

跨区域水务企业信用风险研究

联合资信 公用评级二部　　迟腾飞|陈　婷|魏　凯|潘跃升

近年来，在城乡供水一体化、污水处理提质增效等政策推动下，我国逐步形成一批业务覆盖多个省市的跨区域水务企业。与区域专营企业不同，其核心特征在于"经营权的市场化获取"与"运营管理的跨区域复制"，经营风险具有"双重性"，既面临属地财政支付风险，又承担异地扩张的债务和经营风险。

跨区域水务企业虽具有业务拓展、规模效应和经验复制等优势，但异地扩张并非风险自动分散，弱区域下沉、属地支持有限、管理半径拉长、非主业并购及表外负债等风险相互交织，可能放大风险敞口。对样本企业的复盘显示，信用分化的内生原因在于扩张节奏与造血能力匹配度、扩张模式对现金回流的影响、扩张区域财政实力与回款机制匹配、扩张资金来源结构四个维度的差异。

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

一、 引言

近年来，随着城乡供水一体化、污水处理提质增效及流域综合治理等政策的持续推进，水务行业由分散经营向规模化、一体化方向整合的趋势日益明显。在区域国企改革与转型的大背景下，部分水务企业围绕供水、污水处理、水利项目建设、水环境治理等业务加快向外拓展，逐步形成了一批业务覆盖多个省市的跨区域水务企业。

从扩张动因看，一方面，单一区域供排水市场渐趋饱和，本地用水需求增长放缓，企业亟需通过异地投资打开发展空间；另一方面，特许经营及 PPP 等模式的推广，为具备融资、建设和运营能力的企业跨区域获取项目提供了渠道。但水务项目投资规模大、回收周期长，且高度依赖地方政府的支付能力和履约意愿，跨区域扩张在打开成长天花板的同时，也伴生区域下沉、回款滞后、债务扩张等风险。从市场表现看，不同跨区域水务企业在区域布局、业务结构和扩张节奏上差异明显，经营及财务表现亦呈现不同程度的分化。

与传统的区域性水务企业相比，跨区域水务企业在外部支持、业务边界、项目获取逻辑、水务资产结构等方面均存在明显差异：其经营风险具有“双重性”，既承担项目属地财政支付风险，又面临异地扩张带来的债务风险和经营风险。本文通过对存量跨区域水务企业过往扩张行为进行复盘，尝试识别跨区域水务企业特有的信用风险特征。

二、 跨区域水务企业概况、发展优势及风险特性

1. 跨区域水务企业的认定、产生背景和分类

跨区域水务企业，通常是指突破单一城市或单一行政区域边界，在多个地市（乃至跨省）范围内从事自来水生产供应、污水处理、水环境综合治理及水务工程等相关业务，并对异地项目实施统一或统筹运营管理的水务经营主体。与依托地方政府，业务高度集中于本地的区域专营水务企业不同，跨区域水务企业的核心特征在于 “经营权的市场化获取”与“运营管理的跨区域复制”，其资产、收入和现金流不再绑定于单一城市，而是呈现多区域、多项目的分散化布局。

跨区域水务企业的产生，是我国水务行业市场化改革与城镇化进程共同作用的结果。其一，**政策推动市场化。** 2002 年《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》、2004 年《市政公用事业特许经营管理办法》等文件相继出台，打破了水务行业原有的属地垄断格局，社会资本与异地水务主体得以通过特许经营方式进入当地市场。其二，**地方政府的融资与建设需求**。供水管网改造、污水处理提质增效、黑臭水体治理等任务资金需求大，而多数地市财政实力有限，引入外部资本与专业运营方，成为盘活存

量资产、缓解建设资金缺口的现实选择。其三，**行业增量空间的结构性转移。**北京、深圳、成都、重庆等经济发达地区的地方国有水务企业在完成本地市场整合后，面临本地增长空间见顶的约束；三四线城市及县域的设施建设与提标改造需求集中释放，形成“增量下沉”的市场机会，头部企业随之向下延伸。其四，**资本与并购的推手作用。**2014 年以来 PPP 模式大规模推广、环保督察趋严推动水环境治理需求扩张，叠加国企改革与省级水务资产整合，共同催生了一批跨区域经营的水务集团。

按照扩张路径与区域布局特征，跨区域水务企业大体可分为两类：**全国展业型。**以央企、头部民企及上市公司为代表，通过跨省并购、BOT/PPP 投标、股权收购等方式在全国范围布局，项目数量多、区域跨度大、单体投资规模较高，强调资产规模与市场份额的快速扩张。其突出优势在于规模与融资能力，但管理半径长、区域政策差异大，对项目选取和总部管控能力要求极高。**根据地外溢型。**此类企业多为经济发达地区的地方国有水务龙头，在深耕本地市场的基础上，向周边省份或经济联系紧密的区域进行选择性扩张，典型代表如兴蓉环境，向西北、西南地区的拓展，重庆水务在成渝地区的布局，以及深圳水务在粤港澳大湾区的延伸。根据地区域外溢型企业的扩张往往更注重项目质量和与本地业务的协同性，异地项目数量相对有限、区域集中度较高，管理难度相对可控，但增长弹性也弱于全国扩张型企业。

2. 跨区域水务企业发展优势

跨区域水务企业相较于区域专营企业，在业务拓展、规模效应和经验复制三个方面具有显著优势，这些优势构成了其持续扩张的内在动力。**打开业务拓展空间。**突破属地天花板后，企业可在更大范围内获取特许经营权与新建项目，实现营收规模的持续增长。**规模效应显著。**水务行业具有典型的资本密集、固定成本前置特征，跨区域经营可带来多重规模红利：集中采购降低药剂、设备、工程等采购成本；管理、研发、信息化等固定投入在多个项目间摊薄。**先进经验的复制与输出。**成熟的水厂运营标准、漏损控制技术、水质安全管理体系、智慧水务平台与人才培训机制，可在异地项目快速落地，缩短新项目达标周期，形成“以管理换效益”的复制式增长；异地项目积累的差异化经验亦可反哺总部，持续改进运营模式。

3. 跨区域水务企业风险

尽管跨区域水务企业具备上述优势，但其异地扩张模式也蕴含着独特的风险，且这些风险往往与“跨区域”这一特征直接相关，需要予以高度关注。**异地扩张不等于风险分散。**水务收益与区域强绑定，异地扩张分散的是“单点运营风险”，但并不必然分散“共性风险”。水价调整滞后、地方财政承压、地产与工业用水需求变化、行业监管趋严等，往往在不同区域同向发生；风险种类趋同意味着风险叠加而非对冲。

项目数量增加还会带来“尾部项目”拖累效应，个别弱项目即可能显著侵蚀整体利润。**弱区域下沉风险。**在增量下沉过程中，若企业盲目进入经济财政实力较弱、人口净流出、水价偏低、水量增长乏力的区县。此类区域易出现水费收缴率不高、应收账款账龄拉长；污水处理服务费与政府购买服务款支付滞后；投资回收期拉长、内部收益率下行，长期还可能面临资产减值与项目退出困难。**异地项目得到当地政府支持有限。**水务具有强属地属性，异地企业在地方政策协调中常处相对弱势：水价调整、管网接入、工程审批等事项推进周期长；同等条件下地方可能优先支持本地国企平台；特许经营权到期后的续约或资产移交亦存在谈判不确定性。**异地管理难度增大。**管理半径扩大、易导致信息不对称与管控弱化：内控制度、财务制度在异地项目执行走样；资金归集与统一调度难度上升。**投资并购非主业风险。**若企业在扩张中偏离“水务运营”核心，跨界并购固废危废、工程施工、装备制造等业务，试图打造“大环保” 或多元化业务平台，但非主业业务往往缺乏核心竞争力和管理经验，不仅难以贡献稳定收益，反而可能成为业绩拖累和风险源头。非主业投资往往带来资金占用与资产负债率上升；溢价收购形成商誉，若标的业绩不达预期将引发商誉减值与利润大幅波动；主业运营能力被削弱，形成“规模增长、盈利不增”的困境。**表外负债风险。**跨区域水务企业在项目投资中，部分采用“项目公司”模式，即与地方政府平台公司或其他社会资本合资设立项目公司，由项目公司负责具体项目的投资、建设和运营。在股权结构设计上，企业往往因持有项目公司低于 50%的股权或因协议安排未将项目公司纳入合并报表范围，从而将项目公司的负债隔离在表外；一旦项目现金流断裂、合作方退出，或将直接冲击母公司流动性与信用水平。

综上，跨区域经营是水务企业突破属地天花板、实现规模扩张的重要路径，具有规模效应与经验复制等优势；但异地扩张并不简单等同于风险分散，弱区域下沉、属地支持不足、管理半径拉长、非主业并购以及表外负债等风险相互交织，反而可能使风险敞口放大、透明度下降。

三、 水务企业跨区域扩张的信用分化现象及其内在成因

过去十五年，国内水务行业经历了从高速扩张到存量提质与风险出清的发展周期。2011-2017 年，伴随 PPP 模式推广、“水十条”等政策落地，污水处理、水环境治理等市场持续释放增量，地方水务企业开启跨区域业务拓展，全国性水务企业扩张步伐亦明显加快。2017 年末行业政策拐点出现，PPP 项目进入集中清理整顿阶段，行业快速扩张阶段宣告结束。2018-2023 年行业步入调整消化期，前期签约项目陆续进入建设与运营阶段，部分企业应收账款规模攀升、资产减值、现金流期限匹配等问题逐步显现。

本文梳理了 2011 年以来样本水务企业[1]的扩张行为，选取多组维度进行对比分析：以资产总额、营业收入年均增速衡量企业中长期常态化扩张节奏，以资产、收入峰值同比增速、投资活动现金流量净额绝对值占资产总额峰值比重识别爆发式扩张事件；以经营活动现金流量净额评估业务现金回笼能力；以全部债务资本化比率衡量扩张带来的债务负担变化；以现金短期债务比反映短期偿债压力。从指标结果来看，不同类型水务企业经营财务表现呈现结构性分化。

图表 1　样本水务企业扩张情况

企业名称	处理能力	区域布局	扩张影响
根据地外溢型水企			
深圳水务	供水能力 1012.50 万吨/日、污水处理能力 501.45 万吨/日	深圳外，拓展至长三角、珠三角（浙江、安徽、广东、山东、河南、江苏等）	➢ 资产总额年均增速 10%、峰值增速 25% ➢ 营业收入年均增速 6%、峰值增速 23% ➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 16% ➢ 经营活动现金流量净额持续为正 ➢ 全部债务资本化比率年均 36%、现金短期债务比年均 1.7 倍
重庆水务	供水能力 343.97 万吨/日、污水处理能力 600.95 万吨/日	重庆外，拓展至四川、云南、湖北、河南等	➢ 资产总额年均增速 5%、峰值增速 19% ➢ 营业收入年均增速 5%、峰值增速 16% ➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 13% ➢ 经营活动现金流量净额持续为正 ➢ 全部债务资本化比率年均 22%、现金短期债务比年均 43 倍
兴蓉环境	供水和污水处理产能分别为 429.88 万吨/日和 455.86 万吨/日	成都外，拓展至四川、甘肃、宁夏、陕西、海南、河北、江苏、山东等	➢ 资产总额年均增速 15%、峰值增速 25% ➢ 营业收入年均增速 12%、峰值增速 25% ➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 17% ➢ 经营活动现金流量净额持续为正 ➢ 全部债务资本化比率年均 32%、现金短期债务比年均 3.86 倍
全国展业型水企			
创业环保	权益类污水处理规模 527.01 万吨/日	天津为起点，河北、山东、湖北、安徽等 15 个省市	➢ 资产总额年均增速 8%、峰值增速 26% ➢ 营业收入年均增速 9%、峰值增速 35% ➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 16% ➢ 经营活动现金流量净额持续为正 ➢ 全部债务资本化比率年均 44%、现金短期债务比年均 2.2 倍
中国水投	供水 1173.84 万吨/日、污水 260.95 万吨/日	全国	➢ 资产总额年均增速 8%、峰值增速 27% ➢ 营业收入年均增速 12%、峰值增速 30% ➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 13% ➢ 经营活动现金流量净额持续为正 ➢ 全部债务资本化比率年均 56%、现金短期债务比年均 1.14 倍
钱江水利	水处理能力 420 万吨/日	浙江省为主，拓展至福建、广东、安徽、重庆等	➢ 资产总额年均增速 9%、峰值增速 35% ➢ 营业收入年均增速 11%、峰值增速 20% ➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 16% ➢ 经营活动现金流量净额持续为正 ➢ 全部债务资本化比率年均 43%、现金短期债务比年均 0.80 倍
首创生态	控股供水 1106.42 万吨/日、污水 1255.96 万吨/日	安徽、江苏、河北、四川、内蒙、山东、湖南等	➢ 资产总额年均增速 14%、峰值增速 43% ➢ 营业收入年均增速 14%、峰值增速 34% ➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 16% ➢ 经营活动现金流量净额持续为正 ➢ 全部债务资本化比率年均 55%、现金短期债务比年均 0.76 倍
广东联泰	城乡生活污水处理总规模约 137 万吨/日	广东（汕头为主）湖南（长沙、邵阳、常德等）	➢ 资产总额年均增速 16%、峰值增速 48% ➢ 营业收入年均增速 16%、峰值增速 94% ➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 25% ➢ 经营活动现金流量净额波动较大 ➢ 全部债务资本化比率年均 63%、现金短期债务比年均 0.57 倍
云南水务	在运营供水 159.90 万吨/日、在建及	云南、山东、安徽、江苏、新疆、河北等	➢ 资产总额年均增速 26%、峰值增速 116% ➢ 营业收入年均增速 26%、峰值增速 105%

[1] 样本企业包括 19 家业务区域超过 2 个地级市的发债水务企业，剔除无法获取所需数据指标及母子公司后，剩余 10 家样本主体（图表 1 列示）。

	运营污水 355.34 万吨/日		➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 29% ➢ 经营活动现金流量净额波动较大 ➢ 全部债务资本化比率年均 59%、现金短期债务比年均 0.97 倍
国祯环保	污水 518.95 万吨/日	全国	➢ 资产总额年均增速 22%、峰值增速 54% ➢ 营业收入年均增速 19%、峰值增速 80% ➢ |投资活动现金流量净额|/资产总额峰值为 21% ➢ 经营活动现金流量净额波动大 ➢ 全部债务资本化比率年均 65%、现金短期债务比年均 0.43 倍

注：年均值及峰值根据 2011—2025 年数据计算
资料来源：公开资料整理

1. 扩张节奏对企业的影响

根据地外溢型水务企业整体扩张节奏相对审慎，本土存量水务业务形成稳固经营基本盘，持续输出稳定的经营性现金流，为异地扩张提供缓冲垫，外部扩张行为对整体经营基本面影响有限，债务率指标和短期偿债指标表现相对较强。

全国展业水企中，广东联泰、云南水务及国祯环保扩张速度高于行业平均水平，阶段性对外投资规模较大（体现为峰值数据偏离明显），并体现出债务率指标和短期偿债指标表现相对较弱的共性特征。通过进一步研究发现，上述企业还存在其他方面共性：第一，初始展业区域业务趋于饱和，对外扩张需求伴随阶段性政策加速推进；第二，均在 2014-2017 年完成上市，实现了融资渠道的拓展；第三，BOT 或 PPP 模式参与的下沉区域项目多。其中，广东联泰于 2017 年完成主板上市后在汕头市下辖澄海区、潮阳区及湖南郴州嘉禾县等区域参与多个 PPP 项目，投资规模大且资金回收周期长，而上市前拓展的湖南区域污水项目多以 BOT 模式为主。云南水务资产及收入增速峰值均出现在 2016 年，也是在其 2015 年完成港股上市后，在全国范围内开展县域 PPP 水环境综合治理、供排水一体化等项目所致。财务表现上来看，上述企业在扩张期间资产增长较快，而经营活动净现金流（自身造血能力）对资本开支所需现金（其中 1 家经营活动现金小幅净流入，2 家经营活动现金净流出）覆盖能力有限，负债规模随之增长。

整体来看，扩张节奏与企业自身经营造血能力的匹配与否是信用分化的原因之一。根据地外溢型企业多采取稳健渐进式扩张，资本开支节奏受控于本土业务现金流的释放能力，而部分全国展业型企业在政策窗口期扩张速度较快，但现金流回流的匹配度相对不足，为后续债务规模上升、流动性管理带来了一定压力。

2. 扩张模式对企业的影响

水务企业对外扩张的模式包括 BOT、TOT、ROT、BOO、股权并购、EPC+O、委托运营等，不同模式对应不同的资本金消耗、资产入账规则、收入确认方式和资金回笼时点，详见图表 2。

图表 2　水务企业主要扩张模式对比

扩张模式	收入确认方式	风险关注
BOT（建设 - 运营 - 移交）	建设期按完工百分比确认建造服务收入；运营期确认运营收入，金融资产模式另确认利息收入	➢ 建设期大额资本流出，仅确认收入，无实际现金流 ➢ 付费回款风险 ➢ 最低需求量/水量不足等
ROT（改建 - 运营 - 移交）	同 BOT	➢ 同 BOT ➢ 提标后调价兑现风险等
TOT（移交 - 运营 - 移交）	无建造收入，运营期确认运营服务收入	➢ 一次性资本支出规模大 ➢ 付费回款风险 ➢ 运营资产实际质量风险等
BOO（建设 - 拥有 - 运营）	建设期不确认对外建造收入（固定资产）；运营期确认服务收入	➢ 需求/水量风险自担 ➢ 资产折旧、技术迭代等
股权并购	全额并表	➢ 标的资产质量瑕疵 ➢ 商誉减值风险 ➢ 投后整合风险等
EPC+O（施工总承包 + 运营）	EPC 期间按履约进度确认工程收入，收取工程款；运营期确认运营收入	➢ 工程款回收风险 ➢ 运营期成本控制风险等
委托运营	运营期间确认运营管理收入，收取服务费	➢ 安全责任风险 ➢ 成本管控风险等

资料来源：公开资料整理

多数水务企业扩张模式多元化，但受项目获取能力、资金实力、拓展区域项目属性约束，不同主体在扩张模式的选择上存在明显倾向性。深圳水务主要通过 TOT 或股权并购存量水厂模式进行扩张，新建 BOT 项目占比低，收入质量稳定，现金收入比长期维持在 100%左右；兴蓉环境兼有 BOT 和 TOT 模式，但 BOT 项目投资体量分散，工程收入占比峰值仅 17%，收入质量仍保持在较高水平。与之形成对比的，云南水务扩张项目中新建类项目占比相对较高，同期落地项目较为集中，例如 2021 年末云南水务污水处理项目 67 个，其中 BOT 项目 48 个；2014-2020 年工程收入占比持续高于 40%，现金收入比在 60~75%左右，收入规模增长较快的同时，现金回流节奏相对偏慢，债务规模与流动性管理压力逐步上升。

整体来看，扩张模式直接决定企业收入结构、资本消耗节奏与现金回流节奏。存量收购类模式以获取成熟运营资产为主，工程收入对报表的扰动小，现金回流相对稳定；新建扩建模式会带来大额即期资本开支，账面收入与现金流脱节，若大规模集中落地，将放大企业现金流错配风险，加剧财务层面的分化。

3. 扩张区域对企业的影响

扩张区域的信用分化需要结合业务回款机制来看。供水业务以使用者付费为主，现金流直接来源于居民、非居民终端用水户，水费收缴率整体较高，财政主要承担监管角色，回款对地方财政预算约束的敏感度相对更低；而污水处理业务以政府购买服务、可行性缺口补助为主，污水处理业务合同付款方为政府或排水主管部门，服务费受绩效考核、财政预算安排影响大，需要格外关注区域财力情况。

对比样本企业，深圳水务、重庆水务、兴蓉环境、钱江水利、首创生态等水务企业同时具备供水和污水业务组合，供水业务提供使用者付费的安全垫，可以对冲污水业务政府付费带来的回款波动。但值得关注的是，重庆水务于 2022 年获得昆明市 7

座水质净化厂 30 年特许经营权（总设计规模 46.5 万吨/日），交易对价 39.47 亿元，投资规模较大，相应应收账款有所增加，回款周期受地方财政支付节奏影响较大。

广东联泰、创业环保、国祯环保等企业以污水业务为主，更需要关注区域选择带来的分化。例如，广东联泰以汕头污水资产起家，异地扩张高度收敛集中于湖南省，没有采取多省份撒网式布局，管理半径可控，但后期布局了较多的区县乡镇 PPP 污水项目，项目付费主体以区县财政为主，财政履约能力偏弱，应收账款规模增长较快（应收账款年均增速 55%，远高于 16%的资产总额年均增速），信用减值对利润水平形成了一定影响（最近五年信用减值损失占利润总额的平均比例达 32%）。

整体来看，业务实质与拓展区域财政实力共同决定项目回款质量。部分样本企业布局较多财力偏弱的区县政府付费污水项目，虽短期内带来报表层面的快速扩张，但应收账款与减值风险持续承压，后续的经营质量分化也受到较大影响。

4. 扩张资金对企业的影响

水务项目具有投资规模大、建设周期长、投资回收周期长等特征，跨区域扩张的资本开支高度依赖多元化资金来源，资金来源结构、资金获取能力的差异是造成水务企业扩张结果分化的底层驱动因素。

样本企业的扩张资金主要来源包括存量业务累积、外部融资和股东支持三个方面。根据地外溢型企业均形成“内生现金流为主、外部融资为辅、股东适度补充”的资金结构，深圳水务、重庆水务、兴蓉环境本土根据地供排水业务稳定，多年来经营性现金流呈现大额净流入，异地项目资本开支优先使用内部经营累积，股东增资多为阶段性补充资本金；对外融资层面，三家企业均获得较高银行授信额度，公开市场融资渠道通畅。

全国展业型企业内部资金禀赋差异显著。以创业环保、中国水投、钱江水利、首创生态为代表的央企或地方国企内生现金流可以覆盖部分资本开支，股东增资作为阶段性资本补充，剩余扩张资金主要通过市场化融资，但上述企业债务扩张均控制在较为合理的水平，部分企业债务规模阶段性上升后又回落。另一部分企业的扩张资金中债务融资占比相对较高，部分企业全部债务年均增速高于或接近资产增速。

整体来看，扩张资金来源决定企业扩张的安全边界。依靠存量业务内生现金流作为主要资金来源，搭配适度外部融资的企业，扩张韧性更强；若内生造血偏弱，业务扩张较多依托债务资金，同时股东增资支持有限，即便拥有上市融资渠道，持续较快扩张也可能逐步累积债务与流动性压力，进而使得经营表现出现分化。

四、 总结

针对跨区域水务企业的信用研究，需重点围绕“跨区域”特征带来的扩张行为、项目质量和债务风险进行穿透分析，建议从以下维度开展信用分析。**第一，扩张节奏评估。**关注企业资产增速、资本开支与经营活动现金流净额的匹配关系：若投资支出持续显著高于经营现金流，且缺口主要靠债务融资弥补，说明企业扩张对债务的依赖度较高，应在信用研究中予以适当关注。**第二，扩张模式的穿透分析。**梳理企业项目扩张模式，重点关注三个指标：一是新建类项目（BOT/ROT）占比，占比越高往往意味着即期资本开支越大、账面收入与现金流脱节越严重；二是工程收入占比持续较高，说明收入质量受建造业务扰动大，需结合现金收入比交叉验证；三是现金收入比，长期低于 80%的企业现金流期限匹配的压力相对更大。相对而言，TOT 等存量收购模式和委托运营等轻资产模式收入质量更优。**第三，区域质量与回款风险评估。**区分供水（使用者付费）与污水（政府付费）业务结构。对供水业务占比高的企业，回款对地方财政敏感度相对较低；对污水业务占比高的企业，应重点关注应收账款规模、账龄结构和坏账计提充分性。对较多布局财力偏弱区县政府付费污水项目的企业，应充分考虑信用减值对利润的侵蚀和回款滞后对流动性的影响。**第四，资金来源与债务结构分析。**穿透分析扩张资金的来源结构，判断企业属于“内生现金流为主、外部融资为辅、股东适度补充”的稳健型，还是“债务驱动”的激进型。重点关注全部债务年均增速与资产增速的对比关系，同时关注债务期限结构与项目回收周期的匹配性，以及短期债务占比和现金短期债务比等流动性指标。**第五，表外负债穿透。**建议核查未纳入合并报表范围的项目公司情况，重点关注少数股东权益占比高的水务企业，排除是否存在持股比例较高但未纳入合并范围企业情况，核查其负债规模和资产负债率，以及是否存在债务担保安排等。**第六，非主业与商誉减值风险。**关注企业是否在扩张中偏离水务运营核心，跨界并购固废危废、工程施工、装备制造等非主业业务。对非主业收入占比高、商誉规模大的企业，应评估标的资产业绩承诺完成情况、商誉减值迹象及减值测试假设的合理性。非主业投资往往带来资金占用和资产负债率上升，同时对企业的整合管理能力提出更高要求，若整合效果不及预期，可能形成“规模增长、盈利不增”的困境，信用研究时应予以充分考虑。

联系人

投资人服务　010-85679696-8704　investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。