

大禹节水集团股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【500】号 01



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。

大禹节水集团股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
大禹转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：大禹节水集团股份有限公司（以下简称“大禹节水”或“公司”，股票代码：300021.SZ）在农村水利、数字水利项目获取、设计、实施和运营方面拥有技术积累和经验积淀，随着国家对于水利和农业投资的进一步加大，公司在手订单合同金额较大，跟踪期内营业收入大幅增长，同时公司加大应收账款回收和清欠力度，经营活动现金流大幅改善，净营业周期同比下降。但中证鹏元也关注到，跟踪期内公司经营获利能力下降，杠杆水平抬升，偿债指标表现趋弱，存在一定的偿债压力等风险因素。

评级日期

2025年6月27日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	90.18	93.49	79.54	69.52
归母所有者权益	20.60	20.52	20.23	20.28
总债务	31.84	29.97	27.13	21.76
营业收入	5.35	43.79	34.53	34.01
净利润	0.00	1.10	0.67	1.09
经营活动现金流净额	-2.78	5.97	-0.94	3.77
净债务/EBITDA	--	4.41	4.59	3.11
EBITDA 利息保障倍数	--	2.62	3.23	3.32
总债务/总资本	57.57%	56.24%	54.26%	47.98%
FFO/净债务	--	1.37%	5.64%	2.89%
EBITDA 利润率	--	7.72%	10.83%	10.66%
总资产回报率	--	2.94%	2.49%	3.44%
速动比率	1.20	1.19	1.29	1.33
现金短期债务比	0.77	0.97	0.90	1.30
销售毛利率	22.88%	17.77%	24.35%	24.70%
资产负债率	73.98%	75.05%	71.25%	66.07%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王硕
wangsh@cspengyuan.com

项目组成员：安晓敏
anxm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 依托于公司在农村水利、数字水利项目的技术积累和行业积淀，跟踪期内营业收入大幅增长，在手订单合同金额较大。公司深耕农业、农村和水资源问题的解决和服务，已拥有较为完备的产业链集成能力，在农村水利、数字水利项目的获取、设计、实施和运营方面拥有技术积累和经验积淀；2024 年公司营业收入同比增长 26.83%，截至 2025 年 3 月末，公司在手订单合同金额较大，业务具有一定持续性。
- 公司加大应收账款回收和清欠力度，经营活动现金流大幅改善。跟踪期内，公司紧抓化债政策机遇，建立多维度应收账款清欠体系，2024 年回款突破 40 亿元，经营活动现金流大幅改善，净营业周期同比下降。

关注

- 行业竞争有所加剧，当期经营获利能力下降。跟踪期内，行业竞争加剧，公司销售毛利率出现下滑，经营活动的盈利能力下降，且资产中应收账款、合同资产、长期应收款及其他非流动资产金额较大，受结算进度及财政资金安排等因素影响，整体项目回款仍较为滞后，公司资产仍存在一定的减值压力，未来盈利能力存在波动风险。
- 公司杠杆水平继续抬升，偿债指标表现趋弱，存在一定的偿债压力。公司业务回款滞后，经营规模扩大推动债务规模大幅上升，2024 年末资产负债率达 75.05%；同时经营获利能力下降，短期债务规模增加，偿债指标趋弱；另外，“大禹转债”将于 2026 年 7 月到期，需关注转股进展及债券到期偿付能力的情况。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在农村水利、数字水利项目实施方面拥有一定的技术积累和行业积淀，拥有较为完备的产业链集成能力，在手订单合同金额较大，未来收入来源较有保障。

同业比较（单位：亿元）

指标	润农节水	新疆天业	大禹节水
总资产	14.10	205.26	93.49
所有者权益	8.92	93.29	23.32
营业收入	9.84	111.56	43.79
净利润	0.08	0.68	1.10
销售毛利率	15.49%	11.26%	17.77%
资产负债率	36.75%	54.55%	75.05%

注：以上各指标均为 2024 年数据。

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
工商企业通用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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
------	----	------	------	----	------

业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
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。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
大禹转债	6.38	4.6096	2024-6-26	2026-07-28

注：以上数据截至 2025 年 6 月 20 日。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2020年7月发行6年期6.38亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于高端节水灌溉产品智能工厂建设项目、现代农业运营服务和科技研发中心建设项目和补充流动资金。2024年公司通过相关决议，将原募投项目尚未使用募集资金及专户资金存款利息43,983.83万元（具体金额以实际结转时专户资金余额为准），用于“宁都县灌区高效节水与现代化改造项目EPC总承包”（以下简称“宁都灌区EPC项目”）、“海南省牛路岭灌区工程设计采购施工运营一体化（EPCO）总承包”（以下简称“牛路岭灌区EPCO项目”）。变更后，公司募集资金投资项目如下：

表1 公司募集资金投资项目（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金净额
宁都县灌区高效节水与现代化改造项目 EPC 总承包	39,784.40	27,500.00
海南省牛路岭灌区工程设计采购施工运营一体化（EPCO）总承包	52,332.66	16,483.83

资料来源：公开资料

截至2024年末，尚未使用的募集资金总额39,155.17万元。为充分保障公司生产经营，提高闲置募集资金使用效率、降低财务成本，在保证募集资金投资项目正常进行的前提下，公司使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金，使用期限自董事会审议通过之日起不超过12个月，到期将归还至公司募集资金专户。在上述额度及期限内，资金可循环滚动使用。截至2025年5月末，募集资金专户余额为0.82亿元。

“大禹转债”自2021年2月3日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为4.94元/股，截至2025年6月24日，“大禹转债”累计转股数量为46,697,901股；“大禹转债”转股价格为3.66元/股，“大禹节水”收盘价为4.47元。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司总股本因限制性股票回购注销、可转债转股等原因发生变动，截至2025年6月20日，公司总股本增加至89,671.77万股；公司控股股东及实际控制人未发生变化，仍为王浩宇先生及仇玲女士，二人为母子关系，为一致行动人，共计持有公司40.93%股权。另外，截至2025年5月末王浩宇共质押公司股票0.42亿股，占其持股比例的22.34%。

2024年8月，公司副总裁梁浩先生、陶颖女士因个人原因，辞去公司副总裁的职务；同时公司聘任严文学先生为公司副总裁，任期自董事会审议通过之日起至第六届董事会任期届满之日。2025年1月9日，公司首席科学家、研究院院长高占义先生由于个人年龄原因申请辞去公司首席科学家、研究院院长职务，辞职后不为公司高级管理人员，仍在公司担任其他职务。2025年5月，公司完成董事会换届，第七届董事会成员较2024年末未发生变化，公司高级管理人员中新增姚键先生为公司董事会秘书，原公司董事会秘书由公司董事、副总裁陈静先生兼任，目前陈静先生仍为公司董事、副总裁。另外，公司审议通过了《关于取消监事会、拟变更公司注册资本并修订〈公司章程〉相应条款的议案》，公司不再设置

监事会，由审计委员会行使监事会的职权，公司原监事会主席、监事任期结束后不再担任监事会主席及监事职务，仍在公司担任其他职务。

2024年6月30日，公司将北京市朝阳区百子湾南二路78号院的7套房产及10个地下车库出售给苏酒集团贸易股份有限公司，出售价格为14,784.01万元，为公司贡献的净利润为3,466.79万元，占2024年公司净利润的总额为31.60%。2024年因业务调整减少5家子公司，其中注销4家，出售1家；新增6家子公司，其中新设立4家，购买2家，公司合并报表变动主要系业务发展需要。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

农村水利施工、智慧水利、数字水利

在“水利强国”、“农业强国”、“乡村振兴”的战略的背景下，行业面临较好的发展机遇；同时政策的支持和资金的投入，使得智慧农水建设行业关注度提升，随着房地产、基建等其他领域投资放缓，大型建筑类央企、国企也逐步进入到这一领域，行业竞争加剧

我国水利发展总体上经历工程水利、资源水利和数字水利三个阶段，当前处于从资源水利向数字水利加速发展阶段。工程水利是以水利工程建设为核心，以最大程度开发利用水资源为目标的水事活动。资源水利则是以水资源可持续发展为目标，加强水资源保护、合理开发、合理利用和优化配置的水事活动。数字水利是依托现代信息技术，以需求牵引、应用至上、数字赋能、提升能力为原则，以实现数字化场景、智慧化模拟、精准化决策为目标的水事活动。水利行业作为国家重点投资领域，受益于特别国债等各类政策与资金支持，全国水利建设投资连续三年超万亿，2024年达到13,529亿元，创历史新高，为水利行业发展提供了良好的外部环境。近年来，我国相继颁布了《全国农业可持续发展规划（2015-2030）》、《国家节水行动方案》等有利于数字水利的产业政策，从水利、农业综合开发、土地整理以及城市园林等行业和领域入手加大对节水灌溉工程的投入；同时在我国大力推动乡村振兴战略的背景下，国务院相继发布《关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》、《逐步把永久基本农田建成高标准农田实施方案》、《加快建设农业强国规划（2024—2035年）》等政策，提出加大高标准农田建设投资力度；分区分类开展盐碱耕地治理改良，支持盐碱地综合利用试点；推进重点灌区、蓄滞洪区建设和现代化改造，另外水利部、农业农村部、国家发展改革委等相关部门也出台多项政策，支持农村水利建设，行业面临较好的发展机遇。

从行业竞争格局来看，目前国内数字水利行业市场集中度不高，国内只从事节水灌溉产品制造和工程建设的企业约有500家，但多数企业规模较小。随着房地产、基建等其他领域投资放缓，大型建筑类央企、国企也逐步进入到这一领域，行业竞争加剧；同时，随着国家对于项目质量和整体“软建设”能力重视程度的提升，数字水利行业所需的技术含量逐步提高，预计市场份额将向体量相对较大、资金较充裕、有一定技术和专业人员储备、具备产业链整合能力的优势企业集中，行业集中度将有所提升。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自智慧农水项目建设和农水科技产品销售与服务，2024年二者收入合计占比80.12%。2024年公司强化项目管理，积极推进项目建设交付进度，智慧农水项目建设收入大幅增长，带动公司营业收入同比增长26.83%；但随着行业竞争加剧，跟踪期内项目平均毛利率出现下滑，拖累了公司整体的毛利率水平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
智慧农水项目建设	26.41	60.31%	13.54%	18.81	54.49%	19.96%
农水科技销售与服务	8.68	19.81%	13.96%	7.60	22.03%	21.16%
农水设计服务	2.66	6.07%	43.21%	2.83	8.19%	35.93%
农水信息化和项目运营服务	5.89	13.45%	30.73%	5.07	14.67%	38.41%
其他	0.16	0.36%	23.37%	0.22	0.62%	37.28%
合计	43.79	100.00%	17.77%	34.53	100.00%	24.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

依托于公司在农村水利、数字水利项目的技术积累和行业积淀，跟踪期内公司新签订单规模仍较大，在手订单合同金额较大，业务具有一定持续性；但同时关注到，随着行业竞争加剧，公司大额项目占比下降，毛利率水平下降，关注后续公司新签项目情况

公司在农村水利、数字水利项目获取、设计、实施和运营方面拥有技术积累和经验积淀，拥有较为完备的产业链集成能力，已成为集合规划设计、投资融资、研发智造、建设交付、数字智能和运营维护等综合解决方案服务商。公司项目实施交付的经营模式分为运营类经营模式（特许经营模式、EPC+O模式）和非运营类经营模式（规划设计咨询模式、单一建设交付/EPC模式）。

跟踪期内，受益于特别国债等各类政策与资金支持，全国水利建设投资规模扩大，公司全年新签订单53.14亿元，仍保持较大规模。但随着政策支持和资金投入，智慧农水建设行业关注度提升，大型建筑类央企、国企也进入到这一领域，行业竞争进一步加剧，2024年公司新签订单同比下降24.67%，其中5,000万元以上订单占比由70%下降至56%，销售毛利率同比下降。考虑到公司是国内较早将运营服务全面布局于农业水利基础设施领域的企业，具备项目全周期的综合解决方案服务能力，跟踪期内设计及信息化项目和特许经营项目占比提升；截至2025年3月末，公司主要在建项目中标合同金额合计40.56亿元，已施工工程量17.99亿元，已确认收入16.50亿元；另外储备的大额中标订单合计3.17亿元，业务具有一定持续性。

表3 公司新签订单情况

项目		2024年	2023年
新签订单金额（亿元）		53.14	70.54
项目规模	5,000万元以上订单占比	56%	70%
	500万元以下订单占比	<15%	<10%
	特许经营项目占比	31%	28%
项目类型	工程项目占比	29%	27%
	EPC+O项目占比	11%	15%
	设计及信息化项目占比	20%	15%
	EPC项目占比	3%	12%
	单一材料及零售项目占比	0.50%	3%
业务领域	水利灌区领域占比	56%	45%
	农业节水和高标准农田领域占比	22%	40%
	水利工程领域占比	17%	11%

资料来源：公司2023年、2024年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司加大应收账款回收和清欠力度，净营业周期同比下降

公司智慧农水项目建设按照投入法确认收入，同时结转成本，项目结算及回款受工程进度及客户资金安排影响。公司项目的甲方单位主要包括各地方政府（含下属事业单位）和央企、地方国企的下属子公司，所承接的项目资金最终主要来源为国家专项资金或政府财政资金，承接的项目一般会纳入各地方

政府财政预算，未纳入财政预算的项目一般会申请地方政府专项债、金融机构贷款等资金，项目建设资金来源较有保障。跟踪期内，公司建立多维度应收账款清欠体系，全面盘点公司已完工和在建项目，推动建立高效的内部协调机制，针对个别重大在建项目以及呆坏账年限较长、金额较大的已完工项目，建立专项清欠机制。同时，公司有效利用各种清欠工具，实施内外结合的策略，清欠计划内5年以上账龄应收账款比例达到96%，全年回款突破40亿元，其他非流动资产周转率大幅提升，同时公司加大库存消化，存货周转率提升，2024年净营业周期同比下降。

表4 公司营运效率（单位：天）

项目	2024年	2023年
存货周转天数	35.20	52.36
应收账款周转天数	249.94	258.68
应付账款周转天数	267.75	274.63
合同资产周转天数	95.17	80.83
长期应收款周转天数	24.13	30.7
其他非流动资产周转天数	49.15	71.27
净营业周期	185.84	219.19

注：净营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数+合同资产周转天数+长期应收款周转天数+其他非流动资产周转天数。

资料来源：公司2022-2024年审计报告，中证鹏元整理

公司拥有较为完备的产业链集成能力，农水科技销售与服务主要服务于智慧农水项目，2024年收入同比增加，但产品产能利用率水平仍较低

公司农水科技销售与服务主要为硬件产品销售，硬件产品分为四类：智能计量和测控系列产品、高效节水灌溉系列产品、生态环保装备系列产品、区域声波增雨和水资源调控装备产品，其中声波增雨器为2024年公司与清华大学团队联合研发，该设备融合现代声学、气象科学和环境科学等多项技术，具有成本低、响应快、无空域限制、环保无污染等优势，是解决干旱半干旱地区水资源短缺问题的重要突破口。公司产品销售模式分两种，第一种为“项目+材料”的间接销售模式，该种模式主要服务于智慧农水项目，主要产品涉及智能计量和测控系列产品和生态环保装备系列产品。第二种为通过经销商渠道或零售方式开展的直接销售模式，该种模式下主要产品为高效节水灌溉系列产品，包括PVC/PE输水管材与配件、滴灌带等。生产模式上，公司主要采取“订单驱动、销售预测、适度备货”相结合的生产模式，生产系统结合市场需求预测、客户订单及库存情况制定生产计划并组织生产，2024年公司PVC-U管材、PE管及滴灌管年设计产能均有所增加，但PE管和滴灌管产能利用率仍较低。

表5 公司直接销售模型下主要产品生产情况

产品		2024年	2023年
PVC-U 管材（吨）	年设计产能	25,000	11,500
	年产量	7,270	9,823
	产能利用率	29.08%	85.42%
PE 管（吨）	年设计产能	11,190	10,500

	年产量	5,822	4,608
	产能利用率	52.03%	43.89%
	年设计产能	180,000	143,312
滴灌管（万米）	年产量	107,000	74,532
	产能利用率	59.44%	52.00%

注：滴灌管（带）、PE管材及PVC-U管材产能根据期末生产线条数和设计线速及生产设备实际运行情况，按期间可投产状态天数计算。

资料来源：公司提供

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2023年审计报告和经北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

根据公司于2025年1月25日公告的《大禹节水集团股份有限公司关于会计估计变更的公告》，自2024年10月1日起，对应收款项预期信用损失率、合同资产减值的会计估计进行变更，本次会计估计变更采用未来适用法进行会计处理，无需对已披露的财务报告进行追溯调整，对公司以往各期财务状况和经营成果不会产生影响。本次会计估计使得信用减值与资产减值损失减少2,040.40万元，归属于母公司净利润增加1,107.84万元。具体如下所示：

表6 本次会计估计变更对当期影响情况（单位：万元）

项目	变更前	影响数	变更后
应收账款	317,801.68	4,255.28	322,056.96
其他应收款	7,401.57	2,216.67	9,618.24
合同资产	139,326.41	-5,351.69	133,974.72
长期应收款	28,248.26	-102.89	28,145.36
其他非流动资产	52,611.96	1,023.04	53,635.00
递延所得税资产	9,525.07	-299.78	9,225.28
信用减值与资产减值损失	-9,237.89	2,040.40	-7,197.48
所得税费用	1,662.67	299.78	1,962.45
少数股东损益/增加（税后）	2,214.88	632.78	2,847.66
归属于母公司净利润/增加	7,004.95	1,107.84	8,112.79

资料来源：公司2024年度报告，中证鹏元整理

¹根据公司于2024年12月14日发布的公告，鉴于立信会计师事务所（特殊普通合伙）已连续多年为公司提供审计服务，为保证公司审计工作的独立性与客观性，同时结合公司业务发展和审计需求等实际情况，公司聘请北京德皓国际会计师事务所(特殊普通合伙)为公司2024年度财务审计机构和内部控制审计机构。

跟踪期内，业务规模扩大带动公司应收账款及合同资产规模继续增加，对公司资金仍形成较大占用，总体资产质量一般；同时经营获利能力下降，且负债规模增加，推动杠杆水平继续抬升，“大禹转债”若到期前未全部转股，将面临一定的偿债压力

资本实力与资产质量

跟踪期内，随着公司业务规模扩大，公司负债总额同比增长23.81%；因回购注销限制性股票、收购子公司少数股权以及子公司回购股权导致实收资本和资本公积同比下降，未分配利润同比增长，综合影响下公司所有者权益同比略增长。2024年公司现金分红0.52亿元，年末公司产权比率上升至约301%，公司产权比率大幅增加，所有者权益对公司负债的保障程度较低。

图 1 公司资本结构

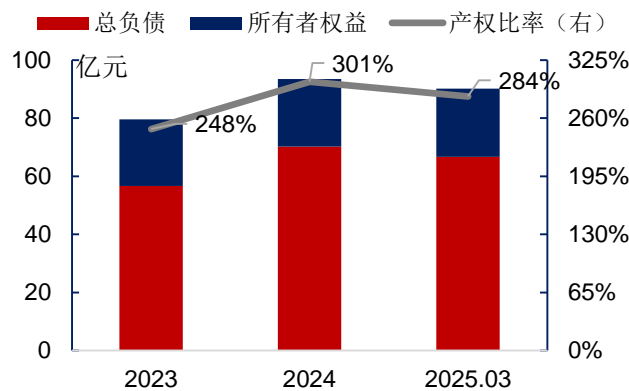
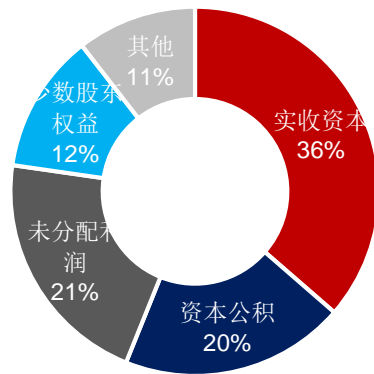


图 2 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司项目建设按照投入法确认收入，结算成本，其中单一建设交付模式/EPC模式下计入合同资产，后续按照工程进度，确认应收账款。特许经营下，根据投入法确认收入，计入其他非流动资产，后续按照工程进度确认长期应收款，如果为公司项目，同时确认特许经营权。公司承接的项目最终面向各地方政府，项目款项支付进度受工程进度结算、财政资金安排等因素影响，2024年公司加大应收账款回收和清欠力度，长期应收款和其他非流动资产账面价值有所下降，但随着业务规模扩大，公司应收账款和合同资产规模同比增长；2024年末应收账款、合同资产、长期应收款及其他非流动资产账面价值合计53.78亿元，占总资产的比重为57.53%，对公司资金形成较大占用。从账龄上看，应收账款账龄在1年以上的占比为45.40%。2024年公司计提信用减值损失、资产减值损失合计0.72亿元，因会计估计变更导致信用减值与资产减值损失减少0.20亿元，需持续关注公司后续业务回款及资产减值压力。

跟踪期内，回款增加带动公司货币资金同比增长。因业务发展需要，公司增加对合营联营投资，长期股权投资账面价值同比增长，2024年来源于关联方的工程设计与施工等收入合计4.91亿元，同比增长147.04%。

截至2024年末，公司受限资产账面价值7.87亿元，占总资产的比例为8.42%，包括货币资金1.67亿元，

固定资产1.73亿元，无形资产0.59亿元、应收账款0.30亿元、长期应收款2.18亿元及其他非流动资产1.40亿元。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.53	13.90%	16.88	18.06%	11.51	14.47%
应收账款	29.44	32.64%	32.21	34.45%	27.76	34.91%
存货	4.24	4.70%	3.29	3.52%	3.65	4.59%
合同资产	14.16	15.70%	13.40	14.33%	9.44	11.86%
流动资产合计	65.08	72.17%	68.54	73.31%	54.33	68.31%
长期应收款	2.77	3.08%	2.81	3.01%	2.98	3.74%
长期股权投资	4.71	5.22%	4.76	5.10%	3.84	4.82%
固定资产	3.87	4.29%	3.94	4.21%	4.76	5.99%
无形资产	4.53	5.02%	4.55	4.87%	3.24	4.07%
其他非流动资产	5.69	6.31%	5.36	5.74%	6.43	8.08%
非流动资产合计	25.10	27.83%	24.95	26.69%	25.21	31.69%
资产总计	90.18	100.00%	93.49	100.00%	79.54	100.00%

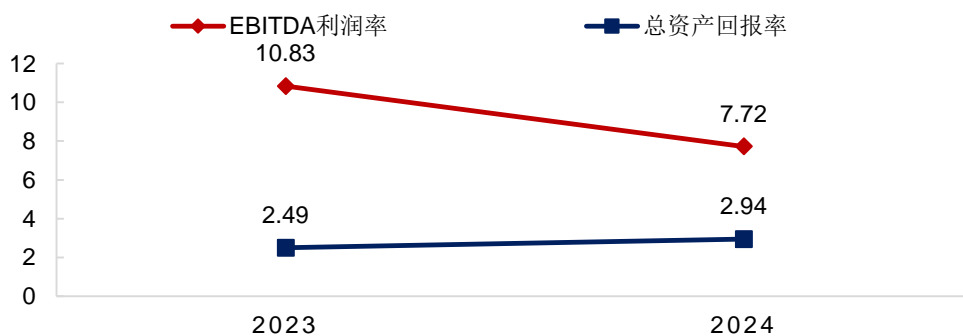
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司按照投入法确认营业收入大幅增长，因会计估计变更导致信用减值与资产减值损失减少，同时按照权益法确认的长期股权投资收益、对赌协议确认的营业外收入及处置房产为公司贡献的利润规模较大，公司利润总额大幅增加，总资产回报率同比提升。公司销售毛利率出现下滑，且随着业务规模扩大，销售费用、管理费用同比增长，公司经营获利能力并未提升，EBITDA利润率有所下降。

2025年1-3月，公司营业收入同比增长15.68%，但销售毛利率同比下降，管理费用同比增加，净利润规模仍较小，且同比下降。考虑到目前公司在手订单合同金额较大，未来收入来源较有保障，但公司资产负债中应收账款、合同资产、长期应收款及其他非流动资产金额较大，项目回款受结算进度及财政资金安排等因素影响，相关资产仍存在减值压力，未来公司盈利能力存在波动风险。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司主要通过银行借款筹集资金，其中短期借款以保证借款和信用借款为主，利率区间为3.1%-4.0%，长期借款以保证借款和质押借款为主，利率区间为3.35%-4.75%。公司应付债券为“大禹转债”，目前票面利率为2.5%，2025年7月28日起，票面利率将调升至3.0%；长期应付款为应付融资租赁款、政府和社会资本合作项目政府借款及出资款。从债务期限结构来看，跟踪期内，公司短期债务占比有所上升。

经营性债务方面，公司应付账款主要为未结算货款及工程款，合同负债为预收的工程款，随着公司经营规模的扩大，应付账款、合同负债账面价值大幅增加。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.93	16.39%	11.16	15.91%	7.86	13.87%
应付票据	4.01	6.01%	2.87	4.10%	1.87	3.29%
应付账款	26.19	39.26%	30.68	43.73%	22.15	39.08%
合同负债	2.99	4.49%	3.66	5.22%	1.53	2.69%
一年内到期的非流动负债	2.65	3.97%	2.69	3.83%	2.27	4.01%
流动负债合计	50.52	75.73%	54.92	78.27%	39.17	69.13%
长期借款	7.88	11.81%	6.94	9.89%	8.74	15.43%
应付债券	6.12	9.17%	6.01	8.57%	5.72	10.10%
长期应付款	1.20	1.80%	1.20	1.71%	1.11	1.96%
非流动负债合计	16.20	24.27%	15.25	21.73%	17.50	30.87%
负债合计	66.72	100.00%	70.16	100.00%	56.67	100.00%
总债务	31.84	47.72%	29.97	42.72%	27.13	47.87%
其中：短期债务	17.59	55.23%	16.72	55.80%	12.00	44.23%
长期债务	14.25	44.77%	13.25	44.20%	15.13	55.77%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司经营回款大幅好转，经营活动现金流为净流入，对净债务的保障程度大幅提升，但公司负债规模增加，资产负债率抬升，2024年末达75.05%，且经营获利能力下降，FFO同比下降，FFO/净债务及EBITDA利息保障倍数均同比下降，偿债指标表现趋弱。另外，公司2024年年度权益分派方案已获2024年年度股东会审议通过，共计派发现金0.53亿元，并于2025年6月23日实施，公司在高负债率的情况下，持续派发较大金额的现金分红，关注现金分红对公司资金可能造成的压力。

表9 公司偿债能力指标

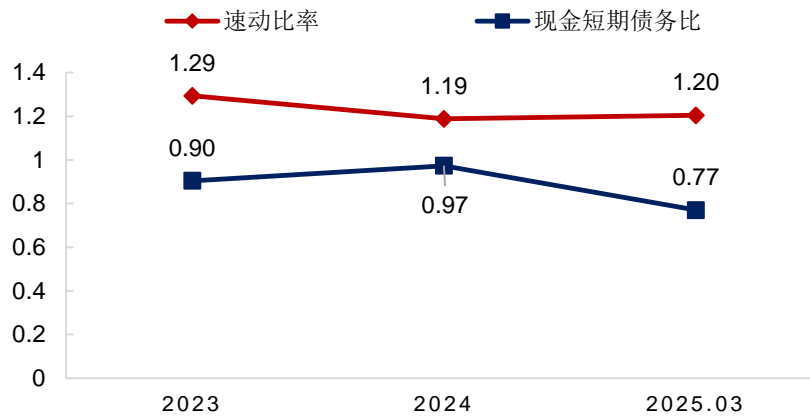
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-2.78	5.97	-0.94

FFO（亿元）	--	0.20	0.97
资产负债率	73.98%	75.05%	71.25%
净债务/EBITDA	--	4.41	4.59
EBITDA 利息保障倍数	--	2.62	3.23
总债务/总资本	57.57%	56.24%	54.26%
FFO/净债务	--	1.37%	5.64%
经营活动现金流净额/净债务	-15.06%	40.05%	-5.48%
自由现金流/净债务	-15.65%	35.14%	-21.25%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司速动比例变化不大，而随着短期债务增加，现金短期债务比波动下降，另外，截至 2025 年 3 月末，公司尚未使用的银行授信共计 6.07 亿元，融资弹性一般。目前公司业务回款周期仍较长，业务规模增加仍需外部融资补充营运资金，且本期债券将于 2026 年 7 月到期，若未全部转股，公司将面临一定的偿债压力。

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2022 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2025 年 5 月 6 日）、子公司甘肃大禹节水集团水利水电工程有限责任公司（报告查询日：2025 年 5 月 6 日）、子公司大禹节水(天津)有限公司（报告查询日：2025 年 5 月 6 日）及子公司北京慧图科技（集团）股份有限公司（报告查询日：2025 年 5 月 12 日）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；公司本部公开发行的债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025 年 6 月 19 日），中证鹏元未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

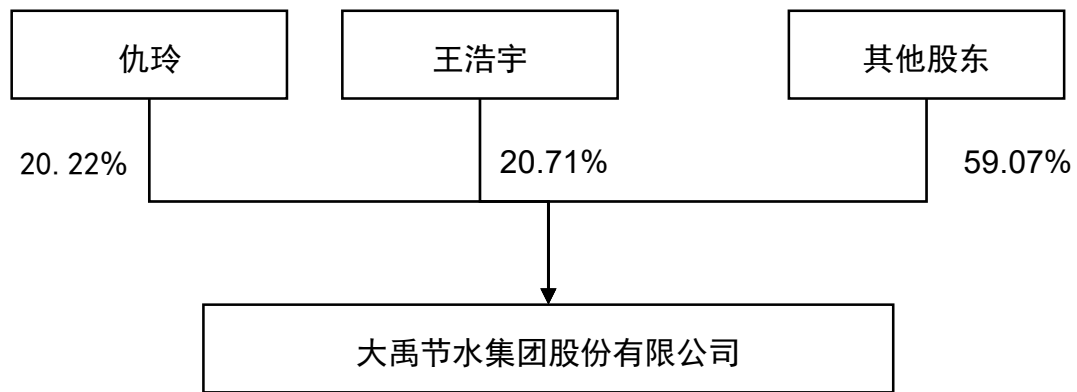
截至 2024 年末，公司对宁夏水发集团有限公司（以下简称“宁夏水发”）担保金额 323 万元，宁夏水发控股股东为宁夏国有资本运营集团有限责任公司，实际控制人为宁夏回族自治区人民政府，公司对其担保金额较小，预计面临的或有负债风险较小。

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：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	12.53	16.88	11.51	11.42
应收账款	29.44	32.21	27.76	21.17
合同资产	14.16	13.40	9.44	5.85
流动资产合计	65.08	68.54	54.33	45.51
非流动资产合计	25.10	24.95	25.21	24.00
资产总计	90.18	93.49	79.54	69.52
短期借款	10.93	11.16	7.86	6.12
应付账款	26.19	30.68	22.15	17.16
一年内到期的非流动负债	2.65	2.69	2.27	0.87
流动负债合计	50.52	54.92	39.17	31.41
长期借款	7.88	6.94	8.74	6.75
应付债券	6.12	6.01	5.72	5.42
长期应付款	1.20	1.20	1.11	0.92
非流动负债合计	16.20	15.25	17.50	14.51
负债合计	66.72	70.16	56.67	45.93
所有者权益	23.46	23.32	22.87	23.59
营业收入	5.35	43.79	34.53	34.01
营业利润	0.01	1.24	0.75	1.45
净利润	0.00	1.10	0.67	1.09
经营活动产生的现金流量净额	-2.78	5.97	-0.94	3.77
投资活动产生的现金流量净额	-1.16	-0.48	-2.39	-4.05
筹资活动产生的现金流量净额	-0.30	-0.20	2.97	-0.97
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.38	3.74	3.63
FFO（亿元）	--	0.20	0.97	0.33
净债务（亿元）	18.45	14.90	17.19	11.28
销售毛利率	22.88%	17.77%	24.35%	24.70%
EBITDA 利润率	--	7.72%	10.83%	10.66%
总资产回报率	--	2.94%	2.49%	3.44%
资产负债率	73.98%	75.05%	71.25%	66.07%
净债务/EBITDA	--	4.41	4.59	3.11
EBITDA 利息保障倍数	--	2.62	3.23	3.32
总债务/总资本	57.57%	56.24%	54.26%	47.98%
FFO/净债务	--	1.37%	5.64%	2.89%
经营活动现金流净额/净债务	-15.06%	40.05%	-5.48%	33.44%
速动比率	1.20	1.19	1.29	1.33
现金短期债务比	0.77	0.97	0.90	1.30

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月 20 日）



资料来源：公司提供

附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	主要经营地	业务性质	持股比例	取得方式
大禹节水（天津）有限公司	50,000.00	天津	节水材料生产、安装	100.00%	投资设立
甘肃大禹节水集团水利水电工程有限责任公司	101,000.00	甘肃酒泉	水利水电工程施工	100.00%	投资设立
大禹设计咨询集团有限公司	10,000.00	甘肃兰州	设计	100.00%	投资设立
北京慧图科技（集团）股份有限公司	24,211.27	北京	软件开发、信息系统集成	55.10%	投资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+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+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+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/所有者权益合计*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
存货周转天数	365*[(期初存货+期末存货) / 2] / 营业成本
应收账款周转天数	365*[(期初应收账款账面价值+期末应收账款账面价值) / 2] / 营业收入
应付账款周转天数	365*[(期初应付账款账面价值+期末应付账款账面价值) / 2] / 营业成本
合同资产周转天数	365*[(期初合同资产账面价值+期末合同资产账面价值) / 2] / 营业收入
长期应收款周转天数	365*[(期初长期应收款账面价值+期末长期应收款账面价值) / 2] / 营业收入
其他非流动资产周转天数	365*[(期初其他非流动资产账面价值+期末其他非流动资产账面价值) / 2] / 营业收入
净营业周期	存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数+合同资产周转天数+长期应收款周转天数+其他非流动资产周转天数

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