

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

青岛水务集团有限公司

主体信用等级*：AA_{cc}；展望：稳定

评定日期：2025年3月6日

到期日期：2026年3月5日

项目负责人：

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

项目组成员：

曹艺馨 010-65166048; yixin.cao@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况	2
声明	4
一、评级基准	5
二、个体信用状况	11
三、主体信用等级	12
附录	13

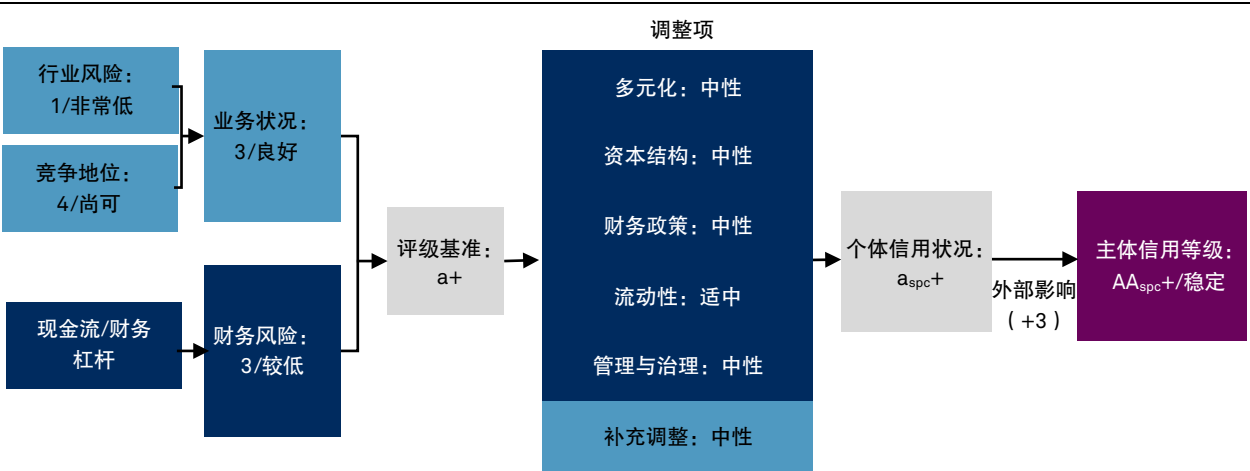
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

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	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
青岛水务集团有限公司	主体信用等级	AA _{spc} +	2025 年 3 月 6 日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
公司是青岛市重要的水务资产投资、管理和运营主体，在自来水供应、海水淡化和污水处理业务方面具有较强的专营性。	公司供水成本较高，经营存在亏损，且应收款项回收进度滞后。
公司与金融机构保持良好的合作关系，再融资能力较强。	随着在建拟建项目持续投入及营运资本流出，公司带息债务规模或将有所增长，财务杠杆持续上升。
青岛市经济实力强，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

青岛水务集团有限公司（以下简称“青岛水务”或“公司”）的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了公司能够继续保持在青岛市自来水销售、海水淡化及污水处理业务方面较强的专营地位，在青岛市水务产业链相关领域发挥重要作用，业务具有较强的民生及公益属性，青岛市政府对其支持程度“高”。然而，持续的投资需求和营运资本流出料将推升公司带息债务规模，使其财务杠杆持续上升，且公司短期债务占比较高，债务期限结构有待优化，但我们预计其将能够保持良好的银企关系，再融资压力不大。

上调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑上调公司的主体信用等级：1、公司成为青岛市水务资源的整合者，业务范围提升；2、公司经营水平改善，体现为定价机制优化或回款效率提升。

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、青岛市政府对公司的支持程度下降，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；2) 政府对公司的管控力度显著降低；2、青岛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，2024 年 3 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：无。

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

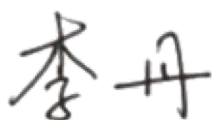
标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn



项目负责人

黄臻

北京

zhen.huang@spgchinaratings.cn

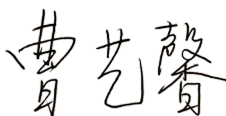


项目组成员

曹艺馨

北京

yixin.cao@spgchinaratings.cn



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。

我们预计中长期内中国水利建设投资将维持较大规模，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。以青岛市为例，青岛市政府 2023 年 7 月印发《青岛现代水网建设规划》，规划期为 2021-2035 年，计划到 2035 年，青岛市全面建成防洪减灾网、供水保障网和城乡排水网；全市新增供水能力 7.9 亿立方米，污水总处理能力达到 392 万立方米/日；预计 2035 年前的投资规模约 1,200 亿元，其中供水保障和城乡排水预计投资 570 亿元和 305 亿元。

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。

一、评级基准

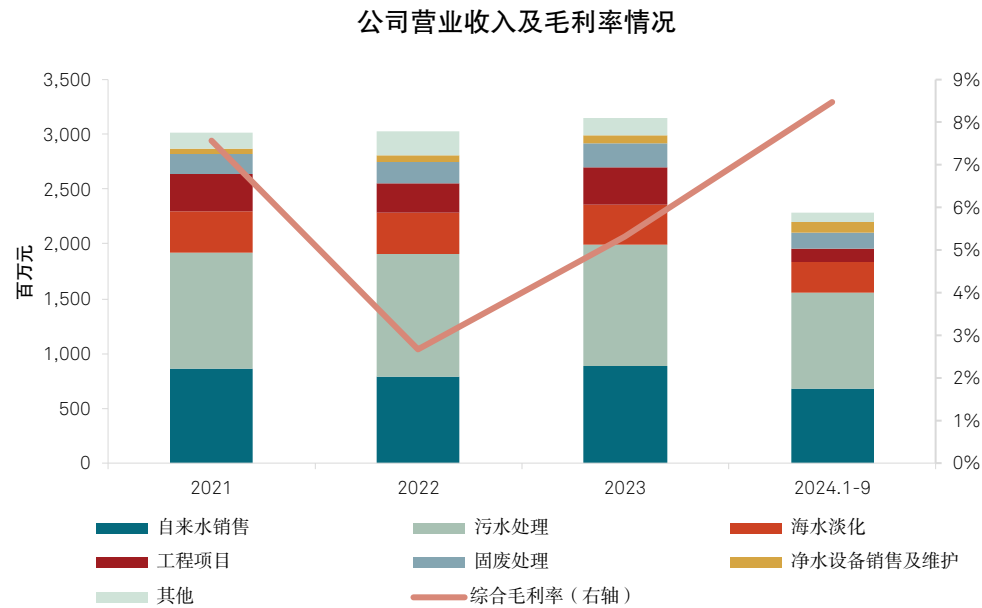
公司概况

青岛水务集团有限公司（以下简称“青岛水务”或“公司”）于 2013 年挂牌成立，系根据《青岛市人民政府关于组建青岛热电能源集团有限公司和青岛水务集团有限公司的通知》（青政字〔2012〕107 号），以青岛市海润自来水集团有限公司（以下简称“海润集团”）、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司所属 9 户污水处理企业、青岛市排水管理处所属第一至第五工区、城市排水监测站、排水收费管理所、机运队、排水监管服务中心、维修队等二级单位组建而成。截至 2024 年末，公司注册资本和实收资本均为 10.1 亿元，控股股东和实际控制人是青岛市人民政府国有资产监督管

理委员会（以下简称“青岛市国资委”），持股比例 100%。公司建立了包括董事会和经营管理层等在内的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

公司是青岛市水务国有资产投资、管理和运营主体，主要承担青岛市范围内自来水销售、污水处理、海水淡化、工程项目和固废处理等任务。截至 2024 年 9 月末，公司总资产 183 亿元，2023 年实现营业收入 31.5 亿元。公司营业总收入中，自来水销售、污水处理、海水淡化、工程项目的收入贡献较高。受自来水销售业务长期亏损影响，公司主要利润来源于污水处理和海水淡化业务。

图1



资料来源：公司提供，标普信评整理。
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，青岛水务的业务状况“良好”。公司所在的青岛市经济财政实力强，人口规模大，为公司的业务发展营造了良好的运营环境。作为青岛市重要的水务资产投资、管理与运营主体，公司在自来水供应、海水淡化和污水处理等业务领域具有较强的专营性，其水务经营规模适中，管网运营效率尚可，客户基础多元。此外，青岛市政府针对公司水务业务制定的定价、调价及补贴政策，有效保障了公司合理的盈利能力。然而，公司各项业务对财政资金的依赖程度较高，应收款项回收进度滞后，致使整体经营效率偏弱。

公司水务业务在青岛市核心城区专营优势显著，依托青岛市强劲的经济财政实力和庞大的人口规模，整体外部运营环境良好。作为青岛市最大的供水企业，公司承担着青岛市市内三区（市南区、市北区、李沧区）、崂山区、胶州市、城阳区、即墨区等区域的自来水供应业务，以及供水管网的建设和维护职责。污水处理业务主要覆盖市内三区、崂山区、城阳区和即墨区等区域。公司供水和污水处理能力在全市的市场占有率约为 60%，在青岛市市内三区具有垄断地位。青岛市为国家计划单列市之一，经济总量和财政规模居于山东省内第一，税收基础较为优质，一般公共预算收支平衡情况好。2024 年青岛市实现地区生产总值 16,719 亿元，同比增长 5.7%，区域内优势产业包括家电电子、石油化工、食品饮料、机械制造、汽车、海洋船舶等。2024 年青岛市实现一般公共预算收入 1,339 亿元，财政自给能力好，全年实现政府性基金预算收入 299 亿元。青岛市人口基数庞大，且近年来维持上涨趋势，水务需求相对稳定。截至 2023 年末，青岛市常住人口 1,037 万人，较上年末增长 0.3%，其中城镇常住人口 812 万人，比上年末增加超 12 万人；2023 年，青岛市全年供水总量 7.0 亿立方米，同比增长 7.6%。

公司水务业务经营规模尚可，管网运营效率良好，客户基础多元，为公司未来稳健经营提供支撑。近年来随着海水淡化项目的逐步运营，公司供水能力和供水量稳步提升。截至 2024 年 9 月末，公司设计供水能力达 139 万立方米/日，其中海水淡化项目供水能力为 30 万立方米/日；2023 年公司供水总量为 4.0 亿立方米，同比增长 3.6%。作为青岛市重要

供水水源之一，海水淡化项目的建设增强了公司的供水能力，保障了城市供水安全。公司海水淡化项目主要包括青岛百发海水淡化项目和董家口海水淡化及膜生产研发基地项目，其中青岛百发海水淡化项目是目前我国最大的海水淡化项目，处理后出厂水质达到居民生活饮用标准，主要为海润集团供给市政用水。与此同时，公司根据青岛市政府规划同步拓展污水处理业务，截至 2024 年 9 月末，公司污水处理能力为 135 万立方米/日，2023 年污水处理量为 4.3 亿立方米。整体而言，公司水务业务运营规模处于同业平均水平，截至 2024 年 9 月末，公司暂无在建新增和扩建自来水及海水淡化项目，污水处理项目新增处理能力约 10 万立方米/日，预计于 2025 年陆续完工，我们认为未来 1-2 年内公司水务经营规模将维持相对稳定态势。受部分管网服役年限较长影响，公司供水产销差率和管网漏损率逐年略有上升，但整体仍处于合理水平。公司计划于 2024-2026 年对青岛市老旧供水管网及设施开展系统性改造，预计未来管网漏损率将呈下行趋势。下游用户方面，近年来公司居民和非居民用户售水量占比约为 6：4，非居民用户主要包含工厂和中小供水公司等，公司下游客户构成较为均衡，我们认为居民和小型商业用户水务需求通常更为稳定，工业用户则更能接受较高水价，这种客户结构对公司业务稳定运营起到积极作用。

表1

公司水务业务运营情况				
项目	2021	2022	2023	2024.1-9
供水能力（万立方米/日）	120	129	139	139
供水量（百万立方米）	388	390	404	312
售水量（百万立方米）	342	342	354	270
其中：居民用水	196	217	224	175
非居民用水	146	125	130	95
供水产销差率（%）	12.1	12.2	12.4	13.5
管网漏损率（%）	11.5	11.6	11.7	12.8
污水处理能力（万立方米/日）	131	131	135	135
污水处理量（百万立方米）	432	432	427	337

注：1、表中各供水指标包含海水淡化项目；2、供水产销差率=（供水量-售水量）/供水量。
资料来源：公司提供，标普信评整理。

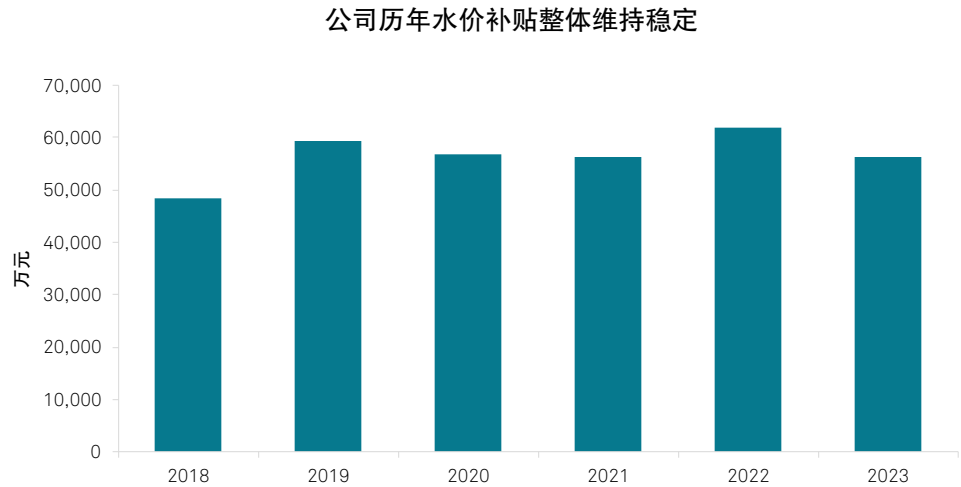
表2

公司主要在建和拟建项目情况（截至 2024 年 9 月末，单位：亿元、万立方米/日）					
项目	项目类型	资金来源	新增处理能力	概算总投资	累计已投资
在建项目					
李村河北岸水质净化工程	污水处理	企业自筹	5	6.6	2.1
娄山河污水处理厂提标扩建工程	污水处理	企业自筹	5	7.1	1.6
城阳区污水处理厂二期工程提标改造项目	污水处理	企业自筹	-	1.5	0.4
城阳区污水处理厂三期工程提标改造项目	污水处理	企业自筹	-	0.4	0.0*
小涧西污泥干化焚烧项目	固废处理	企业自筹	600 吨/日	3.8	0.3
拟建项目					
青岛市老旧供水管网、供水设施改造工程	管网、设施建设	国债+政府专项债+自有资金	-	15.1	-
合计	-	-	-	34.5	4.4

注*：城阳区污水处理厂三期工程提标改造项目截至 2024 年 9 月末累计已投资 131 万元。
资料来源：公司提供，标普信评整理。

我们认为，公司 EBITDA 利润率持续保持在良好水平，因为稳定的政府补贴以及污水处理、海水淡化业务的定价与调价机制保障了公司的合理收益，提供了良好的现金流补充。近年来，公司自来水销售业务持续处于亏损状态，主要系青岛市自来水生产成本较高，而销售价格长期未作调整所致。一方面，青岛市作为沿海城市，淡水资源相对匮乏，原水主要依赖引黄济青、南水北调等工程调配，导致原水水费较高；同时，原材料、动力及人工成本不断攀升，叠加公司水务资产折旧规模较大，进一步推高了供水成本。另一方面，青岛市自来水价格由政府制定，自 2015 年以来近 10 年未作调整，无法覆盖成本。我们认为，青岛市政府对公司水务业务的定价、调价与补贴政策有效保障了公司的合理收益。青岛市政府依据自来水运营补助办法，每年对该业务运营亏损进行弥补，公司每年收到的水价补贴相对稳定，近三年维持在 5-7 亿元。污水处理业务方面，公司与青岛市区两级政府签署特许经营协议，协议中约定了处理价格的测算模板及调整机制等，近年来公司污水处理业务毛利率维持在 30%-40% 的较好水平。此外，海水淡化业务亦为公司重要的收入和利润来源，除使用者付费部分以外，青岛市财政亦承担了大部分支付责任。综合来看，受自来水销售业务毛利率为负影响，公司营业毛利率偏低，但计入政府补贴后，EBITDA 利润率预计将在未来 1-2 年维持良好水平。

图2



资料来源：公司年报，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

公司应收款项回收情况欠佳，对经营效率带来挑战。公司各项业务对青岛市级和区县政府财政资金拨付依赖程度较高，主要涉及自来水销售业务的水价补贴、污水处理结算费用、海水淡化差额水费以及固废处理相关费用等。相较于使用者付费而言，政府付费款项拨付时间相对滞后。青岛市近年来债务增长较快，部分区县的债务负担较重，同时政府性基金收入持续下滑，加大了青岛市财政收支压力。由此，公司应收款项规模较大，对资金占用明显。截至 2023 年末，公司应收账款合计 22 亿元，主要系应收污水处理等业务相关财政资金；同期末，公司其他应收款约 10 亿元，主要包括尚未到位的财政补贴、财政周转金（财政专项拨款工程项目的垫支款）以及青岛市公用事业收费服务中心代收居民水费且尚未与公司结算的部分等往来款项等。截至 2024 年 11 月末，上述应收账款和其他应收款分别增至 26 亿元和 13 亿元，较年初增幅分别达 20.5% 和 33.7%。近三年，公司应收账款周转天数在 140-230 天，呈不断上涨趋势，反映出公司资金回笼速度放缓，需持续关注未来应收款项的回收进度以及对公司现金流的影响。

财务风险

标普信评认为，青岛水务的财务风险“较低”，这主要反映了公司在政府补贴的持续支持下能维持稳定的现金流，同时公司与金融机构关系良好，再融资能力较强，较低的融资成本也使其利息覆盖能力保持在比较好的水平。但我们也注意到，受资本开支和营运资本持续流出的影响，公司未来杠杆水平或将上升，且债务结构有待优化。

我们预计，2024-2025 年，公司营业总收入及 EBITDA 将维持平稳态势。作为地方国有水务企业，公司过往经营状况整体较为稳定，2021-2023 年，营业总收入保持在 30-32 亿元，EBITDA 保持在 10-12 亿元。我们预计，2024-2025 年，公司自来水销售、污水处理和海水淡化业务收入将平稳增长，但由于主动收缩工程业务，2024 年工程项目收入预计有所减少，公司营业总收入或微幅下滑。2025 年，在水务业务的带动下，公司营业总收入有望恢复增长。尽管公司自来

水销售业务处于亏损状态，但青岛市政府对其运营亏损给予了持续且稳定的补贴，这有助于维持公司 EBITDA 的稳定。我们预计，2024-2025 年，公司 EBITDA 利润率将保持在 32%-37%之间。

我们预计，持续的投资需求和营运资本流出将推动公司有息债务规模增长，公司杠杆水平或将上升。公司在污水处理、供水管网改造及固废处理方面具有一定的投资需求。截至 2024 年 9 月末，公司主要在建项目计划总投资 19.4 亿元，已投资 4.4 亿元，主要为娄山河污水处理厂提标扩建工程、李村河北岸水质净化工程和小涧西污泥干化焚烧项目等，资金来源为自筹。同期末，公司拟建项目计划总投资 15.1 亿元，均为供水管网和供水设施改造项目。我们预计，2024-2025 年，公司年均投资支出为 8-14 亿元。同时，受应收款项持续增长等因素影响，近年来公司营运资本呈净流出状态，流出规模介于 3-7 亿元。我们预计，2024-2025 年，公司营运资本净流出将维持类似水平。随着在建及拟建项目的推进，叠加营运资本的流出，公司或将寻求更多的债务融资，财务杠杆将在 2024-2025 年持续上升。

我们认为，虽然公司短期债务占比较高，债务期限结构有待优化，但其银企关系良好，且部分项目能够得到国债及政府专项债资金支持，整体融资成本不高，再融资压力不大。截至 2024 年 11 月末，公司短期有息债务占比达 64%，处于较高水平。但与此同时，公司与金融机构保持着稳定良好的合作关系，备用流动性充裕。公司总债务以银行借款和债券为主，截至 2024 年 11 月末，银行借款规模占比超过 75%。授信方面，截至 2024 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 196 亿元，其中尚未使用的额度为 130 亿元，授信银行包括全国性商业银行和地方城商行。此外，公司供水管网改造等项目部分建设资金由国债及政府专项债资金负担，丰富了公司的资金来源。公司的融资成本不高，2024 年以来进一步下行，2024 年内发行的两笔 3 年期公募债券票面利率均在 2.9%以内。结合银企关系、资金来源及融资成本来看，公司再融资压力不大。

表3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
营业收入	3,011	3,024	3,148	2024 年，受工程项目收入下降影响，公司营业总收入小幅下滑，2025 年，在水务业务带动下，实现平稳增长。 2024-2025 年，公司年均资本开支为 8-14 亿元，主要投向污水处理、供水管网改造及固废处理等方面。 2024-2025 年，公司年均其他收益约 7-10 亿元，主要为水价补贴。	
EBITDA	1,119	1,029	1,015		
资本开支	1,106	762	827		
经调整总债务	6,364	6,878	7,222		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	5.7	6.7	7.1	6-9	7-10
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	4.3	3.8	3.7	3-5	3-5
EBITDA 利润率（%）	37.2	34.0	32.2	32-37	32-37

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 2023 年 12 月 31 日（单位：百万元）				
	总债务	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	7,760	217	217	270
标普信评调整				
盈余现金	-538	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	10	10	-

利息及股利收入	-	-	9	-
当期所得税	-	-	-75	-
利息支出	-	-	-270	-
资本化利息	-	-	-1	1
其他调整	-	787	787	-
标普信评调整值	-538	798	460	1
	经调整总债务	EBITDA	营运现金流	利息支出
调整后	7,222	1,015	677	271

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

我们选择了成都市兴蓉环境股份有限公司（以下简称“成都兴蓉”）、武汉市水务集团有限公司（以下简称“武汉水务”）、珠海水务环境控股集团有限公司（以下简称“珠海水务”）作为青岛水务的可比企业。上述企业均为市级水务企业，青岛水务与这些企业在区域实力、业务范围、财务状况等方面具有一定可比性。

我们认为，青岛水务与可比企业均处于综合实力很强的城市，且在当地拥有良好的区域专营性，但与可比企业相比，公司供水定价机制欠佳，供水成本偏高，同时其应收类款项结算滞后导致运营效率偏低。四家可比企业均在全国强市专营水务业务，依托强劲的经济财政实力和庞大的用水需求，整体外部运营环境良好。受供水成本逐年上涨但供水价格长期未调整等因素影响，青岛水务和武汉水务供水业务持续呈亏损状态。得益于更优的水价定价机制，以及更低的供水成本，成都兴蓉和珠海水务的供水业务毛利率处于同业较高水平。从业务规模看，成都兴蓉的供水量、污水处理量和水务业务收入在可比企业中均处于领先地位。武汉水务的供水量及污水处理量与成都兴蓉接近，但水务业务收入差距较大，主要系武汉市自来水价格及污水处理结算价格较低所致。青岛水务虽供水量小于珠海水务，但其污水处理规模更大，整体水务业务规模与珠海水务接近。从运营效率看，青岛水务由于污水处理费、固废处理费等结算滞后致使应收账款周转效率欠佳，与武汉水务相当。

财务状况方面，我们认为，青岛水务的财务风险高于珠海水务和成都兴蓉，但低于武汉水务。珠海水务债务负担较轻，资本开支处于可比企业中较低水平。成都兴蓉虽资本开支需求偏高，但其水务业务规模大，且盈利能力强，整体财务风险较低。青岛水务虽有持续的投资及营运资本需求，但受益于良好的银企关系，再融资能力较强，EBITDA 对利息的覆盖能力良好。武汉水务污水处理费回收流程和时间较长，且未来投资压力较大，财务杠杆处于较高水平。

青岛水务与可比企业均为市属国企，其中，青岛水务和珠海水务由所在城市国资委控股，成都兴蓉和武汉水务则分别为成都环境投资集团有限公司和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（2023 年）				
	青岛水务	成都兴蓉	武汉水务	珠海水务
主营业务	自来水销售、污水处理、海水淡化、工程项目等	自来水制售、污水处理服务、供排水管网工程、垃圾发电等	供水、污水处理、工程建设、房地产业务等	供水、污水处理、工程施工等
主要运营区域	青岛市	成都市	武汉市	珠海市
水务业务收入（亿元）	23.6	54.7	34.4	16.2
供水量（亿立方米）	4.0	12.8	12.4	5.8
供水业务毛利率（%）	-17.2	44.5	-19.6	38.2
污水处理量（亿立方米）	4.3	12.6	10.2	2.5
污水处理毛利率（%）	30.8	40.2	25.6	23.8
应收账款周转天数	228	110	232	174
注：1、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；2、珠海水务水务业务收入及供水相关指标均包含原水供应。				
资料来源：iFinD，公司提供，公开信息，标普信评。				

表6

财务情况比较（2022-2023 两年平均，单位：百万元）				
	青岛水务	成都兴蓉	武汉水务	珠海水务
营业收入	3,086	7,858	6,407	2,170
EBITDA	1,022	3,621	1,037	664
资本开支	794	4,321	2,466	508
经调整总债务	7,050	12,930	20,296	1,469
财务比率				
EBITDA 利润率（%）	33.1	46.1	16.2	30.6
经调整总债务/EBITDA（倍）	6.9	3.6	20.1	2.2
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	3.8	7.6	1.4	10.1

资料来源：iFinD，公司年报，标普信评。

二、个体信用状况

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。

我们预计，公司未来 12 个月主要的资金用途包括债务偿还和资本开支等，流动性来源为货币资金、营运现金净流入及银行授信等。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，融资渠道畅通，流动性水平料将能够保持适中水平。

表7

流动性来源	流动性用途
非受限现金及现金等价物约 13 亿元；	未来 12 个月，到期偿付的债务规模约 55 亿元；
未来 12 个月，营运现金净流入 5-10 亿元；	未来 12 个月，资本开支 8-14 亿元；
可提取的金融机构授信约 60-70 亿元。	未来 12 个月，营运资本净流出 3-7 亿元。

注：数据截至 2024 年 9 月末；一年内到期债务规模包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和超短期融资券。

资料来源：公司提供，公司财务报告，标普信评。

表8

债务到期分布（单位：百万元）	
期限	金额
一年以内	5,680
一年以上	3,223
合计	8,903

注：截至 2024 年 11 月末。

资料来源：公司提供，标普信评。

或有事项

截至 2024 年 9 月末，公司不存在对外担保。未决诉讼方面，截至 2024 年 9 月末，公司及合并范围内子公司作为被告，存在 5 项诉讼请求标的合计 372 万元的案件，为工程合同纠纷、财物损害侵权纠纷等。我们认为，此等诉讼不会对公司的信用质量造成重大负面影响。

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 2024 年 12 月 26 日，公司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。

三、主体信用等级

标普信评认为，青岛市政府对青岛水务的支持程度“高”，主要体现在以下方面：

- 青岛市经济实力强，财政自给能力好，支持能力很强。
- 公司在股权结构和管理机制方面与青岛市国资委的紧密度高。青岛市国资委直接持有公司 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，青岛市国资委将保持其对公司的控股地位和控制力度。
- 公司是青岛市重要的市政公用服务主体，在青岛市自来水销售、海水淡化和污水处理等业务领域具有较强的专营地位，职能定位清晰，民生及公益属性较强。若公司出现负面舆情将对当地融资环境造成较大不利影响。

综合以上，标普信评评定青岛水务主体信用等级为 AA_{spc}+

附录

附录1： 主要财务数据及指标

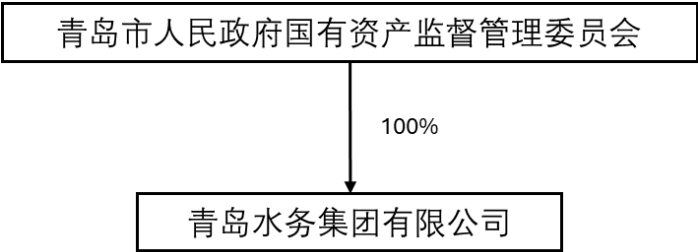
评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2021	2022	2023	2024.1-9
货币资金	1,511	1,695	1,087	1,325
存货	121	156	115	129
应收账款	1,433	1,734	2,166	2,702
其他应收款	723	848	980	1,305
固定资产	7,944	7,728	8,285	8,725
在建工程	1,617	2,099	1,824	1,650
无形资产	631	502	845	848
资产总计	15,305	16,374	16,870	18,296
短期借款	3,002	3,280	4,218	4,077
应付票据及应付账款	1,776	1,809	2,354	2,551
其他应付款	331	349	518	707
一年内到期的非流动负债	289	622	922	759
其他流动负债	1,401	1,005	515	501
长期借款	2,119	2,025	1,731	2,240
应付债券	300	799	200	759
长期应付款	340	197	265	389
负债合计	11,409	12,573	13,283	14,629
所有者权益合计	3,896	3,801	3,587	3,667
营业总收入	3,011	3,024	3,148	2,281
营业成本	2,783	2,944	2,981	2,087
销售费用	34	37	40	27
管理费用	407	403	433	329
财务费用	252	257	266	203
其他收益	788	827	787	650
利润总额	42	12	16	163
净利润	-16	-60	-63	89
经营活动产生的现金流量净额	361	645	502	265
投资活动产生的现金流量净额	-1,178	-759	-763	-634
筹资活动产生的现金流量净额	379	305	-355	608
调整后财务数据及指标				
	2021	2022	2023	2024.1-9
EBITDA	1,119	1,029	1,015	--

营运现金流	805	688	677	--
经调整总债务	6,364	6,878	7,222	--
资本开支	1,106	762	827	621
EBITDA 利润率（%）	37.2	34.0	32.2	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	5.7	6.7	7.1	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	4.3	3.8	3.7	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2023 年审计报告及 2024 年 1-9 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。

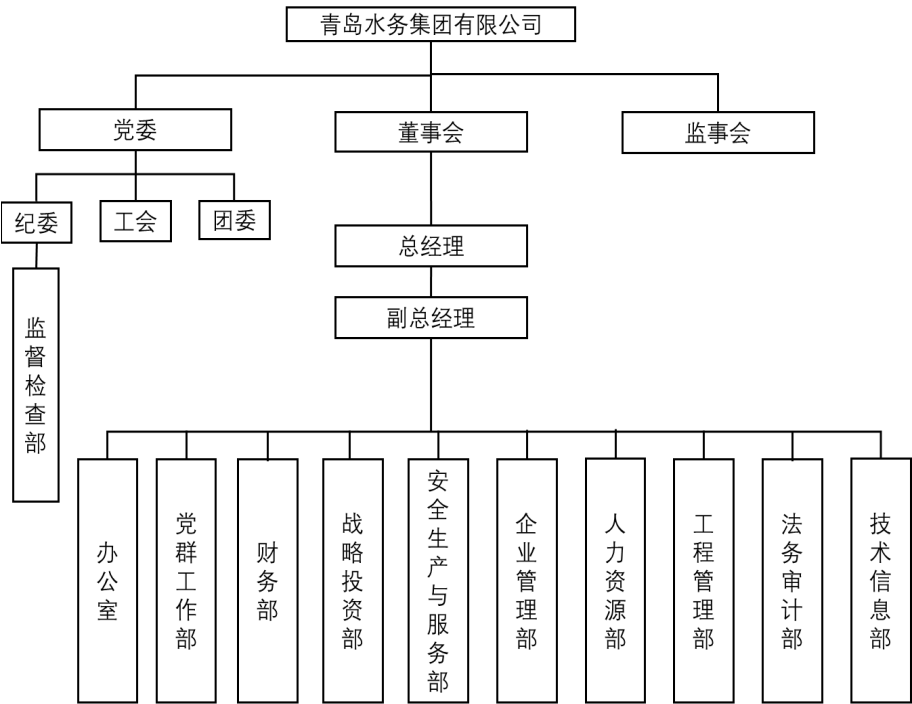
资料来源：公司提供，公司财务报告，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

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+收到的联营合营企业股利+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。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，包括但不限于适销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。