

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

珠海水务环境控股集团有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2025年8月28日

到期日期：2026年8月27日

项目负责人：

焦迪 010-65166039；Di.jiao@spgchinaratings.cn

项目组成员：

黄臻 010-65166032；Zhen.huang@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况.....	2
声明.....	4
一、宏观经济与行业环境.....	5
二、评级基准.....	6
三、个体信用状况.....	12
四、主体信用等级.....	13
附录.....	15

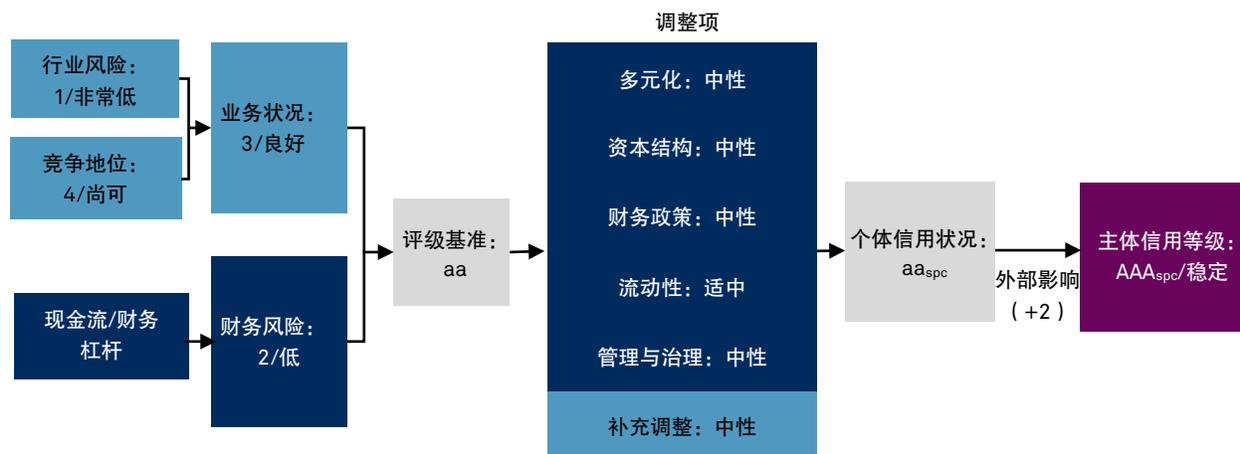
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
珠海水务环境控股集团有限公司	受监管的公共事业	主体信用等级	AAA _{spc}	2025年8月28日	稳定



本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）评定珠海水务环境控股集团有限公司（以下简称“珠海水控”或“公司”）主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为稳定。公司是珠海市综合水务环境投资运营服务企业，承担对珠海市、横琴粤澳深度合作区（以下简称“合作区”）和澳门特别行政区三地的供水保障责任，垄断地位显著，并且在珠海污水处理、排水设施管养及固废处置市场占据主导地位，服务区域综合实力强，能够为业务的稳定运营和发展提供良好的条件。公司盈利能力良好，对澳原水供应业务兼具战略意义和经济效益，为其贡献优质且稳定的利润和现金流。但近年来受土地市场景气度影响，珠海财政收支压力增大，公司污水、固废和排水设施管养等依赖政府财政的业务回款存在较明显的滞后性，使得公司应收款项周转效率下降，对营运资金形成占用。公司核心业务能够产生稳定的现金流，财务杠杆水平较低，EBITDA 对利息支出的覆盖能力强；同时，公司银企关系良好，融资渠道较为畅通，再融资能力良好。由于持续的资本开支和营运资本流出，公司未来有息债务规模或将上升，但预计财务杠杆水平仍能处在较低范围。

珠海市政府对珠海水控的外部支持“高”。公司的控股股东和实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”），与控股股东在股权结构和管理机制方面的紧密度高。公司是珠海市唯一的供水主体，在保障珠海、合作区和澳门三地用水安全与稳定方面发挥不可替代的作用，民生与公益属性强，能够获得来自于当地政府在政府补助、基础设施配套等方面的支持。

主要优势与风险

优势	风险
公司承担对珠海市、横琴粤澳深度合作区和澳门特别行政区三地的供水重任，在区域供水市场具有垄断优势，其中对澳原水供应兼具政治性和盈利性，能够为公司贡献优质且稳定的现金流。公司还是珠海当地重要的污水处理、排水设施管养和固废处理企业，形成了较为完整的水务环保产业链，具备业务专营性和公益属性。	受地方财政收支压力增大因素影响，公司应收款项回收存在滞后性，对营运资本形成占用。
公司与金融机构保持稳定的合作关系，融资渠道较为通畅，再融资能力良好。	水务等相关基础设施的建设、改造和投资或增加公司未来的资金投入需求。
珠海市经济实力强，能够为公司业务发展提供良好的外部环境和	

有力支持。

评级展望

珠海水控的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了公司将能够继续在澳门原水和珠海、合作区自来水供应方面保持垄断地位，业务开展规模相对稳定，盈利能力保持良好，在珠海市水务和环境服务产业相关领域继续发挥重要作用，并能够获得珠海市政府“高”的外部支持。持续的投资需求与营运资本流出或将推动公司有息债务规模增长，其财务杠杆水平或将上升，但预计仍能处在较低范围，EBITDA 对利息仍能保持充分覆盖。公司能够维持良好的银企关系，再融资渠道较为通畅。

上调情形：不适用。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、珠海市政府对公司的外部支持下降，这可能表现为：1) 公司的职能定位明显下降，如核心资产被划出等；2) 政府对公司的管控力度显著降低；2、珠海市政府的支持能力下降。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- [标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025 年 5 月 14 日。](#)
- [标普信用评级（中国）补充评级方法论-受监管的公共事业行业，2023 年 12 月 22 日。](#)
- [标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。](#)

相关研究：

- [一文看懂水务行业发债企业信用质量，2024 年 10 月 16 日](#)

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京



Dan.li@spgchinaratings.cn

项目负责人

焦迪

北京



Di.jiao@spgchinaratings.cn

项目组成员

黄臻

北京



Zhen.huang@spgchinaratings.cn

一、宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们预计，中国水利建设投资在中长期内将维持较大规模，为水务企业稳定运营提供基础。为了优化水资源宏观布局并增强城乡供水保障能力，近年来我国加大水利建设投资力度，投资规模已连续三年超过万亿元。2024 年，全国水利建设完成投资 1.35 万亿元，这些资金重点流向流域防洪工程、国家水网重大工程、水生态环境治理、水文基础设施和数字孪生等四大领域。2023 年 5 月，中共中央和国务院发布《国家水网建设规划纲要》，目标是到 2035 年，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善；水资源利用效率显著提升，城乡供水安全和抗旱应急能力增强；江河湖泊防洪减灾体系基本完善，防洪安全和洪涝风险应对能力提高。我们预计，中国将持续保持较大规模的水利建设投资，这将为水务企业的稳定运营奠定基础。作为国家水网的重要组成部分，各省市亦发布相关水网建设规划。

珠海依托自身良好的水资源禀赋，为构建现代化水网体系、实现水资源优化配置奠定了坚实基础；但与此同时，水资源供给保障能力与高质量发展需求之间的不匹配，仍为当前需要破解的挑战。珠海市位于珠江口西岸、西江下游冲积平原与滨海地带交汇处，境内河网密布，水系发达。西江磨刀门、鸡啼门、虎跳门等主要分流水道与黄杨河、前山河等区域性河流相互贯通，同时与本地河涌共同构成了纵横交错的水系网络。珠海市政府 2024 年 9 月印发《珠海现代水网建设规划》，计划到 2035 年，基本形成系统完备、安全韧性、绿色智能、秀水长清、智能高效的珠海水网，形成与珠海市社会主义现代化目标相适应的水务保障体系。在 2035 年前近期实施项目投资共计 828.2 亿元，其中，水资源配置网项目投资 340.9 亿元，污水防治网项目投资 105.7 亿元。水资源配置重点工程包括澳珠水资源保障工程、珠中江水资源一体化配置工程、海岛重点水源建设工程、珠海水资源保障工程（原水系统工程）和应急备用水源建设等，全市供水安全系数目标提升至 1.3。水资源保障工程等基础设施的建设与完善，将为当地水务企业的运营发展创造更为优越的条件。

我国水价改革具备必要性和可行性，预计未来各地供水价格将呈上行趋势。近年来，水务行业运营成本上升，扩建和提标改造的资本需求增加，但水价长期偏低，导致部分企业水务业务常年亏损，影响可持续发展，同时也加大了财政补贴压力。从可行性角度来看，与发达国家相比，我国水价普遍偏低，水费支出占居民可支配收入的比例较小，水价具备一定上调空间。基于此，近年来我国持续深化城镇供水价格改革。2021 年 8 月，国家发改委推出《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，规范了城镇供水准许成本和准许收益率的确定规则，保障供水企业的合理收益，并规定城镇供水价格监管周期原则上为 3 年，经测算需要调整供水价格的，应及时调整到位，若价格调整幅度较大可分步调整。当价格调整不到位导致供水企业难以达到准许收入时，政府应结合当地经济社会发展水平和用户承受能力等因素，予以相应补偿。因此，终端用水价格的调整及顺价机制的执行已是大势所趋。2022 年以来，多地相应发布各自区域的城市供水价格管理办法，部分区域如衡阳、吉林、常德、上海、广州、长沙、南京、铜陵等地已实施水价调整，水价上涨幅度约为 10%-40%。

PPP 新机制背景下，水务项目竞争加剧，新增项目质量和运营能力值得关注。政府和社会资本合作（PPP）模式被广泛用于我国城市供排水领域，但在其发展过程中出现了项目过度依赖财政资金支持，加重政府隐性债务负担，且优质项目参与主体主要为国有背景企业等问题。因此，2023 年 11 月，国家发改委、财政部发布了《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（以下简称《指导意见》），随后国家发改委办公厅于 2024 年 12 月发布《关于进一步做好政府和社会资本合作新机制项目规范实施工作的通知》（以下简称《通知》），我们认为《通知》对《指导意见》进行了细化和补充，旨在进一步推动 PPP 新机制项目规范有序实施。《通知》强调 PPP 项目应为具有明确收费渠道和方式的使用者付费项目；对拟在运营期按规定补贴运营的项目，要按照地市级以上人民政府或其行业主管部门制定的补贴政策及具体标准执行；不得在特许经营协议中对具体项目作出保底约定或承诺。同时，为促进市场公平竞争，PPP 项目应优先选择民营企业参与，其中污水处理项目、污水管网项目、城镇供水项目民营企业股权占比原则上不低于 35%。考虑到具有良好回报的使用者付费项目具有稀缺性、鼓励民营企业参与和化债等因素，我们认为未来水务 PPP 市场的增长空间或将受限，水务项目的竞争日趋激烈。在 PPP 项目机制发生了显著转变的背景下，我们将关注新增项目的质量和运营能力对水务公司信用水平的影响。

二、评级基准

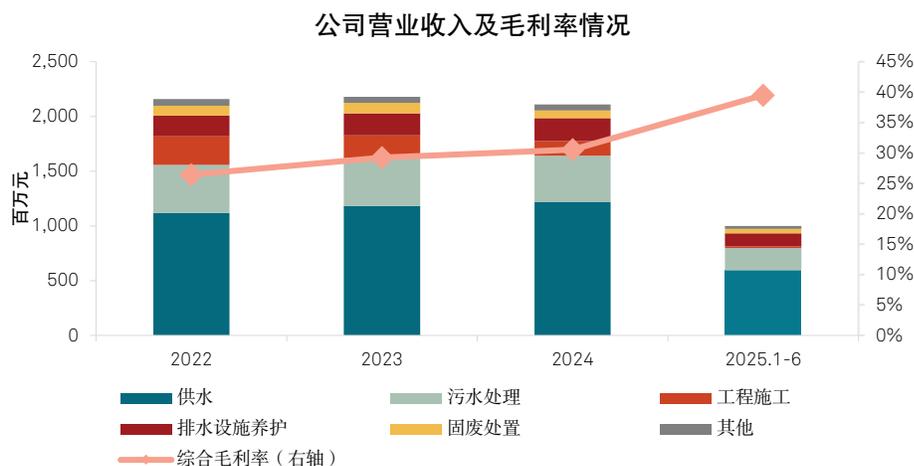
公司概况

珠海水务环境控股集团有限公司前身为珠海市自来水公司，系 1981 年在合并原市供水管理处基础上成立。截至 2025 年 6 月末，公司注册资本 64,900 万元，控股股东和实际控制人为珠海市国资委，持股比例 100%。公司建立了包括党委、董事会和经营管理层等在内的健全的管理治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

公司是珠海市综合水务环境投资运营服务企业，业务涵盖供水保障、污水处理、排水设施管养、固废处理四大板块。供水方面，公司承担珠海市、合作区和澳门特别行政区三地供水保障责任，2024 年供水总量 5.9 亿吨；拥有供水水厂 12 座，净化水设计供水能力 143.3 万吨/日。污水方面，拥有水质净化厂 10 座，日污水处理能力 76 万吨（含参股为 98.9 万吨），2024 年污水处理总量约 2.5 亿吨。固废处理方面，公司医废和餐厨垃圾处理业务实现全市“收运处一体化”，2024 年收运处置餐厨垃圾 8.3 万吨、医疗废物超 3,500 吨，同时运营西坑尾垃圾渗滤液处理站。

截至 2024 年末，公司总资产 93.5 亿元，全年实现营业收入 21.1 亿元；截至 2025 年 6 月末，公司总资产 97.6 亿元，2025 年 1-6 月实现营业收入 10.0 亿元。公司供水和污水业务收入占比较高，其中供水业务是核心的利润贡献来源，毛利润贡献占比 70%以上。近年来，公司综合毛利率呈小幅上升趋势，主要受供水板块利润率提升所带动。

图1



资料来源：公司提供，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

标普信评认为，珠海水控的业务状况“良好”。公司是珠海市综合水务环境投资运营服务企业，承担对珠海市、合作区和澳门特别行政区三地的供水保障责任，服务区域综合实力强，能够为业务的稳定运营和发展提供良好的条件。公司在澳门原水和珠海自来水供应方面保持垄断地位，也是珠海及合作区重要的污水处理、排水设施管养和固废处置企业。其中，公司对澳原水供应业务兼具战略意义和经济效益，能够为其贡献优质且稳定的现金流。但近年来受土地市场景气度影响，珠海财政收支压力增大，公司污水、固废、排水设施管养等依赖政府财政的业务回款存在较明显的滞后性，使得应收款项周转效率下降，对营运资金形成占用。

公司是珠海市唯一的供水企业，在对澳原水和珠海、合作区自来水供应方面具有垄断性，并且在珠海及合作区污水处理、排水设施管养及固废处置市场占据主导地位。公司供水业务包括原水及自来水，主要运营主体为子公司珠海市供水有限公司和珠海经济特区对澳门供水有限公司。其中，原水业务包括对澳供水和对珠海本地部分工业企业供水，对澳原水占原水总售水量比重的八成左右，承担澳门特别行政区所需的 98%左右的原水供应量；自来水业务服务于珠海本地及合作区，市场占有率 100%，垄断地位明显。此外，公司也在珠海及合作区污水、排水设施管养和固废处置市场占据主导

地位。污水处理方面，公司控股污水处理能力占全市处理规模近 70%；排水设施管养方面，珠海及合作区市政排水设施均由公司负责养护；固废处理方面，医废收运处置和垃圾填埋场渗滤液处理市占率 100%，餐厨市占率超过 70%。

公司主要服务区域经济发展具有活力，人口基数韧性较强，为水务、环保等业务提供了稳定的需求支撑和发展空间。珠海市作为经济特区，区域经济保持稳健增长和较强的活力，2024 年全市实现地区生产总值 4,479 亿元，同比增长 3.5%，人均生产总值 17.9 万元，在全国城市中排名靠前。当地确立了“4+3”的产业布局，即新一代信息技术、新能源、集成电路、生物医药与健康 4 大主导产业，以及智能家电、高端装备制造、精细化工 3 大优势产业。珠海市常住人口保持增长趋势，截至 2024 年末当地常住人口 251.9 万人，较上年增加 2.4 万人。澳门特别行政区凭借其独特的产业优势，持续展现出强劲的经济活力。澳门实施“1+4”多元发展战略，以建设世界旅游休闲中心为核心，重点培育大健康、现代金融、高新技术及会展文体的四大重点产业。2024 年澳门特区本地生产总值为 4,033 亿澳门元，按年实质增长 8.8%。人均本地生产总值为 58.8 万澳门元。截至 2024 年末，澳门总人口 68.8 万人，较上年微增 0.7%，人口趋势相对稳定。近年来，受服务区域经济发展和人口增长等因素的带动，公司供水量保持健康增长。

公司水务业务经营规模尚可，管网运营效率良好，未来将通过供水设施建设进一步提高对珠海市的供水保障能力。截至 2025 年 6 月末，公司设计供水能力 143.3 万吨/日，2024 年供水总量 5.9 亿吨，同比增长 1.8%。珠海市当前供水保障体系面临结构性挑战，以设计供水能力与实际供水量比值衡量的供水安全系数目前低于 1.2 倍，供水能力与保持增长的区域用水需求存在不匹配。在此情况下，部分水厂存在超设计产能运行情况，供水系统的安全边际有待提升。公司将继续围绕水厂等供水设施的新建和改造进行相关投入，以进一步提升区域供水保障能力，其中梅溪水厂和唐家水厂二期分别计划于 2025 年 10 月和 2027 年投产，预计将增加供水能力 15 万吨/日和 16 万吨/日。近年来，公司通过供水管网改造、查漏、维修整改等方式改善供水产销差率，2024 年从上年 12.5%的水平下降至了 10.7%，在行业中表现良好，未来也将在管网新建和改造方面继续投入，产销差率或仍有改善空间。污水处理方面，公司拥有设计污水处理能力 76 万吨/日，2024 年污水处理量 2.5 亿吨，并计划收购区域内其他污水处理设施，市场份额有望进一步得到拓展。此外，公司也负责全市的排水设施管养，截至 2025 年 6 月末，管网公司共管理、养护排水管网 5,263 公里、泵站 260 座。我们预计，未来 1-2 年公司水务经营规模将维持小幅增长，且水务等基础设施建设、改造和投资或将使公司面临更高的资金支出需求。

表1

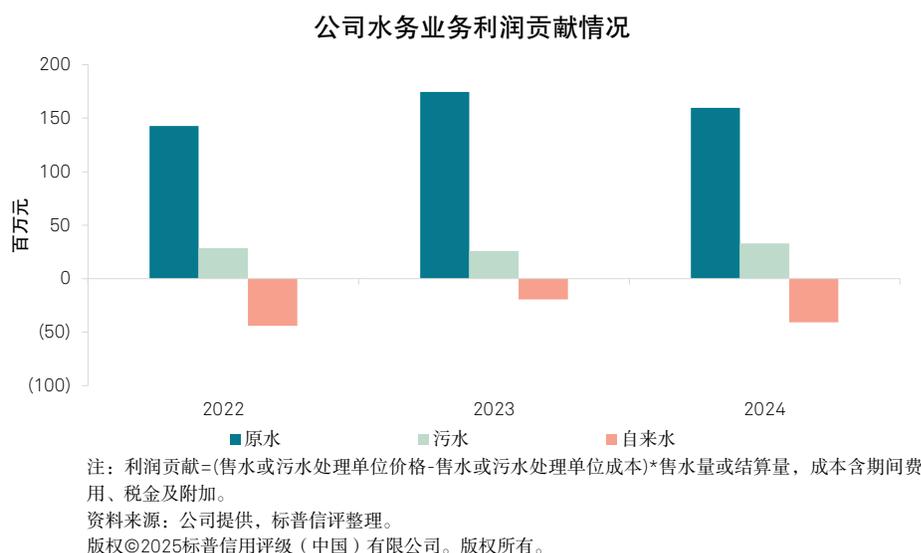
公司水务业务运营情况				
	2022	2023	2024	2025.1-6
原水				
供水量 (万吨)	12,029	12,518	12,886	6,134
售水量 (万吨)	11,948	12,446	12,925	6,043
自来水				
设计供水能力 (万吨/日)	143.3	143.3	143.3	143.3
供水量 (万吨)	44,036	45,364	46,020	22,452
售水量 (万吨)	38,449	39,688	41,084	20,243
其中：居民用水	14,341	14,528	15,035	7,490
非居民用水	24,108	25,160	26,049	12,754
产销差率	12.7%	12.5%	10.7%	9.8%
产能利用率 (%)	84.2%	86.7%	88.0%	86.6%
污水处理				
污水处理能力 (万吨/日)	72	76	76	76
实际处理量 (万吨)	23,325	24,423	24,783	11,944

数据来源：公司提供，标普信评。

公司盈利能力良好，其中对澳原水供应业务兼具战略意义和经济效益，为公司提供了优质稳定的利润和现金流来源。目前，公司水务业务呈现差异化盈利格局，即原水业务盈利表现突出，污水处理业务小幅盈利，而自来水业务则呈现一定的亏损。公司对澳原水供应建立了较为通畅的价格调整机制，以三年为一个调价周期，价格调整综合考虑 CPI 价格指

数、电价变动幅度、供水耗电量及供水量等运营指标。2023年，公司顺利完成原水价格调整，对澳原水供应价格由2.59元/吨上调至2.77元/吨，下一次调价窗口将于2026年开启。得益于这一市场化定价机制，公司原水业务保持优秀的盈利水平，近三年平均毛利率在64%左右的高位，成为支撑公司整体盈利表现的重要支柱。珠海市自来水实行政府定价，现行自来水价格仍执行2013年制定的标准，十余年未作调整。在当前物价水平和运营成本上涨的背景下，现有水价无法完全覆盖供水成本，导致该业务板块持续亏损。污水处理方面，公司目前负责运营的10座污水处理厂中，9座采用BOT特许经营模式，1座采用政府采购服务模式，定价机制执行“成本+税收+合理利润”的原则，目前有小幅的利润空间。2022-2024年期间，公司污水处理价格与运营成本呈现同向小幅变动，毛利率维持在相对稳定的区间。我们认为，在当前国家政策支持水价市场化改革的背景下，建立合理的水价形成机制、保障供水企业可持续经营已成为行业发展趋势。珠海市作为粤港澳大湾区重要节点城市，其供水基础设施较为完善、水费收缴率良好，具备实施水价调整的有利条件。若未来当地水价调整方案得以落地实施，将能够有效改善供水板块的盈利能力和可持续发展水平。

图2



除水务业务外，公司还从事固废处理、工程施工等业务，形成了较为完整的水务环保产业链。公司固废处理业务通过政府委托运营和BOT模式，在珠海全市范围运营医疗废物、垃圾渗滤液、污泥及餐厨垃圾处理等环保项目，具备区域专营优势。截至2025年6月末，公司拥有医疗废物处置16吨/天、餐厨垃圾处置300吨/天、渗滤液1,000立方米/天的处理能力。但固废处理业务因公共服务属性较强，盈利水平较弱。公司工程施工业务主要服务于本地供排水基础设施建设，涵盖用户工程建设、管网改造、河涌治理等工程领域，具备水利水电工程施工总承包二级、市政公用工程施工总承包二级等多项资质，在珠海市当地给排水市场具有较好的市场地位。但受外部业务承揽量不及预期、部分项目具有公益性、固定成本较高等因素影响，近年新签合同金额波动较大且整体处于亏损状态。

公司近年来受当地财政收支压力增大因素的影响，应收账款周转效率下滑，对营运资金形成占用。公司业务结构中，虽然供水业务主要采用用户付费模式，但污水处理、管网养护及部分固废处理业务收入仍较为依赖政府支付。珠海市土地市场持续较为低迷，当地各级政府性基金收入较前期高位显著收缩，财政收支压力增大，导致部分区级政府对公司款项支付周期明显延长。2022-2024年，公司应收账款规模分别为9.4亿元、11.4亿元和14.1亿元，呈现逐年增长趋势；应收账款周转天数分别为124天、171天和217天。我们认为，当前土地市场复苏迹象尚不明显，预计当地政府财政仍具一定的压力，公司应收账款周转效率在短期内难有实质性改善，营运资金净流出的状况或将延续。

财务风险

核心假设：

- 2025-2026年，我们预计珠海市和澳门特别行政区的人口规模稳定，经济持续发展，带动公司营业总收入小幅增长。
- 2025-2026年，公司盈利能力将保持稳定，EBITDA利润率约30-35%。

— 2025-2026年，公司年均投资支出为7-9亿元，主要投向自来水厂建设、污水处理厂收购等方面。

— 2025-2026年，公司营运资本净流出为2-4亿元，主要系污水处理、管网养护、固废处理等业务回款滞后。

标普信评认为，珠海水控的财务风险“低”，这主要反映了公司核心业务能够产生稳定的现金流，财务杠杆水平较低，EBITDA 对利息支出的覆盖能力强；同时，公司银企关系良好，融资渠道较为畅通，再融资能力良好。然而，由于持续的资本开支和营运资本流出，公司未来有息债务规模和财务杠杆或将上升，但预计杠杆水平仍能处在较低范围。

我们预计，2025-2026年，公司营业总收入及 EBITDA 将维持平稳增长。公司核心业务为向珠海市、合作区和澳门特别行政区供水，该业务的主要驱动因素包括三地经济发展、人口规模变化及价格调整。基于珠海市、合作区和澳门特别行政区经济稳步增长，人口规模相对稳定，以及珠海市自来水供应价格长期未变、对澳供水价格略有涨幅的背景，公司过往经营状况整体较为稳定：2022-2024年，营业总收入保持在 20-23 亿元，EBITDA 保持在 6-8 亿元。我们预计 2025-2026 年，公司供水业务将小幅增长；同时，公司计划通过收购区域内其他污水处理设施扩大业务市场占有率，预计其污水处理业务收入亦将有所提升。同期，尽管自来水供应业务毛利率或将因新厂投产导致折旧增加而有所下行，但受益于高毛利的原水供应业务支撑，公司供水业务毛利率整体将维持在较好的水平。工程施工和固废处理业务预计随着市场和新项目的开拓亏损逐步收窄。整体来看，我们预计 2025-2026 年公司 EBITDA 利润率将保持在 30%-35%之间。

我们预计，持续的投资需求与营运资本流出将推动公司有息债务规模增长，其财务杠杆水平或将上升，但预计仍能处在较低范围。由于珠海市自来水厂在高峰时期产能供应紧张，供水保障能力有待增强，公司计划持续推进新自来水厂建设，以提升供水安全系数。截至 2025 年 6 月末，公司主要在建项目包括梅溪水厂工程、唐家水厂二期工程等，计划总投资 18.4 亿元，已投资 9.2 亿元，资金来源主要为自筹和银行贷款。同期末，公司主要拟建项目计划总投资 4.9 亿元，主要系西城水厂三期项目。此外，公司还计划收购当地其他污水处理厂以进一步拓展污水处理业务份额。综合以上因素，我们预计，2025-2026 年，公司年均投资支出为 7-9 亿元的较高水平。另一方面，受污水处理、管网养护及固废处理业务回款滞后影响，公司应收账款持续增长，近年来营运资本呈净流出状态，规模介于 2-4 亿元。我们预计，2025-2026 年公司营运资本仍将保持相近规模的净流出。随着在建及拟建项目的推进，叠加营运资本的流出，公司或将寻求更多债务融资，2025-2026 年杠杆水平预计有所上升。然而，公司核心业务年均产生 5-7 亿元的稳定营运现金流，可在一定程度上支撑投资支出，EBITDA 对利息的覆盖倍数仍可维持高水平。

表2

公司主要在建及拟建项目情况（截至 2025 年 6 月末，单位：百万元）

项目名称	新增供应或处理能力	总投资	累计已投资	未来投资计划		
				2025.6-12	2026	2027
在建项目						
梅溪水厂工程	30 万吨/日	735	511	26	-	-
梅溪水厂进厂管工程	-	187	56	24	-	-
梅溪水厂出厂管工程	-	247	104	9	71	-
唐家水厂二期工程	16 万吨/日	488	93	54	100	-
珠海生态环保产业园污泥处置中心一期工程	350 吨/日	178	151	5	-	-
在建小计	-	1,835	915	118	171	0
拟建项目						
西城水厂三期工程	32 万吨/日	444	8	22	200	181
梅溪水库大坝加固工程	-	11	1	5	4	-
翠前北路供水干管改造工程	-	26	0	6	15	4
竹仙洞水库加固工程	-	11	0	4	7	-
拟建小计	-	491	9	36	226	186
合计	-	2,327	923	154	397	186

数据来源：公司提供，标普信评。

公司短期有息债务占比有所上升，但银企关系良好，融资渠道较为通畅，整体融资成本不高，再融资能力良好。公司短期有息债务比重自 2023 年起有上升趋势，我们判断与近期融资环境宽松，公司通过短期借款优化融资成本有关。截至 2025 年 6 月末，公司短期有息债务占总债务比重为 43%，未来 1-2 年计划通过发行长期票据改善债务期限结构。此外，公司与多家银行保持着稳定良好的合作关系，备用流动性充裕。截至 2025 年 6 月末，公司共获得银行综合授信额度 58.3 亿元，尚未使用的额度为 44.5 亿元，授信银行涵盖全国性商业银行及股份制银行等。整体来看，公司债务构成以银行借款和债券为主，融资渠道较为通畅，综合融资成本不高，再融资能力良好。

图3

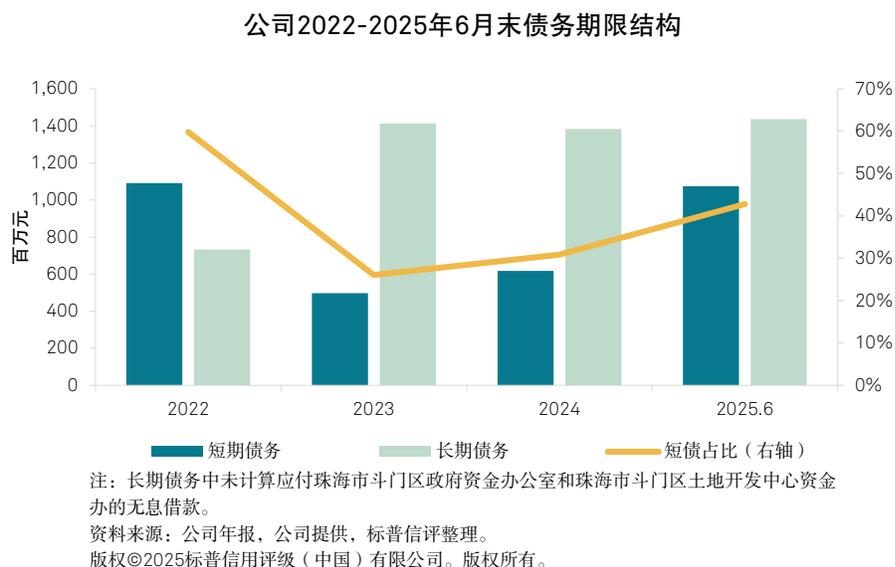


表3

公司调整后主要财务数据及指标 (单位: 百万元)					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	2,160	2,180	2,111	2025-2026 年，我们预计珠海市和澳门特别行政区的人口规模稳定，经济持续发展，带动公司营业总收入小幅增长。	
EBITDA	613	714	698		
利息支出	64	70	63		
资本开支	589	427	687	2025-2026 年，公司年均资本开支为 7-9 亿元，主要投向自来水厂建设、污水处理厂收购等方面。	
经调整总债务	1,361	1,528	1,832		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA (倍)	2.2	2.1	2.6	3.0-4.0	4.0-5.0
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	9.5	10.2	11.1	10.5-11.5	8.5-9.5
EBITDA 利润率 (%)	28.4	32.8	33.0	30.0-35.0	30.0-35.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表4

财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日 (单位: 百万元)

	总债务	所有者权益合计	EBITDA	利息支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
报告值	2,001	4,859	661	53	687
标普信评调整					
盈余现金	-169	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	-	3	-	-
资本化利息	-	-	-	9	-
其他调整	-	-	34	-	-
调整总额	-169	0	36	9	0
标普信评调整值					
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出	资本开支
调整后	1,832	4,859	698	63	687

注: 1、总债务=短期债务+长期债务; 2、数据尾差主要系四舍五入所致。

资料来源: 公司审计报告, 公司提供资料, 标普信评整理和调整。

同业比较

我们选择了福州水务集团有限公司(以下简称“福州水务”)、武汉市水务集团有限公司(以下简称“武汉水务”)和青岛水务集团有限公司(以下简称“青岛水务”)作为珠海水控的对比企业。上述企业均为市级水务集团, 珠海水控与这些企业在区域实力、业务范围、财务状况等方面具有对比性。

我们认为, 珠海水控与对比企业均服务于综合实力很强的城市, 并在当地具有稳固的区域专营优势。从业务规模看, 珠海水控供水量与福州水务、青岛水务相当, 而污水处理规模偏小。珠海水控凭借对澳供水良好且稳定的盈利能力, 其供水业务毛利率处于较高水平, 青岛水务与武汉水务因供水成本持续上涨而水价调整滞后, 供水业务毛利润持续亏损, 通过政府补贴保障整体盈利。整体上珠海水控、青岛水务和福州水务 EBITDA 利润率相近, 优于武汉水务。回款效率方面, 珠海水控因污水处理、固废处理及管网养护费用结算延迟导致近年来应收账款周转效率下滑, 应收账款周转天数与武汉水务相近。

我们认为, 珠海水控的财务风险处于对比企业中最低水平。珠海水控债务负担较轻, 资本开支亦处于相对低位。受持续的投资及营运资本需求影响, 福州水务、青岛水务和武汉水务的债务负担高于珠海水控。

珠海水控与对比企业均为市属国企, 其中, 珠海水控、福州水务和青岛水务由所在城市国资委控股, 武汉水务则为武汉市城市建设投资开发集团有限公司的子公司。我们认为, 尽管股权结构存在一定差异, 但四家公司的水务业务在各自区域内均具有较强的专营性, 并承担着保障当地居民和非居民用水安全的重要职能, 能够获得较强的外部支持。

表5

经营情况 (2024 年)

	珠海水控	武汉水务	青岛水务	福州水务
主营业务	供水、污水处理、工程施工、固废处理等	供水、污水处理、工程结算、房地产销售业务等	自来水销售、污水处理、海水淡化、固废处理、工程项目等	供水、水处理及固废处理、建造工程施工、设计和 EPC 等
主要运营区域	珠海市	武汉市	青岛市	福州市

控股股东	珠海市国资委	武汉市城市建设投资开发集团有限公司	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会	福州市人民政府国有资产监督管理委员会
水务业务收入（亿元）	16.4	35.6	24.0	19.6
供水量（亿立方米）	5.9	12.4	4.3	5.8
供水业务毛利率（%）	41.7	-15.8	-26.5	24.5
污水处理量（亿立方米）	2.5	10.2	4.5	4.8
污水处理毛利率（%）	23.4	32.5	33.7	43.4
应收账款周转天数	217	230	279	165

注：1、水务业务收入=供水业务收入+污水处理业务收入；2、珠海水控水务业务收入及供水相关指标均包含原水供应；3、武汉水务的供水量和污水处理量均为 2023 年数据；4、青岛水务水务业务收入及供水相关指标均包含海水淡化业务；5、福州水务业务收入及供水相关指标均包含原水供应，水务业务收入和污水业务毛利率中包含小部分垃圾渗滤液处理、固废处理等业务。

资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理和调整。

表6

财务情况比较（2023-2024 两年平均，单位：百万元）

	珠海水控	武汉水务	青岛水务	福州水务
营业收入	2,146	6,887	3,088	3,370
EBITDA	706	1,799	1,082	1,043
资本开支	557	2,444	890	1,750
经调整总债务	1,680	23,894	7,707	12,338

财务比率

EBITDA 利润率（%）	32.9	25.5	35.1	31.0
经调整总债务/EBITDA（倍）	2.4	17.1	7.1	11.8
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	10.7	2.0	4.1	2.6

资料来源：公司提供，公开信息，标普信评整理和调整。

三、个体信用状况

标普信评认为，珠海水控的个体信用状况为 aa_{spc} ，主要反映了公司业务状况良好，财务风险低。公司是珠海市唯一的供水企业，在当地供水、污水及固废处理市场占据垄断或主导地位。公司主要服务区域经济发展富有活力，人口基数具备韧性，为公司的业务提供了稳定的需求支撑和发展空间。公司收入较为稳定，盈利能力和管网运营效率良好。但近年来应收款项周转效率持续下滑，对营运资金形成占用。公司稳定的现金流和较低的融资成本能够对利息形成充分保障，财务杠杆水平受资本开支和营运资本持续流出的影响未来可能有所上升，但仍处在较低范围。公司银企关系良好，融资渠道较为畅通，再融资能力良好。

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。未来 12 个月，公司主要的资金用途是债务本息到期偿付、资本开支和营运资本净流出；主要的资金来源是非受限现金及现金等价物、营运现金流入和可提取的银行授信。虽然公司未来面临一定的债务到期压力，但其银企关系良好，再融资渠道畅通，流动性水平料将能够保持适中。

表7

流动性来源	流动性用途
截至 2025 年 6 月末，非受限现金及现金等价物约 6 亿元；	未来 12 个月，到期偿付的债务规模约 11 亿元；
未来 12 个月，营运现金流流入 4-8 亿元；	未来 12 个月，资本支出 7-9 亿元；
可提取金融机构授信约 10-20 亿元。	未来 12 个月，营运资本净流出 2-4 亿元。

注：数据截至 2025 年 6 月末。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表8

债务本息到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
1 年以内	1,078
1-2 年	791
2-3 年	87
3-4 年	86
4 年以上	437
合计	2,479

注：1、数据截至 2025 年 6 月末；2、债券到期按行权计；3、以上数据未考虑利息和租赁负债，截至 2025 年 6 月末一年内到期的租赁负债约为 385 万元。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

或有事项

截至 2025 年 6 月末，公司及子公司无对外担保。诉讼方面，截至 2025 年 7 月末，公司及子公司作为被告涉及未决诉讼最大金额为 1,629 万元，前五大诉讼金额合计约 4,736 万元，尚未有判决结果，案件类型主要为建设工程施工合同纠纷。我们认为，公司涉诉金额占净资产比重相对较低，暂未对公司的信用质量造成重大负面影响，我们也将对公司诉讼事项进展保持关注。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2025 年 8 月 12 日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

四、主体信用等级

标普信评认为，珠海市经济实力强，财政自给能力好，支持能力很强。珠海市政府对珠海水控的外部支持为“高”，主要原因如下：

- 公司在股权结构和管理机制方面与珠海市国资委的紧密度高。公司的控股股东和实际控制人为珠海市国资委，持有公司 100% 股权，在管理层任命、战略规划制定和日常运营管理监督等方面能够对公司施加重大影响。我们认为，在可预见的未来，珠海市国资委将保持其对公司的控股地位和控制力度。
- 公司是珠海市综合水务环境投资运营服务企业，业务具备专营性和公益属性，职能定位清晰。公司是珠海市唯一的供水主体，承担对珠海市、合作区和澳门特别行政区三地的供水重任，具有重要的政治意义。公司在澳门

原水和珠海、合作区自来水供应方面保持垄断地位，也是珠海当地及合作区重要的污水、固废处理企业，在保障珠海、合作区和澳门三地居民和工商业用水安全与稳定方面发挥不可替代的作用，民生与公共服务属性强。

- 公司能够获得来自于珠海市政府在政府补助、基础设施配套等方面的支持。近年来，公司获得来自政府较为稳定的补助收入，2022-2024 年计入其他收益的政府补助金额分别为 1,610 万元、2,297 万元和 3,324 万元。公司供水等业务的开展依赖于珠海市水务基础设施体系，目前公司管理的大部分原水管和所有排水管网为当地政府投资建设，较大程度减轻了公司前期的投资压力。

综合以上，标普信评评定珠海水控的主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

附录1： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025.1-6
货币现金和交易性金融资产	954	783	367	660
应收账款	940	1,136	1,407	1,514
其他应收款	531	523	527	531
固定资产	2,478	3,078	2,967	2,868
在建工程	1,053	723	912	1,026
无形资产	1,813	1,730	1,643	1,605
资产总计	9,106	9,142	9,355	9,765
短期借款	0	7	83	452
应付账款	997	909	1,013	829
一年内到期的非流动负债	685	90	131	121
其他流动负债	711	714	717	821
长期借款	756	825	791	849
应付债券	0	600	600	600
所有者权益合计	4,596	4,734	4,859	4,931
营业总收入	2,160	2,180	2,111	998
营业成本	1,590	1,543	1,467	604
销售费用	118	114	126	67
管理费用	235	256	263	117
财务费用	48	45	46	29
利润总额	212	248	244	148
净利润	174	183	175	119
经营活动现金流入小计	2,286	2,195	2,050	989
经营活动现金流出小计	1,951	1,912	1,748	819
经营活动产生的现金流量净额	335	283	302	170
投资活动现金流入小计	802	45	215	9
投资活动现金流出小计	1,266	440	907	317
投资活动产生的现金流量净额	-464	-395	-692	-308
筹资活动现金流入小计	622	1,957	741	1,117
筹资活动现金流出小计	599	2,009	772	687
筹资活动产生的现金流量净额	23	-53	-31	430

调整后财务数据及指标

	2022	2023	2024	2025.1-6
营业收入	2,160	2,180	2,111	998
EBITDA	613	714	698	--
利息支出	64	70	63	--
资本开支	589	427	687	298

经调整总债务	1,361	1,528	1,832	--
EBITDA 利润率 (%)	28.4	32.8	33.0	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	2.2	2.1	2.6	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	9.5	10.2	11.1	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2024 年审计报告及 2025 年 1-6 月未经审计的财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

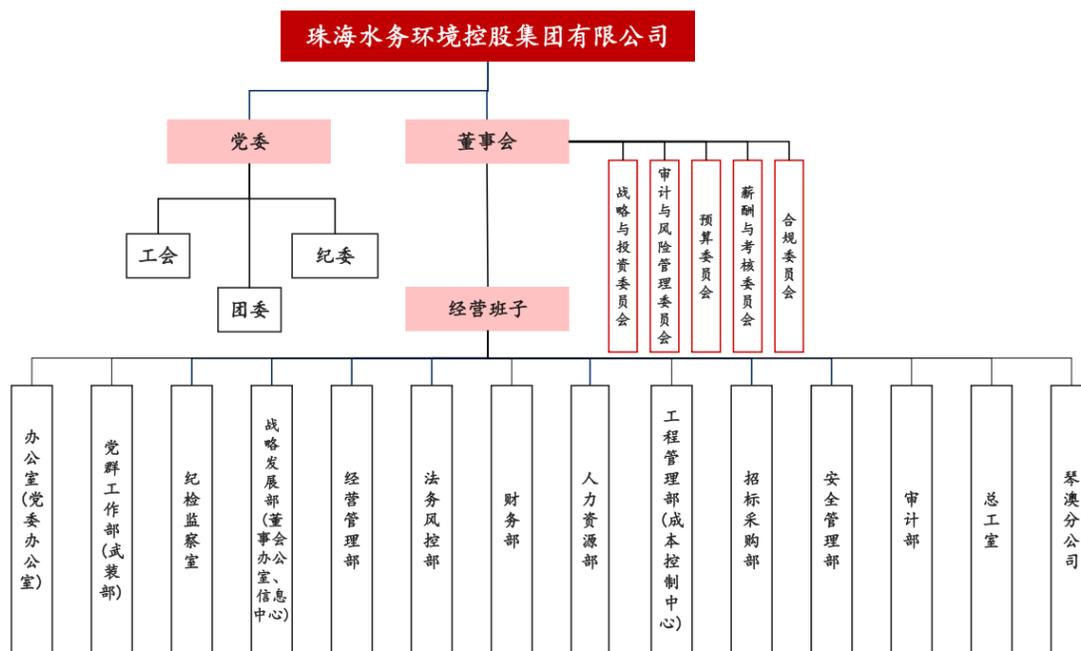
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2025 年 7 月末）



资料来源：工商查询。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2025 年 7 月末）



资料来源：公司提供。

附录4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）

EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联合合营企业股利+其他调整

折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整

EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整

利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整

已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整

营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整

经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整

资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整

自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支

股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息

可支配现金流=自由经营性现金流-股利

短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务

经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整

资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整

EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出

营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) / 已付现金利息

资本回报率 = EBIT/两年平均资本

EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适用性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。