

中国水务集团有限公司 2025 年度 第一期中期票据（债券通）信用评 级报告

中鹏信评【2024】第 Z【1698】号 02

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，但不对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。

中国水务集团有限公司2025年度第一期中期票据（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	2024-11-05

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，主要经营城市供水、管道直饮水供应和环保三大业务板块，业务布局广泛，水处理能力较强，经营指标整体表现稳定，获现及盈利能力较强，公司管道直饮水供应业务持续扩张，未来伴随市场潜力的逐步释放，该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，公司境内外融资渠道较为畅通。同时我们也关注到，地方政府对公用事业类特许经营权重视程度日益加深，公司水务业务未来扩张存在一定难度，近年公司城市供水及环保板块收入呈现不同程度下降，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。

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：用于公司子公司偿还境内有息债务及项目建设

公司主要财务数据及指标（单位：亿港元）

合并口径	2024 财年	2023 财年	2022 财年
总资产	632.42	611.64	570.64
归母所有者权益	127.87	129.93	129.69
总债务	260.18	244.34	226.88
营业收入	128.59	141.95	129.50
净利润	25.91	30.88	29.77
经营活动现金流净额	27.77	34.66	37.28
净债务/EBITDA	4.14	3.14	3.16
EBITDA 利息保障倍数	3.50	4.61	5.52
总债务/总资本	54.81%	53.58%	52.55%
FFO/净债务	15.90%	23.10%	25.59%
EBITDA 利润率	38.41%	37.71%	37.95%
总资产回报率	6.58%	7.87%	8.42%
速动比率	0.78	0.81	0.81
现金短期债务比	0.75	0.93	0.91
销售毛利率	37.14%	37.66%	38.32%
资产负债率	66.08%	65.38%	64.11%

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 2022 财年、2023 财年、2024 财年均指对应会计年度。

资料来源：公司 2022-2024 财年审计报告，中证鹏元整理

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

正面

- **公司业务布局广泛，水处理能力较强，经营指标整体表现稳定，获现及盈利能力较强。**公司主要经营城市供水、管道直饮水供应及环保三大业务板块，涉及全国 20 余个省、直辖市。截至 2024 财年末，公司供水能力 1,412.00 万吨/日（包含在营、在建及规划中），注册水表用户持续增长，同时近年公司污水处理厂数量、污水处理能力（包含在营、在建及规划中）均整体呈增长趋势，城市供水和污水处理经营指标整体表现稳定。2022-2024 财年公司经营活动现金流持续呈较大规模净流入，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，未来伴随市场潜力的逐步释放，该业务有望进一步提升公司经营业绩。**公司积极发展管道直饮水供应业务，该业务近年持续扩张，年售水量和服务人口数均实现跳跃式增长，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；直饮水市场潜力的逐步释放，以及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、市场份额和盈利贡献能力。
- **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，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集资金，能够获得融资便利，境内外融资渠道较为畅通。

关注

- **公司水务业务未来扩张存在一定难度，近年城市供水及环保板块收入呈现不同程度下降。**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，考虑到我国相关市场格局趋于稳定，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，公司水务业务未来规模扩张存在一定难度；受安装及维护工程、建设工程的减少和汇率波动等影响，近年公司城市供水以及环保板块收入整体呈现不同程度下降，拉动同期营业收入整体下滑。
- **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），行权期间为 2024 年 9 月 30 日至 2024 年 12 月 31 日；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、2022 财年为 1.45 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，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	632.42	412.19	1,399.66	331.04
营业收入	245.19	213.19	128.59	106.28	242.00	72.54

净利润	30.64	20.86	25.91	1.66	28.14	10.95
销售毛利率	36.71%	32.20%	37.14%	23.46%	41.63%	25.15%
资产负债率	67.29%	64.91%	66.08%	67.71%	58.54%	48.40%
日供水能力（万吨/日）	1,433.03	1,108.92	1,412.00	922.64	997.38	327.95
日污水处理能力（万吨/日）	2,963.28	1,287.35	123.18	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2024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
境外机构及其发行熊猫债券评级方法	cspy_ffmx_2024V2.0
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	评分等级	评分要素	评分等级		
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。

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19.75%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财年末，公司合并范围内一级子公司共13家，详见附录三。

二、 本期债券概况及募集资金使用情况

债券名称：中国水务集团有限公司2025年度第一期中期票据（债券通）；

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；

募集资金用途：本期债券募集资金投向明细如下：

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
偿还有息债务	-	3.00	-
项目建设	18.70	2.00	10.69%
合计	-	5.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

项目建设内容及进度

募集资金中用于项目建设的人民币2.00亿元具体使用明细如下：

表2 用于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	计划总投资	已投资	募集资金使用规模
------	--------	-------	-----	----------

鹿邑城乡一体化项目	河南鹿邑银龙供水有限公司	1.39	0.21	0.70
惠州大亚湾石化区综合污水处理项目改扩建工程（美孚）	惠州大亚湾清源环保有限公司	7.84	5.83	1.00
高安城乡一体化工程（村前水厂管网延伸、沙湖水厂管网延伸、相城集镇供水工程改造）	高安水务有限公司	9.47	2.26	0.30
合计	-	18.70	8.30	2.00

注：上表项目开发主体均为公司合并范围内子公司；累计已投资数据均为截至 2024 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）鹿邑城乡一体化项目

项目涉及22个乡镇、103个行政村管网铺设及15个行政村的管网改造，供水水源均采用深层地下水，供水工艺为原水经除氟处理后加次氯酸钠消毒液消毒后向用户管网供水。工程主要内容包括新铺供水管道241.58万米、入户安装6.34万户、新打水源井53眼及配套机电设备、建设井房57座、架设变压器48台、新建8座清水池及3间管理房、配备17套水质监测设备。

（2）惠州大亚湾石化区综合污水处理项目改扩建工程（美孚）

项目位于大亚湾石化区M1地块滨海十四路，新建一套设计处理能力为1,120m³/h的综合废水处理设施，主要处理埃克森美孚（惠州）化工综合体项目（含主产区、液体码头和产品终端罐区）的废水，占地38,604.5m²，部分经处理达标后回用于埃克森美孚（惠州）化工综合体项目，排放量为400m³/h，厂区内单独排放口。项目主要由污泥脱水及干化厂房、臭氧接触氧化池、液氧站、臭氧制备间、加药间及配电间、管控一体中心、雨水提升池、废碱液调节罐、含盐污水事故罐、循环排污水调节罐等33个单体及场外长输管线构成。

（3）高安城乡一体化工程（村前水厂管网延伸、沙湖水厂管网延伸、相城集镇供水工程改造）

项目主要包括村前水厂管网延伸和沙湖水厂管网延伸及其附属工程。村前水厂管网延伸范围主要为村前镇、杨圩镇、龙潭镇、石脑镇、瑞阳街办及下属行政村及自然村，共29个行政村、261个自然村，供水范围内现状需供水人口约6万人。沙湖水厂管网延伸供水范围主要为筠阳街办、蓝坊镇、黄沙岗镇、新街镇、独城镇及八景镇部分下属行政村及自然村，共涉及29个行政村、245个自然村，供水范围内现状需供水人口约7万人。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措

今年以来国内经济运行整体平稳，上半年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，新动能不断培育壮大。下半年内外部环境依然复杂严峻，美国将

开启降息周期，大国博弈和地缘政治持续干扰；国内有效需求不足，叠加暴雨洪涝等极端天气，经济的活力和动力仍待进一步激发。政治局会议强调“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，宏观政策加大逆周期调节力度，以改革促发展，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策继续保持支持性，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币新工具有望推出，支持扩内需和促消费等；进一步疏通利率传导机制，持续完善二级市场买卖国债新机制。财政政策注重节奏，加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，持续化解债务风险，同时推进财税体制改革。

详见《[可感可及的增量政策是最大预期差—2024年下半年宏观经济展望](#)》。

行业环境

（一）供水

近年我国用水需求总量呈现平稳的态势，用水效率持续提升，供水行业发展进入成熟阶段，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；我国水价采用由政府主导下的听证会制度，近年多地陆续调整水价，政策推动下水价仍具上涨空间

近年我国用水需求量趋于稳定，用水效率逐步优化，生活用水量占比持续提升。2023年我国总用水量为5,906.5亿立方米，较上年小幅降低，其中工业、生活用水量占比较上年小幅提升。2023年9月，国家发改委等多部门印发《关于进一步加强水资源节约集约利用的意见》，提出：到2030年，节水制度体系、市场调节机制和技术支撑能力不断增强，用水效率和效益进一步提高。

从近年供水量看，2021-2022年我国供水总量同比小幅上升，2023年小幅下降。我国供水行业目前已进入成熟期，建设节水型社会将进一步提高用水效率和效益，并将持续推进重点城市（县城）公共供水管网漏损治理，2022年我国城市公共供水管理漏损率为12.89%，政策要求到2025年，城市公共供水管网漏损率控制在9%以内。

图1 我国供水总量及同比增速

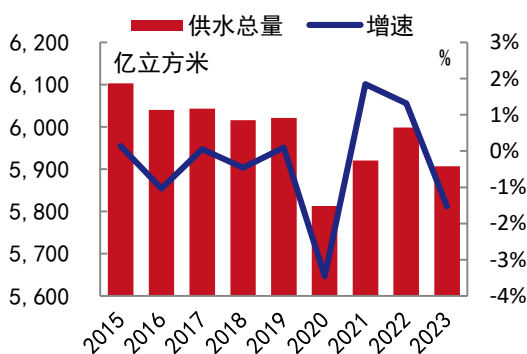
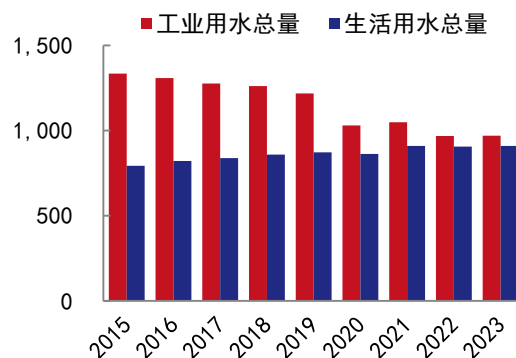


图2 我国供水总量结构（单位：亿立方米）



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

我国供水行业的市场竞争主体主要有国有水务企业、民营水务企业以及少数国际水务企业，其中国有水务企业是行业主要力量，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。水务行业需要获得所有区域水务特许经营权，运营时间一般在20-30年，前期基础设施建设需要大量的资本投入，建设周期较长，且需要长期经营的经验摸索和技术沉淀，行业准入门槛高，短期内市场格局较为稳定。

我国供水企业对水价无定价权，近年来多地陆续调整水价，或将对供水企业盈利有所改善。水价方面，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。2021年6月，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》，自此以来，多地积极推进供水价格新规实行办法，上海、深圳、西安等多个城市调整了水价，2022年-2024年第一季度，供水提价的地级市达40个，占比13.65%。从我国供水企业运营成本角度来看，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，城市供水行业亏损较为普遍，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。

（二）管道直饮水

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

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，随着居民平均生活水平不断提高，对饮用水质量、安全性的要求也不断提高，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。

2005年的《饮用净水水质标准》（CJ94-2005）、2021年的《健康直饮水水质标准》（TBJWA001-2021）、2021年的《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》等各项利好政策的出台，持续推动管道直饮水行业发展。近年来上海市、深圳市、天津市等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。

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，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，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。

（三）污水处理

我国城市及县城污水处理率水平较高，行业发展仍存一定空间，但预计增长较慢，且需关注财政收支压力较大地区的污水处理企业获现能力变化情况

我国城市及县城污水处理率已达到较高水平，其中县城污水处理率增长较快，农村污水处理整体仍存在较大提升空间，2022年我国对生活污水进行处理的建制镇占比仅77.84%，污水处理率仅64.86%。

政策驱动下，污水处理及再生水发展仍存一定空间但预计增速较低。2023年12月，国家发展改革委等部门印发《关于推进污水处理减污降碳协调增效的实施意见》，再次提出需提升污水收集效能、推动再生水利用，到2025年地级及以上缺水城市再生水利用率达到25%以上。

政策持续加码农村和建制镇污水治理，农村和建制镇污水处理或将成为水务企业新的投资发展方向，但需关注农村及建制镇人口密度较低，污水处理需求量不高，相关业务经济效益不佳，污水处理企业主观投资意愿有待提升。

从市场格局来看，我国污水处理行业仍主要以跨国企业、国有企业和民营企业为经营主体。近年来，随着国内企业在技术和经营理念上的快速发展，国内企业竞争能力上升明显，目前国内企业中主要由国有控股企业占据市场。

污水处理服务费由地方政府收取后支付给污水处理企业，需关注污水处理服务费回款及账期变动情况。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行，污水处理费标准与污水处理服务费单价并不一定相等。2021年-2023年末全国36个大中城市居民生活用水的污水处理费价格维持在1.02元/吨左右，但由于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服务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。

四、经营与竞争

公司是一家全国性的跨区域水务运营商，主要从事城市供水、管道直饮水供应和环保三大业务板块，涉及全国20余个省、直辖市，业务覆盖范围较广。除上述主要板块之外，公司还经营总承包建设业务、销售货品业务、销售物业业务、酒店及租金业务等其他业务，对营业收入形成了补充，其中总承包建设业务收入主要来源于子公司江西银龙水环境建设有限责任公司开展供水、污水处理等市政工程建设，销售货品业务收入主要来源于子公司杭州梁运储运有限公司销售成品油。

表3 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿港元）

项目	2024 财年	2023 财年	2022 财年
营业收入	128.59	141.95	129.50
毛利	47.76	53.46	49.62
销售毛利率	37.14%	37.66%	38.32%

资料来源：公司 2022-2024 财年审计报告，中证鹏元整理

表4 公司营业收入构成情况（单位：亿港元）

项目	2024 财年		2023 财年		2022 财年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市供水板块	88.97	69.19%	94.41	66.51%	94.52	72.99%
管道直饮水供应板块	17.01	13.23%	13.09	9.22%	6.94	5.36%
环保板块	10.32	8.03%	15.87	11.18%	11.61	8.96%
其他	12.29	9.56%	18.58	13.09%	16.44	12.69%
合计	128.59	100.00%	141.95	100.00%	129.50	100.00%

资料来源：公司 2022-2024 财年审计报告，中证鹏元整理

（一）城市供水板块

公司城市供水业务范围分布广泛，供水能力较强，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

公司城市供水板块包括城市供水经营、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。2022-2024财年，公司整体安装及维护工程、建设工程的减少，致使城市供水板块收入逐年下滑。

截至2024财年末，公司拥有160座水厂，分布于全国多个省市及地区，包括湖南省、湖北省、河南省、河北省、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。公司供水管网长度、供水注册水表数量近年均持续上升。截至2024财年末，公司供水能力1,412.00万吨/日（包含在营、在建及规划中），在行业内处于第一梯队。

整体来看，公司城市供水各项运营指标稳中向好，年供水量和年售水量保持上升趋势。同时，公司城市供水平均管网漏损率近年总体呈下降趋势。

表5 公司城市供水运营情况

指标名称	2024 财年	2023 财年	2022 财年
水厂数量（座）	160	158	158
期末供水能力（万吨/日）	1,412.00	1,410.00	1,380.00
平均漏损率	14.42%	14.30%	17.10%
年供水量（万吨）	163,807.00	159,730.00	156,080.00
年售水量（万吨）	140,100.00	136,845.90	129,414.30

平均水价（元人民币/吨）	2.11	2.11	2.10
供水管网长度（公里）	149,000.00	148,000.00	146,342.00
供水注册水表（万户）	784	747	709

注：供水管网长度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6 公司供水结构情况（单位：万吨）

指标名称	2024 财年	2023 财年	2022 财年
居民用水	57,739.24	58,459.30	54,313.20
非居民用水	82,454.69	78,386.60	75,101.10

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。

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。

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。公司通过投资建设、收购和兼并等多种方式占领水务市场，截至2024财年末，公司主要在建供水项目计划总投资47.34亿元，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7 截至 2024 财年末公司主要在建供水项目情况（单位：亿元人民币）

项目名称	项目所在区域	计划总投资	已投资
宝丰县文笔山水厂建设工程	河南省宝丰县	1.81	1.00
宜丰县城乡供水一体化项目	江西省宜丰县	4.41	2.38
鲁山县张良镇、磙子营乡南水北调水厂建设项目	河南省鲁山县	2.13	1.30
分宜乡村供水管网提升改造	江西省分宜县	1.50	1.00
仁化银龙应急备用水源建设项目（二期）	广东省仁化县	0.46	0.27
西华县城区供水管网升级改造项目	河南省西华县	0.40	0.38
上海大道 3 万吨/日自来水加压站及管网配套建设工程	湖北省荆州市	0.60	0.47
吉安市中心城区公共供水管网漏损治理工程（老旧小区改造）	江西省吉安市	2.58	0.88
漯河银龙水务水厂和配套管网工程	河南省漯河市	0.76	0.29
深圳市大工业区水厂二期扩建项目	深圳市大工业区	2.37	2.48
亢村新城市政管网工程	河南省获嘉县	1.25	1.05

渝水区乡村安全饮水工程二标段（水厂及供水管网工程）	江西省新余市	0.87	0.51
吉安市吉州区城乡一体化	江西省吉安市	1.90	1.30
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	江西省吉安县	3.53	3.21
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	2.21
运城市半坡水厂及输水管道工程	山西省运城市	2.86	0.18
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	2.81
鹿邑城乡一体化项目*	河南省鹿邑县	1.39	0.21
高安城乡一体化工程（村前水厂管网延伸、沙湖水厂管网延伸、相城集镇供水工程改造）*	江西省高安市	9.47	2.26
合计	-	47.34	24.19

注：标“*”项目为本期债券募投项目；深圳市大工业区水厂二期扩建项目累计已投资已超过计划总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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）管道直饮水供应板块

公司管道直饮水供应业务近年快速扩张，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，后续随着市场潜力的逐步释放、在建项目逐步投入运营，公司管道直饮水供水能力、市场份额有望进一步提升，同时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，同时公司向用户销售少量独立的直饮水设备。2022-2024财年公司管道直饮水供应业务快速扩张，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，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。

截至2024财年末，公司管道直饮水供应业务年售水量达到83.44万吨，服务人口约1,000万人，近年该业务保持增长态势，年售水量、服务人口数量均实现跳跃式增长。

表8 公司管道直饮水供应业务运营情况

指标名称	2024 财年	2023 财年	2022 财年
------	---------	---------	---------

年售水量（万吨）	83.44	47.11	28.07
平均水价（元人民币/吨）	320	320	320
服务人口（万人）	1,000	518	220

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）。

截至2024财年末，公司主要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，项目数量合计近900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9 截至 2024 财年末公司主要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	291
河南省	170
湖南省	91
重庆市	68
湖北省	63
山西省	36
贵州省	35
广东省	33
江苏省	24
山东省	18
河北省	14
安徽省	13
陕西省	11
其他地区	14
合计	881

注：其他地区包括广西省、四川省、福建省、黑龙江省和上海市。

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。随着经济发展及人均可支配收入的提高，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）环保板块

受部分污水处理建设项目接近尾声等影响，近年公司环保板块收入存在波动，同时公司污水处理业务回款受政府资金安排影响较大

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，2022-2024财年，受部分污水处理建设项目接近尾声影响，公司环保板块收入存在波动。

截至2024财年末，公司拥有污水处理厂27座，期末污水处理能力123.18万吨/日（包含在营、在建及规划中），近年整体呈上升趋势。2022-2024财年，公司污水处理年结算量亦整体呈上升趋势，同时平均结算价格持续提升。

表10 公司污水处理运营情况

指标名称	2024 财年	2023 财年	2022 财年
污水处理厂数量（座）	27	22	22
期末污水处理能力（万吨/日）	123.18	131.96	104.95
产能利用率	71.61%	85.08%	87.74%
实际处理量（万吨）	23,249.46	20,263.22	20,525.90
保底补足量（万吨）	914.78	988.22	1,203.93
年结算量（万吨）	24,164.24	21,251.44	21,729.83
平均结算价格（元人民币/吨）	1.98	1.70	1.63

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。

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。截至2024财年末，公司主要在建污水处理项目计划总投资30.00亿元，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11 截至 2024 财年末公司主要在建污水处理项目情况（单位：亿元人民币）

项目名称	项目所在区域	计划总投资	已投资
孟州市产业集聚区污水处理厂提标改造工程	河南省孟州市	0.50	0.36
万年中水三期 2 万吨/日扩建项目工程	江西省万年县	0.70	0.30
范县城区污水处理厂提标改造项目	河南省范县	0.55	0.37
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	3.00
惠州大亚湾清源环保有限公司一期含盐污水处理工程技改项目	广东省惠州市	0.54	0.48

宁乡排水一体化	湖南省宁乡市	16.00	6.28
惠州大亚湾石化区综合污水处理项目改扩建工程（美孚）*	广东省惠州市	7.84	5.83
合计	-	30.00	16.62

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

五、 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2022-2024财年审计报告。

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

近年公司负债规模呈增长趋势，同期公司总权益规模亦持续上升，其规模主要受到经营积累、派发股息等影响，整体来看，2022-2024财年公司负债规模增幅高于总权益增幅，公司产权比率持续上升至2024财年末的194.80%。从总权益构成来看，截至2024财年末，公司总权益以储备和非控股股东权益为主，其中储备主要包含保留盈利等。

图3 公司资本结构

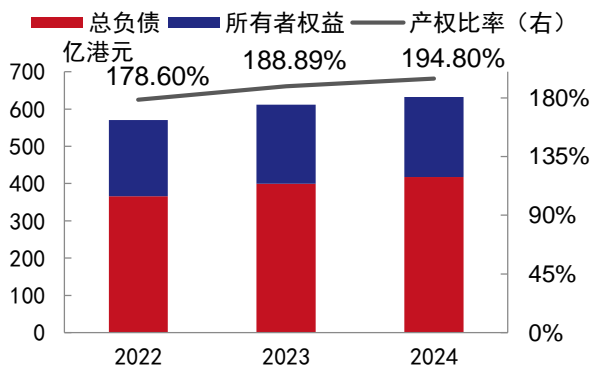
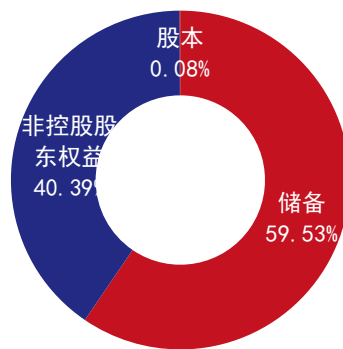


图4 2024财年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2024 财年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 财年审计报告，中证鹏元整理

近年公司资产规模持续增长，公司从事行业为资本密集型行业，资产结构以非流动资产为主。

公司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。2024财年末，公司现金及现金等价物（包含已抵押存款）规模同比减少主要用于投资支出；

物业、厂房及设备主要为楼宇、厂房及机器和在建工程等；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99.17亿元人民币，其中一年以内35.01亿元人民币，目前整体财务状况仍有改善空间。2024年财年末，公司其他无形资产包括供水经营特许权315.02亿港元、污水处理经营特许权2.01亿港元等，近年规模因新增子公司等持续增长。

其他资产方面，2024财年末，公司应收贸易帐款及票据计提减值拨备0.71亿港元，期限结构以0至90日、超过180日为主，其中超过180日的占比35.95%；流动资产中的预付款项、按金及其他应收款项主要系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；公司商誉主要系并入各水务企业产生。

截至2024财年末，公司受限资产合计61.42亿港元，占同期末资产总额的9.71%；除此之外，2024财年末公司还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份抵押受限。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿港元）

项目	2024 财年		2023 财年		2022 财年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金及现金等价物	48.05	7.60%	69.85	11.42%	60.23	10.55%
已抵押存款	7.45	1.18%	5.14	0.84%	5.06	0.89%
应收贸易帐款及票据	21.36	3.38%	19.54	3.19%	15.62	2.74%
预付款项、按金及其他应收款项-流动资产	28.31	4.48%	26.35	4.31%	23.84	4.18%
流动资产合计	168.76	26.68%	178.86	29.24%	164.99	28.91%
物业、厂房及设备	34.22	5.41%	33.38	5.46%	33.73	5.91%
于联营公司之投资	21.51	3.40%	24.03	3.93%	27.44	4.81%
商誉	13.71	2.17%	14.19	2.32%	14.76	2.59%
其他无形资产	318.47	50.36%	291.23	47.61%	265.04	46.44%
非流动资产合计	463.66	73.32%	432.78	70.76%	405.66	71.09%
资产总计	632.42	100.00%	611.64	100.00%	570.64	100.00%

资料来源：公司 2022-2024 财年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司整体盈利能力较强，管道直饮水供应板块近年维持快速增长表现；城市供水及环保板块主要经营指标整体表现稳定，但受安装及维护工程、建设工程的减少和汇率波动等影响，板块收入整体呈

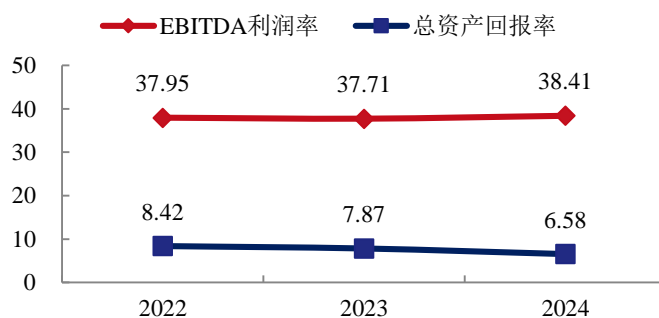
¹ 2020年4月，公司（作为认购人）与BPEA（作为发行人）订立认购协议，据此，公司有条件同意认购及BPEA有条件同意发行可交换债券，代价为3.61亿港元。代价将通过由公司向BPEA发行可换股债券的方式偿付，可交换债券初步赋予其持有人有权利交换得BPEA于交换权行使日期所拥有的3.44亿股康达环保股份（约16.93%股权），公司提名子公司Sharp Profit为可交换债券持有人。该可交换债券所附的交换权不可于发行日期开始至2024年9月30日（含）期间行使；可交换债券持有人将有权于不可交换期届满后之日至2024年12月31日营业时间结束止期间行使其附带之交换权。

现不同程度下降，致使同期营业收入整体下滑

公司城市供水和环保板块主要经营指标稳中有升；受整体安装工程及维护工程及建设工程的减少、部分污水处理建设项目逐渐完工或进入最后阶段以及人民币汇率波动等影响，城市供水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%。近年公司坚持重点发展管道直饮水供应板块，其售水量、服务人口均持续上升，维持快速增长的表现，板块收入持续大幅增长对营业收入的贡献能力不断增强。毛利率方面，公司近年销售毛利率整体略有下滑。

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，2022-2024财年，公司期间费用率有所上升，同时公司分占联营公司业绩持续下降，其中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、2022财年为1.45亿港元），近年公司本年度溢利（净利润）整体下降；盈利能力指标方面，公司EBITDA利润率整体变化不大，总资产回报率持续下行，但仍保持在较高水平。截至2024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，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。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 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，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

公司总债务分布于借贷及应付票据科目，规模较大且近年呈增长态势，2024财年末公司总债务占负债总额的比重为62.26%。2024财年末，公司借贷主要包含银行贷款198.17亿港元、其他贷款49.74亿港元，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91.58亿港元，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。2024财年末公司应付贸易帐款及票据期限以0至90日、超过180日为主，其中应付票据7.94亿港元。

其他负债方面，2024财年末公司应计负债、已收按金及其他应付款项主要为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应付当年中期股息。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿港元）

项目	2024 财年		2023 财年		2022 财年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
借贷-流动负债	69.72	16.68%	80.21	20.06%	76.92	21.03%
应付贸易帐款及票据	68.49	16.39%	54.04	13.51%	46.74	12.78%
应计负债、已收按金及其他应付款项	26.85	6.43%	31.32	7.83%	26.76	7.31%
税项拨备	29.84	7.14%	30.27	7.57%	25.97	7.10%
流动负债合计	207.47	49.65%	211.78	52.96%	192.48	52.62%
借贷-非流动负债	178.79	42.78%	156.07	39.03%	141.71	38.74%
非流动负债合计	210.42	50.35%	188.14	47.04%	173.33	47.38%
负债合计	417.90	100.00%	399.92	100.00%	365.82	100.00%
总债务合计	260.18	62.26%	244.34	61.10%	226.88	62.02%
其中：短期债务	78.07	30.00%	84.84	34.72%	81.79	36.05%
长期债务	182.11	70.00%	159.50	65.28%	145.10	63.95%

资料来源：公司 2022-2024 财年审计报告，中证鹏元整理

2022-2024财年公司经营活动现金流持续呈较大规模净流入，但规模下降，同期FFO规模随之同向变动，总体来看，公司获现能力仍较强。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。

杠杆状况指标方面，近年公司资产负债率有所上升，2024财年末为66.08%。外部融资规模扩大带动利息支出规模上升，近年公司EBITDA利息保障倍数有所下降，同时净债务/EBITDA有所上升。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，未来业务规模扩大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，2022-2024财年公司自由现金流/净债务指标持续表现为负。

表14 公司偿债能力指标

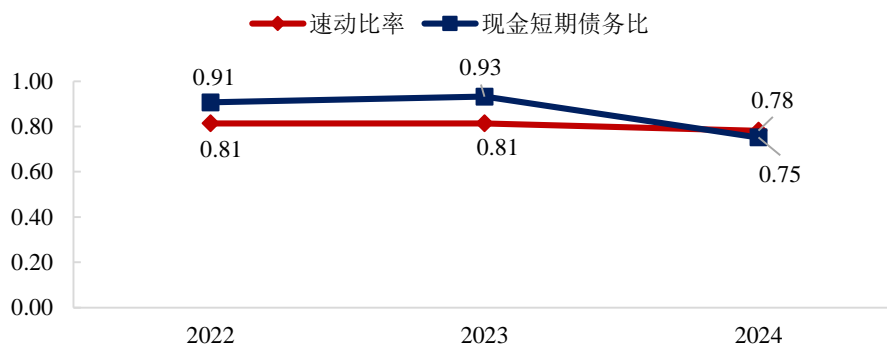
指标名称	2024 财年	2023 财年	2022 财年
经营活动现金流净额（亿港元）	27.77	34.66	37.28
FFO（亿港元）	32.48	38.87	39.79
资产负债率	66.08%	65.38%	64.11%
净债务/EBITDA	4.14	3.14	3.16
EBITDA 利息保障倍数	3.50	4.61	5.52
总债务/总资本	54.81%	53.58%	52.55%
FFO/净债务	15.90%	23.10%	25.59%
经营活动现金流/净债务	13.60%	20.60%	23.98%
自由现金流/净债务	-11.71%	-7.24%	-3.13%

注：2022-2024 财年公司自由现金流/净债务指标为负，均系当期自由现金流为负。

资料来源：公司 2022-2024 财年审计报告，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2024财年末，公司授信总额度400.63亿港元，其中未使用额度202.46亿港元；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。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2024 财年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

治理方面，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，同时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。

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10月11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。

或有事项分析

截至2024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0.18亿港元的外部担保，占

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。

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。

同期末公司总权益的比重很小。

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。

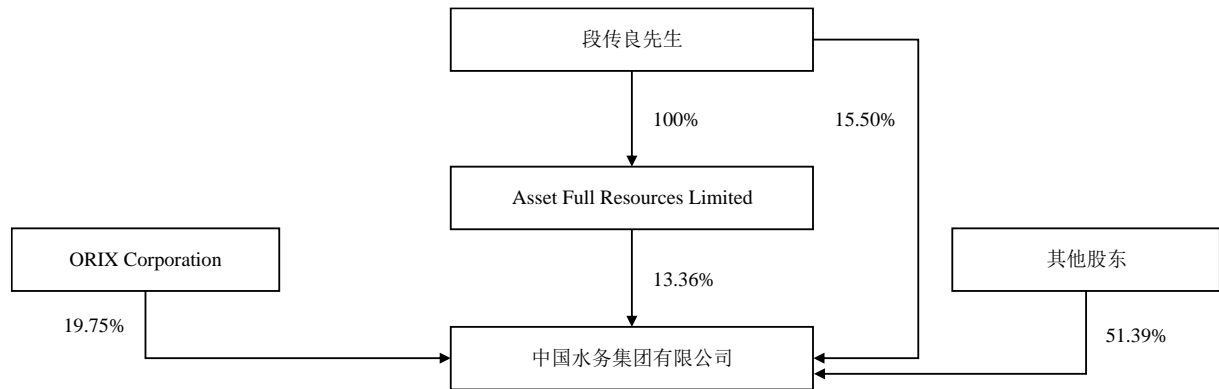
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿港元）	2024 财年	2023 财年	2022 财年
现金及现金等价物	48.05	69.85	60.23
已抵押存款	7.45	5.14	5.06
应收贸易帐款及票据	21.36	19.54	15.62
预付款项、按金及其他应收款项-流动资产	28.31	26.35	23.84
流动资产合计	168.76	178.86	164.99
物业、厂房及设备	34.22	33.38	33.73
于联营公司之投资	21.51	24.03	27.44
商誉	13.71	14.19	14.76
其他无形资产	318.47	291.23	265.04
非流动资产合计	463.66	432.78	405.66
资产总计	632.42	611.64	570.64
借贷-流动负债	69.72	80.21	76.92
应付贸易帐款及票据	68.49	54.04	46.74
应计负债、已收按金及其他应付款项	26.85	31.32	26.76
税项拨备	29.84	30.27	25.97
流动负债合计	207.47	211.78	192.48
借贷-非流动负债	178.79	156.07	141.71
非流动负债合计	210.42	188.14	173.33
负债合计	417.90	399.92	365.82
总债务	260.18	244.34	226.88
总权益（所有者权益）	214.53	211.72	204.83
收益（营业收入）	128.59	141.95	129.50
本年度溢利（净利润）	25.91	30.88	29.77
经营业务产生之现金净额（经营活动产生的现金流量净额）	27.77	34.66	37.28
投资业务动用之现金净额（投资活动产生的现金流量净额）	-54.34	-41.12	-42.16
融资业务产生之现金净额（融资活动产生的现金流量净额）	6.05	18.67	25.33
财务指标	2024 财年	2023 财年	2022 财年
EBITDA（亿港元）	49.39	53.53	49.15
FFO（亿港元）	32.48	38.87	39.79
净债务（亿港元）	204.24	168.30	155.50
销售毛利率	37.14%	37.66%	38.32%
EBITDA 利润率	38.41%	37.71%	37.95%
总资产回报率	6.58%	7.87%	8.42%
资产负债率	66.08%	65.38%	64.11%
净债务/EBITDA	4.14	3.14	3.16
EBITDA 利息保障倍数	3.50	4.61	5.52
总债务/总资本	54.81%	53.58%	52.55%

FFO/净债务	15.90%	23.10%	25.59%
经营活动现金流净额/净债务	13.60%	20.60%	23.98%
自由现金流/净债务	-11.71%	-7.24%	-3.13%
速动比率	0.78	0.81	0.81
现金短期债务比	0.75	0.93	0.91

资料来源：公司 2022-2024 财年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 财年末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 财年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

附录四 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。

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号