制人山东省国资委综合实力和支撑能力非常强，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持续获得有力的外部支持。

<sup>4</sup> 查询时间为 2026 年 6 月 15 日。

## 1 支持能力

公司控股股东和实际控制人均为山东省国资委。2025 年，山东省地区生产总值 103197.5 亿元，同比增长 5.5%，成为全国第三个、北方第一个 GDP 超过 10 万亿元的省份；同期，山东省实现一般公共预算收入 7864.26 亿元。总体看，公司实际控制人综合实力和支撑能力非常强。

## 2 支持可能性

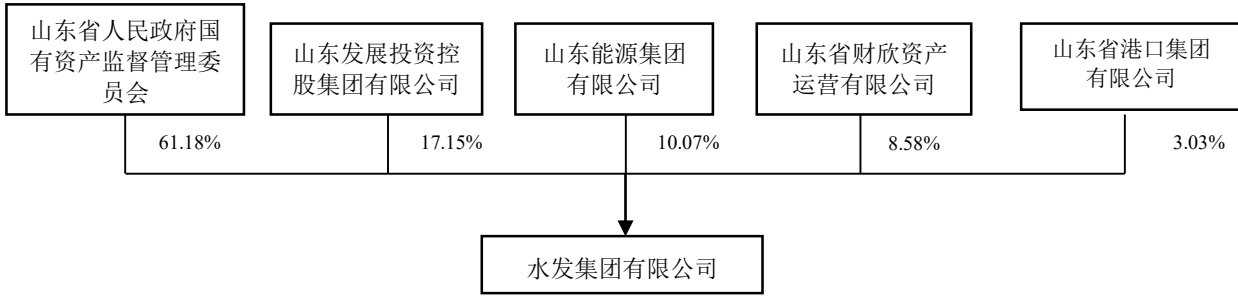
公司是山东省属一级企业，董事会多数成员由山东省国资委依法聘任或推荐派出，政府对公司“三重一大”及经营战略等事项控制程度高。公司作为山东省唯一拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，在山东省级重点水利项目投融资建设和供排水项目建设运营等方面发挥重要作用，水务业务区域地位突出。

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。2025 年和 2026 年 1—3 月，公司累计获得政府补助 2.06 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

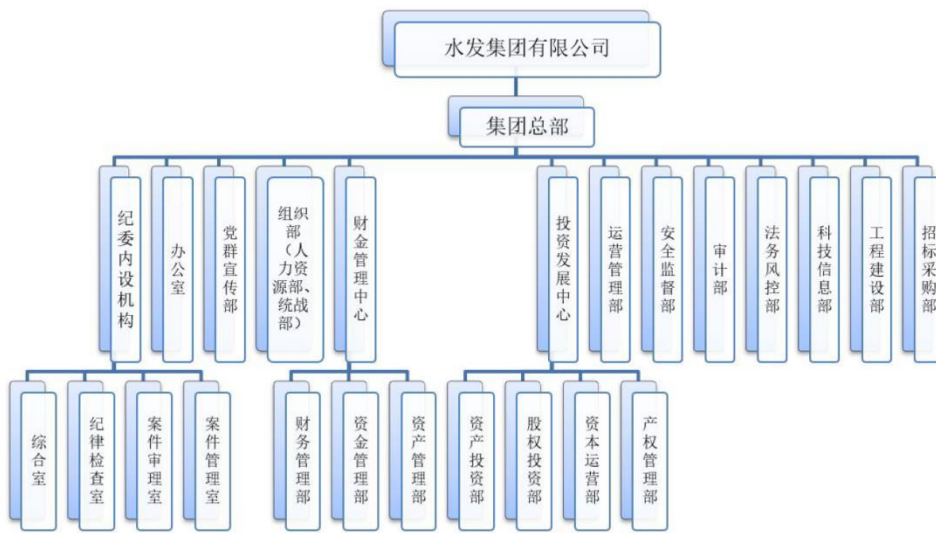
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 水发集团债 01/21 水集 01”“24 水发集团 MTN006”“24 水发集团 MTN007”“24 水发集团 MTN009”“24 水发集团 MTN010”“24 水发集团 MTN011”“24 水发集团 MTN012”“24 水发集团 MTN013”“25 水发集团 MTN001”“25 水发集团 MTN002”“25 水发集团 MTN003”“25 水发集团 MTN004”“25 水发集团 MTN005”“25 水发集团 MTN006”“25 水发集团 MTN007”“25 水发集团 MTN008”“25 水发集团 MTN009”“25 水发集团 MTN010”“25 水发集团 MTN011”“25 水发集团 MTN012”“25 水发集团 MTN013”“25 水发集团 MTN014”“25 水发集团 MTN015”“25 水发集团 MTN016”“25 水发集团 GN017”“26 水发集团 MTN001”“26 水发集团 MTN002”“26 水发集团 MTN003A”和“26 水发集团 MTN003B”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 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料和公开资料整理

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 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 2025 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（合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	146.48	91.46	100.38	96.95
应收账款（亿元）	157.41	182.48	206.29	204.58
其他应收款（合计）（亿元）	125.50	171.66	215.64	214.44
存货（亿元）	84.91	80.80	70.50	71.75
长期股权投资（亿元）	45.70	94.58	106.99	103.74
固定资产（合计）（亿元）	286.20	277.47	237.23	244.07
在建工程（亿元）	197.41	185.07	165.56	174.15
资产总额（亿元）	1590.92	1613.19	1634.72	1654.08
实收资本（亿元）	60.71	60.71	60.71	60.71
少数股东权益（亿元）	202.76	230.93	197.20	202.70
所有者权益（亿元）	351.72	359.21	370.27	374.89
短期债务（亿元）	384.59	348.46	474.37	424.93
长期债务（亿元）	594.60	669.36	524.87	564.93
全部债务（亿元）	979.19	1017.83	999.24	989.87
营业总收入（亿元）	695.45	641.77	534.34	105.49
营业成本（亿元）	614.00	565.98	470.15	93.15
其他收益（亿元）	3.93	2.28	1.94	0.13
利润总额（亿元）	5.48	6.15	6.52	1.51
EBITDA（亿元）	117.12	76.99	74.11	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	719.59	730.44	546.16	93.72
经营活动现金流入小计（亿元）	770.59	787.49	598.84	109.38
经营活动现金流量净额（亿元）	56.09	59.01	59.48	12.90
投资活动现金流量净额（亿元）	-52.73	-95.78	-42.40	-15.27
筹资活动现金流量净额（亿元）	50.03	-1.59	-12.15	1.14
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	4.25	3.68	2.71	--
存货周转次数（次）	5.34	6.83	6.22	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.40	0.33	--
现金收入比（%）	103.47	113.82	102.21	88.84
营业利润率（%）	11.16	11.26	11.33	11.05
总资本收益率（%）	3.31	3.30	3.04	--
净资产收益率（%）	0.33	0.85	0.88	--
长期债务资本化比率（%）	62.83	65.08	58.64	60.11
全部债务资本化比率（%）	73.57	73.91	72.96	72.53
资产负债率（%）	77.89	77.73	77.35	77.34
流动比率（%）	99.79	114.00	95.72	99.04
速动比率（%）	85.98	99.41	85.78	88.56
经营现金流动负债比（%）	9.12	10.66	8.38	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.26	0.21	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	2.30	1.54	1.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.36	13.22	13.48	--

注：1. 2023—2025 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. 2026 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、2026 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（本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	36.95	26.01	50.75	26.08
应收账款（亿元）	9.71	12.48	14.22	12.75
其他应收款（合计）（亿元）	359.63	459.74	482.46	509.27
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	144.20	216.61	245.43	250.18
固定资产（亿元）	0.05	0.04	0.06	0.05
在建工程（亿元）	0.15	0.24	0.34	0.40
资产总额（亿元）	599.47	763.64	842.09	848.04
实收资本（亿元）	60.71	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）	68.15	132.42	178.68	177.07
短期债务（亿元）	125.95	127.90	240.07	226.31
长期债务（亿元）	214.22	323.51	255.41	270.32
全部债务（亿元）	340.16	451.41	495.48	496.62
营业总收入（亿元）	1.54	10.19	10.94	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.47	1.07	0.65	-0.46
EBITDA（亿元）	18.60	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.19	4.37	1.47
经营活动现金流入小计（亿元）	0.21	4.76	10.51	1.73
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.33	3.10	3.41	0.81
投资活动现金流量净额（亿元）	-60.91	-78.51	-23.69	-9.27
筹资活动现金流量净额（亿元）	94.70	59.25	43.81	-16.21
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	0.15	0.92	0.82	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	0.05	1.87	39.96	-130173.65
营业利润率（%）	99.78	99.90	98.92	731.32
总资本收益率（%）	4.54	3.35	2.91	--
净资产收益率（%）	0.71	0.81	0.35	--
长期债务资本化比率（%）	75.87	70.96	58.84	60.42
全部债务资本化比率（%）	83.31	77.32	73.50	73.72
资产负债率（%）	88.63	82.66	78.78	79.12
流动比率（%）	134.96	172.21	134.29	137.04
速动比率（%）	134.96	172.21	134.29	137.04
经营现金流动负债比（%）	-0.44	1.07	0.83	--
现金短期债务比（倍）	0.29	0.20	0.21	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	1.03	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.29	/	/	--

注：1. 2023—2025 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. 2026 年一季度财务报表未经审计；3. 因审计报告未披露公司本部 2024—2025 年现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算，以“/”列示；4. 公司本部 2023—2024 年末债务未经调整，已将 2025 年末和 2026 年 3 月末长期应付款带息部分纳入长期债务核算；5. 2025 年及 2026 年 1—3 月，公司本部其他收益分别为 31.92 万元和 5.36 万元；2026 年 1—3 月，公司本部营业总收入为-11.29 万元；6. “\*”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 2026 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
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

## 附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用等级的调整方向尚无法判断