



中国水务集团有限公司2024年度第一期绿色中期票据（债券通）信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

中国水务集团有限公司2024年度第一期绿色中期票据（债券通）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2024-07-26

债券概况

发行规模：基础发行规模人民币 0 亿元，发行规模上限人民币 5 亿元

发行期限：3 年期

偿还方式：单利按年计息，不计复利，逾期不另计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付

发行目的：用于公司本部及其境内子公司偿还境内有息债务、项目建设及补充营运资金

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：孙剑
sunj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：中国水务集团有限公司（以下简称“中国水务”或“公司”，股票代码：0855.HK）是一家全国性的跨区域水务运营商，主要从事城市供水业务、管道直饮水供应业务和污水处理等环保业务，业务布局广泛，水处理能力较强，经营整体稳定，获现能力及盈利能力较强，公司建立了“供水+管道直饮水”双轮驱动业务组合，管道直饮水供应业务持续扩张，收入贡献能力不断提升，未来伴随管道直饮水市场潜力的逐步释放，该项业务有望进一步提升经营业绩，作为香港联合交易所主板上市公司，公司能够获得融资便利，境内外融资渠道较为畅通，亦正在推动分拆子公司独立上市。同时我们也关注到，我国供水行业目前已进入成熟期，地方政府对公用事业类特许经营权重视程度日益加深，公司城市供水业务未来扩张存在一定难度，重要联营公司康达国际环保有限公司（以下简称“康达环保”，股票代码：6136.HK）整体财务状况仍有改善空间，需关注其业绩变化及财务状况改善情况。公司存量债务规模较大，且在建项目和新主业的持续扩张带来资金压力上升等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿港元）

合并口径	2024 中期	2023	2022	2021
总资产	602.78	611.64	570.64	470.38
归母所有者权益	122.38	129.93	129.69	105.13
总债务	-	244.34	226.88	194.00
营业收入	68.46	141.95	129.50	103.46
净利润	13.78	30.88	29.77	26.62
经营活动现金流净额	11.53	34.66	37.28	26.54
净债务/EBITDA	-	3.14	3.16	3.39
EBITDA 利息保障倍数	-	4.61	5.52	5.14
总债务/总资本	-	53.58%	52.55%	53.37%
FFO/净债务	-	23.10%	25.59%	23.37%
EBITDA 利润率	-	37.71%	37.95%	41.05%
总资产回报率	-	7.87%	8.42%	8.77%
速动比率	-	0.81	0.81	0.82
现金短期债务比	-	0.93	0.91	0.88
销售毛利率	36.87%	37.66%	38.32%	41.94%
资产负债率	66.25%	65.38%	64.11%	63.97%

注：根据公司所依据的香港财务报告准则，其会计年度为上年 4 月 1 日至本年 3 月 31 日，报告中涉及的 2021 财年、2022 财年、2023 财年均指对应会计年度；2024 财年中期指 2023 年 4 月 1 日至 2023 年 9 月 30 日。

资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告及未经审计的 2024 财年中期财务报告，中证鹏元整理

优势

- **公司业务布局广泛，水处理能力较强，经营整体稳定，获现能力及盈利能力较强。**公司主要从事城市供水业务、管道直饮水供应业务和环保业务，业务覆盖范围广泛，涉及全国 24 个省、直辖市。截至 2023 财年末，公司供水能力 1,410.00 万吨/日（其中在营 830.00 万吨/日、在建 160.00 万吨/日、规划中 420.00 万吨/日），注册水表 747 万户，近年公司持续推进城乡供水一体化和供排水一体化，城市供水业务和环保业务稳定发展。2021-2023 财年公司经营活动现金流净额整体呈增长趋势，经营现金流稳定回流，且近年公司盈利能力在行业内表现较好。
- **近年公司管道直饮水供应业务持续扩张，收入贡献能力不断提升，未来伴随管道直饮水市场潜力的逐步释放，管道直饮水供应业务有望进一步提升公司经营业绩。**公司建立“供水+管道直饮水”的双轮驱动业务组合，积极发展管道直饮水供应业务，管道直饮水供应业务作为公司的核心新主业，近年持续扩张，年售水量和服务人口数均呈上升趋势，业务收入持续大幅增长。公司在自身经营城市供水业务的地区内外同时扩展管道直饮水供应业务，有助于其管道直饮水市占率和客户粘性的提升；随着经济发展及人均可支配收入的提高，对环保、便捷、安全的管道直饮水的需求日益增长，直饮水市场潜力正在逐步释放，同时该板块在建项目后续投入运营，有助于进一步提升其直饮水区域覆盖范围和市场份额，公司管道直饮水供应业务有望进一步贡献盈利。
- **公司融资渠道较畅通。**公司作为香港联合交易所主板上市公司能够获得融资便利，境内外融资渠道较为畅通；且公司正在推动分拆子公司银龙供水集团有限公司（以下简称“银龙供水”）于香港联合交易所主板独立上市，其主要负责城市供水业务以及管道直饮水供应业务。

关注

- **公司城市供水业务未来扩张存在一定难度。**水务行业需要长期经营的经验摸索和技术沉淀，行业准入门槛高，考虑到我国供水行业目前已进入成熟期，市场格局趋于稳定，地方政府对公用事业类特许经营权重视程度日益加深，未来收购水务资产难度随之增加，因而公司城市供水业务未来规模扩张存在一定难度。
- **需关注重要联营公司康达环保的业绩变化及财务状况改善情况。**公司于 2019 年 4 月以 12.00 亿港元收购康达环保 29.52% 股权，康达环保成为公司的重要联营公司，其后于 2020 年 4 月，公司（作为认购人）与 Baring Private Equity Asia V Holding Limited（作为发行人，以下简称“BPEA”）订立认购协议，公司作为可交换债券持有人有权利交换得 BPEA 于交换权行使日期所拥有的 3.44 亿股康达环保股份（约 16.93% 股权），该可交换债券所附的交换权不可于发行日期开始至 2024 年 9 月 31 日（含）期间行使；康达环保主要从事污水处理等业务，2024 财年公司分占康达环保之业绩为 0.39 亿港元（2023 财年为 0.78 亿港元），近年康达环保实施成本削减措施以及调整债务结构，资产负债率由 2019 年末的 72.49% 下降至 2023 年末的 69.57%，但仍有改善空间，需持续关注康达环保的业绩变化及财务状况改善情况。
- **公司存量债务规模较大，在建项目及新主业的持续扩张带来资金压力的上升。**公司总债务规模较大且近年呈上升趋势，同时公司为了实现城市供水及管道直饮水双主业战略目标，持续加大对管道直饮水供应业务的投入，在建项目以及新主业的持续扩张带来资金压力的上升。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司深耕内地水务市场，供水业务分布广泛，同时公司建立“供水+管道直饮水”的双轮驱动业务组合，可以发挥业务协同效应，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	北控水务集团	首创环保	中国水务	深圳水务	粤海投资	重庆水务
总资产	1,654.93	1,093.59	611.64	412.19	1,399.66	331.04
营业收入	245.19	213.19	141.95	106.28	242.00	72.54

净利润	30.64	20.86	30.88	1.66	28.14	10.95
销售毛利率	36.71%	32.20%	37.66%	23.46%	41.63%	25.15%
资产负债率	67.29%	64.91%	65.38%	67.71%	58.54%	48.40%
日供水能力（万吨/日）	1,433.03	1,108.92	1,410.00	922.64	997.38	327.95
日污水处理能力（万吨/日）	2,963.28	1,287.35	131.96	486.84	210.44	485.80

注：“北控水务集团”为北控水务集团有限公司简称、“首创环保”为北京首创生态环保集团股份有限公司简称、“深圳水务”为深圳市水务（集团）有限公司简称、“粤海投资”为粤海投资有限公司简称、“重庆水务”为重庆水务集团股份有限公司简称；粤海投资和中国水务数据以港元计，其余公司数据以人民币计；中国水务数据为 2023 财年数据，其余公司数据为 2023 年度/末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
水务企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分	评分要素	评分		
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	7/9	
	行业&经营风险状况	7/7	财务状况	杠杆状况	5/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	非常强
	经营状况	6/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果	7/7	财务状况评估结果	7/9		
调整因素	ESG 因素		0		
	重大特殊事项		0		
	补充调整		0		
个体信用状况			aa+		
外部特殊支持			0		
主体信用等级			AA+		

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

一、发行主体概况

公司于1999年7月在开曼群岛注册成立，1999年10月在香港联合交易所主板上市，2003年取消在开曼群岛注册，于当年7月注册至百慕大，并注册为一间受豁免公司，更名为中国银龙集团有限公司，2004年12月公司更名为现名。自2003年重组以来，公司致力于在国内投资兴建及经营水务项目，包括原水、自来水、管道直饮水、污水处理、排水、水环境综合治理、市政基础设施和水利工程建设等多个领域，是一家全国性的跨区域水务运营商。截至2024财年中期末，公司总股本为16.32亿股，段传良先生和 ORIX Corporation 分别持有公司28.86%和17.84%的股份，段传良先生为公司单一最大股东，公司无实际控制人，股权结构图详见附录二。

公司以水务为主业，建立“供水+管道直饮水”的双轮驱动业务组合，综合运营原水、自来水、管道直饮水、污水处理及相关增值服务，截至2024财年中期末，公司合并范围内一级子公司共13家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：中国水务集团有限公司2024年度第一期绿色中期票据（债券通）（本文简称“本期债券”）；

发行规模：注册金额人民币30亿元，本期债券基础发行规模人民币0亿元，发行规模上限人民币5亿元；

债券期限和利率：3年期，本期债券为固定利率；

还本付息方式：单利按年计息，不计复利，逾期不另计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于公司及其境内子公司偿还境内有息债务、项目建设及补充营运资金，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元人民币）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
偿还绿色项目贷款	-	1.06	-
补充绿色项目营运资金	-	1.34	-
绿色项目建设	19.31	2.60	13.47%
合计	-	5.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、项目建设内容及进度

募集资金中用于绿色项目建设的人民币2.60亿元具体使用明细如下：

表2 用于绿色项目建设的募集资金投向明细（单位：亿元人民币）

项目名称	项目开发主体	项目类别	项目周期	总投资	累计已投资	募集资金使用规模
吉安县城乡供水一体项目-东部片区供水工程、桐坪镇自来水厂建设项目	吉安银龙水务有限公司	城市供水	3年	3.53	2.51	0.30
运城市半坡水厂及输水管道工程	运城银龙水务有限公司	城市供水	3年	2.86	0.18	0.40
宁乡市狮子山水厂及配套管网建设工程	宁乡水务集团有限公司	城市供水	4年	5.74	2.01	0.80
雷州市城区供水扩容提质及经济开发A区供水项目	雷州市华洋水务有限公司	城市供水	3年	3.31	2.16	0.50
陈仓区虢镇污水处理厂准四提标改造及扩容工程	宝鸡市陈仓金信安水务有限公司	城镇污水	4年	3.87	0.83	0.60
合计	-	-	-	19.31	7.69	2.60

注：上表项目开发主体均为公司合并范围内子公司；累计已投资数据为截至2023财年末累计已投资数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（1）吉安县城乡供水一体项目-东部片区供水工程、桐坪镇自来水厂建设项目

吉安县城乡供水一体项目-东部片区供水工程、桐坪片区配套管网合计约950km，项目区规划供水人口约15万人。项目建设地点包括古安县敦厚镇、横江镇、凤凰镇、桐坪镇。项目建设内容包括桐坪镇自来水厂及管网延伸供水工程涉及桐坪镇21个行政村。工程主要建设内容包括新建蓄水工程、取水工程、输水工程、净水工程、配水工程等。

（2）运城市半坡水厂及输水管道工程

该项目位于运城市盐湖区陶村镇半坡村，建设输配水管网、进水泵房、传统絮凝沉淀池、V型滤池、供水泵房、清水池、排泥池、回流水池、排水池、污泥浓缩间及污泥脱水系统、办公楼等。

（3）宁乡市狮子山水厂及配套管网建设工程

该项目位于宁乡市白马桥街道白马社区、回龙铺镇侯旨亭社区，主要包括取水工程（依托正农水厂取水设施改造）、输配水工程、净水工程（狮子山水厂）及相关配套设施设备。其中净水工程（狮子山水厂）位于宁乡市规划白玉路与规划玉园路相交西北处的狮子山处，主要建设工程为预臭氧配水池、絮凝沉淀清水池、后臭氧池等净化工程及机修仓库、传达室等配套设施。

（4）雷州市城区供水扩容提质及经济开发A区供水项目

该项目分为取水泵站改造、原水输水管道工程、厂区扩建工程（净水工程）和配水管道工程。取水工程包括取水泵房新增设备以及新建应急加药间等；厂区扩建工程包括新建细格栅间及配水混合井、折

板絮凝池、平流沉淀池、气水反冲洗 V 型滤池、清水池（与折板絮凝池、平流沉淀池合建）、贮泥池、污泥浓缩池、污泥脱水机房、生物除臭滤池、中控车间及现状构筑物改造；原水输水管道工程包括 DN800 原水管道 885 米；配水工程包括 DN600~DN800 配水管道 15,489 米。

（5）陈仓区虢镇污水处理厂准四提标改造及扩容工程

该项目位于宝鸡市陈仓区虢镇污水处理厂现东围墙以东、规划路以西、高速路以南、渭河以北，总占地面积约 9.40 万平方米，项目建设主要内容是对原日处理 5 万立方米的污水处理部分进行准四类水质提标改造，新建规模为 5 万立方米的扩容工程，工程建成后总出水规模为 10 万立方米，包括配套设施及购置高压供电系统、低压供电系统、自控系统、化验设备、绿化、道路、管线、照明等。主要建、构筑物包括：粗格栅间及提升泵房、细格栅间及曝气沉砂池、初沉池、多级 AO 生物池、二沉池、二沉池配水井、中间提升泵房、加药间、鼓风机房及变配电室、储泥池、污泥脱水机房及配套变配电室等。

2、项目批准情况

表3 吉安县城乡供水一体化项目-东部片区供水工程、桐坪镇自来水厂建设项目审批核准情况

文件名称	文号/备案号	批准时间
关于吉安县城乡供水一体化项目——东部片区供水工程项目建议书的批复	吉县发改审字（2021）182 号	2021 年 11 月 1 日
关于吉安县城乡供水一体化项目——东部片区供水工程可行性研究报告的批复	吉县发改审字（2021）271 号	2021 年 12 月 17 日
关于吉安县城乡供水一体化项目——东部片区供水工程可行性研究报告的批复	吉县发改审字（2021）80 号	2021 年 6 月 25 日
关于吉安县城乡供水一体化项目——东部片区供水工程可行性研究报告的批复	吉县发改审字（2021）129 号	2021 年 8 月 30 日
建设项目用地预审与选址意见书	吉县用字第 360821202100005 号	2021 年 7 月 9 日
以划拨方式供应吉安县城乡供水一体化项目——东部片区供水工程桐坪镇自来水厂建设项目土地	吉县府办抄字（2021）287 号	2021 年 9 月 10 日
关于《吉安县城乡供水一体化项目——东部片区供水工程桐坪镇自来水厂建设工程项目环境影响报告表》的批复	吉市吉安环督字（2021）27 号	2021 年 8 月 2 日
建设用地规划许可证	地字第 360821202100030 号	2021 年 10 月 11 日
关于吉安县城乡供水一体化项目——东部片区供水工程初步设计的批复	吉县水字（2022）44 号	2022 年 5 月 6 日
关于吉安县城乡供水一体化项目——东部片区供水工程初步设计的批复	吉县水字（2021）99 号	2021 年 10 月 13 日
关于吉安县城乡供水一体化项目——东部片区供水工程涉河项目防洪评价报告的批复	吉县水字（2020）150 号	2020 年 11 月 26 日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 运城市半坡水厂及输水管道工程审批核准情况

文件名称	文号/备案号	批准时间
关于运城市半坡水厂及输水管道工程可行性研究报告（代项目建议书）的批复	运盐发改社会发（2021）122 号	2021 年 10 月 11 日
关于运城银龙水务有限公司运城市半坡水厂及输水管道工程环境影响报告表的批复	运盐审批字（2022）144 号	2022 年 8 月 26 日
建设项目用地预审与选址意见书	用字第 140802202204001 号	2022 年 4 月 11 日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 宁乡市狮子山水厂及配套管网建设工程审批核准情况

文件名称	文号/备案号	批准时间
关于核准宁乡市狮子山水厂及配套管网建设工程的批复	宁发改准（2022）1号	2022年4月7日
不动产权证书	湘（2023）宁乡市不动产权第0149326号	-
长沙市生态环境局关于宁乡市狮子山水厂及配套管网建设工程环境影响报告表的批复	长环评（宁乡）（2023）10号	2023年2月3日
建设用地规划许可证	地字第430182202311106号	2023年11月22日
建设工程规划许可证	建字第430182202311101号、 建字第430182202319810号	2023年11月15日、 2023年10月25日
建筑工程施工许可证	编号430124202309270102、 编号430124202311290102	2023年9月27日、 2023年11月29日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 雷州市城区供水扩容提质及经济开发区A区供水项目审批核准情况

文件名称	文号/备案号	批准时间
关于雷州市城区供水扩容提质及经济开发区A区供水项目环境影响报告表的批复	雷环建（2022）15号	2022年9月20日
雷州市发展和改革局关于雷州市城区供水扩容提质及经济开发区A区供水项目核准的批复	雷发改核准（2021）1号	2021年7月13日
土地使用证	雷国用（2004）第08243505222号	2004年8月20日
建设工程规划许可证	建字第4408822022J108号	2022年6月28日
建设用地规划许可证	地字第4408822021G0012号	2021年11月2日
建筑工程施工许可证	编号：440882202303030102	2023年3月3日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 陈仓区虢镇污水处理厂准四提标改造及扩容工程审批核准情况

文件名称	文号/备案号	批准时间
宝鸡市陈仓区发展和改革局关于陈仓区虢镇污水处理厂准四提标改造及扩容工程项目可行性研究报告的批复	宝陈发改农字（2021）47号	2021年3月19日
不动产权证书	陕（2022）宝鸡市不动产权第0272513号	2022年12月19日
宝鸡市生态环境局陈仓分局关于陈仓区虢镇污水处理厂准四提标改造及扩容工程项目环境影响报告表批复	宝环陈函（2020）301号	2020年11月3日
建设用地规划许可证	地字第610304202300011号	2023年7月28日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益

根据上述项目的可行性研究报告或项目申请报告，城市供水项目建成后收入主要来源于售水收入；城镇污水项目建成后收入主要来源于污水处理收入。上述项目的建设周期均较长，受项目建设安排、资金到位情况等影响，项目存在不能按期竣工的风险，且考虑到受当地经济发展等因素影响，上述项目建成后运营情况等能否达到预期亦存在一定不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

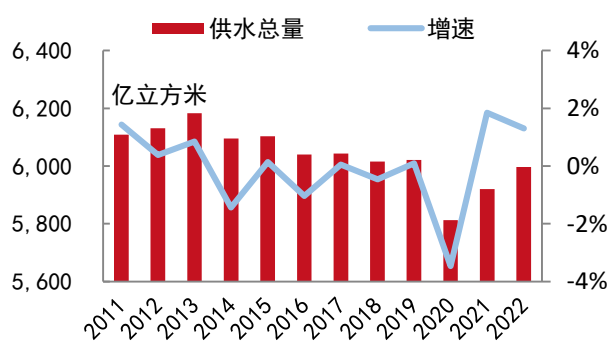
近年我国供水行业发展稳定，用水需求总量基本呈现平稳的态势，供水行业发展进入相对成熟阶段，国有企业在水务行业占主导地位，民营水务企业则具有技术领先、体制机制灵活等优势，不断巩固和延伸区域性和全国水务市场；我国供水企业当前对水价无定价权，但水价上涨仍有一定政策空间

水资源是基础性自然资源，供水行业的发展关系国计民生，在国民经济中占有重要地位。行业的特性决定了行业发展与市场化进程相对稳定，随着经济社会发展和城镇化水平不断提高，人们用水需求量及排水量稳步提升。2022年我国总用水量为5,998.2亿立方米，较上年小幅提升，其中农业、工业、生活用水量分别占比63.04%、16.14%、15.10%，人均综合用水量为419立方米。我国水资源分布不均，呈现南多北少，在宁夏、甘肃、陕西等西北地区及河南、山东、河北等中部地区水资源极为匮乏。目前，我国主要通过南水北调和沿海地区海水淡化方式解决水资源缺乏和区域分布不均衡问题。水质方面，在《水污染防治行动计划》、《中华人民共和国水污染防治法》等政策驱动下，近年我国地表水质持续改善，地表水中I~III类水质断面（点位）占比持续提升，2022年为87.9%（监测的水质断面（点位）为3,641个）。

供水行业周期性波动较弱，区域性经营特征较明显。供水行业属于基础民生行业，需求稳定，对经济周期波动的敏感性相对较低，通常而言运营周期波动性相对较低。供水作为地区的基础设施，当地区经济发展和人口增长达到一定水平，供水和污水处理能力出现饱和迹象时，当地市政部门通常会适当超前建设。供水行业的区域性经营较为明显，水务企业通常只能在其供水管网或污水收集管网覆盖的范围内开展业务，一个城市供排水业务发展受制于该城市城区及城市规划发展区域和该地区的经济发展能力。

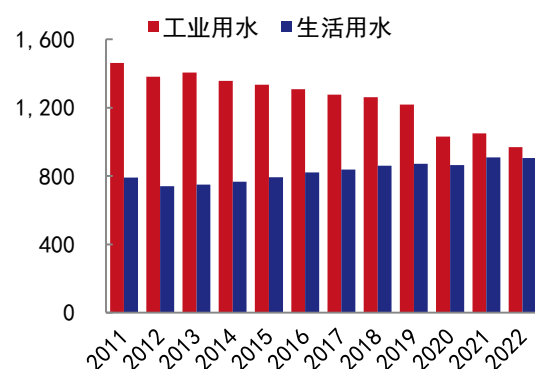
我国供水行业目前已进入成熟期。作为整个水务行业上游及满足最基本民生需求的行业，供水行业发展早于下游的污水、污泥处理等环节。从历年供水量看，中国供水总量整体维持在相对平稳的水平，但2020年受下游需求降低影响，供水总量规模较往年有所下降，2022年供水总量达5,997.0亿立方米，同比小幅上升；从用水总量结构来看，生活用水连续多年呈现上涨态势，生产用水总量整体呈下降趋势。

图1 我国供水总量及同比增速



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图2 我国供水总量结构（单位：亿立方米）



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

我国供水行业的竞争主体主要是国有水务企业、民营水务企业以及少数国际水务企业跨地区或区域性的市场经营之间的竞争。以威立雅、苏伊士为代表的国际水务企业在我国水务进行市场化改革的早期进入市场并取得一些市场先导地位，但随着国内水务企业的崛起和不断壮大，国际水务企业正在逐步退出市政供水和污水行业。国有企业一般具有雄厚的股东背景、资金实力，并通过并购、合资、参控股等

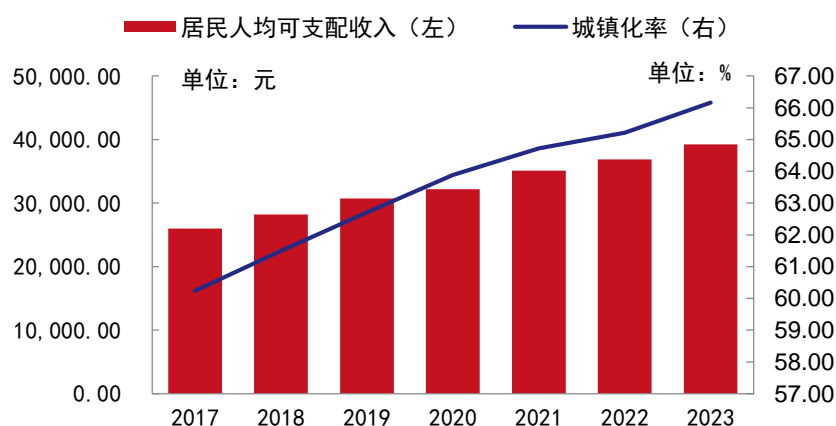
方式扩大业务规模，在我国水务行业占主导地位。民营水务企业则具有技术领先、体制机制灵活等优势，不断巩固和延伸区域性和全国水务市场，公司在中国大陆的实体子公司的前身多为当地政府企事业单位，拥有多年的自来水供应经验。水务行业需要长期经营的经验摸索和技术沉淀，行业准入门槛高，市场格局较为稳定。

我国供水企业当前对水价无定价权，目前我国水价采用由政府主导下的听证会制度，水务企业对水价没有定价权，供水企业普遍处于“低水价+亏损+财政补贴”的模式。从我国供水企业运营成本角度来看，我国目前的水价依然偏低，随着电价、人工等费用的提高，供水企业面临较大的成本压力，随着我国经济的快速发展和城镇人均可支配收入的提高，长期来看水价仍具有上调空间。国家发展和改革委员会会同有关部门出台《城镇供水价格管理办法》《城镇供水定价成本监审办法》，促进建立健全有利于激励提升供水质量、促进节约用水的价格机制，给供水价格上涨带来一定政策空间。虽然水价上涨的预期是相对明确的，但水务行业的公用事业特征决定这将是一个逐步调整的过程。

我国管道直饮水行业发展仍处于起步阶段，随着经济发展及居民健康意识的提升，叠加各项利好政策的出台，我国管道直饮水市场潜力正在逐步释放，目前市场参与者众多，未来行业中的大型企业或更易受到消费者青睐，进一步提升市场份额

管道直饮水也称管道优质直接饮用水，指终端用户可从水龙头直接饮用的水，一般是在现有连接至终端用户（如学校、商业或住宅楼宇等）的水管网络最后一段管道中加装处理设备而制成的水。作为新型的饮水供水方式，具有污染低、能耗低、卫生安全有保障、运行节能环保、应用健康且便捷的优势。

中国庞大的人口基数决定了庞大的饮水量刚性需求。相较于发达国家，目前国内管道直饮水发展仍处于起步阶段，随着经济的持续发展，居民平均生活水平不断提高，对健康的关注度大幅提升，因而对饮用水质量、安全性的要求也不断提高，更乐于对优质、安全的饮用水支付额外溢价，中国饮用水市场的潜力正在逐步释放，对管道直饮水的需求未来有望持续增长。2017-2022年我国城镇化率由60.24%上升至65.22%，与此同时，人均可支配收入由2017年的25,974.00元增至36,883.30元，复合增长率为7.27%，由于管道直饮水供应系统一般建于已发展的城市地区，近年来不断增长的城镇化率及居民人均可支配收入令管道直饮水行业发展受益。

图3 城镇化率和居民人均可支配收入近年来不断增长


资料来源：Wind，中证鹏元整理

同时，用水安全问题始终是重中之重，2005年的《饮用净水水质标准》（CJ94-2005）规定了管道直饮水的水质标准；2021年《健康直饮水水质标准》（TBJWA001-2021）正式实施，为行业规范发展提供保障。根据2021年发布的《国家发展改革委生态环境部关于印发“十四五”塑料污染治理行动方案的通知》，在机关所属接待、培训场所探索开展直饮净水机替代塑料瓶装水试点。此外，近年来地方政府也已颁布多项政策以规范及支持管道直饮水行业发展，2018年上海市《城市总体规划（2017-2035）》明确到2035年上海市全市范围内入户水水质应达到直饮要求；2018年深圳市《深圳市建设自来水直饮城市工作方案（征求意见稿）》提出加快全市自来水直饮工作，到2025年，全市供水基础设施水平达到国际先进水平，全面推广直饮水入户，率先在全国实现公共场所直饮水全覆盖；2021年天津市《天津市人民政府办公厅关于印发天津市水安全保障“十四五”规划的通知》旨在推动学校、机场、铁路站、大型展览馆等多个地点建设管道直饮水设施，确保区域供水安全。各项利好政策的出台，持续推动管道直饮水行业发展。

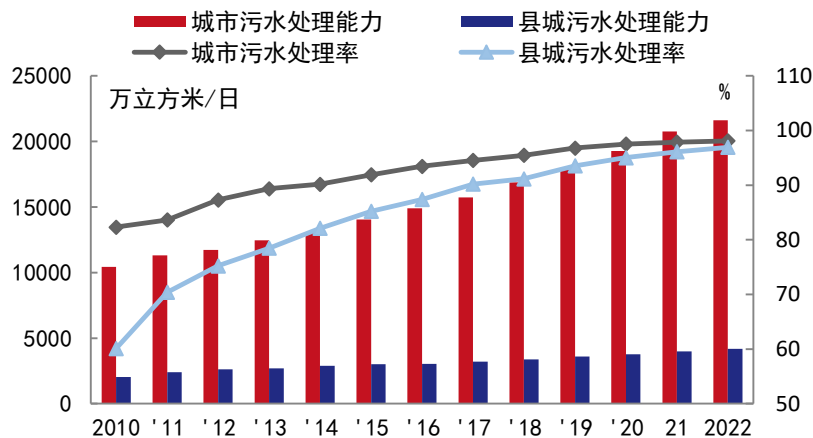
我国管道直饮水市场参与者数量较多、较为分散，其中存在着多家小型企业，公司目前是国内领先的管道直饮水企业。管道直饮水的质量和安全性与消费者健康息息相关，因此具有良好信誉及过往表现的成熟品牌更易受到消费者的青睐；同时管道直饮水供应系统的建设和运营对企业资金实力、研发投入等较为依赖，因此，未来管道直饮水行业中资金实力较为雄厚、客户网络较为完善、具有较高品牌声誉、规范化运营的大型企业市场份额有望进一步增长。

我国城镇污水处理率水平较高，城镇污水处理体系转向系统提质增效与结构调整优化并重，重点推进管网建设和污水污泥资源化利用，建制镇污水处理能力有待提升，污水处理市场仍存发展空间，但受政府资金预算安排影响等，需关注污水处理企业回款变化情况

我国城市及县城污水处理率已达到较高水平，城市污水处理厂提标改造、再生城镇污水处理仍存发展空间，城镇污水处理体系从增量建设为主转向系统提质增效与结构调整优化并重。根据住建部统计数

据，截至2022年末，我国城市污水年排放量638.97亿立方米，全国共有污水处理厂2,894座，污水处理能力达2.16亿立方米/日，全年污水处理量为626.89亿立方米，污水处理率达到98.11%；县城污水处理率达到96.94%。我国城镇污水收集处理仍存在污水管网建设改造滞后、污水资源化利用水平偏低、污泥无害化处置不规范、设备可持续运维能力不强等问题，2023年以来国家发展改革委、住房城乡建设部、生态环境部等政府部门出台政策，要求提高建制镇建成区生活污水处理能力，积极推进管网建设和污水污泥资源化利用水平提升，在现有污水处理能力不能满足需求的城市和县城加快补齐处理能力缺口，“十四五”期间计划新增污水处理能力2,000万立方米/日；新建、改建和扩建再生水生产能力不少于1,500万立方米/日；新增污泥无害化设施规模不少于2万吨/日。

图4 2022年末我国城市及县城污水处理率进一步提高



资料来源：2022年城乡建设统计年鉴，中证鹏元整理

污水处理费标准增长缓慢，水价市场化持续推进，有利于提升水务企业盈利能力，但需关注污水处理企业的回款情况。我国污水处理费实行“收支两条线”模式，自来水公司向排水单位和个人代征污水处理费后全额上交财政，财政再通过政府购买服务的方式向污水处理企业支付污水处理服务费。污水处理费标准由政府制定，为保障城镇污水处理设施正常运营，污水处理费标准与污水处理服务费单价并不一定相等。近年全国污水处理费标准缓慢增长，2020年末至2022年末全国36个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为0.99元/吨、1.02元/吨和1.02元/吨，且不同地区污水处理费标准相对统一，但各企业污水处理运行成本差异较大，部分城市出现成本倒挂现象。近年来，国家发改委等多个部门陆续出台政策，推动水价市场化，要求到2025年底各地含县城及建制镇污水处理费标准均应调整至补偿成本的水平，污水处理企业盈利能力有望提升。此外，需注意污水处理服务费一般由各地政府支付给污水处理企业，近年污水处理企业存在污水处理费未能及时回收的情况，进而对企业现金流、偿债能力等造成一定影响。

五、经营与竞争

公司深耕内地水务市场，主要从事城市供水业务、管道直饮水业务和环保业务，水务资源布局广泛，近年持续推进城乡供水一体化和供排水一体化，建立“供水+管道直饮水”的双轮驱动业务组合，同时，为保障在建项目的后续投入以及新主业的持续扩张，公司资金压力上升

公司深耕内地水务市场，是一家全国性的跨区域水务运营商，主要从事城市供水业务、管道直饮水供应业务和环保业务，业务覆盖范围较广，涉及全国24个省、直辖市。近年公司持续推进城乡供水一体化和供排水一体化，积极发展管道直饮水供应业务，建立“供水+管道直饮水”的双轮驱动业务组合，2021-2023财年营业收入持续增长，公司城市供水业务、管道直饮水供应业务合计收入持续上升，占比均在75%以上；同期公司销售毛利率略有下降，但仍处于较高水平。

表8 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿港元）

项目	2023 财年	2022 财年	2021 财年
营业收入	141.95	129.50	103.46
毛利	53.46	49.62	43.39
销售毛利率	37.66%	38.32%	41.94%

资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告，中证鹏元整理

表9 公司营业收入构成情况（单位：亿港元）

项目	2023 财年		2022 财年		2021 财年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市供水板块	94.41	66.51%	94.52	72.99%	82.79	80.02%
管道直饮水供应板块	13.09	9.22%	6.94	5.36%	1.40	1.36%
环保板块	15.87	11.18%	11.61	8.96%	10.76	10.40%
其他	18.58	13.09%	16.44	12.69%	8.50	8.22%
合计	141.95	100.00%	129.50	100.00%	103.46	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告，中证鹏元整理

（一）城市供水业务

公司城市供水业务范围分布广泛，供水能力较强，业务经营较为稳定，年售水量和平均水价持续提升，公司通过投资建设、收购和兼并等多种方式占领水务市场，但考虑到我国水务市场格局趋于稳定，地方政府对水务产业重视程度日益加深，未来收购水务资产难度增加，公司城市供水业务未来扩张存在一定难度

公司城市供水业务包括城市供水经营、城市供水安装及维护服务、城市供水建设服务，根据公司编制财务报表时采用的香港财务报告准则，公司可将水厂建设服务确认收入。城市供水经营方面，公司主要通过下属供水项目公司运营各个自来水供应项目，向终端用户供应自来水，公司亦运营原水供应项目，向客户（如工业用户）供应原水；城市供水安装及维护服务方面，公司为终端用户升级、安装、接驳及维护最后一公里水管及水表，同时受房地产开发商等委托对相关区域内的最后一公里水管进行维护、维修及更换；城市供水建设服务方面，主要包括公司升级城市供水项目或建设供水设施，建设服务涵盖建

设过程各个方面，包括设计、建设及安装。2021-2023财年，公司城市供水板块收入分别为82.79亿港元、94.52亿港元和94.41亿港元，总体呈上升趋势，其中2023财年受当期整体安装及维护工程减少，收入规模同比略有下降。

从运营模式来看，公司以BOO（建设-运营-持有）和TOO（移交-运营-持有）模式为主，通过与当地政府签订相关契约，公司获得建设和经营自来水厂等权利，同时获准一定期限（一般为10-55年）的特许经营权，特许经营权期满后可向政府申请延期或有偿移交给政府。从业务分布来看，公司城市供水项目分布于全国13个省市共计60个区、县及县级市，包括湖南省、河南省、河北省、广西壮族自治区、贵州省、海南省、江苏省、江西省、广东省（包括深圳市）、重庆市、山东省、山西省及黑龙江省等。

截至2023财年末，公司拥有158座水厂，2022财年末水厂数量同比减少，系为整合城市及农村供水而关闭部分位于农村地区的旧水厂，2023财年末公司供水能力1,410.00万吨/日（其中在营830.00万吨/日、在建160.00万吨/日、规划中420.00万吨/日），在行业内处于第一梯队。

公司供水管网分布较为广泛，遍及全国多个地区，供水管网长度、供水服务面积、供水注册水表数量近年均持续上升，整体来看，公司城市供水业务经营较为稳定，年供水量和年售水量保持上升趋势。同时，公司城市供水业务平均管网漏损率近年总体呈下降趋势。

表10 公司城市供水业务运营情况

指标名称	2023 财年	2022 财年	2021 财年
水厂数量（座）	158	158	192
期末供水能力（万吨/日）	1,410.00	1,380.00	1,400.00
平均漏损率	14.30%	17.10%	16.60%
年供水量（万吨）	159,730.00	156,080.00	142,100.00
年售水量（万吨）	136,845.90	129,414.30	118,525.60
平均水价（元人民币/吨）	2.11	2.10	2.00
供水管网长度（公里）	148,000.00	146,342.00	143,304.00
供水服务面积（平方公里）	16,418.00	15,913.00	13,363.00
供水注册水表（万户）	747	709	635

注：供水管网长度、供水服务面积数据统计口径为包含在营及在建。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从供水结构来看，公司供水主要以非居民供水为主，其中非居民供水包括工商业供水、建筑业供水、行政用水和公共用水等。

表11 公司供水结构情况（单位：万吨）

指标名称	2023 财年	2022 财年	2021 财年
居民用水	58,459.30	54,313.20	52,885.60
非居民用水	78,386.60	75,101.10	65,640.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水价方面，公司目前执行的水价标准按照用水类别分为居民用水、非居民用水、特种供水和原水，不同地区的水价相差较大。水价的确定由公司提出方案，当地价格主管部门征求相关意见，并综合考量公司的运营成本和融资成本。近年公司河南周口、河南叶县、河南武陟、河南郑县、河南宝丰、山西运城、湖南响塘、湖北公安、重庆垫江等多个项目的水价调高，公司平均售水价格呈上升趋势，对售水收入的增长有一定贡献。

水费收缴方面，公司直接向终端用户收费，一定比例的用户采取预存方式缴纳水费；对欠款用户，公司一般通过催收单和电话进行通知，对于一定时限内仍未缴费的用户，公司有权中断供水，因此公司水费回收率很高，一定程度上保证了业务经营现金流的稳定回流。

在建供水项目方面，截至2023财年末，公司在建供水项目主要位于江西省、河南省等，上述项目计划总投资39.02亿元，累计已投资21.62亿元，资金平衡方面，资本金占比一般为20%，视项目不同存在一定差异，剩余部分通过外部融资等方式解决。

表12 截至 2023 财年末公司主要在建供水项目情况（单位：亿元人民币、万吨/日）

项目名称	项目所在市县	计划总投资	已投资	设计生产能力
鹿邑县乡镇供水厂改造工程	河南省鹿邑县	0.67	0.54	12.00
上栗银龙新水厂建设工程	江西省上栗县	1.37	0.76	6.00
彭泽县城乡供水一体化项目	江西省彭泽县	4.66	1.37	5.70
胡家坊水厂供水工程	江西省高安市	0.76	0.61	2.50
鹿邑银龙第三水厂新建项目	河南省鹿邑县	1.95	1.56	10.00
川店镇供水工程	湖北省荆州市	0.51	0.51	0.70
锦源水厂建设项目	江西省吉安市	2.64	2.11	9.00
吉安县城饮用取水口迁移项目	江西省吉安市	0.51	0.40	8.00
亢村新城市政管网工程	河南省获嘉县	1.25	1.00	2.00
河南省宝丰县重点采矿沉陷区西部产业园区及张八桥镇十九个村供水管网工程项目	河南省宝丰县	0.55	0.44	4.00
深圳大工业水厂二期	广东省深圳市	2.58	2.00	25.00
万年县城乡供水一体化项目	江西省万年县	4.09	1.83	5.00
铅山县鹅湖镇、新滩乡、河口镇城乡供水一体化项目	江西省铅山县	2.04	1.63	2.00
吉安县城乡供水一体项目-东部片区供水工程、桐坪镇自来水厂建设项目*	江西省吉安市	3.53	2.51	13.50
运城市半坡水厂及输水管道工程*	山西省运城市	2.86	0.18	5.00
宁乡市狮子山水厂及配套管网建设工程*	湖南省宁乡市	5.74	2.01	20.00
雷州市城区供水扩容提质及经济开发区 A 区供水项目*	广东省雷州市	3.31	2.16	10.00
合计	-	39.02	21.62	140.40

注：标“*”项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体而言，公司通过投资建设、收购和兼并等多种方式占领水务市场，城市供水业务经营较为稳定，

各项运营指标稳中向好；同时考虑到我国供水行业目前已进入成熟期，水务市场格局趋于稳定，地方政府对公用事业类特许经营权重视程度日益加深，未来收购水务资产难度增加，公司城市供水业务未来规模扩张存在一定难度。

（二）管道直饮水供应业务

公司管道直饮水供应业务近年快速扩大，年售水量及服务人口数呈上升趋势，业务收入持续大幅增长，公司在自身经营城市供水业务的地区内外同时扩展管道直饮水业务，有助于其市占率和客户粘性的提升，同时随着直饮水市场潜力的逐步释放、在建项目逐步投入运营，公司供水能力、市场份额有望进一步提升，管道直饮水作为未来核心主营业务之一，在建项目数量较多，业务的持续扩张也给公司带来一定资金压力

公司管道直饮水供应业务包括管道直饮水供应经营、管道直饮水供应安装及维护服务、管道直饮水供应建设服务，公司主要通过自来水管的终端安装先进滤水设备，将自来水加工成饮用水，向当地居民社区及非居民用户（包括但不限于医院、学校等）供应管道直饮水，同时公司也向用户销售少量独立的直饮水设备。2021-2023财年公司管道直饮水供应业务快速扩张，业务收入持续大幅增长，受益于公司获得更多安装及维护工程、建设工程以及管道直饮水供应项目的快速扩展，近年管道直饮水供应经营、管道直饮水供应安装及维护服务、管道直饮水供应建设服务收入均持续上升。

公司凭借在供水行业的丰富经验，自2015年起探索管道直饮水供应业务，2019年与国际合作伙伴成立合资公司，依托位于上海的东丽先端材料研究所进行直饮水处理技术和设备的研发，并对公司管道直饮水供应业务提供技术支持，同年实现对长沙水杯子直饮水工程设备有限公司的控股，2020年成立子公司银龙水杯子直饮水集团有限公司，作为公司管道直饮水供应业务板块管理总部，2021年实现对南京水杯子科技股份有限公司的控股，通过并购交易等不断扩大管道直饮水供应业务地域范围，管道直饮水供应项目数量亦不断增加，有效提升了公司管道直饮水供应业务在当地市场的竞争优势。公司作为国内领先的管道直饮水供应商，协助地方政府在多个城市起草并实施《关于推进管道直饮水建设管理工作的实施意见》，并参与湖南省和江苏省管道直饮水相关技术标准、卫生规范的起草工作。

从业务分布来看，公司管道直饮水项目分布于全国22个省市及自治区共计183个区、县及县级市，包括湖南省、湖北省、河南省、河北省、贵州省、江苏省、江西省、广东省（包括深圳市）、广西壮族自治区、北京市、重庆市、山东省、山西省、安徽省、浙江省、云南省、四川省、宁夏回族自治区、福建省、黑龙江省、海南省及辽宁省。

截至2023财年末，公司管道直饮水供应业务年售水量达到47.11万吨，服务人口约518万人，近年该业务保持增长态势，年售水量、服务人口数量均持续增长。

表13 公司管道直饮水供应业务运营情况

指标名称	2023 财年	2022 财年	2021 财年
------	---------	---------	---------

年售水量（万吨）	47.11	28.07	7.31
平均水价（元人民币/吨）	320	320	320
服务人口（万人）	518	220	53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水价确定方面，公司管道直饮水根据当地实际情况确定具体售价，不同的项目按照商业用水或居民生活用水计价；居民小区、大学项目按照用水量收费，中小学校项目按照人数收费，政府机关项目按照单个项目议价，包干收费。水费收缴方面，具体可分为预付费（居民用户通过手机线上充值或水务大厅线下充值）、后付费（学校、政府项目）。

在建管道直饮水项目方面，截至2023财年末，公司在建管道直饮水项目区域分布广泛，以江西省、河南省、湖南省、重庆市居多，项目数量合计超过700个。作为公司未来核心主营业务之一，管道直饮水供应业务的发展将会在人员和资金等各种资源上得到公司的优先配置，根据公司初步计划，未来3-5年将持续加大对该业务板块的投资，进行全国布局。

表14 截至 2023 财年末公司在建管道直饮水项目分布情况（单位：个）

项目所在区域	项目个数
江西省	267
河南省	241
湖南省	52
重庆市	44
湖北省	41
贵州省	40
江苏省	16
山西省	15
广东省	13
河北省	12
其他地区	27
合计	768

注：其他地区包括安徽省、福建省、广西壮族自治区、辽宁省、山东省、四川省。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在自身经营城市供水业务的地区内外同时扩展管道直饮水供应业务，有助于其管道直饮水供应业务市占率和客户粘性的提升。一方面，公司城市供水业务的客户群有助于公司在同一地区扩展管道直饮水供应业务；另一方面，当在公司运营城市供水业务地区外开展管道直饮水供应业务时，公司只需要在客户所在地现有水管的最后一公里位置安装管道直饮水设备，便能提供相应服务，同时公司能够为非居民客户提供其他管道直饮水解决方案，比如商业智能饮水机、室外饮水站等等。随着经济发展及人均可支配收入的提高，对环保、便捷、安全的管道直饮水的需求日益增长，直饮水市场潜力正在逐步释放；且公司在建管道直饮水项目投入运营将有助于提高公司的供水能力和覆盖范围，公司市场份额有望进一

步提升。公司建立“供水+管道直饮水”的双轮驱动业务组合，凭借二者的业务协同效应，未来公司管道直饮水供应业务有望进一步贡献其收入及利润。

（三）环保业务

近年持续受益于供排水一体化，公司环保板块收入呈上升趋势，污水处理业务回款受政府资金安排影响较大，收购康达环保部分股权为公司后续污水处理业务发展提供了契机

公司环保业务包括污水处理及排水经营服务、污水处理及水环境治理建设服务，2021-2023财年，公司环保板块收入分别为10.76亿港元、11.61亿港元和15.87亿港元，板块收入持续上升，主要系在供排水一体化带动下，公司获得更多的建设工程等。

从运营模式来看，公司以BOT（建设-运营-转让）模式为主，通过与当地政府签订相关契约获得建设和经营污水处理厂等权利，同时获准一定期限（一般为20-30年）的特许经营权，并于特许经营权期限届满时，将污水处理厂无偿移交给政府。从业务分布来看，公司污水处理项目分布于北京市、天津市、广东省（包括深圳市）、河南省、河北省、湖南省、湖北省、贵州省、江西省、陕西省、黑龙江省及四川省等。

截至2023财年末，公司拥有污水处理厂22座，期末污水处理能力131.96万吨/日（包含在营、在建及规划中），近年呈上升趋势。公司污水处理业务产能利用水平总体较高；2021-2023财年，公司污水处理年结算量分别为19,423.48万吨、21,729.83万吨、21,251.44万吨，由于部分项目提标改造影响水量确认，近年规模存在一定波动；公司部分项目完成提标改造，污水处理价格提升，近年平均结算价格呈上升趋势。

表15 公司环保业务运营情况

指标名称	2023 财年	2022 财年	2021 财年
污水处理厂数量（座）	22	22	18
期末污水处理能力（万吨/日）	131.96	104.95	104.95
产能利用率	85.08%	87.74%	90.04%
实际处理量（万吨）	20,263.22	20,525.90	18,346.75
保底补足量（万吨）	988.22	1,203.93	1,076.73
年结算量（万吨）	21,251.44	21,729.83	19,423.48
平均结算价格（元人民币/吨）	1.70	1.63	1.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司污水处理费收取主要分为两种方式，一种是由公司下属的自来水厂直接向终端客户收取污水处理费；另一种由于公司在当地未开展供水业务，污水处理费需等待政府返还，存在一定应收账款账期。

在建污水处理项目方面，截至2023财年末，公司主要在建污水处理项目分别位于广东省惠州市、湖南省宁乡市和陕西省宝鸡市，上述项目计划总投资34.57亿元，资金平衡方面，资本金占比一般为20%，

视项目不同存在一定差异，剩余部分通过外部融资等方式解决。

表16 截至 2023 财年末公司主要在建污水处理项目情况（单位：亿元人民币、万吨/日）

项目名称	项目所在市县	计划总投资	已投资	设计生产能力
陈仓区虢镇污水处理厂准四提标改造及扩容工程*	陕西省宝鸡市	3.87	0.83	5.00
埃克森美孚（惠州）化工综合体污水处理项目	广东省惠州市	7.84	1.13	2.69
宁乡市乡镇污水处理厂项目	湖南省宁乡市	21.67	0.51	10.25
含盐扩建工程	广东省惠州市	0.65	0.39	1.36
科莱恩高性能无卤阻燃新材料污水处理项目	广东省惠州市	0.54	0.34	0.04
合计	-	34.57	3.20	19.33

注：标“*”项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为了扩展供水及污水处理能力、扩大地域覆盖，尤其是推动供排水一体化、城乡供水一体化的发展，公司的全资子公司 Sharp Profit Investments Limited（以下简称“Sharp Profit”）于2019年4月以12.00亿港元收购康达环保29.52%股权，有关交易和代价支付已于2019年4月完成。此次收购完成后，公司成为康达环保的第一大股东，因没有达到合并条件，康达环保作为公司的联营公司，未纳入合并范围。

康达环保主要从事城镇水务处理、水环境综合治理及乡村污水治理，根据康达环保2023年度报告，截至2023年末，康达环保污水处理能力426.50万吨/日（其中运营中402.45万吨/日、尚未开始运营/尚未移交24.05万吨/日）、供水能力3.00万吨/日（尚未开始运营/尚未移交）、再生水处理能力6.50万吨/日（运营中）、污泥处理能力0.06万吨/日（运营中）；截至2023年末，康达环保净资产58.50亿元，2023年营业收入22.16亿元、净利润1.30亿元、经营活动所得现金流量净额2.93亿元。总体而言，公司收购康达环保，一定程度上为后续污水处理业务发展提供了契机。

（四）其他业务

公司总承包建设业务、销售货品业务、销售物业业务、酒店及租金业务对营业收入形成补充

公司总承包建设业务主要由子公司江西银龙水环境建设有限责任公司（以下简称“银龙建设”）负责，其具备市政公用工程施工总承包壹级、装饰工程专业承包贰级、房建、水利、环保施工总承包叁级资质，在公司体系内外开展供水、污水处理等市政工程建设等。

公司销售货品业务主要由子公司杭州梁运储运有限公司负责，主要从事成品油及化工原料储存，公司销售货品业务收入主要来源于其销售成品油收入。

除此之外，公司还经营销售物业业务、酒店及租金业务等，截至2023财年末，公司持作出售物业科目中的项目主要有3个，分别位于江西省新余市、武汉市经济技术开发区和河南省鹿邑县；公司发展中国务院科目中的项目主要有4个，分别位于江西省新余市、河南省鹿邑县。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经罗兵咸永道会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2021-2023财年审计报告及未经审计的2024财年中期财务报告，报告均采用香港财务报告准则编制。2021财年公司合并报表范围一级子公司无变化；2022财年公司合并报表范围一级子公司通过设立新增1家为银龙供水；2023财年公司合并范围一级子公司无变化，2024财年中期公司合并范围一级子公司减少1家为重庆垫江水务有限公司（仅层级下降），截至2024财年中期末，公司合并报表范围一级子公司共13家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司所处水务行业为资本密集型产业，资产构成以物业、厂房及设备、水务相关特许权以及对联营公司的投资等为主，同时需关注重要联营公司康达环保的财务状况改善情况

近年公司负债规模整体呈上升趋势，截至2024财年中期末为399.33亿港元，较2021财年末上升32.72%；同期公司总权益规模亦整体上升，其规模主要受到经营积累、派发股息、确认可换股债券股权储备等影响，截至2024财年中期末为203.44亿港元，较2021财年末上升20.03%，综合影响公司产权比率上升至2024财年中期末的196.29%。从总权益构成来看，截至2024财年中期末，公司总权益以储备为主，储备主要包含保留盈利等；总权益构成其次为非控股股东权益，亦占比较高。

图5 公司资本结构

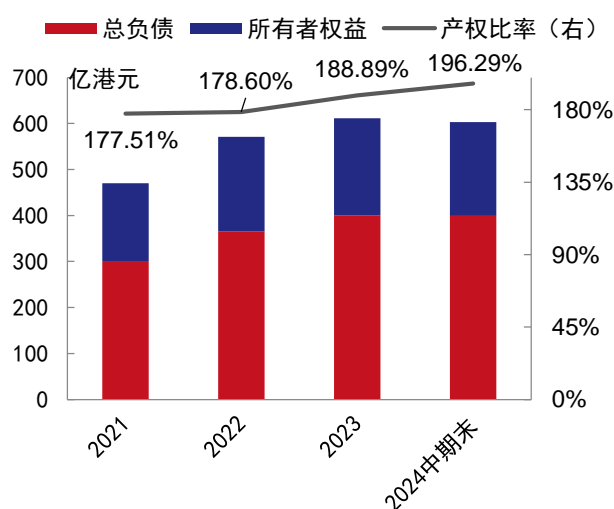
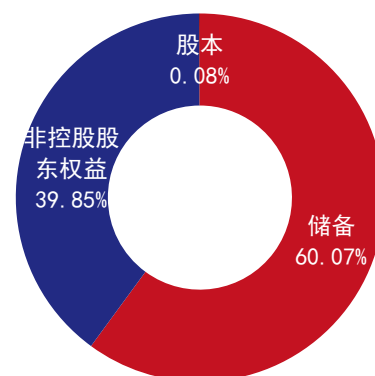


图6 2024 财年中期末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告及未经审计的 2024 财年中期财务报告，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2024 财年中期财务报告，中证鹏元整理

近年公司资产规模总体增长，截至2024财年中期末为602.78亿港元，较2021财年末大幅增长；公司

从事行业为资本密集型行业，资产以非流动资产为主。

公司主要从事城市供水业务、管道直饮水供应业务和环保业务，近年不断通过外部融资获取资金持续进行水务相关工程项目建设，且通过获得特许经营权的形式在所在区域开展业务，除此之外，公司亦通过对外投资参股其他公司等进一步寻求业务扩张机会，故公司资产以现金及现金等价物（包含已抵押存款）、物业、厂房及设备、于联营公司之投资和其他无形资产为主。2023财年末，公司现金及现金等价物（包含已抵押存款）主要为银行/其他财务机构及手头现金，期末其中因应付票据、贷款融资等抵押受限规模5.14亿元；公司物业、厂房及设备主要为楼宇、厂房及机器和在建工程等，2023财年末，其中账面净值12.36亿港元已抵押受限；2022财年末，公司物业、厂房及设备规模同比上升主要系购入及部分资产从持作出售物业科目转入所致。2023财年末，公司于联营公司之投资主要为对重要联营公司康达环保¹的投资，康达环保主要从事污水处理等业务，业务回款亦受政府资金安排影响较大，近年康达环保致力于实施成本削减措施以及调整债务结构，资产负债率由2019年末的72.49%下降至2023年末的69.57%，2023年末康达环保应偿还计息银行及其他借款99.17亿元，其中一年以内35.01亿元，目前整体财务状况仍有改善空间。2023财年末，公司其他无形资产包括供水特许权287.49亿港元、污水处理特许权2.14亿港元等，期末账面净值22.40亿港元已抵押受限，近年规模因新增子公司等持续增长。

其他资产方面，2023财年末，公司应收贸易账款及票据的期限以0至90日、超过180日为主，应收贸易账款期末计提减值拨备0.51亿港元；公司预付款项、按金及其他应收款项-流动资产中其他应收款项22.11亿港元，该款项主要为公司代表政府应收客户的各类市政服务费、应收政府的相关预付资金等，近年规模持续增长。2023财年末，公司商誉主要系并入城市供水、环保企业等产生。

截至2023财年末，公司包括已抵押存款、物业、厂房及设备、使用权资产、投资物业、其他无形资产、持作出售物业、按公允价值计入其他全面收入之金融资产以及特许服务安排项下之应收款项在内的受限资产合计60.28亿港元，占同期末资产总额的9.86%；除此之外，2023财年末公司同时存在部分子公司供水及污水处理收益抵押受限，以及部分子公司股权抵押受限。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿港元）

项目	2024 财年中期末		2023 财年		2022 财年		2021 财年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金及现金等价物	54.33	9.01%	69.85	11.42%	60.23	10.55%	39.01	8.29%
已抵押存款	4.05	0.67%	5.14	0.84%	5.06	0.89%	5.15	1.10%
应收贸易账款及票据	23.20	3.85%	19.54	3.19%	15.62	2.74%	10.71	2.28%
预付款项、按金及其他应收款项-流动资产	26.71	4.43%	26.35	4.31%	23.84	4.18%	18.80	4.00%

¹ 2020年4月，公司（作为认购人）与BPEA（作为发行人）订立认购协议，据此，公司有条件同意认购及BPEA有条件同意发行可交换债券，代价为3.61亿港元。代价将通过由公司向BPEA发行可换股债券的方式偿付，可交换债券初步赋予其持有人有权利交换得BPEA于交换权行使日期所拥有的3.44亿股康达环保股份（约16.93%股权），公司提名子公司Sharp Profit为可交换债券持有人。该可交换债券所附的交换权不可于发行日期开始至2024年9月31日（含）期间行使；可交换债券持有人将有权于不可交换期届满后之日至2024年12月31日营业时间结束止期间行使其附带之交换权。

流动资产合计	171.65	28.48%	178.86	29.24%	164.99	28.91%	128.77	27.38%
物业、厂房及设备	32.65	5.42%	33.38	5.46%	33.73	5.91%	28.63	6.09%
于联营公司之投资	23.03	3.82%	24.03	3.93%	27.44	4.81%	25.18	5.35%
商誉	13.69	2.27%	14.19	2.32%	14.76	2.59%	14.09	3.00%
其他无形资产	298.96	49.60%	291.23	47.61%	265.04	46.44%	216.55	46.04%
非流动资产合计	431.12	71.52%	432.78	70.76%	405.66	71.09%	341.61	72.62%
资产总计	602.78	100.00%	611.64	100.00%	570.64	100.00%	470.38	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告及未经审计的 2024 财年中中期财务报告，中证鹏元整理

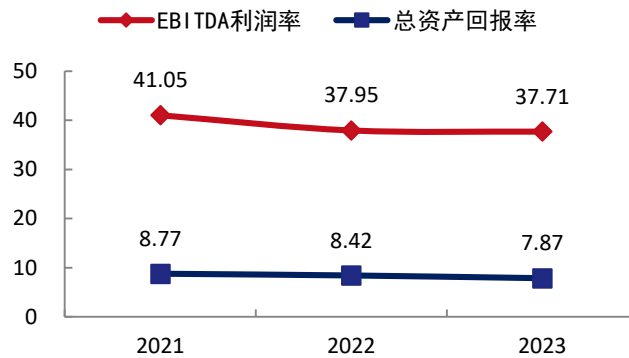
盈利能力

2021-2023财年公司营业收入持续增长，城市供水业务和环保业务总体经营稳定，管道直饮水业务收入贡献能力不断增强，公司期间费用率总体变化不大，盈利能力较强

近年公司营业收入主要来源于城市供水、管道直饮水和环保业务，受益于持续推进城乡供水一体化和供排一体化，公司城市供水业务和环保业务经营稳定，供水管网长度、供水服务面积、供水注册水表数量近年均持续上升，年供水量和年售水量保持上升趋势，污水处理能力呈上升趋势；近年公司坚持重点发展管道直饮水供应业务，其售水量、服务人口均持续上升，业务收入快速增长，对营业收入的贡献能力不断增强。

与此同时，近年公司项目建设对资金需求较大，导致融资规模扩大、利息支出增加，2021-2023财年销售及分销成本、行政支出均略有上升，但期间费用率整体变化不大，公司本年度溢利（净利润）仍呈上升趋势；盈利能力指标方面，公司EBITDA利润率、总资产回报率近年均略有下行，但仍保持在较高水平，截至2023财年末，公司主要在建水务相关项目投资规模较大，待上述项目建成投入运营，预计将继续巩固公司城市供水业务经营成果、提升管道直饮水供应业务覆盖范围和市占率，且公司管道直饮水供应业务未来有望持续贡献其收入及利润，未来公司盈利有望持续。

2024财年中中期，公司实现营业收入68.46亿元，毛利率为36.87%，本期间溢利（净利润）13.78亿港元；根据公司于2024年6月《截至二零二四年三月三十一日止年度之业绩公布》，2024财年公司实现营业收入128.59亿港元，毛利率37.14%，本年度溢利（净利润）25.91亿港元，2024财年公司管道直饮水供应板块维持快速增长的表现，板块收入同比大幅增长，受人民币汇率波动，整体安装工程及维护工程、建设工程的减少以及部分污水处理建设项目逐渐完工或进入最后阶段影响，城市供水板块和环保板块收入呈现不同程度下降，2024财年公司营业收入同比下降9.42%；同期公司毛利率变化不大。2024财年受营业收入下降、财务费用增加以及分占联营公司业绩下降等影响，公司本年度溢利（净利润）同比下降16.09%，2024财年公司分占康达环保的业绩为0.39亿港元（2023财年为0.78亿港元）。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司拥有较强的经营获现能力，受增加特许经营权影响，公司投资活动现金流呈净流出，对外筹资需求增加，公司存量债务规模较大且近年持续上升，偿债压力加大

公司总债务主要分布于借贷-流动负债、应付票据、借贷-非流动负债科目，公司总债务规模较大且近年规模呈增长态势，2023财年末公司总债务为244.34亿港元，较2021财年末明显增加，占负债的比重为61.10%，其中短期债务规模持续上升。2023财年末，公司借贷包含银行贷款190.81亿港元、政府贷款0.90亿港元、其他贷款44.57亿港元，其他贷款主要为境外美元债等；其中存续美元借款折合港币为109.24亿港元，公司目前未利用衍生金融工具对冲外币风险，其还本付息易受汇率波动影响，且美元加息及人民币汇率波动致使公司境外融资成本整体高于境内融资成本。2023财年末公司应付贸易账款及票据期限以0至90日、超过180日为主，其中应付票据4.25亿港元。

其他负债方面，2023财年末公司应计负债、已收按金及其他应付款项主要为其他应付款项25.62亿港元，包括公司代表政府收取的各类市政服务费、应交税项附加费和建筑成本以及公司应付2023财年中中期股息。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿港元）

项目	2024 财年中期末		2023 财年		2022 财年		2021 财年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
借贷-流动负债	68.33	17.11%	80.21	20.06%	76.92	21.03%	52.62	17.49%
应付贸易账款及票据	62.42	15.63%	54.04	13.51%	46.74	12.78%	37.60	12.50%
应计负债、已收按金及其他应付款项	29.75	7.45%	31.32	7.83%	26.76	7.31%	21.48	7.14%
税项拨备	30.58	7.66%	30.27	7.57%	25.97	7.10%	19.75	6.56%
流动负债合计	209.15	52.37%	211.78	52.96%	192.48	52.62%	145.47	48.35%
借贷-非流动负债	160.96	40.31%	156.07	39.03%	141.71	38.74%	131.67	43.76%

非流动负债合计	190.19	47.63%	188.14	47.04%	173.33	47.38%	155.41	51.65%
负债合计	399.33	100.00%	399.92	100.00%	365.82	100.00%	300.88	100.00%
总债务合计	-	-	244.34	61.10%	226.88	62.02%	194.00	64.48%
其中：短期债务	-	-	84.84	21.21%	81.79	22.36%	59.04	19.62%
长期债务	-	-	159.50	39.88%	145.10	39.66%	134.96	44.86%

资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告及未经审计的 2024 财年中中期财务报告，中证鹏元整理

2021-2023财年公司经营活动净现金流持续呈净流入，同期公司FFO总体呈上升趋势，公司整体获现能力较强。近年公司基于业务拓展需要，增加供水及污水处理特许权等导致投资活动现金流持续呈现较大规模净流出。公司筹资活动现金流入主要来源于提取贷款，流出主要系偿还债务、派发股息等，随着获得贷款规模的扩大，2022财年开始公司筹资活动净现金流转正。

杠杆状况指标方面，近年公司资产负债率有所上升，2024财年中期末为66.25%。受益于利润的增长，公司EBITDA有所增长，对利息的保障程度较高。同时外部融资规模扩大亦使净债务规模上升，近年公司净债务/EBITDA总体变化不大。考虑到公司建立“供水+管道直饮水”的双轮驱动业务组合，正在积极发展管道直饮水供应业务，公司未来业务规模扩大、项目建设等或仍有外部融资需求；受购建固定资产、无形资产和其他长期资产付现规模较大影响，2021-2023财年公司自由现金流/净债务指标持续为负。

表19 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 财年中中期	2023 财年	2022 财年	2021 财年
经营活动现金流（亿港元）	11.53	34.66	37.28	26.54
FFO（亿港元）	-	38.87	39.79	33.62
资产负债率	66.25%	65.38%	64.11%	63.97%
净债务/EBITDA	-	3.14	3.16	3.39
EBITDA 利息保障倍数	-	4.61	5.52	5.14
总债务/总资本	-	53.58%	52.55%	53.37%
FFO/净债务	-	23.10%	25.59%	23.37%
经营活动现金流净额/净债务	-	20.60%	23.98%	18.44%
自由现金流/净债务	-	-7.24%	-3.13%	-9.21%

注：公司 2021-2023 财年公司自由现金流/净债务为负均系当期自由现金流为负。

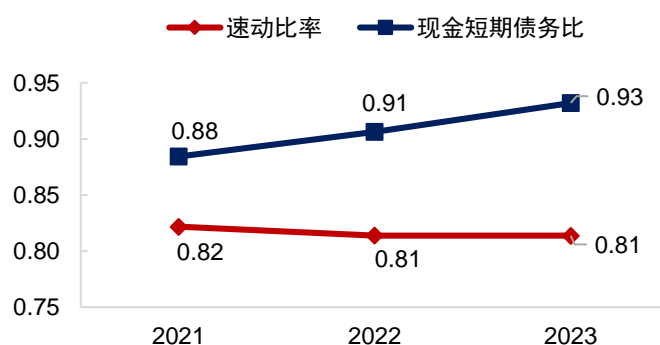
资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告及未经审计的 2024 财年中中期财务报告，中证鹏元整理

短期偿债能力方面，近年公司速动比率和现金短期债务比均小于1。截至2023财年末公司授信总额度370.57亿元，其中未使用额度234.92亿元；同时公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集资金。此外，2022年11月公司与银行订立最高额5.00亿美元的五年期银团贷款融资协议²，用于偿还部分银行借款，将短期债务置换再融资为长期债务，优化债务结构，提升流动性；根据公司于2023年6月发布的《建议分拆银龙供水集团有限公司于香港联合交易所有限公司主板独立上市》，分拆

²截至 2024 年 3 月末，在该银行贷款融资项下已提取约 3.58 亿美元，并已用作还款及提前偿还公司若干银行融资。

业务为城市供水业务以及管道直饮水供应业务，未来若分拆上市成功，公司融资渠道将进一步拓宽。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生负面影响

环境因素

根据公司提供的相关说明，过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司提供的相关说明，过去一年公司未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情况。

公司治理

公司按照《香港联合交易所有限公司证券上市规则》、《公司章程》等相关规定，建立了较为完善的法人治理结构，设立了股东大会、董事会和管理层的独立运行机制。股东大会是公司的权力机构，严格按照《公司章程》的规定召集、召开。公司设董事会，对股东大会负责，除非股东大会上另行决定，否则董事人数不得少于2名，不设上限，董事会可不时委任董事会中的一名或多名成员为董事总经理、联席董事总经理、副董事总经理或出任公司任何其他职位或行政主管职位；此外，董事会可不时委任总经理及一名或以上经理，其任期由董事会决定，董事会可向其赋予董事会认为适当的所有或任何权力。为加强董事会职能及企业管治常规，董事会设立审核委员会、提名委员会和薪酬委员会，各董事委员会根据各自书面职权范围履行特定职责。依据公司的适用法律，公司并未设置监事会或监事。

公司设有财务部、投资部、稽核部、运营管理部、工程建设管理中心、资本运营部、信息部等11个部门；此外，公司制定有财务管理制度、财务预算管理办法、投资管理办法、招标管理办法、安全生产管理规范等各项内控制度，满足公司日常生产经营需要。

公司董事及高级管理人员大多已在公司任职多年，拥有水务行业相关背景或在审计、税务、会计、财务管理、并购、投资等方面拥有相关经验、资质，具有较为丰富的行业及管理经验。截至2023财年末，公司雇员约11,400名，其中大专及以上学历人员共4,331人；初级职称1,874人，中级职称1,017人，高级职称229人，硕士及以上学历118人。公司已经建立了集团内部专家人才库，依需要对水务的项目投资、建设、运营、管理提供人才支持。

根据公司提供的说明，公司不存在对本次发行构成障碍的尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近36个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的子公司银龙水务投资有限公司（以下简称“银龙水投”）企业信用报告³，从2021年1月1日至报告查询日（2024年7月10日），子公司银龙水投本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

（三）或有事项分析

截至2023财年末，公司就若干子公司物业买方的按揭贷款向银行作出约0.19亿港元的外部担保，占同期末公司总权益的比重很小。

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司经营产生的现金流是本期债券偿债资金的主要来源。公司经营整体稳定，经营获现能力较强，2021-2023财年及2024财年中中期公司经营业务产生之现金净额分别为26.54亿港元、37.28亿港元、34.66亿港元和11.53亿港元，持续保持较大规模的净流入，但需关注若未来公司经营业务产生之现金净额呈现较大波动或呈现净流出，则可能无法及时提供本期债券还本付息所需资金。

九、结论

公司主要从事城市供水业务、管道直饮水供应业务和环保业务，考虑到我国供水行业目前已进入成熟期，市场格局趋于稳定，且地方政府对公用事业类特许经营权重视程度日益加深，未来收购水务资产

³ 公司及子公司银龙供水集团有限公司为境外注册公司，二者无征信报告。

难度增加，公司原有城市供水业务扩张存在一定难度，目前公司存量债务规模较大，且在建项目和新主业的持续扩张带来资金压力的上升，同时重要联营公司康达环保整体财务状况仍有改善空间，需关注其业绩变化及财务状况改善情况。但是考虑到公司作为全国性的跨区域水务运营商，业务布局广泛，水处理能力较强，经营整体稳定，经营获现能力及盈利能力较强，公司的新主业管道直饮水供应业务持续扩张，伴随直饮水市场潜力逐步释放，新主业有望进一步提升公司经营业绩，同时公司作为香港联合交易所主板上市公司能够获得融资便利，境内外融资渠道较为畅通。综合来看，公司抗风险能力很强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

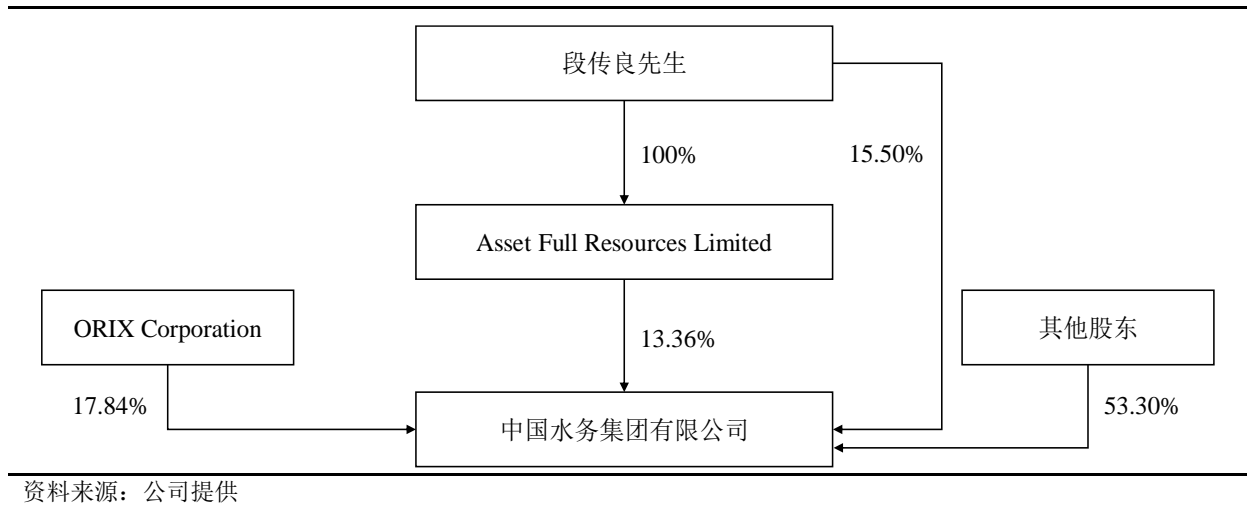
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿港元）	2024 财年中期	2023 财年	2022 财年	2021 财年
现金及现金等价物	54.33	69.85	60.23	39.01
已抵押存款	4.05	5.14	5.06	5.15
应收贸易账款及票据	23.20	19.54	15.62	10.71
预付款项、按金及其他应收款项-流动资产	26.71	26.35	23.84	18.80
流动资产合计	171.65	178.86	164.99	128.77
物业、厂房及设备	32.65	33.38	33.73	28.63
于联营公司之投资	23.03	24.03	27.44	25.18
商誉	13.69	14.19	14.76	14.09
其他无形资产	298.96	291.23	265.04	216.55
非流动资产合计	431.12	432.78	405.66	341.61
资产总计	602.78	611.64	570.64	470.38
借贷-流动负债	68.33	80.21	76.92	52.62
应付贸易账款及票据	62.42	54.04	46.74	37.60
应计负债、已收按金及其他应付款项	29.75	31.32	26.76	21.48
税项拨备	30.58	30.27	25.97	19.75
流动负债合计	209.15	211.78	192.48	145.47
借贷-非流动负债	160.96	156.07	141.71	131.67
非流动负债合计	190.19	188.14	173.33	155.41
负债合计	399.33	399.92	365.82	300.88
总债务	-	244.34	226.88	194.00
总权益（所有者权益）	203.44	211.72	204.83	169.50
收益（营业收入）	68.46	141.95	129.50	103.46
本年度溢利（净利润）	13.78	30.88	29.77	26.62
经营业务产生之现金净额（经营活动产生的现金流量净额）	11.53	34.66	37.28	26.54
投资业务动用之现金净额（投资活动产生的现金流量净额）	-23.99	-41.12	-42.16	-39.83
融资业务产生之现金净额（融资活动产生的现金流量净额）	-1.70	18.67	25.33	-5.18
财务指标	2024 财年中期	2023 财年	2022 财年	2021 财年
EBITDA（亿港元）	-	53.53	49.15	42.47
FFO（亿港元）	-	38.87	39.79	33.62
净债务（亿港元）	-	168.30	155.50	143.89
销售毛利率	36.87%	37.66%	38.32%	41.94%
EBITDA 利润率	-	37.71%	37.95%	41.05%
总资产回报率	-	7.87%	8.42%	8.77%
资产负债率	66.25%	65.38%	64.11%	63.97%

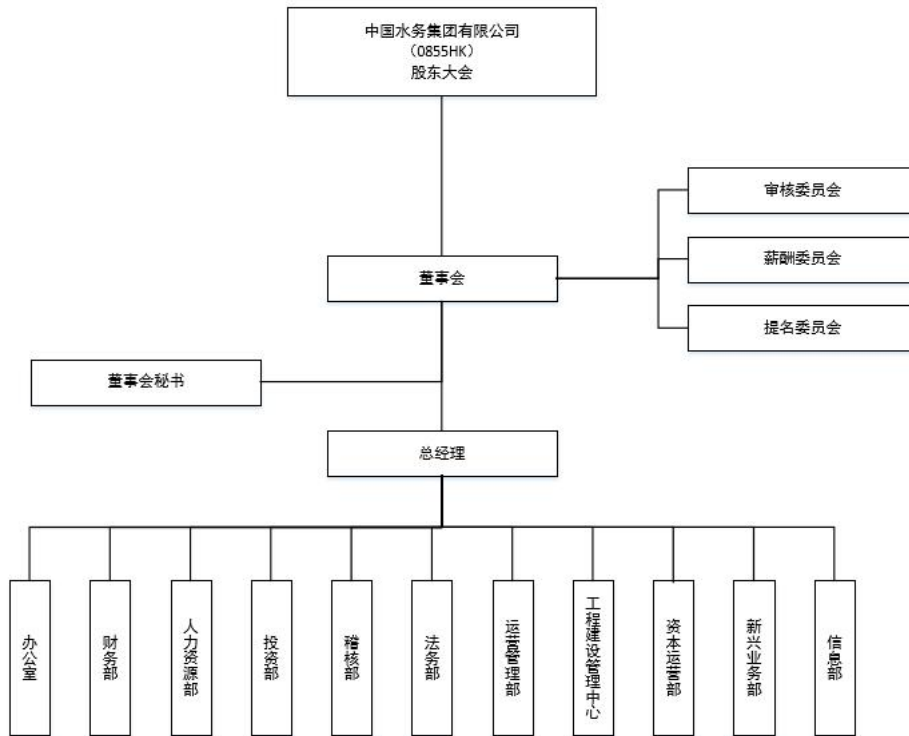
净债务/EBITDA	-	3.14	3.16	3.39
EBITDA 利息保障倍数	-	4.61	5.52	5.14
总债务/总资本	-	53.58%	52.55%	53.37%
FFO/净债务	-	23.10%	25.59%	23.37%
速动比率	-	0.81	0.81	0.82
现金短期债务比	-	0.93	0.91	0.88

资料来源：公司 2021-2023 财年审计报告及未经审计的 2024 财年中中期财务报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 财年中期末）



附录三 公司组织结构图（截至 2024 财年中期末）



资料来源：公司提供

附录四 2024 财年中期末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

序号	子公司名称	注册地址	持股比例
1	银龙供水集团有限公司	百慕大/中国香港	100.00%
2	金达（香港）有限公司	中国香港	100.00%
3	China Water Group (HK) Limited	英属维尔京群岛/中国香港	100.00%
4	China Water International Limited	英属维尔京群岛/中国香港	100.00%
5	New Prime Holdings Limited	英属维尔京群岛/中国香港	100.00%
6	宏力集团有限公司	英属维尔京群岛/中国香港	100.00%
7	荆州水务集团有限公司	中国大陆	36.90%
8	长沙（中国水务）环保有限责任公司	中国大陆	18.75%
9	China Water Investments Limited	英属维尔京群岛/中国香港	100.00%
10	Business Decade Limited	英属维尔京群岛/中国香港	100.00%
11	Sharp Profit Investments Limited	英属维尔京群岛	100.00%
12	Mitsumaru East Kit (group) limited	英属维尔京群岛	100.00%
13	中国可隆水务管理有限公司	中国香港	100.00%

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	借贷（流动负债）+应付票据+租赁负债（流动负债）+其他短期债务调整项
长期债务	借贷（非流动负债）+租赁负债（非流动负债）+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+总权益
EBITDA	收益-销售成本-销售及分销成本-行政支出+物业、厂房及设备之折旧+使用权资产之折旧+其他无形资产之摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	毛利/收益×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /收益×100%
总资产回报率	（除税前溢利+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/总权益*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

注：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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。