



2020年大禹节水集团股份有限公司创业板 公开发行可转换公司债券2024年跟踪评级 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

2020年大禹节水集团股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券 2024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

- 本次评级结果是考虑到：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、数字水利项目实施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，2023年公司新签订单规模同比大幅增加，在手订单合同金额较大，未来收入来源较有保障。同时中证鹏元也关注到，2023年公司中标项目大额合同占比增加，项目建设和回款周期延长，受国内经济环境波动影响，公司项目回款不达预期，对公司资金形成较大占用，需持续关注项目回款情况及因账龄延长带来的资产减值压力；同时公司债务规模增长，资产负债率处于较高水平，偿债指标表现趋弱，公司存在较大的偿债压力等风险因素。

评级日期

2024年6月26日

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	77.55	79.54	69.52	63.25
归母所有者权益	20.32	20.23	20.28	17.21
总债务	--	27.13	21.76	23.25
营业收入	4.63	34.53	34.01	35.15
净利润	0.01	0.67	1.09	1.47
经营活动现金流净额	-2.67	-0.94	3.77	1.71
净债务/EBITDA	--	4.59	3.11	2.79
EBITDA 利息保障倍数	--	3.23	3.32	3.77
总债务/总资本	--	54.26%	47.98%	53.14%
FFO/净债务	--	5.64%	2.89%	14.01%
EBITDA 利润率	--	10.83%	10.66%	11.20%
总资产回报率	--	2.49%	3.44%	4.82%
速动比率	1.29	1.29	1.33	1.36
现金短期债务比	--	0.90	1.30	1.10
销售毛利率	25.87%	24.35%	24.70%	23.31%
资产负债率	70.34%	71.25%	66.07%	67.58%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- 公司在农村水利、数字水利项目实施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。自成立以来，公司深耕农业、农村和水资源问题的解决和服务，发展至今，已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。
- 2023 年公司新签订单规模同比大幅增加，在手订单合同金额较大，未来收入来源较有保障。2023 年国家水利建设投资全面提速，全年完成水利建设投资 1.2 万亿元，创历史最高记录。公司加强与国央企战略合作，积极调动公司内部各板块资源协同作战，全年实现新签订单 70.54 亿元，较上年同比增长 53%。截至 2024 年 3 月末，公司在手中标合同金额合计 70.89 亿元，未来收入来源较有保障。

关注

- 2023 年公司中标项目大额合同占比增加，项目建设和回款周期延长，受国内经济环境波动影响，各地方政府财力趋紧，公司项目回款不达预期，对公司资金形成较大占用，需持续关注公司项目回款情况及因账龄延长带来的资产减值压力。2023 年公司新签订单中 5,000 万元以上订单占比约 70%，较 2022 年大幅增加，随着大额合同增加，公司整体项目建设和回款周期延长；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，但受国内经济环境波动影响，各地方政府财力趋紧，项目回款不达预期，对公司资金形成较大占用，2023 年计提较大规模的减值损失；2023 年末公司工程项目沉淀资金规模仍较大，合计占总资产的比重达 58.59%，需加大款项催收力度，若后续回款仍不及预期，公司存在较大的资产减值压力及资金压力。
- 跟踪期内公司经营回款不佳，通过债务补充营运资金，导致债务规模增长，资产负债率处于较高水平，偿债指标表现趋弱，存在较大的偿债压力。2023 年公司经营活动现金流为净流出，通过银行借款筹集资金，推动债务规模增长，资产负债率抬升，处于较高水平，偿债指标表现趋弱。

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、数字水利项目实施拥有一定的技术积累和行业积淀，产品研发实力较强，拥有较为完备的产业链集成能力，在手订单合同金额较大，主要客户为各地方政府（含下属事业单位），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	11.48	210.65	79.54
所有者权益	8.97	92.58	22.87
营业收入	7.50	114.65	34.53
净利润	0.33	-8.62	0.67
销售毛利率	18.41%	6.67%	24.35%
资产负债率	21.86%	56.05%	71.25%

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：iFinD，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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&运营风险状况	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	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
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。

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	6.35	2023-6-2	2026-07-28

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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2月5日，公司召开2024年第一次债券持有人会议、2024年第二次临时股东大会，决议通过《关于变更部分募集资金用途的议案》，将公开发行可转换公司债券募集资金投资项目“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”的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），用于新项目“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

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建设的资金需求、保证募集资金投资项目正常进行的前提下，根据《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》和《募集资金管理制度》等相关规定，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2024年3月31日，募集资金专户可用余额为1,134.31万元。

“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，目前转股价格为3.70元/股，截至2023年末，累计转股数量为713,171股。

三、发行主体概况

跟踪期内公司总股本因增发新股、股权激励行权、可转债转股、限制性股票授予与回购注销等原因发生变动，截至2023年末，公司总股本为85,805.57万股；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，截至2024年3月31日，共计持有公司42.79%股权，其中王浩宇共质押公司股票0.37亿股，占其持股比例的20.08%。2023年公司合并报表范围新增2

家子公司，减少2子公司，具体情况如下：

表2 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
大禹节水科技（江西）有限公司	51%	5,000	节水材料生产、安装	新设
滇禹农业科技（澜沧）有限责任公司	65%	175	智能农业管理；智能水务系统开发；与农业生产经营有关的技术、信息、设施建设运营等服务	新设
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
吴忠市禹通水务有限责任公司	25.00%	11,780	施工与建设管理；农业高效节水灌溉工程建设与运营管理	股权出售
北京耕耘动力科技有限公司	100%	1,000	科技推广和应用服务业	注销

注：吴忠市禹通水务有限责任公司为丧失控制权之日剩余股权的比例。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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、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

我国水资源匮乏且分布不均，农用灌溉用水效率不高，随着加强高标准农田建设、水肥一体化的推广、农田规模化运作及相关政策的推动，将促进数字水利应用到农业用水和农村水利领域，同时在我国大力推动乡村振兴战略的背景下，行业面临较好的发展机遇

我国水资源短缺且时空分布不均。中国是一个水资源短缺的国家，人均水资源量约2,100立方米，被联合国列入全球13个贫水国家之一，预计到2030年我国人均水资源量将下降到1,760立方米，逼近国际公认的1,700立方米严重缺水警戒线，缺水已经成为制约我国经济发展和社会进步的重要因素。我国水资源时空分布不均，总体来看，时间上，夏秋多、冬春少；空间上，南方多、北方少。水资源丰富的省份主要集中在西藏、四川、江西、湖南、广东、广西等南方地区，而在北方地区，尤其在宁夏、甘肃、陕西等西北地区，以及河南、山东、山西、河北等中部地区，水资源量极为匮乏。我国38%的耕地分布在西北、华北、东北等北方地区，而干旱少雨导致我国北方地区水资源比较缺乏，没有灌溉就不能保证粮食稳产、高产。

我国节水灌溉能力较弱，农用灌溉用水效率不高。我国农业用水存在较大的浪费，主要体现为灌溉用水系数较低以及水资源利用率较差。“十三五”时期，我国农业灌溉水利用系数为0.565，远低于发达国家0.80的平均水平。水利部、国家发展改革委联合发布《关于印发“十四五”用水总量和强度双控目标的通知》，2025年农田灌溉水有效利用系数提高到0.58以上，为节水灌溉行业提供发展空间。

水肥一体化的推广及土地流转加速将提升对节水灌溉的需求。由于过量使用化肥，近几十年来我国耕地肥力明显下降，全国绝大多数耕地土壤肥力不高。化肥的过量施用直接导致耕地及大量水源受到污染，不仅影响作物正常生长、诱发病虫害、减产，甚至会导致土地失去种植功能。在此背景下，水肥一体化被政府和研究机构所重视。通过实施水肥一体化，灌溉施肥体系可比常规施肥节省肥料50%-70%；同时，大大降低了因过量施肥而造成的水体污染问题。过去，我国农业生产存在着农户生产规模小、种植地块零散、机械化程度低、经济效益低的特点。在这种情况下，农民投资节水灌溉设备的能力和积极

性不高，节水灌溉设备的推广受到制约。中共十八届三中全会鼓励有条件的农户流转承包土地的经营权，鼓励承包经营权向专业大户、农民合作社、农业企业流转。随着土地流转加速，规模化农业的快速发展将提升对高效节水灌溉设备的需求。

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。我国的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。2023年国家水利建设投资全面提速，全年完成水利建设投资1.2万亿元，创历史最高记录，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。2023年1月，国务院发布《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，提出加强高标准农田建设，统筹推进高效节水灌溉；加强水利基础设施建设；加快大中型灌区建设和现代化改造；加强田间地头渠系与灌区骨干工程连接等农田水利设施建设；支持重点区域开展地下水超采综合治理，推进黄河流域农业深度节水控水。2023年2月，农业农村部发布《关于落实党中央国务院2023年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》，提出加强高标准农田建设，确保完成新建4,500万亩和改造提升3,500万亩年度任务，补上土壤改良、田间灌排设施等短板，统筹推进高效节水、水肥一体化设施建设。

数字水利行业涉及规划设计、投资融资、研发智造、建设交付、数字智能和运营维护等多个产业链环节。数字水利具体应用到农业用水和农村水利领域，主要为农业、农村以及农村人居环境治理等提供灌溉、供水、污水处理等服务，其发展为国家政策所支持和鼓励。近年来，国家大力扶持数字水利发展，采用政府补贴等形式支持农户采用节水灌溉方式，同时在我国大力推动乡村振兴战略的背景下，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竞争激烈，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。随着行业竞争的加剧及技术含量的逐步提高，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。

五、经营与竞争

公司在农村水利、数字水利项目实施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，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

自成立以来，公司深耕农业、农村和水资源问题的解决和服务，发展至今，已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。近年营业收入主要来自智慧农水项目建设、农水科技产品销售与服务、农水设计服务、运营及信息化服务，其中智慧农水项目建设和农水科技销售与服务占比最大，2023年二者营业收入合计占比76.51%。2023年公司受国内经济环境以及政府和社会资本合作政策调整等方面影响，部分项目建设、交付进度受到一定程度影响，尽管新签订单较上年同比增长53%，但营业收入同比变化不大；毛利率方面，随着市场竞争加剧，2023年收入占比较高的智慧农水项目建设和农水科技销售与服务毛利率同比下降，带动公司销售毛利率略有下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
智慧农水项目建设	3.36	72.52%	20.94%	18.81	54.49%	19.96%	17.67	51.97%	22.41%
农水科技销售与服务	0.46	10.00%	28.12%	7.60	22.03%	21.16%	8.79	25.84%	23.14%
农水设计服务	0.58	12.61%	45.31%	2.83	8.19%	35.93%	3.37	9.92%	28.55%
农水信息化和项目运营服务	0.20	4.36%	47.38%	5.07	14.67%	38.41%	4.05	11.90%	34.46%
其他	0.02	0.51%	18.72%	0.22	0.62%	37.28%	0.13	0.38%	38.18%
合计	4.63	100.00%	25.87%	34.53	100.00%	24.35%	34.01	100.00%	24.70%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司新签订单规模同比大幅增加，在手订单合同金额较大，未来收入来源较有保障，但公司大额合同占比增加，项目建设和回款周期延长，公司主要客户为各地政府部门，资金来源以中央资金、地方财政资金为主，受国内经济环境波动影响，各地方政府财力趋紧，2023年公司项目回款不达预期，对资金形成较大占用，公司净营业周期增加，需持续关注项目回款情况

公司项目实施交付的经营模式包括：特许经营模式、规划设计咨询模式、单一建设交付/EPC模式、EPC+O模式及其他经营模式。

2023年公司加强与国央企战略合作，积极调动公司内部各板块资源协同作战，延伸支持销售前端业务，强化重大项目策划包装能力，全年实现新签订单70.54亿元，较上年同比增长53%，从项目规模看，5,000万元以上订单占比约70%，较2022年大额订单项目占比大幅增加，500万元以下订单占比不到10%；从项目类型看，特许经营项目占比28%，工程项目占比27%，EPC项目占比12%，EPC+O项目占比15%，设计及信息化项目占比15%，单一材料及零售项目占比3%；从业务领域看，水利灌区领域占比45%，农业节水和高标准农田领域占比40%，水利工程领域占比11%，生态治理领域占比3%。

公司业务分类中的智慧农水项目建设、农水科技销售与服务、农水设计服务及农水信息化和项目运营服务业务在以上项目实施交付的经营模式中均可能涉及，各经营模式中涉及的不同服务内容对应公司相应的业务分类。其中智慧农水项目建设主要由子公司甘肃大禹节水集团水利水电工程有限责任公司（以下简称“大禹工程”）负责，大禹工程具有水利水电工程施工工程总承包壹级资质，可承担各类型水利水电工程的施工，包括以防洪、灌溉、发电、供水、治涝、水环境治理等为目的的各类工程（包括配套与附属工程）。

从公司供应商来看，公司拥有较为完备的产业链集成能力，供应商类型多样，包括建筑工程公司、劳务公司、原辅料及工程材料供应公司和设计服务公司等，2023年前五大供应商采购额占年度采购额的比重仅为7.44%，供应商集中度较低。

从公司客户来看，近年公司直接客户包括央企、国企成立的项目公司、供水公司、地方水利部门、农村农业局等政府单位，最终客户为各地方政府部门。2023年公司前五大客户销售额占比28.42%，客户集中度有所下降。

截至2024年3月末，公司在手中标合同金额合计70.89亿元，已施工工程量32.15亿元，累计确认收入40.65亿元，累计回款26.42亿元。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，但受国内经济环境波动影响，各地方政府财力趋紧，2023年，净营业周期继续增加。

表4 公司营运效率（单位：天）

项目	2023年	2022年	2021年
存货周转天数	52.36	59.64	64.84
应收账款周转天数	258.68	219.70	189.76
应付账款周转天数	274.63	216.68	166.60
合同资产周转天数	80.83	61.64	39.06
长期应收款周转天数	30.70	18.89	23.47
其他非流动资产周转天数	71.27	63.72	25.94
净营业周期	219.19	206.90	176.47

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2021-2023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，2023年收入同比下降，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，硬件产品分为三类：智能计量和测控系列产品、高效节水灌溉系列产品和生态环保装备系列产品。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，目前主要采用“项目+材料”的销售模式，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，公司生产基地位于酒泉、天津、武威，2023年PVC-U管材、PE管及滴灌管年设计产能均有所增加，但PVC-U管材、PE管产量下降，产能利用率下降。

表5 公司直接销售模型下主要产品生产情况

产品		2023年	2022年
PVC-U 管材（吨）	年设计产能	11,500	11,016
	年产量	9,823	10,816
	产能利用率	85.42%	98.18%
PE 管（吨）	年设计产能	10,500	10,152
	年产量	4,608	5,177
	产能利用率	43.89%	50.99%
滴灌管（万米）	年设计产能	143,312	127,500
	年产量	74,532	49,534
	产能利用率	52.00%	38.85%

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

公司产品研发实力较强，为全产业链布局形成一定竞争优势；2023年公司继续加大研发投入，新签订单中设计及信息化项目合同金额增加，但农水设计服务及农水信息化和项目运营服务占公司营业收入的比重仍较低

公司研发实力较强，拥有较强的技术优势，体系内有多个研发主体，其中大禹节水科技研究有限公司（以下简称“大禹研究院”）主要从事政策模式研究、前沿技术开发、科研项目实施等，获批农业农村部“智慧农业节水灌溉重点实验室”，参与制定2项国家标准、4项行业标准。大禹设计咨询集团有限公司（以下简称“大禹设计咨询集团”）拥有水利工程咨询甲级和水利全行业设计资质，提供水利规划咨询、水利行业设计、设计牵头EPC等系统化解决方案。北京慧图科技（集团）股份有限公司（以下简称“大禹慧图集团”）主要提供数字孪生模型研发与应用、信息化软件开发与硬件研发、水利信息化集成交付、信息化设施运营和应急服务等业务。2023年公司新增发明专利61项，新增软件著作权12项，研发投入金额为1.56亿元，同比增长12.68%，占营业收入的4.52%，占比持续提升。

公司农水设计服务收入主要负责的子公司为杭州水利水电勘测设计院有限公司，2023年承接的项目主要有陇南市武都区白露窑水库项目勘察设计项目、凉州区西营灌区农村饮用水规模化供水工程勘测设计项目、临潼区零河水库清淤及供水项目勘察设计二标段。

公司农水信息化服务和项目运营服务主要负责的子公司为北京慧图科技（集团）股份有限公司，2023年承接的项目主要包括青海省2023年度小流域山洪灾害“四预”能力建设项目、甘肃省昌马大型灌区“十四五”续建配套与现代化改造项目2022年度实施工程（第二批）第十一标段“数字孪生”项目、于家沟屯、寒葱沟、大石头河、万良河和大阳岔河五个小流域“四预”监测预警平台建设项目。公司在工程建设完成之后，在使用期间能够为农户提供技术指导、维修保养等一系列的后期服务。公司依托内部研究和技术团队，以高标准农田建设为基础，通过农田物联网云平台，实现水肥一体化、水源地信息监测、田间气象墒情监测、田间灌溉自动控制等系统之间的互联互通，挖潜农田经济效益。经过近几年的发展，能为终端客户提供精准灌溉、水土环境和信息技术解决方案。

2023年公司新签的设计及信息化项目订单额¹较2022年同比增加，而受项目进度等因素影响，2023年公司农水设计服务收入同比下降，农水信息化和项目运营服务收入同比增加，毛利率水平均有所增加，但二者收入合计占公司营业收入的比重仍较低。

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2022年、2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围变化情况为新增子公司2家，减少2家子公司，详见表2。

资本实力与资产质量

2023年公司回款不及预期，形成规模较大的应收账款及合同资产，部分款项账龄较长，对公司资金形成较大占用，存在较大资产减值压力，且部分资产受限，整体资产质量一般，流动性较弱

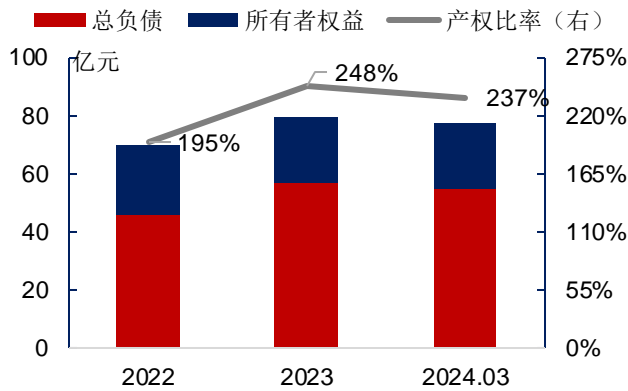
2023年公司业务回款不及预期，资产规模增加的同时债务大幅增长，同时分红及收购陕西大唐华工科技集团有限公司（以下简称“大唐华工”）²导致所有者权益下降，综合导致公司产权比率大幅上升，

¹ 2023年公司实现新签订单70.54亿元，其中设计及信息化项目占比15%，据此计算订单额为10.58亿元；2022年新签订单46.11亿元，设计及信息化项目占比20%，据此计算订单额为9.22亿元。

² 大唐华工主要从事陕西省内农、林、水领域设计、咨询业务，公司和大唐华工在陕西省内诸多业务领域的合作空间潜力巨大，为形成互补优势，公司收购大唐华工70%股权，大唐华工购买日净资产为-288.31万元，减掉少数股东权益后取得的净资产为-201.81万元。

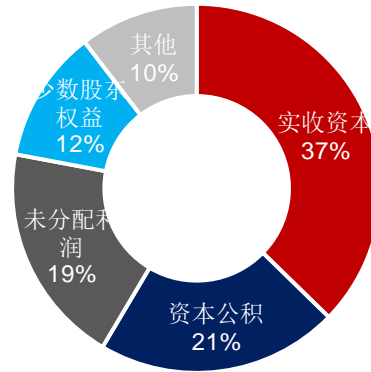
所有者权益对公司负债的保障程度较差。从所有者权益构成来看，实收资本、资本公积和未分配利润占比较大。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 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，2023 年地方政府财力趋紧，公司项目整体交付及验收进度受到一定程度影响，应收账款和合同资产规模进一步增加，2023 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 46.61 亿元，占总资产的比重达 58.59%，对公司资金形成较大占用。从账龄上看，应收账款账龄在 1 年以上的占比达 39.87%，整体账龄较长。2023 年公司对应收账款、长期应收款、合同资产等计提信用减值损失、资产减值损失合计 1.27 亿元，需加大款项催收力度，若后续回款仍不及预期，公司存在较大的资产减值压力。

公司货币资金主要为银行存款，截至 2023 年末，受限资金共 1.48 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和履约保证金。公司长期股权主要为和央企、国企成立的联营公司（项目公司），2023 年权益法核算的长期股权投资收益 -296.36 万元，处置长期股权投资产生的投资收益 -180.74 万元，整体投资标的的质量一般。公司无形资产主要为土地使用权、特许经营权、专有技术等，2023 年元谋县平田、物茂灌区 8.6 万亩灌溉工程建设特许经营项目投入金额增加，公司增加特许经营权 0.83 亿元，同时随着研发投入增加，公司专有技术、著作权/软件著作权账面价值也有所增加，综合影响下，公司无形资产账面价值有所增加。

截至 2023 年末，公司共有账面价值 3.95 亿元的资产属于受限资产，占总资产的比例为 4.97%，包括货币资金 1.48 亿元、固定资产 2.12 亿元、无形资产 0.27 亿元和应收账款 0.08 亿元。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

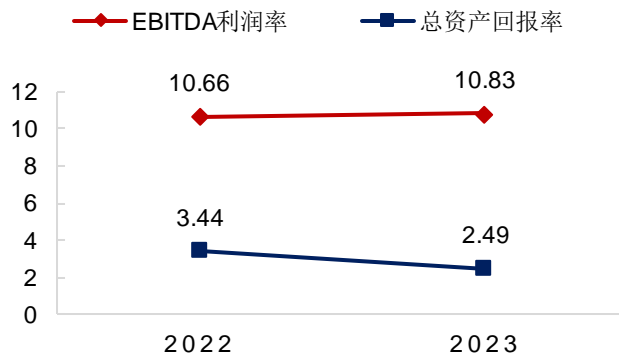
项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.06	10.39%	11.51	14.47%	11.42	16.42%
应收账款	24.00	30.95%	27.76	34.91%	21.17	30.46%
存货	4.71	6.07%	3.65	4.59%	3.84	5.52%
合同资产	11.00	14.18%	9.44	11.86%	5.85	8.42%
流动资产合计	51.78	66.77%	54.33	68.31%	45.51	65.47%
长期应收款	2.80	3.61%	2.98	3.74%	2.83	4.07%
长期股权投资	4.23	5.46%	3.84	4.82%	3.53	5.08%
固定资产	4.97	6.41%	4.76	5.99%	4.86	6.98%
无形资产	3.35	4.32%	3.24	4.07%	1.96	2.82%
其他非流动资产	6.41	8.27%	6.43	8.08%	7.05	10.15%
非流动资产合计	25.77	33.23%	25.21	31.69%	24.00	34.53%
资产总计	77.55	100.00%	79.54	100.00%	69.52	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入略有增长，但大额的减值损失及期间费用增加对公司利润形成侵蚀，盈利指标有所波动

2023年公司按照投入法确认的营业收入略有增长，但回款不及预期，形成规模较大的合同资产和应收账款，计提的坏账损失大幅增加，同时2023年公司之前年度收购的PPP项目预计后续运营款项无法收回，对其他应收款和长期应收款计提较大规模的减值损失。叠加研发投入的增加及债务增长下的利息费用的增加，导致公司期间费用有所增加，对公司利润形成侵蚀，总资产回报率有所下降。目前公司在手订单合同金额较大，未来收入来源及毛利润较有保障。公司资产中应收账款、合同资产、长期应收款及其他非流动资产金额较大，项目回款受结算进度及财政资金安排等因素影响，仍存在一定的减值压力，综合来看，预计未来公司盈利趋势和波动性为中等。

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营回款不佳，通过债务补充营运资金，导致债务规模增长，资产负债率持续攀升，偿债指标表现趋弱；另外，目前公司业务回款周期较长，订单规模较大，可能仍需外部融资补充营运资金，可能导致债务规模继续上升，面临较大的债务压力

跟踪期内公司主要通过银行借款筹集资金，短期借款及长期借款均有所增加，其中短期借款以保证借款和信用借款为主，利率区间为3.45%-4.40%，长期借款以保证借款和质押借款为主，利率区间为4.15%-4.75%。公司应付债券为本期债券，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，其中应付融资租赁款利率大概为5.00%。从债务期限结构来看，2023年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项，随着公司经营规模的扩大，应付账款账面价值有所增加。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.06	18.45%	7.86	13.87%	6.12	13.32%
应付票据	1.84	3.37%	1.87	3.29%	1.79	3.90%
应付账款	18.26	33.48%	22.15	39.08%	17.16	37.36%
合同负债	1.94	3.56%	1.53	2.69%	2.26	4.91%
一年内到期的非流动负债	1.92	3.51%	2.27	4.01%	0.87	1.89%
流动负债合计	36.51	66.94%	39.17	69.13%	31.41	68.40%
长期借款	9.09	16.66%	8.74	15.43%	6.75	14.69%
应付债券	5.82	10.68%	5.72	10.10%	5.42	11.79%
长期应付款	1.10	2.01%	1.11	1.96%	0.92	2.00%

非流动负债合计	18.03	33.06%	17.50	30.87%	14.51	31.60%
负债合计	54.55	100.00%	56.67	100.00%	45.93	100.00%
总债务合计	--	--	27.13	47.87%	21.76	47.38%
其中：短期债务	--	--	12.00	21.17%	8.78	19.11%
长期债务	--	--	15.13	26.69%	12.98	28.27%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023 年公司经营回款不佳，经营活动现金流为净流出，对公司净债务的保障程度有所减弱，需持续关注公司经营回款情况。同时公司负债规模增加，资产负债率抬升，处于较高水平，净债务/EBITDA 有所提升，长期偿债指标表现趋弱。

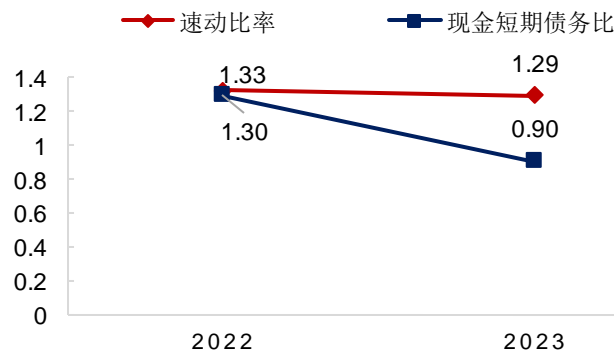
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	-2.67	-0.94	3.77
FFO（亿元）	--	0.97	0.33
资产负债率	70.34%	71.25%	66.07%
净债务/EBITDA	--	4.59	3.11
EBITDA 利息保障倍数	--	3.23	3.32
总债务/总资本	--	54.26%	47.98%
FFO/净债务	--	5.64%	2.89%
经营活动现金流净额/净债务	--	-5.48%	33.44%
自由现金流/净债务	--	-21.25%	7.42%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司速动比率变化不大，但随着短期债务增加，现金短期债务比有所下降，另外，截至 2024 年 3 月末，公司尚未使用的银行授信共计 11.06 亿元，融资弹性一般。目前公司业务回款周期较长，而订单规模较大，预计仍需外部融资补充营运资金，可能导致债务规模继续上升，面临一定的债务压力。

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司过去一年不存在重大ESG风险因素，但子公司数量众多，且遍布全国各地，为公司的治理管控带来一定挑战

环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年没有因空气污染或温室气体排放、废水、废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年没有拖欠员工工资、社保，发生员工安全事故等情形。

公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》以及公司章程等法律法规的要求建立了以股东大会、董事会、监事会以及管理层等为主体结构的经营管理体系。

公司治理制度整体运行良好，2023年共召开6次股东大会，11次董事会，10次监事会。董事会由9名董事组成，其中独立董事3名；监事会由3名监事组成，其中1名为职工监事。2023年公司董事、监事及高级管理人员未发生变更。公司本部位于甘肃酒泉，截至2023年末，公司一级子公司32家，主要经营地分布在天津、北京、甘肃兰州、云南大理、广西南宁、云南元谋等多个地方，对公司的治理管理带来一定挑战。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月31日），公司本部及子公司甘肃大禹节水集团水利水电工程有限责任公司、大禹节水(天津)有限公司及子公司大禹慧图集团（报告查询日：2024年4月16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，从2021年1月1日至查询日（2024年6月7日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

我国水资源匮乏且分布不均，农用灌溉用水效率不高，随着加强高标准农田建设、水肥一体化的推

广、农田规模化运作及相关政策的推动，将促进数字水利应用到农业用水和农村水利领域，同时在我国大力推动乡村振兴战略的背景下，行业面临较好的发展机遇。自成立以来，公司深耕农业、农村和水资源问题的解决和服务，发展至今，已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。2023年国家水利建设投资全面提速，全年完成水利建设投资1.2万亿元，创历史最高记录。公司加强与国央企战略合作，积极调动公司内部各板块资源协同作战，延伸支持销售前端业务，强化重大项目策划包装能力，新签订单合同金额大幅增长，截至2024年3月末，公司在手订单合同金额较大，未来收入来源较有保障。同时中证鹏元也关注到，2023年公司中标项目大额合同占比增加，项目建设和回款周期延长，同时受国内经济环境波动影响，各地方政府财力趋紧，公司项目回款不达预期，对资金形成较大占用，需持续关注公司项目回款情况及因账龄延长带来的资产减值压力和资金压力；2023年公司经营活动现金流为净流出，通过银行借款筹集资金，推动债务规模增长，资产负债率处于较高水平，偿债指标表现趋弱，存在较大的偿债压力。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“大禹转债”的信用等级为AA-。

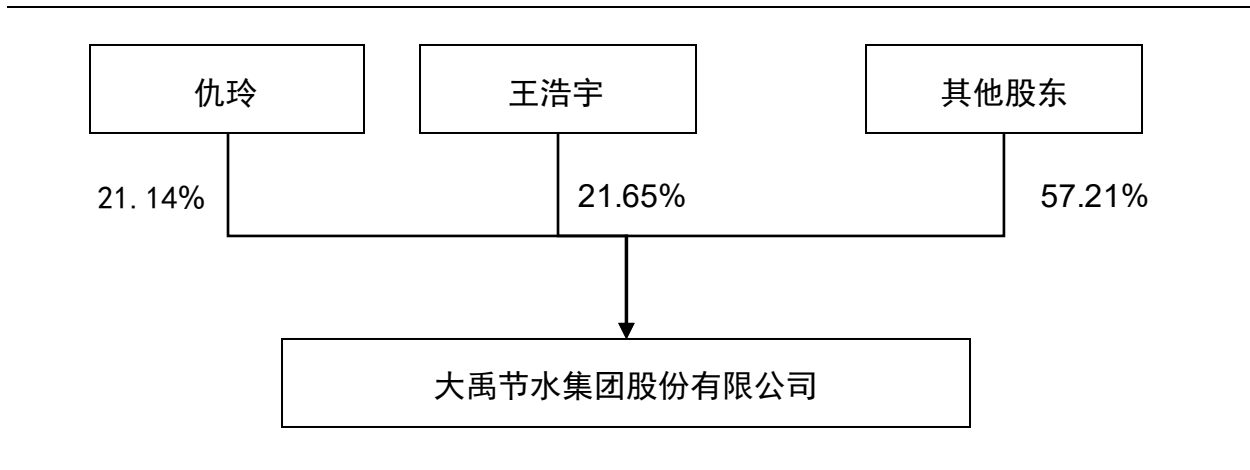
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	8.06	11.51	11.42	13.58
应收账款	24.00	27.76	21.17	19.77
存货	4.71	3.65	3.84	4.53
合同资产	11.00	9.44	5.85	5.63
其他流动资产	0.81	0.51	0.54	0.42
流动资产合计	51.78	54.33	45.51	46.23
长期应收款	2.80	2.98	2.83	0.69
长期股权投资	4.23	3.84	3.53	2.99
固定资产	4.97	4.76	4.86	4.31
在建工程	0.64	0.63	0.59	0.41
无形资产	3.35	3.24	1.96	1.43
其他非流动资产	6.41	6.43	7.05	4.82
非流动资产合计	25.77	25.21	24.00	17.02
资产总计	77.55	79.54	69.52	63.25
短期借款	10.06	7.86	6.12	10.03
应付票据	1.84	1.87	1.79	1.67
应付账款	18.26	22.15	17.16	13.25
合同负债	1.94	1.53	2.26	1.81
其他应付款	0.80	1.10	1.32	1.30
一年内到期的非流动负债	1.92	2.27	0.87	0.24
流动负债合计	36.51	39.17	31.41	30.61
长期借款	9.09	8.74	6.75	5.89
应付债券	5.82	5.72	5.42	5.09
长期应付款	1.10	1.11	0.92	0.12
非流动负债合计	18.03	17.50	14.51	12.13
负债合计	54.55	56.67	45.93	42.74
总债务合计	--	27.13	21.76	23.25
其中：短期债务	--	12.00	8.78	11.94
所有者权益	23.00	22.87	23.59	20.51
营业收入	4.63	34.53	34.01	35.15
营业利润	0.01	0.75	1.45	2.00
净利润	0.01	0.67	1.09	1.47
经营活动产生的现金流量净额	-2.67	-0.94	3.77	1.71
投资活动产生的现金流量净额	-2.11	-2.39	-4.05	-2.49
筹资活动产生的现金流量净额	1.80	2.97	-0.97	4.21
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年

EBITDA (亿元)	--	3.74	3.63	3.94
FFO (亿元)	--	0.97	0.33	1.54
净债务 (亿元)	--	17.19	11.28	10.99
销售毛利率	25.87%	24.35%	24.70%	23.31%
EBITDA 利润率	--	10.83%	10.66%	11.20%
总资产回报率	--	2.49%	3.44%	4.82%
资产负债率	70.34%	71.25%	66.07%	67.58%
净债务/EBITDA	--	4.59	3.11	2.79
EBITDA 利息保障倍数	--	3.23	3.32	3.77
总债务/总资本	--	54.26%	47.98%	53.14%
FFO/净债务	--	5.64%	2.89%	14.01%
经营活动现金流/净债务	--	-5.48%	33.44%	15.53%
自由现金流净额/净债务	--	-21.25%	7.42%	0.79%
速动比率	1.29	1.29	1.33	1.36
现金短期债务比	--	0.90	1.30	1.10

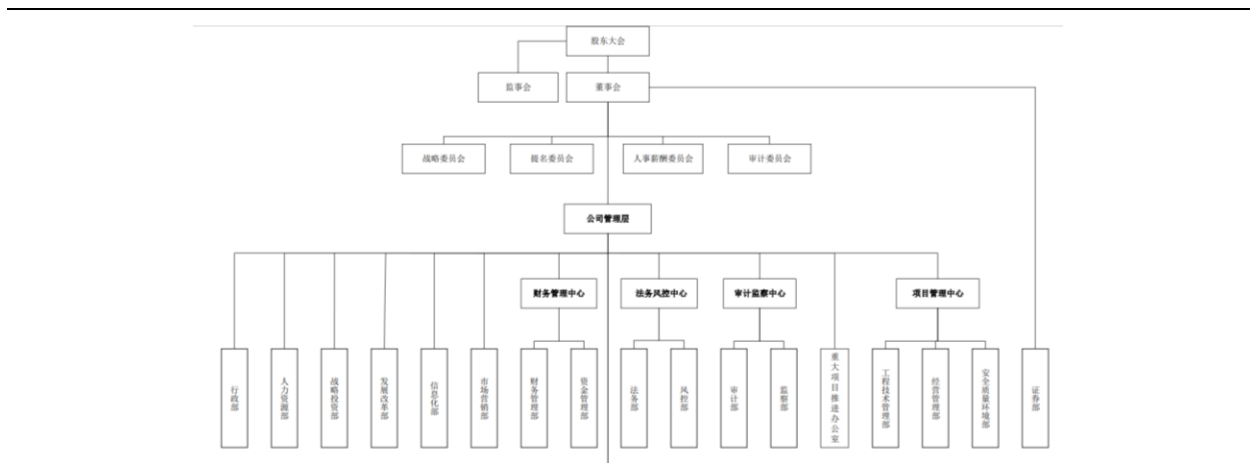
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

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
				直接	间接	
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
天津市大禹节水灌溉技术研究	1,000.00	天津	节水材料生产、安装	80.00%	20.00%	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
兰州大禹管廊投资有限责任公司	2,000.00	甘肃兰州	节水材料生产、安装	100.00%		投资设立
北京大禹节水发展有限公司	500.00	北京	贸易	70.00%		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
广西大禹节水有限公司	5,000.00	广西南宁	节水材料生产、安装	100.00%		投资设立
甘肃大河检测技术有限公司	200.00	甘肃酒泉	检测及技术咨询服务	30.00%	30.00%	投资设立
大禹（酒泉）农业科技有限公司	12,000.00	甘肃酒泉	枸杞种植及加工	100.00%		投资设立
陆良大禹节水农业科技有限公司	616.00	云南陆良县	节水材料生产、安装	70.00%		投资设立
元谋大禹节水有限责任公司	4,306.00	云南楚雄	节水材料生产、安装	91.41%		投资设立
澄江大禹节水有限责任公司	930.00	云南玉溪	节水材料生产、安装	51.08%		投资设立
重庆巴禹节水有限公司	10,000.00	重庆	节水产品研发、生产、销售	100.00%		投资设立
大禹生态环保集团有限公司	50,000.00	天津	水污染防治服务；环境保护专用设备制造；环保咨询服务	100.00%		投资设立
阿克塞县高萨尔供水服务有限责任公司	1,192.81	甘肃酒泉	投融资建设、项目维护	65.00%	5.00%	投资设立
祥云大禹水利建设有限责任公司	3,000.00	云南大理	土木工程建筑	64.35%	0.65%	收购
邹城大禹利民水务有限公司	10,616.74	山东邹城	水利水电工程、管道工程建设	88.70%		投资设立
宾川大禹节水有限责任公司	11,218.35	云南宾川县	农业节水灌溉工程、供排水管网工程、水利工程的设计、施工与建后管理技术推广服务；销售机械设备、金属材料、塑料制品、化肥、化工产品等	40.00%	1.00%	投资设立
北京裕盛智慧科技有限公司	10,100.00	北京	农业技术推广服务；农业技术的研究、开发及技术咨询	100.00%		投资设立
大禹节水集团（元谋）农业科技有限公司	500.00	云南元谋	技术开发、技术咨询、技术推广、技术转让；农业科学研究与试验发展等	100.00%		投资设立
大禹农水科技集团有限公司	10,000.00	北京	农业技术开发、技术推广、技术咨询、技术转让等	100.00%		投资设立
大禹节水集团（云南）农业科技有限公司	5,000.00	云南昆明		100.00%		投资设立

滇禹农业科技（永胜）有限公司	600.00	云南永胜县	农、林、牧、渔专业及辅助性活动	99.00%	1.00%	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	52.66%	1.23%	投资设立
北京乐水新源智能水务科技有限责任公司	3,000.00	北京	技术开发、技术咨询、技术推广、技术转让；农业科学研究与试验发展等	51.00%		投资设立
大禹节水集团现代化灌区科技发展有限公司	20,000.00	北京	技术开发、技术咨询、技术推广、技术转让；农业科学研究与试验发展等	100.00%		投资设立
大禹节水科技研究有限公司	6,000.00	天津	节水材料生产、安装	100.00%		投资设立
大禹节水（恩施）农业科技有限公司	1,000.00	湖北建始县	农业	70.00%		投资设立
天津泰泽农村环境有限公司	5,657.41	天津静海	商务服务业	90.00%		非同一控制下收购
海禹农业科技（弥渡）有限公司	4,875.12	云南大理	农业	90.00%		非同一控制下收购
大禹节水科技（江西）有限公司	5,000.00	江西宜黄县	节水材料生产、安装	51.00%		投资设立
滇禹农业科技（澜沧）有限责任公司	175.00	云南普洱	智能农业管理；智能水务系统开发；与农业生产经营有关的技术、信息、设施建设运营等服务	65.00%		投资设立

注：北京乐水新源智能水务科技有限责任公司于 2024 年 3 月完成股权变更，不再纳入公司合并报表范围。

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 2023 年以来主要行业政策

行业政策/ 会议名称	发布日期/ 召开日期	发布 单位	相关主要内容
《关于加强新时代水土保持工作的意见》	2023/1/3	中共中央、国务院	到 2035 年，水土保持体制机制全面形成，人为水土流失得到全面控制，重点地区水土流失得到全面治理。
水利部部务会议	2023/1/5	水利部	坚持节水优先，加快实施农业节水增效。坚持两手发力，积极推进合理水价形成机制、用水权市场化交易、合同节水管理，激发全社会节水内生动力。
《关于推进水利工程配套水文设施建设的指导意见》	2023/1/10	水利部	要坚持需求牵引、应用至上，加快现代水文技术装备研发应用，着力提升水文监测自动化、数字化、网络化、智能化水平；强化与现有水文站网衔接，有效支撑和保障预报、预警、预演、预案工作。
《水利工程供水价格管理办法》和《水利工程供水定价成本监审办法》	2023/1/10	国家发展改革委	两个办法明确，水利工程供水价格制定实行“准许成本加合理收益”的方法，建立健全激励约束并重、与水利投融资体制机制改革相适应的价格监管机制，充分发挥价格杠杆作用，促进水利工程良性运行，着力鼓励和引导社会资本参与水利工程建设和运营。
2023 年全国水利工作会议	2023/1/16	水利部	筑牢防御水旱灾害防线；加快建设国家水网，完善水资源调配格局；加强农村水利建设，夯实乡村振兴水利基础；复苏河湖生态环境，促进人水和谐共生；大力推进数字孪生水利建设，支撑保障“四预”工作；推进“两手发力”。
水利规划计划工作座谈会	2023/2/3	水利部	大力推进国家水网重大项目建设，加快完善七大江河流域防洪工程体系，突出抓好生态环境问题整改，大力推进数字孪生水利建设。
《关于推进水利工程配套水文设施建设的指导意见》	2023/2/7	水利部	围绕流域防洪、国家水网、河湖生态保护治理、数字孪生水利等水利基础设施建设，确保水利工程配套水文设施应建尽建、应建快建、应建优建。
《关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	2023/2/13	中共中央、国务院	加强高标准农田建设，重点补上土壤改良、农田灌排设施等短板，加强田间地头渠系与灌区骨干工程连接等农田水利设施建设，推进黄河流域农业深度节水控水。在干旱半干旱地区发展高效节水旱作农业。强化蓄滞洪区建设管理、中小河流治理、山洪灾害防治，加快实施中小水库除险加固和小型水库安全监测，深入推进农业水价综合改革。
《关于落实党中央国务院 2023 年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》	2023/2/21	农业农村部	加强高标准农田建设：制定逐步把永久基本农田全部建成高标准农田的实施方案，确保完成新建 4500 万亩和改造提升 3500 万亩年度任务，补上土壤改良、田间灌排设施等短板，统筹推进高效节水、水肥一体化设施建设。
《2023 年水利乡村振兴工作要点》	2023/2/24	水利部	健全完善农村供水管理一张图，持续推进规模化供水工程自动监控系统建设，打造数字孪生供水系统。加快推进大中型灌区现代化改造，新建一批节水型、生态型现代化灌区；积极推进小水电分类整改，实施小水电绿色改造与现代化提升，深化农业水价综合改革，加快数字孪生农村水利工程建设推进农村水利水电高质量发展。
《数字中国建设整体布局规划》	2023/2/27	中共中央、国务院	推动生态环境智慧治理，构建以数字孪生流域为核心的智慧水利体系。
《2023 年水利乡村振兴工作要点》	2023/3/4	水利部	巩固脱贫攻坚农村饮水安全成果；完善农村供水工程网络，鼓励有条件的地区实行城乡一体化和千吨万人供水工程建设，实现城乡供水统筹发展；实施水质提升专项行动

《关于积极利用政策性金融资金加快推进高标准农田建设和耕地质量提升的通知》	2023/3/23	农业农村部	支持整区域推进高标准农田建设试点，逐步把永久基本农田全部建成高标准农田发挥示范带动作用；支持农田灌溉排水设施建设，健全农田灌排体系。重点建设和配套改造农田斗渠、农渠等输配水渠（管道）和排水沟（管道）、泵站、集蓄水设施、涵闸等渠系建筑物，补齐农田水利设施短板。
《全国中型灌区续建配套与现代化改造实施方案（2023-2025年）》	2023/4/23	水利部	优先选择 681 处灌区纳入中型灌区续建配套与现代化改造 2023-2025 年计划项目库，规划改造面积 3616 万亩，建立中型灌区续建配套与现代化改造 2023-2025 年储备项目库，储备项目库规模约 1514 万亩。
《关于金融支持水利基础设施建设的指导意见》	2023/4/23	水利部	加快推进水利基础设施建设、服务国家重大区域发展战略为重点，加大金融支持力度；在国家水网工程建设、流域防洪工程体系建设、农村供水工程建设、灌区建设与改造、水生态保护治理、数字孪生水利建设等方面加强合作，共同推动水利重点领域改革和融资模式创新。
深化农业水价综合改革推进现代化灌区建设现场会	2023/5/6	水利部	把握水价形成机制、精准补贴机制、用水权交易机制等关键环节，逐步形成稳定的灌溉增效、用水付费、精准补贴、节水有利的农业水价政策体系。发挥政府和市场、中央和地方、国有资本和社会资本多方面作用，创新多元化投融资模式，拓宽现代化灌区建设资金筹措渠道。统筹灌区建设运维与农业水价综合改革，调动社会资本、农民用水合作组织等用水主体参与灌区建设管理；加快建设数字孪生灌区，逐步实现农田灌溉自动化、灌溉方式高效化、用水计量精准化、灌区管理智能化。
《国家水网建设规划纲要》	2023/5/25	中共中央、国务院	加快完善水利基础设施网络，提升洪涝干旱防御工程标准，维护水利设施安全，提高数字化、网络化、智能化管理水平，推动建设高质量、高标准、强韧性的安全水网。加快构建国家水网主骨架，实施大中型灌区续建配套和现代化改造；完善水资源配置和供水保障体系，实施重大引调水工程建设；完善流域防洪减灾体系，强化预报、预警、预演、预案四项措施；完善河湖生态系统保护治理体系，加强河湖生态保护治理，推进水源涵养与水土保持。
《关于推进数字孪生农村供水工程建设的通知》	2023/6/7	水利部	增强数据共享和网络安全防护能力，提升农村供水工程效益和服务保障水平，为新阶段农村供水高质量发展提供数字赋能和支撑。
《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》	2023/07/19	中共中央、国务院	引导民营企业践行新发展理念，深刻把握存在的不足和面临的挑战，转变发展方式、调整产业结构、转换增长动力，坚守主业、做强实业，自觉走高质量发展之路。
《关于推广合同节水管理的若干措施》	2023/8/8	国家发展改革委、水利部	要严格取水许可、计划用水和定额管理，推进水利工程供水价格改革和农业水价综合改革，实施差别化水价政策。鼓励开展用水权交易，推动农业灌溉、重点用水行业等领域实施合同节水管理。
国务院常务会	2023/8/8	国务院	加强北方地区水利等基础设施规划建设，提高水旱灾害防范应对能力。
国务院常务会	2023/10/25	国务院	资金万亿国债重点用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。
《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》	2023/11/3	国家发展改革委	优先选择民营企业参与。最大程度鼓励民营企业参与政府和社会资本合作新建（含改扩建）项目。市场化程度较高、公共属性较弱的项目，应由民营企业独资或控股；关系国计民生、公共属性较强的项目，民营企业股权占比原则上不低于 35%；少数涉及国家安全、公共

			属性强且具有自然垄断属性的项目，积极创造条件、支持民营企业参与。
《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》	2024/1/10	国务院	加大高标准农田建设投资力度，鼓励农村集体经济组织、新型农业经营主体、农户等直接参与高标准农田建设管护；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；推进重点水源、灌区、蓄滞洪区建设和现代化改造。
《2024年乡村振兴水利保障工作要点》	2024/2/28	水利部	提升农村饮水安全保障水平，强化农村防洪能力建设，完善农村抗旱工程体系，推荐中小型水源工程建设，实施灌区建设改造。加强水旱灾害防御应对，实施水利生态环境保护治理。强化水利工程运行管理、河湖长治、水资源管理，增强农村水利管理服务能力。
《节约用水条例》	2024/3/20	国务院	坚持和落实节水优先方针，建立水资源刚性约束制度，加强用水管理，完善节水措施，积极发展节水型农业，发展节水灌溉，推进节水型城市建设，将非常规水纳入水资源统一配置等。

资料来源：公开资料、各政府部门网站，中证鹏元整理

附录六 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+租赁负债+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+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

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。

附录七 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。