

郑州公用事业投资发展集团有限公司 2025 年主体信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【2357】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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

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

郑州公用事业投资发展集团有限公司2025年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
评级日期	2025-12-17

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到郑州市经济实力强，产业发展较好，人口基数大，为郑州公用事业投资发展集团有限公司（以下简称“郑州公用集团”或“公司”）业务发展提供了良好基础；作为郑州市重要的公用事业项目建设、运营、管理的国有独资主体，公司供热、供水及污水处理业务具有很强的区域专营优势，在建公用事业项目陆续建成投产将有望进一步增强公司业务竞争力；同时，公司近年获得当地政府的大力支持，经营实力及利润水平得到增强，控股上市子公司拥有较强的融资能力和丰富的融资渠道。同时中证鹏元也关注到公司 PPP 项目规模较大，项目运营回款周期相对较长，应收款项资金占用明显，供热业务持续亏损，燃气补贴款到位不及时，总债务规模及资本支出压力较大，财务杠杆处于较高水平等风险因素，且公司下属子公司数量较多，需关注对子公司的管控情况。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.9	2024	2023	2022
总资产	1,146.94	1,107.66	916.81	804.22
归母所有者权益	225.17	218.59	196.11	174.90
总债务	640.79	592.56	467.02	400.63
营业收入	84.25	119.87	143.30	138.80
净利润	9.58	11.25	11.56	10.72
经营活动现金流净额	-13.07	10.85	-3.70	-5.53
净债务/EBITDA	--	11.62	8.98	8.31
EBITDA 利息保障倍数	--	2.44	2.56	2.36
总债务/总资本	68.33%	67.73%	65.93%	64.86%
FFO/净债务	--	4.39%	6.12%	6.07%
EBITDA 利润率	--	37.33%	29.97%	26.76%
总资产回报率	--	3.00%	3.49%	3.52%
速动比率	1.42	1.05	0.95	0.87
现金短期债务比	1.19	1.15	1.20	1.36
销售毛利率	32.79%	28.78%	24.76%	21.14%
资产负债率	74.11%	74.51%	73.67%	73.01%
公司本部	2025.9	2024	2023	2022
总资产	269.42	264.85	190.98	146.32
所有者权益	120.11	120.47	105.11	66.92
总债务	125.91	121.86	66.35	64.92
营业收入	2.15	3.32	2.32	2.02
净利润	-0.36	-0.16	7.21	1.09
经营活动现金流净额	-0.48	1.15	0.19	0.67
销售毛利率	-26.69%	13.16%	32.84%	50.50%
资产负债率	55.42%	54.51%	44.96%	54.26%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张晨
zhangch@cspengyuan.com

项目组成员：韩一凡
hanyf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **郑州市产业基础较好，人口基数较大且持续净流入，为公司公用事业类业务发展提供了良好基础。**郑州市是国家中心城市、中原城市群核心城市和国家重要的综合交通枢纽之一，区位优势显著，近年产业发展情况较好，已形成汽车及装备制造业、电子信息工业、新材料产业等六大主导产业，人口吸附力较强，常住人口呈持续增长态势。
- **公司为郑州市重要的公用事业项目建设、运营、管理主体，具有很强的区域专营优势。**公司整合了郑州市内公用事业资产，主要负责郑州市区以及部分下辖县（市）的供水、供热、污水污泥处理及垃圾处理等公用事业类和节能环保类等业务。随着郑州市区供热和供水范围扩张及用户需求增加、公司在建项目陆续建成投产以及郑州市公用事业资产的进一步整合，公司业务规模未来有望进一步提升。
- **公司获得了政府很大力度的支持，经营能力、资本实力和利润水平得到增强。**自公司成立以来，郑州市政府无偿划入多家公用事业类子公司至公司，包括供热、供水及污水处理业务的主要运营主体以及河南省内唯一的公用事业及生态类国有控股上市公司中原环保（股票代码：000544.SZ），显著增强了公司在供水、供热及污水处理等公用事业业务的经营能力和资本实力；此外，郑州市政府以项目拨款的形式支持公司供热、供水、污水处理等业务相关设施建设及业务开展，提升了公司利润水平。

关注

- **公司污水处理业务占比较高，且承接了大量 PPP 项目，项目运营回款周期相对较长，占用公司资金。**公司应收款项、其他非流动资产和合同资产规模较大，主要系 PPP 项目形成，未来随着项目逐步运营，或仍将形成较大规模的应收账款、合同资产对公司资金形成占用，此外，公司污水处理业务收入占比持续增加，考虑到污水处理业务及 PPP 项目回款受政府财政资金安排影响较大，需关注污水处理业务以及 PPP 项目回款情况。
- **公司供热业务盈利能力较弱，近年持续亏损。**公司供热业务收入占比较高且呈增加趋势，近年外购燃气成本上升，政府制定供热售价未发生变化，虽然每年政府向公司拨付补贴以冲减营业成本，但公司供热业务仍处于亏损状态。
- **公司总债务规模持续增加，资本支出压力较大，财务杠杆处于较高水平。**近年经营活动现金净流出情况有所改善，但由于购买水库、停车经营权投入资金较大，相关资金缺口主要依赖筹资满足，推动公司总债务快速增长，资产负债率较高。在建的垃圾发电项目、PPP 项目及各子公司的供热、供水、污水处理项目待投资规模大且投资回收期长，面临较大的资本支出压力，财务杠杆保持在相对较高水平。
- **公司下属子公司数量较多，需关注对子公司的管控情况。**公司主要业务由下属子公司负责经营管理，资产及业务主要集中在下属子公司，考虑到子公司数量较多、业务线分散，且主要子公司为整合并入公司，需关注对子公司的管控情况。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为郑州市重点发展的城市市政公用事业项目建设、运营、管理主体，公司的供热、供排水、固废处理等公用事业类业务未来较长时间内在郑州市市区将持续保持垄断地位，并有望继续获得外部支持。

同业比较（单位：亿元）

指标	郑州公用集团	中山公用	重庆水务	深圳水务	广州自来水
总资产	1,107.66	324.11	338.63	457.74	264.35
营业收入	119.87	56.78	69.99	106.59	34.16
净利润	11.25	12.11	7.92	0.79	2.20

销售毛利率	28.78%	18.90%	27.95%	23.04%	12.71%
资产负债率	74.51%	45.01%	49.06%	67.35%	68.44%

注：1）“中山公用”为“中山公用事业集团股份有限公司”，“重庆水务”为“重庆水务集团股份有限公司”、“深圳水务”为“深圳市水务（集团）有限公司”和“广州自来水”为“广州市自来水有限公司”；2）以上各指标均为 2024 年末/2024 年数据。

资料来源：公开资料，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
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_2025V1.0

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	6/7		杠杆状况	3/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	6/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		6/7	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					1
主体信用等级					AAA

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）本次评级公司个体信用状况为 aa+，较上次评级上调 1 个级别，主要是由于公司平均单个水厂及污水处理厂污水处理及供水能力提升导致经营状况评分提升，以及盈利能力增强导致财务状况评分提升；经评估，郑州市信用等级较上次评级未发生变化，因郑州市对公司提供支持的意愿由极其强变更为几乎肯定，主要是由于外部特殊支持评价方法和模型变更所引起，上次评级适用外部特殊支持评价方法和模型为《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），考虑到公司承担了郑州市大量的供水、供热、污水污泥处理及垃圾处理等公用事业类和节能环保类业务，具有区域垄断性经营优势，其对郑州市公共服务供给非常重要。同时公司个体信用状况上调 1 个级别，依据《外部特殊支持评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2025V1.0），外部特殊支持由上次评级的“+2”调整为“+1”。

一、 主体概况

公司成立于2013年9月，由郑州发展投资集团有限公司（以下简称“郑州发展集团”）出资设立，初始注册资本3,000.00万元。2016年5月郑州发展集团将其所持公司100%股权无偿划转至郑州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“郑州市国资委”）。后经多次增资等，截至2025年9月末，公司注册资本为9.59亿元¹，实收资本为25.79亿元，控股股东和实际控制人均为郑州市国资委，持股比例100%。

公司作为郑州市重要的公用事业建设、运营、管理主体，主要从事郑州市内市政公用事业项目的投资、融资、建设、运营与管理，负责供水、供热、污水污泥处理及垃圾处理等公用事业类和节能环保类等业务。为提升公司在公用事业业务方面的经营实力，2014年郑州市国资委分别将其所持的郑州自来水投资控股有限公司（以下简称“郑州自来水”）、郑州热力和郑州污水净化三家公司100%的股权无偿划入公司。2016年郑州市污水净化有限公司（以下简称“郑州污水净化”）和郑州热力集团有限公司（以下简称“郑州热力”）分别将所持中原环保的股份转让给公司，转让完成后公司直接持有中原环保68.73%的股份。2023年1-9月郑州市政府划入郑州水务建设投资有限公司（以下简称“郑州水建”）100.00%股权和郑州天健水务有限公司（以下简称“天健水务”）35%股权至公司。截至2024年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共21家，其中主要子公司中原环保是河南省内唯一一家公用事业及环境生态类国有控股主板上市公司。

表1 截至2024年末公司及重要子公司主要财务指标情况（单位：亿元）

公司名称	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
中原环保	107.27	73.22%	54.43	10.71
郑州水务集团	112.89	49.45%	24.12	0.55

注：郑州水务集团为郑州水务集团有限公司简称。
资料来源：子公司2024年审计报告，中证鹏元整理

二、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年前三季度经济迎难而上，稳中有进，但内需仍然不足；四季度落实落细存量政策，加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部关税的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，稳住了市场预期和信心，经济保持较快增速，前三季度GDP同比增长5.2%，比去年同期和全年分别

¹ 2024年3月郑州市国资委同意公司增加注册资本金15.00亿元，2024年8月同意将财政预算资金6.20亿元作为资本金注入公司。截至本报告出具日，公司注册资本暂未完成工商变更。

提升0.4个和0.2个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，前三季度社会消费品零售总额同比增长4.5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加期间中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，前三季度高技术产业增加值同比增长9.6%。但固定资产投资增速明显下滑，价格水平虽有改善但仍处低位，国内有效需求不足，经济回升的基础要进一步巩固和加强。当前全球经济形势复杂多变，内外部环境形势严峻。宏观政策方面，预计仍将延续宽松支持导向，保持持续发力、适时加力，落实落细存量政策。财政政策更好发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的作用，在促消费、惠民生等关键领域发挥政策效力，推动经济高质量发展；货币政策适度宽松，灵活把握降准降息的节奏和力度，加强财政与货币政策协调联动，为科技创新和经济转型营造良好的金融环境；更大力度推动房地产止跌回稳，加快发行收购存量闲置土地的专项债券，进一步深化城市更新工作，推动存量改造提质；着力优化产能结构，扎实推进产能有序出清和转型升级。

行业环境

（一）水务行业

近年来我国用水需求总量保持平稳态势，供水行业发展日益成熟，用水效率持续提升。我国水价采用由政府主导下的听证会制度，在政策引导和企业经营压力的双重推动下，多地已陆续调整水价，供水行业企业的盈利状况有望得到改善

近年我国用水需求量趋于稳定，用水效率逐步优化。2024年我国总用水量为5,928.0亿立方米，较上年小幅增长。供水行业发展进入成熟阶段，持续推进公共供水管网漏损治理。近年我国城市供水能力持续提升，2024年末增至3.44亿立方米/日，城市供水普及率上升至99.57%。2020年我国城市公共供水管网漏损率为13.39%，2023年已下降至10%以内，距政策目标更进一步。

图1 我国供水总量及同比增速

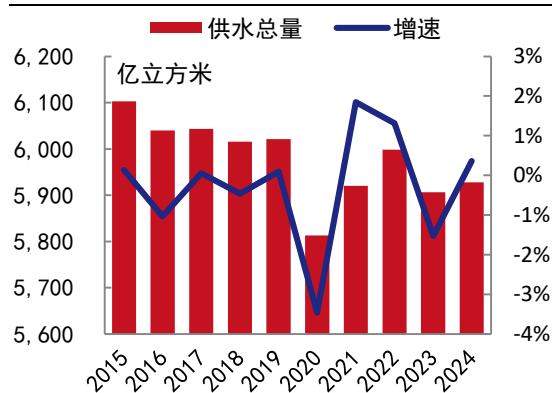
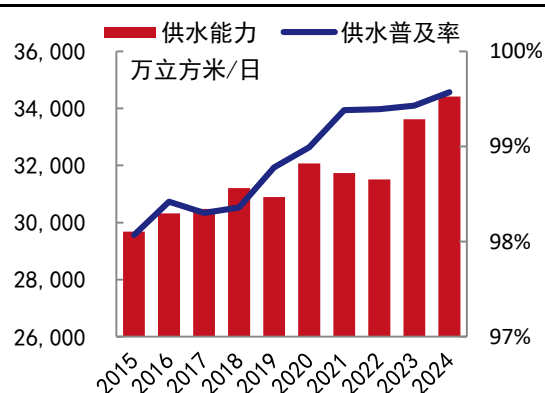


图2 我国城市供水能力及供水普及率



资料来源：2015-2024年《中国水资源公报》，中证鹏元整理

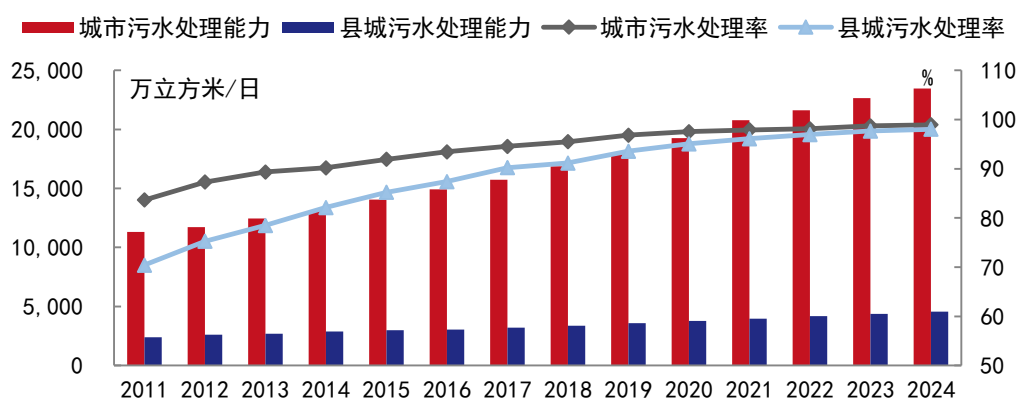
资料来源：2024年城乡建设统计年鉴，中证鹏元整理

近年来多地陆续调整水价，或将对供水企业的盈利能力产生直接影响。目前我国水价采用由政府主导下的听证会制度，供水企业并无定价权。2024年7月，《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》发布，要求推进水领域价格改革，优化居民阶梯水价制度。2024年以来全国各地水价调整工作提速，上海、长沙、广州、深圳、南京等多个城市调整了水价，居民第一阶梯用水价格涨幅普遍超10%，部分区域涨幅超20%。从供水企业运营成本来看，电价、人工等费用上涨，供水企业普遍面临成本压力，亏损较为常见，适当调整水价也能够减轻供水企业运营压力。

我国城市及县城污水处理率水平较高，未来着力于提升农村污水处理水平和再生水利用率水平，我国污水处理费实行“收支两条线”模式，需关注财政收支压力较大地区的污水处理企业回款及账期变动情况

我国城市及县城污水处理率已达到较高水平，农村污水处理整体仍存在较大提升空间，近年政策持续加码农村和建制镇污水治理。截至2024年末，全国共有城市污水处理厂3,057座，污水处理能力达2.35亿立方米/日，污水处理率达到98.93%；共有县城污水处理厂1,897座，污水处理能力达0.46亿立方米/日，污水处理率达到98.03%。但我国农村污水处理整体仍处于较低水平，2024年对生活污水进行处理的建制镇占比88.37%，对生活污水进行处理的乡占比54.89%，乡镇污水处理仍有较大的提升空间。2023年以来，生态环境部等部门印发文件，明确污水处理模式：城镇周边村庄可接入城镇污水管网或建设集中收集系统转运处理；人口集中村庄采用集中式或相对集中式处理。目标是到2025年，建制镇生活污水处理能力明显提升，5万人口以上建制镇消除管网空白区，1万人口以上建制镇及重点地区实现处理能力全覆盖；到2035年，基本实现建制镇生活污水收集处理全覆盖。

图3 近年我国城市及县城污水处理率已达到较高水平



资料来源：2024年城乡建设统计年鉴，中证鹏元整理

我国再生水行业处于发展初期，潜力巨大。再生水已广泛应用于生态补水、工业生产、城市杂用和农业灌溉等领域，但受制于再生水管网不足、高品质再生水设施滞后、价格机制不完善等问题，目前主要用于河道生态补水，生产生活应用比例较低。2024年3月，国家发展和改革委员会等部门发布《推进重点城市再生水利用三年行动实施方案》，遴选50个地级及以上城市，重点推动再生水利用，目标是到

2026年再生水利用率低于30%的城市提升20个百分点，高于30%的城市提升10个百分点。在政策驱动下，各地政府积极推进再生水利用管理、优化规划布局、完善产输设备、拓展应用场景等工作，为污水处理企业带来新的盈利增长点。

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。我国污水处理费实行“收支两条线”模式，自来水公司向排水单位和个人代征污水处理费后全额上交财政，财政再通过政府购买服务的方式向污水处理企业支付污水处理服务费。污水处理费标准由政府制定，近年来部分地区因财政收支压力较大，未能按时拨付污水处理服务费，导致污水处理企业回款周期延长。2024年10月国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，明确指出要解决企业账款问题，强调健全拖欠企业账款清偿的法律法规体系和司法机制。

（二）供热行业

近年我国城市供热面积持续增长，随着城市化进程的持续推进，居民生活水平的提高，城市采暖需求越来越普遍，加之提高能源利用率、“煤改气”政策的持续发布，将持续推动供热系统各环节改造，推进集中供热行业的持续发展

城市供热是关系国计民生的基础性公共事业。集中供热具有较好的能源利用效率和良好的环境效益，是我国城市供热的主要方式。集中热源主要有燃煤热电厂、燃气热电厂、燃煤集中锅炉房、燃气集中锅炉房、工业余热、低温核供热、垃圾焚烧等。据不完全统计，我国供热行业热源总热量中，热电联产约占 62.90%，区域锅炉房约占 35.75%，其他约占 1.35%。近年来，中央及地方政府有关“淘汰落后产能”、“煤改气”等节能减排、清洁能源政策不断发布，各级地方政府加快了拆除高耗能、高污染的区域小锅炉房的进程，清洁供暖工程及“煤改气”工作快速推进，同时推动生物质热电联产和固废热电联产发展。

随着居民生活水平的提高，南方城市居民对采暖的需求越来越普遍，传统的秦岭、淮河集中供热分界线不能适应当前形势需要。目前，合肥、南京、杭州等城市在部分新建小区推行集中供热。在南方城市因地制宜地建设集中供热系统也将为城市供热行业带来需求增长点。根据国家统计局数据，2017-2024 年我国城市供热面积呈稳中上升趋势，2024年全国集中供热面积 150.34亿平方米，预计2030 年达到 150 亿平方米。

目前工业部门是我国热力消费的主要领域，占全国热力消费总量的比重超过70%，但居民采暖的热力消费增速高于工业领域，占全国热力消费的比重也在不断提高。总体上，随着城市化进程的持续推进，居民生活水平的提高，城市采暖需求越来越普遍，加之提高能源利用率、“煤改气”政策的持续发布，将持续推动供热系统各环节改造，推进集中供热行业的持续发展。

区域环境

郑州市是国家中心城市、中原城市群核心城市和国家重要的综合交通枢纽之一，人口规模较大，持续增长的经济和较大规模的人口基数为公用事业发展提供了良好的外部环境

郑州市是河南省省会、国家中心城市、中原城市群核心城市，具备显著的区位优势和市场优势，矿产资源丰富。郑州市位于河南省中部偏北、黄河下游，是河南省政治、经济、文化、金融、科教中心，同时也是国务院批复确定的中国中部地区重要的中心城市、中原城市群核心城市、国家中心城市。郑州交通、通讯发达，处于中国交通大十字架的中心位置，具备显著的区位优势和市场优势，是国家重要的综合交通枢纽之一，是物资集散中心和能源、信息等交流和交换的重要战略节点。郑州市现辖 6 区 5 市 1 县及郑州航空港经济综合实验区、郑东新区、郑州经济技术开发区、郑州高新技术产业开发区，全市总面积 7,567 平方公里。2024 年末郑州市常住人口为 1,308.6 万人，较 2023 年末增加 7.80 万人，呈净流入状态。

2024 年 GDP 为 14,532.1 亿元，位居全省第 1 位，全国城市第 16 位，省内经济实力遥遥领先。郑州市经济以二、三产业为主，2024 年三次产业结构为 1.3:37.7:61.0。产业方面，郑州市已形成汽车及装备制造、电子信息工业、新材料产业、生物及医药产业、铝及铝精深加工产业、现代食品制造业六大主导产业，2024 年六大主导产业增加值同比增长 11.8%。作为国家中心城市，未来随着中原城市群协同效应的增强、国家物流枢纽的建设以及黄河流域生态保护和高质量发展战略的推进，郑州市或将迎来较大的发展机遇。

城市公用事业方面，郑州市持续增长的经济环境、近年产业发展对人口的吸附使人口呈净流入状态，较大规模及持续增长的人口基数产生的供热、供水、污水处理及环境卫生增长需求，为公司公用事业业务发展提供了较好的外部环境。

表2 郑州市近年城市公用事业指标情况

指标		2023 年	2022 年	2021 年
城市市区面积（平方公里）		1,431.65	1,128.78	1,112.57
供热	供热能力	其中：蒸汽（吨/小时）	100.00	100.00
		热水（兆瓦）	7,043.00	6,872.00
	供热总量	其中：蒸汽（万吉焦）	18.00	16.00
		热水（万吉焦）	4,080.00	3,525.00
	管网长度	其中：热水（公里）	3,945.00	3,943.00
		集中供热面积（万平方米）	24,217.00	23,310.00
供水	集中供热面积	其中：住宅（万平方米）	20,169.10	19,548.00
		水厂个数（个）	11.00	9.00
	供水	自来水综合生产能力（万立方米/日）	211.00	189.30
		供水管网长度（公里）	6,721.80	6,320.02
		全年供水总量（万立方米）	51,321.08	47,625.12
		用水人口（万人）	773.33	719.22

污水处理	城镇生活污水排放量（万吨）	48,502.00	39,693.30	36,258.20
	污水处理厂个数（个）	53.00	50.00	50.00
	污水设计处理能力（万吨/日）	385.40	378.40	373.40
	污水实际处理量（万吨）	112,455.50	103,607.70	109,639.10
环境卫生	实际清扫面积（万平方米）	15,289.00	-	12,243.00
	生活垃圾清运量（万吨）	325.28	303.50	332.90
	市容环卫专用车辆总数（台）	9,134.00	9,119.00	8,901.00

资料来源：2022 年-2024 年郑州统计年鉴，中证鹏元整理

三、经营与竞争

公司收入主要来源于郑州市域范围内的供水服务、污水处理服务、供热服务、工程施工服务等业务及PPP项目，其他业务包括垃圾发电服务、道路清扫、光伏发电业务等，对公司收入形成一定补充。近年随着郑州市城市化进程的不断推进，公司售水量、污水处理量及其价格增加，但2024年以来，PPP项目陆续进入运营期，建设期收入下降带动营业收入减少。毛利率方面，公司供水及污水处理业务毛利率保持较高水平，且业务收入占比稳步提升，2024年部分PPP项目进入运营期，业务模式转变推动PPP项目毛利率大幅提升；此外，工程施工业务毛利率有所波动，供热业务热源及供热价格由政府部门制定，近年燃气采购成本增长，当期营运补贴直接冲减业务成本后，供热业务仍长期处于亏损状态。综合作用下，公司近年业务毛利率稳定增长。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-9 月			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
污水处理服务	22.90	27.18%	55.59%	29.67	24.75%	44.52%
供水服务	15.07	17.88%	26.31%	18.05	15.06%	26.91%
供热服务	18.18	21.58%	-1.63%	26.18	21.84%	-8.67%
工程施工	2.98	3.54%	26.01%	7.68	6.41%	31.94%
PPP 项目	15.20	18.04%	48.08%	22.09	18.43%	43.14%
垃圾发电	4.87	5.78%	54.1%	6.70	5.59%	56.52%
其他	5.06	6.01%	10.11%	9.49	7.92%	30.81%
合计	84.25	100.00%	32.79%	119.87	100.00%	28.78%

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
污水处理服务	25.59	17.86%	44.84%	21.66	15.61%	43.56%
供水服务	16.47	11.50%	24.42%	15.54	11.20%	27.79%
供热服务	24.40	17.03%	-7.56%	24.74	17.82%	-5.63%
工程施工	12.09	8.43%	41.46%	8.85	6.38%	28.78%
PPP 项目	49.07	34.25%	18.32%	54.82	39.50%	15.04%

垃圾发电	6.52	4.55%	56.45%	5.79	4.17%	58.80%
其他	9.16	6.39%	45.36%	7.40	5.33%	37.59%
合计	143.30	100.00%	24.76%	138.80	100.00%	21.14%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

（一）污水处理服务

公司污水处理业务主要覆盖郑州市及河南省内其他少量区域，在郑州市内具有区域专营性，盈利能力较强，近年污水处理服务业务收入不断增长，是公司盈利的主要来源，同时需关注污水处理业务回款情况

公司污水处理服务业务主要包括污水处理项目、中水回用及污泥处理项目，运营主体主要为中原环保本部及其子公司郑州污水净化。

1) 污水处理业务

公司污水处理业务基本覆盖郑州市区及省内少量的其他区域，在郑州市内具有很强的区域专营优势。公司下属的污水处理厂主要通过 BOT、TOT 等方式获得特许经营权。根据特许经营协议约定，郑州市城市管理局与公司设立了价格调整机制，即在特许经营期内，双方可在初定价格基础上，以基于人工成本、药剂成本、动力成本、物价指数和税收政策等因素的变化以及投资额的变化为前提，对污水处理单价予以调整。结算方面，约定价格每两年核定一次，按月结算，污水处理量取保底处理量和实际处理量中的较高者。此外，2022 年 4 月 1 日起，郑州污水净化的污水处理收入由原来的按成本补足方式进行结算调整为按实际收取的污水处理费确认为营业收入，单吨处理费收入有所提升。

公司污水处理厂经营效益较好，为公司盈利的主要来源。随着 2024 年一季度郑州新区污水处理厂（二期）污水处理项目正式投入商运，2024 年末公司拥有已投运的污水处理厂 21 座，公司实际污水处理能力增加至 255.88 万吨/日，运营负荷为 88.08%，近年运行负荷稳定在 80%以上，处于行业内较高水平。受需求及雨水量变化等因素影响，2024 年污水处理量略有下降，但 2024 年郑州新区污水处理厂提标改造项目进入商业运营，新增高单价处理能力带动污水处理收入上升。但 2023 年以来污水费增长而回款滞后导致应收账款大幅增长，其中应收郑州市财政局污水费规模较大，考虑到污水处理业务回款受政府财政资金安排影响较大，需关注后续污水处理业务回款情况。

表4 近年公司污水处理业务情况

指标	2024 年	2023 年	2022 年
设计处理能力（万吨/日）	290.50	290.50	210.50
实际处理水平（万吨/日）	255.88	255.50	241.37
当期处理量（亿吨）	9.36	9.44	8.81
污水处理收入	29.67	25.59	21.66

注：2022年实际处理水平使用当期处理量计算得到。

资料来源：公司提供

2) 中水回用业务

公司在污水处理项目基础上，开展部分中水回用项目，为公司收入带来一定补充。截至2024年末，公司中水回用项目主要包括王新庄、五龙口、南三环、港区污水处理厂等，主要供应东风渠与金水河景观水、郑州东站、中裕电厂、荥阳国电厂、郑州航空港经济综合实验区等。

3) 污泥处理业务

公司污泥处理业务的运营主体为郑州污水净化，近年随着郑州市污泥处理需求的增长，公司污泥处理量持续增加，对公司污水处理服务收入形成一定补充。污泥处理业务采取成本运营模式，公司于每年年末向郑州市财政局上报次年支出经费预算，郑州市财政局根据核定后的预算经费总额按计划拨付给公司，并于每年年初和年末对公司实际支出和财政拨付款情况进行审核。截至2025年9月末，公司拥有10座污泥处理厂，处理能力合计为3,846.00吨/日，2024年实际处理量为2,099吨/日。

表5 截至2025年9月末公司主要污泥处理项目情况（单位：吨）

污泥处理厂名称	日处理能力	工艺
新区污水处理厂二期污泥处理	1,000	热干化+热解气化焚烧
双桥污水处理厂泥堆肥项目	600	好氧堆肥
八岗污泥处理厂堆肥项目	600	好氧堆肥
郑州市污泥应急处理深度脱水项目	600	深度脱水
郑州新区污水处理厂泥干化项目	300	干化

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）供水服务

公司自来水销售业务在郑州市具有垄断优势，近年供水量和供水收入稳步增长，业务持续性较好，盈利能力较为稳定，但需关注水源结构变动和新工艺引进或对公司供水成本造成的影响

公司自来水销售业务的运营主体为郑州自来水，供水业务在郑州市具有垄断优势。郑州自来水成立于1990年7月，主要从事城乡用水供给及水质监测等供水业务和水务工程业务，供水区域覆盖郑州市城六区、航空港区、郑东新区及荥阳市区等区域。截至2025年9月末，公司拥有已投运的水厂11座，日供水能力234万立方米，实际日峰值水量212万立方米，部分水厂超负荷运作，其实际供水量超过设计供水能力。

近年随着郑州市城市面积的扩张，公司供水覆盖范围由城六区扩展到周边区域，管网铺设长度逐年增加，随着水厂工程的提标改建，公司漏损率不断降低。同时随着郑州市人口的增长，自来水需求量不断增加。公司的自来水销售模式主要是直供水销售模式，售水结构方面，2024年居民用水量占全年售水总量的64.16%。售水价格主要由政府决定，公司供水服务盈利能力易受政策调控影响。2022-2024年，公司自来水销售收入呈持续上升趋势，业务毛利率整体相对稳定，2023年因供水单位成本上升影响，毛利率略有下滑。

表6 近年来公司主要供水指标

项目	2024 年	2023 年	2022 年
期末输配水管网（公里）	6,913	6,689	6,094
期末用户数（万户）	175	168	143
供水能力（万立方米/日）	212	197	177
供水量（亿立方米）	5.67	5.30	4.89
售水量（亿立方米）	5.05	4.77	4.28
其中：居民用水（亿立方米）	3.24	3.09	2.85
工商业用水（亿立方米）	1.81	1.68	1.43
漏损率	6.70%	6.93%	7.30%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 截至2025年9月末郑州市供水价格（单位：元/立方米、立方米/年）

类别	基本水价	阶梯水量	综合水价
居民生活用水（阶梯式水价）	3.10	180	4.40
	4.65	181-300	5.95
	9.30	301 以上	10.60
居民生活用水（非阶梯式水价）	3.20	-	4.50
非居民生活用水	4.15	-	5.95
特殊用水	14.75	-	18.15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供水水源方面，目前郑州市自来水的供水来源大部分为南水北调水，同时结合部分黄河水和地下水，考虑到南水北调的水质较好，现已形成“南水北调水为主、黄河水为辅”的水源格局，但南水北调中线工程水源丹江口水库受干旱影响近年水量不足，面临一定调水压力，现着力引入南水北调新水源、谋划建设黄河备用水源。近年郑州市南水北调水源价格为 0.74 元/立方米，黄河水源价格为 0.62 元/立方米，但黄河水水质相较于南水北调水欠佳，相应加工成本更高。公司投产的东周水厂、石佛水厂为双水源设计，当前使用水源为黄河水，需关注水源结构的变动和新工艺的引进对公司供水成本的影响。

公司供水业务在建、拟建项目规模较大，未来可进一步提升公司的供水能力。截至2024年末，公司供水业务主要在建项目如下表，尚需投资规模较大，公司面临一定资金压力。

表8 截至2024年末公司供水业务主要在建、拟建项目情况（单位：亿元、万立方米/日）

项目名称	预计总投资	已投资
配水管网项目	25.15	18.50
郑州东部原水干管工程（一期）	23.97	17.32
东周提升	8.21	5.90
四环配水工程	8.05	5.86
刘湾水厂扩建工程	6.48	2.00
石佛水厂改造提升工程	4.04	1.93

九龙水厂工程（拟建）	19.20	-
郑州市花园口水源地提升改造工程（拟建）	4.59	-
合计	99.69	51.51

资料来源：公司提供

（三）供热服务

公司城市供热范围主要为郑州市区及下辖登封市和新密市，具有很强的区域专营优势，在建项目完工运营有望未来进一步提振业务规模；但该业务成本压力较大，获取运营补贴后仍处于亏损状态

公司的供热服务主要由子公司郑州热力、中原环保热力登封有限公司（以下简称“登封热力”）和中原环保新密热力有限公司（以下简称“新密热力”）负责运营，分别负责郑州市市区、登封市和新密市市区的供热业务。

表9 截至2024年末公司供热基本情况（单位：千米、万户、元/平方米·日）

供热单位	供热区域	管网长度	供热用户数量	供热价格
郑州热力	郑州市市区	3,787.00	215	民用 0.19、其他 0.28
新密热力	新密主城区	159.50	2.72	民用 0.19、其他 0.28
登封热力	登封主城区	127.00	2.55	民用 0.165、其他 0.22
合计	--	4,073.50	220.27	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供热模式方面，郑州热力以热电联产为主，供热比重约为70%-75%，其余部分为区域锅炉房模式。截至2025年9月末，郑州热力主要通过60座采暖热源对居民供热，包括8座热电联产热源和52座燃气锅炉房，实际供热能力为6,034兆瓦；新密热力及登封热力供热模式主要为热电联产。

供热销售方面，郑州市采暖期为每年的11月15日至次年的3月15日，具有明显的季节性特征。目前郑州市供热主要按面积向用户收费，供热价格由市政府统一决定，其中居民用热按套内建筑面积计费，热价为0.19元/平方米·日（22.8元/平方米·采暖期），其他用热按建筑面积计费，热价为0.28元/平方米·日（33.6元/平方米·采暖期）。登封市和新密市执行的采暖期及收费模式与郑州市区相同，用热客户以居民用户和公用单位为主。收费价格方面，登封市执行的民用供热价格为0.165元/平方米·日（19.8元/平方米·采暖期），供热价格低于郑州市区，近年供热价格均未发生显著变化。

随着供热用户规模增长，公司供热业务收入波动增长，近年回款情况较好，经营活动现金流持续净流入，但由于外购燃气成本大幅上升，政府制定售价未发生变化，近年公司供热业务处于亏损状态。郑州市政府每年向公司拨付燃气锅炉房运行补贴，2022-2024年补贴分别为4.88亿元、4.20亿元和9.50亿元，公司将收到的运行补贴直接冲减营业成本，但亏损情况仍有所扩大。截至2024年末，公司主要在建供热项目投资规模较大，随着主要在建供热项目完工，可进一步增强公司的供热能力，但项目建设未来投资规模较大，面临较大的资金压力。

表10 截至2024年末公司主要在建供热项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计供热能力
华润登封电厂引热入郑长输供热管网工程（45公里）	32.41	21.73	可新增 2,100 兆瓦供热能力，增加供热面积约 4,667 万平方米
郑州市北部区域市政集中供热干线管网及配套工程	23.46	6.90	本项目热源为大唐巩义电厂 2 台 660 兆瓦机组，可实现供热能力 1,470 兆瓦（可供面积 3,627 万平方米）
大唐巩义电厂引热入郑市区输配管网	10.60	1.01	释放大唐巩义电厂 2 台 600 兆瓦机组供热能力，供热范围可覆盖惠济区、龙湖区域以及金水区、高新区部分区域
合计	66.47	29.64	-

注：部分项目计划总投资规模较上年有所变动，系项目调整概算所致。

资料来源：公司提供

（四）PPP项目

主要在建 PPP 项目规模较大，且均为存量项目，投资回收期较长，需关注后续业务的持续性及经营回款情况

公司PPP项目规模较大，2022-2024年公司PPP项目收入规模有所减少，主要系2024年PPP项目陆续进入运营期、建设期收入下降所致。公司根据《企业会计准则解释第14号》中对PPP项目的会计核算要求，在2021年起对PPP项目确认建造期及运营期收入，并结转相关成本。PPP项目回款主要来自政府付费（纳入财政预算），在15-30年内分期支付，少量项目中包含供水或污水项目，回款来自使用者付费，回款时间较长，需持续关注公司PPP项目的后续回款情况。

截至2025年9月末，公司本部负责的惠济区道路基础设施建设PPP项目的投资回报机制为政府付费模式；郑州市四环线及大河路快速化工程南四环标段项目采用可行性缺口补助方式，即项目竣工验收合格后，由项目公司对项目提供运营维护服务并收取财政补贴。此外，近年来子公司中原环保作为社会资本方参与郑州市及河南省内区域的水环境综合治理、污水处理、乡村振兴基础设施建设等PPP项目，投资规模较大，随着项目建设推进，公司面临一定的资本支出压力。

表11 截至2025年9月末公司主要在建PPP项目情况（单位：亿元）

承接主体	项目名称	建设期间	总投资	已投资
中原环保	内黄黄河沟及硝河治理	2018-2024	7.60	6.49
	巩义市生态水系建设工程 PPP 项目	2018-2025	7.06	6.91
	新密市城镇污水污泥处理和农村生活污水治理项目	2018-2025	35.47	34.39
	周口市中心城区水系综合治理建设（一期）PPP 项目	2019-2022	21.07	18.68
	信阳浉河三期水环境综合治理工程 PPP 项目	2021-2024	26.57	24.65
	潢川县蔡氏河湿地公园建设工程 PPP 项目	2021-2024	4.56	4.59
	平顶山市郏县城区生态水系建设 PPP 项目	2021-2023	5.98	1.04
	安阳县（示范区）生态走廊（一期）PPP 项目	2021-2025	10.34	6.62
	太康县引江济淮配套工程 PPP 项目	2021-2025	12.24	9.12

公司本部	新密市乡村振兴基础设施建设 PPP 项目	2020-2023	9.51	9.55
	郑州市四环线及大河路快速化工程 PPP 项目南四环标段	2019-2022	95.53	99.22
	郑州市惠济区道路基础设施建设 PPP 项目	2020-2022	54.22	33.00
合计		-	290.15	254.26

注：1）表中所披露建设期间为计划建设周期，根据项目实际建设进度，部分项目实际建设期间可能有所不同；2）新密市乡村振兴基础设施建设PPP项目、郑州市四环线及大河路快速化工程PPP项目南四环标段项目已完成投资，但尚未完成竣工验收，因此仍在在建项目中列示。3）内黄流河沟及硝河治理等项目已投金额较上年披露数据差异系核算调整所致；4）郑州市惠济区道路基础设施建设PPP项目总投资规模以本年披露数据为准。

资料来源：公司提供

（五）工程施工

公司工程施工业务主要集中在郑州市及所属区县及少数河南省内地市和区县等，主要包含供水、供热及水务水系板块，近年收入规模波动下降，新签合同金额持续下滑，需关注后续业务开展情况

公司的工程施工业务主要业务范围在郑州市及所属区县及少数河南省内地市和区县，主要由下属相关子公司负责。

表12 公司下属工程施工公司情况表

公司简称	施工资质	主要项目类型	主要项目来源
郑州楷顺	市政公用总承包一级	供水主管网以外的支线管网铺设及加压泵站建设及安装	郑州市区域内房地产开发商，少数政府下属部门及国有企事业单位
德润公司	市政公用工程总承包二级	主管网以外的支线管网铺设及供热小区或单位的自来水/热力交换站设计及安装	郑州市区域内房地产开发商，少数政府下属部门及国有企事业单位
五建城乡	市政公用工程施工总承包一级；环保工程专业承包一级；防水防腐保温工程专业承包一级等	水务板块和水系治理项目建设	公司污水处理和水环境治理项目公司
河南中建	市政公用工程施工总承包贰级、建筑工程施工总承包叁级、防水防腐保温工程专业承包壹级、建筑装饰装修工程专业承包壹级等	公司本部工程项目施工	公司本部

注：郑州楷顺建设工程有限公司简称郑州楷顺、郑州德润市政工程有限公司简称德润公司、河南五建城乡建设发展有限公司简称五建城乡、河南中部建设工程有限公司简称河南中建。

资料来源：公司提供及公开资料，中证鹏元整理

公司工程施工业务主要包含供水、供热及水务水系板块，近年新签合同金额持续下滑，工程施工业务收入整体呈波动下降趋势。由于外部承接的项目工程管理费率相对较高，随着收入结构的变化，业务毛利率波动提升。截至 2024 年末，公司仍有部分在手未完工合同待履行，随着业务推进，需关注未来业务开展情况。

表13 近年来公司工程施工板块情况（单位：个、亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
新签合同个数	553	578	574
新签合同金额	2.81	7.13	21.04

当期完工金额	3.40	11.76	9.45
期末在手未完工金额	3.64	33.97	21.95
当期回款金额	2.99	10.90	8.12
工程施工收入	7.68	12.09	8.85
工程施工毛利率	31.94%	41.46%	28.78%

资料来源：公司提供

（六）环卫保洁业务及垃圾焚烧发电业务

公司垃圾清运及焚烧发电业务在郑州市区及部分下属区县（市）具有较强的区域专营性，收入持续增长，盈利能力较强，未来随着郑州（西部）环保能源工程项目的正式投产，业务收入规模有望进一步增长

环卫保洁业务主要由郑州公用环卫有限公司（以下简称“公用环卫”）负责，主要负责郑州市交通核心路段（郑州市三环高架、中州大道、陇海高架、京广快速路、农业路高架、南西北四环高架）、郑汴融城交通主动脉（郑开大道）、城区主河道（金水河）以及经开区、管城区、惠济区 3 个区部分区域的清扫保洁和绿化管养等业务；绿化养护及河道管理业务方面，公用环卫绿化养护面积 400 万平方米，同时负责郑州金水河河道两侧绿化带的清扫保洁、河底清淤等，管理面积 130 万平方米。

公司垃圾发电业务基本覆盖郑州市区及下属荥阳市、新密市、新郑市、中牟县区域，具有较强的区域专营性。2021 年郑州（南部）环保能源工程投入运营，公司垃圾处理能力大幅增长。近年公司垃圾发电业务收入保持增长，业务盈利能力较好。公司垃圾发电业务可收取上网电价、垃圾处理费以及部分垃圾焚烧副产品销售收入，其中垃圾处理费主要由财政购买服务；发电业务收入主要通过处理垃圾产生的电能销售所得，发电收费标准方面，每吨垃圾发电量不超过 280.00 千瓦的部分执行全国垃圾焚烧发电项目发电标杆电价 0.65 元/千瓦时；超过 280.00 千瓦部分结算价为 0.3779 元/千瓦时。

2025 年末，郑州西部环保能源工程项目已进入运营调试阶段，项目正式投产后将获得郑州市部分主城区和荥阳市的生活垃圾的特许经营权，该项目预计处理能力 4,000 吨/日，发电装机容量 120 兆瓦，随着试运营项目产能利用率的提升，公司未来垃圾发电业务收入和盈利能力有望进一步提升。

表14 截至2024年末公司主要垃圾处理项目情况（单位：吨/日、元/吨）

项目名称	业务区域	投产时间	设计处理能力	垃圾处理费标准
郑州（东部）环保能源工程项目	郑州市金水区、管城区、二七区、郑东新区、经济技术开发区、航空港区和中原区	2019 年	4,200	126.00
郑州（南部）环保能源工程	南部新城区、航空城核心区及南部区局部、主城区内城南、老城区南部区域和新密市	2021 年	2,250	141.76
郑州西部环保能源工程	郑州市部分主城区和荥阳市	2025 年末进行运营调试	4,000	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（七）公共停车场特许经营

随着郑州市城市停车场整合及建设，公司新增公共停车场特许经营业务，进一步丰富了公司的业务类型。根据郑州市人民政府2023年印发的会议纪要，郑州市2023年计划完成1.5万个城市广场、公园绿地、河渠两岸的停车场建设，投资建设主体为公司，停车场收益待公司收回建设成本后，由公司和郑州市园林局协商分成；此外，郑州市城管局要对系统内所属国有资产进行梳理评估，装入公司。公司于2024年2月与郑州市城市管理局分别签订了《郑州市中原区、高新区、惠济区公共停车位及附属设施提升项目特许经营协议》、《郑州市金水区公共停车位及附属设施提升项目特许经营协议》、《郑州市经开区、郑东新区公共停车位及附属设施提升项目特许经营协议》、《郑州市二七区、管城区公共停车位及附属设施提升项目特许经营协议》，协议约定公司以148,545.5万元、99,664.1万元、152,493.1万元、121,053.1万元取得上述特许经营权，特许经营期30年。截至2025年9月末，上述停车场特许经营权已移交，随着公司着手谋划相关停车场项目建设，公司新增郑州市公共停车场特许经营业务，未来可进一步丰富公司的业务来源。

（八）外部支持

公司获得资金注入、资产及股权的无偿划拨以及政府补贴等较大力度的外部支持，有助于增强公司的经营能力，并有效提升了公司的资本实力和利润水平

资产划转方面，2014年郑州市计划实现统一污水运营、统一供热运营和统一持有股权的“三统一”政策，郑州市政府将郑州市内的公用事业资产进行整合，逐个划入公司。郑州市国资委分别将其所持郑州自来水、郑州热力和郑州污水净化三家公司100%的股权无偿划入公司，上述三家公司分别为郑州市主要的供水、供热及污水处理企业。2016年，郑州污水净化和郑州热力分别将所持中原环保的股份转让给公司，公司直接持有中原环保68.73%的股份。2023年，郑州市政府划入郑州水建100.00%股权和天健水务35%股权，其中郑州水建主要负责水务相关工程建设业务，天健水务主要负责高新区供水业务，相应增加公司资本公积。上述股权的划拨注入有助于公司提升在供水、供热及污水处理等公用事业业务方面的经营实力。此外，郑州市国资委陆续对公司增资，截至2025年9月末，公司实收资本为25.79亿元，公司资本实力进一步增强。

同时，郑州市财政局依据财政预算拨给公司城市管网建设配套资金，以及郑州市财政局不断划给公司用于污水、污泥处置项目还本的财政性资金是公司资本公积的增量来源。政府补助方面，2022-2024年，郑州市政府向公司拨付燃气锅炉房运行补贴4.88亿元、4.20亿元和9.50亿元，公司将收到的运行补贴直接冲减营业成本，同期公司收到计入其他收益的政府补贴分别为3.93亿元、4.08亿元及4.33亿元，对公司利润形成一定补充。

四、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-9月财务报表。根据2024年审计报告，前期会计差错更正对公司2023年财务报表的主要影响见下表：

表15 前期会计差错更正影响主要科目（单位：万元）

项目	2023 年末/度披露数	2023 年报原披露数	差异
长期股权投资	35,022.98	30,706.31	4,316.67
在建工程	997,861.23	1,167,022.09	-169,160.85
其他非流动资产	2,025,749.34	1,856,654.76	169,094.58
应付账款	905,945.20	901,686.71	4,258.49
其他应付款	165,312.37	171,332.86	-6,020.50

注：2024 年主要调整事项包括子公司郑州智城综合管廊建设管理有限公司对外投资的联营企业调整了财务报表数据，代政府建设的水利工程项目已竣工，由在建工程调整至其他非流动资产事项等。

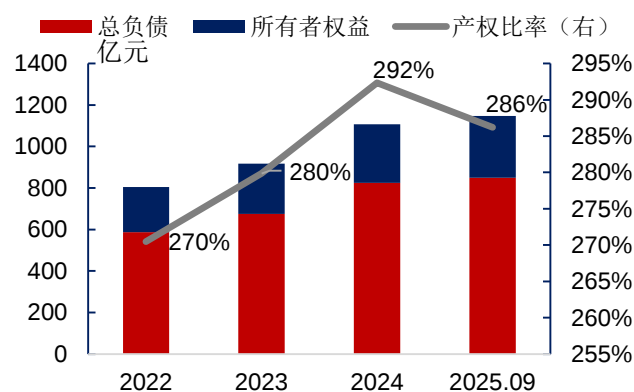
资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

近年公司资本实力持续增强，资产主要包括PPP项目相关投入形成的合同资产、应收款项和特许经营权，以及在建工程、固定资产、无形资产，资产受限比例较高

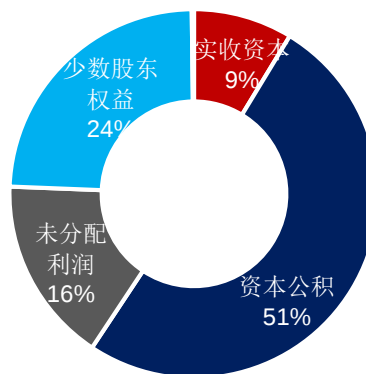
近年来，得益于股东增资、资产注入和利润积累，公司所有者权益持续增长，主要由资本公积、实收资本、少数股东权益及未分配利润构成。近年公司产权比率波动增长，处于较高水平，权益对负债的保障程度较弱。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2025 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

随着供热、供水及PPP等项目的持续建设投入及合并范围纳入新增子公司，公司资产规模持续增长，主要由PPP项目相关资产、固定资产、在建工程和无形资产等构成。其中，公司PPP项目相关资产主要计入其他非流动资产、长期应收款、应收账款。公司其他非流动资产主要为PPP项目确认建造期收入同时形成的合同资产，2021年依据《企业会计准则解释第14号》，公司将“长期应收款”和“在建工程”

中PPP项目在成本调整至“其他非流动资产”，近年来其他非流动资产波动增长，截至2024年末，其他非流动资产主要包括合同资产166.76亿元、水库特许经营权预付款30.54亿元和代建水利工程项目款17.73亿元，2025年9月末其他非流动资产有所减少，主要系尖岗水库、常庄水库相关资产移交完成，水库特许经营权由其他非流动资产转入无形资产核算所致。公司长期应收款主要为PPP项目投资形成的政府回购款，近年规模持续减少，主要系PPP项目政府回款所致。近年来，公司应收账款持续增长，主要系PPP项目达到结算节点导致应收账款增幅显著，截至2024年末，公司应收账款主要为应收污水处理费、热费、自来水费和运营期产生的PPP项目应收款，已计提坏账准备2.60亿元，账龄主要集中在1年以内和1至2年，应收对象主要为政府部门及相关单位，2024年末对洛阳国展资产管理有限公司应收8.08亿元，此公司涉及被执行0.44亿元，需关注后续款项回收情况。其他应收款主要为应收燃气补贴款和往来款等，截至2024年末，其中应收郑州市财政局燃气补贴款14.05亿元，存在燃气补贴款未及时到位情况。整体来看，公司应收类款项近年规模增长较快，因PPP项目形成的应收类款项规模较大，回收周期较长，需关注资金占用及回款及时性。

公司固定资产主要以房屋建筑物、管网及构筑物 and 机器设备为主，近年来波动增加，截至2024年末10.68亿元固定资产未办妥产权证书。公司在建工程主要为供水、供热、污水处理及管网项目；无形资产主要为土地使用权和特许经营权，近年增长主要来源于正兴环保垃圾发电及中原环保污水处理项目投入使得相应的特许经营权增加、子公司郑州自来水的土地评估增值、停车位及水库特许经营权增加所致，截至2024年末，其中特许经营权原值145.70亿元、中原环保建造期的PPP项目22.94亿元、土地使用权原值17.24亿元。2024年其他收益工具投资增幅较大，主要系购买郑州交通发展投资集团有限公司股权所致。截至2024年末，公司货币资金中受限资金1.21亿元，为被冻结资金、履约保函保证金、农民工工资专户资金、银行承兑汇票保证金和三方监管账户资金等。

受限资产方面，截至2024年末，公司所有权或使用权受限制的资产合计245.87亿元，其中主要包括因抵押/质押受限的PPP项目收益权、公共停车位及附属设施提升项目以及尖岗水库和常庄水库《特许经营协议》项下的全部权益和收益、污水处理厂项目收益权、供热费、自来水费收费权及应收账款等，占总资产的22.20%，资产受限比例较高。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年9月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57.76	5.04%	71.46	6.45%	82.95	9.05%	95.20	11.84%
应收账款	135.63	11.83%	111.33	10.05%	71.49	7.80%	42.68	5.31%
合同资产	33.50	2.92%	18.43	1.66%	14.81	1.62%	8.71	1.08%
流动资产合计	265.89	23.18%	234.94	21.21%	202.19	22.05%	170.67	21.22%
其他权益工具投资	44.10	3.85%	43.38	3.92%	3.81	0.42%	3.90	0.48%
长期应收款	88.56	7.72%	94.36	8.52%	101.07	11.02%	105.65	13.14%

固定资产	199.11	17.36%	208.04	18.78%	176.64	19.27%	160.99	20.02%
在建工程	138.14	12.04%	110.92	10.01%	116.70	12.73%	80.47	10.01%
无形资产	205.13	17.89%	172.89	15.61%	120.99	13.20%	100.67	12.52%
其他非流动资产	194.32	16.94%	231.87	20.93%	185.67	20.25%	173.40	21.56%
非流动资产合计	881.05	76.82%	872.71	78.79%	714.62	77.95%	633.55	78.78%
资产总计	1,146.94	100.00%	1,107.66	100.00%	916.81	100.00%	804.22	100.00%

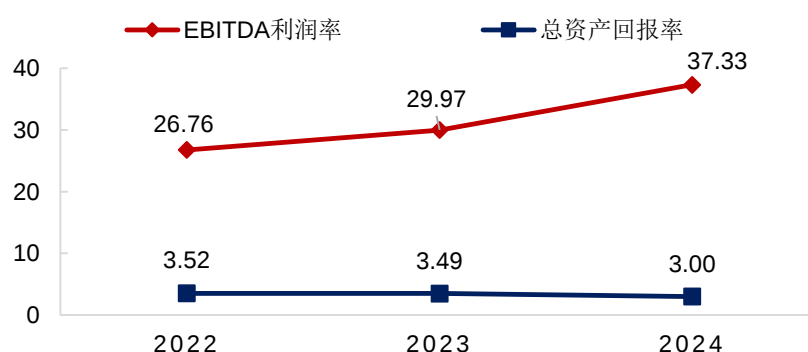
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所波动，经营业务盈利能力整体相对较好，随着PPP项目业务毛利率大幅提升，且盈利能力较好的污水处理、供水服务业务收入占比提升，公司盈利能力有所增强

2022-2023年，随着供热用户数量增加、污水处理量及供水能力提升和PPP项目建造期确认收入等推动，公司营业收入实现增长，2024年PPP项目陆续进入运营期，建设期收入下降带动营业收入减少；污水处理及供水服务、PPP项目和垃圾发电等业务为公司利润主要来源，由于污水处理、供水服务及垃圾发电盈利能力较强，且PPP项目进入运营期、成本降低推动业务毛利率大幅提升，公司盈利能力较好。此外，2023年信用减值损失为正，主要系收回五年以上其他应收款，相关坏账准备计提转回所致，近年随着盈利能力较好的污水处理、供水服务业务收入占比提升，公司盈利能力有所增强。此外，政府补助对公司利润贡献较大，2022-2024年其他收益（主要为政府补助）占公司利润总额的28.22%、28.59%和33.07%，对公司利润形成一定补充。受公司债务规模增长导致财务费用利息支出增加及资产规模增长影响，公司总资产回报率略有波动。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务规模较大，项目投资规模较大且资金缺口主要依赖筹资，公司债务规模随项目建设推进快速上升，财务杠杆保持在较高水平，面临一定的债务压力

公司总债务以长期债务为主，包括银行借款、债券以及融资租赁款等，随着长期银行借款及债券规

模的增加，总债务持续增长。截至2024年末，公司长期借款以质押及银行信用借款为主；长期应付款主要为政府债券（52.25亿元）和融资租赁款（0.89亿元），近年来增长主要来源于政府债券增加；应付债券主要包括公司发行的MTN和公司债等，近年规模持续攀升。经营性债务方面，公司应付账款主要为工程款和污水处理材料费；合同负债主要为供热款和工程款；其他应付款主要为往来款和保证金、押金及质保金等。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 9 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.88	0.93%	11.14	1.35%	21.28	3.15%	30.43	5.18%
应付账款	97.39	11.46%	108.07	13.09%	90.17	13.35%	76.98	13.11%
合同负债	9.87	1.16%	22.89	2.77%	23.01	3.41%	23.41	3.99%
其他应付款	18.66	2.20%	17.41	2.11%	17.13	2.54%	15.48	2.64%
一年内到期的非流动负债	42.55	5.01%	53.27	6.45%	38.03	5.63%	33.45	5.70%
流动负债合计	183.63	21.60%	220.14	26.67%	206.91	30.63%	190.77	32.49%
长期借款	436.28	51.33%	417.32	50.56%	315.02	46.64%	260.22	44.32%
应付债券	97.09	11.42%	56.13	6.80%	35.26	5.22%	30.54	5.20%
长期应付款	68.82	8.10%	65.39	7.92%	52.41	7.76%	40.97	6.98%
非流动负债合计	666.35	78.40%	605.19	73.33%	468.55	69.37%	396.38	67.51%
负债合计	849.98	100.00%	825.34	100.00%	675.46	100.00%	587.15	100.00%
总债务	640.79	75.39%	592.56	71.80%	467.02	69.14%	400.63	68.23%
其中：短期债务	52.06	8.12%	65.46	11.05%	70.91	15.18%	70.18	17.52%
长期债务	588.73	91.88%	527.10	88.95%	396.11	84.82%	330.45	82.48%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司供水、供热等日常经营业务现金回款较好，近年经营活动现金净流出情况有所改善，但由于 PPP 项目以及在建供水、供热相关项目等投入资金较大，相关资金缺口主要依赖筹资满足，推动公司总债务快速增长，且总债务规模较大，财务杠杆保持在相对较高水平，未来面临一定的债务压力。

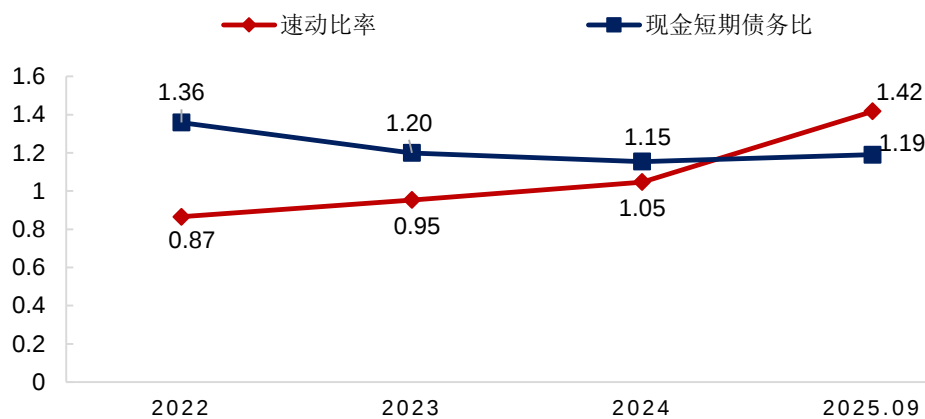
表18 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 9 月	2024 年	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	-13.07	10.85	-3.70	-5.53
FFO（亿元）	--	22.83	23.60	18.74
资产负债率	74.11%	74.51%	73.67%	73.01%
净债务/EBITDA	--	11.62	8.98	8.31
EBITDA 利息保障倍数	--	2.44	2.56	2.36
总债务/总资本	68.33%	67.73%	65.93%	64.86%
FFO/净债务	--	4.39%	6.12%	6.07%
经营活动现金流净额/净债务	-2.25%	2.09%	-0.96%	-1.79%
自由现金流/净债务	-9.79%	-22.54%	-14.15%	-15.38%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至2024年末，公司现金类资产能够对短期债务能够形成覆盖，EBITDA对利息支出的保障程度较好。此外，公司与银行建立了长期稳定的信贷业务关系，2025年9月末公司共获金融机构授信总额827.12亿元，尚未使用授信额度361.47亿元，备用流动性较为充足，且公司持有上市公司中原环保股权，流动性较好，融资渠道较为多元。整体来看，公司获取流动性资源的能力较强。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

母公司报表情况

公司资产及业务收入主要集中在下属子公司，持有的上市公司股权流动性较好，但近期市场存在波动，需关注中原环保市值波动风险

公司资产及业务主要集中在下属子公司，本部职能定位以管理为主，本部净资产主要由政府注资和无偿划转子公司股权形成的资本公积等构成，业务主要包括垃圾发电及固废处理等业务，收入规模较小，主要收入来源的供热服务、供水及污水处理服务等均由下属子公司负责，且郑州自来水公司及中原环保等主要子公司为整合并入公司。截至2025年12月3日，中原环保总市值84.02亿元，公司持有中原环保68.73%股权，中原环保为河南省内唯一的公用事业及生态类国有控股主板上市公司，公司持有的股权流动性较好，但近期市场存在波动，需关注中原环保市值波动风险。

表19 公司本部主要财务指标（单位：亿元）

项目	2025 年 9 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	3.17	6.14	12.51	1.47
其他应收款	20.49	11.80	27.39	2.12
划分为持有待售金融资产	0.00	0.00	0.00	18.81
长期应收款	1.16	1.16	1.13	1.13
长期股权投资	138.29	138.07	130.23	108.62

在建工程	9.17	9.10	8.67	8.64
其他非流动资产	3.32	3.41	8.43	3.40
总资产	269.42	264.85	190.98	146.32
所有者权益	120.11	120.47	105.11	66.92
营业收入	2.15	3.32	2.32	2.02
净利润	-0.36	-0.16	7.21	1.09
销售毛利率	-26.69%	13.16%	32.84%	50.50%
经营活动现金流净额	-0.48	1.15	0.19	0.67
资产负债率	55.42%	54.51%	44.96%	54.26%
总债务	125.91	121.86	66.35	64.92
短期债务	15.44	10.87	30.46	29.77
现金短期债务比	0.21	0.56	0.41	0.05
总资产/合并口径总资产	23.49%	23.91%	20.83%	18.19%
总债务/合并口径总债务	19.65%	20.56%	14.21%	16.20%
营业收入/合并口径营业收入	2.55%	2.77%	1.62%	1.46%
净利润/合并口径净利润	-	-	62.38%	10.17%

注：总债务中未考虑调整项。

资料来源：公司本部 2022-2024 年财务报表及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

五、 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（公司本部查询日：2025年10月9日、中原环保查询日为2025年11月10日、郑州水务集团查询日为2025年11月17日），公司本部及重要子公司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；公司公开发行的各类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12月5日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、 外部特殊支持

公司是郑州市政府下属重要企业，郑州市国资委直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，郑州市政府提供特殊支持的意愿几乎肯定，主要体现在以下方面：

（1）公司与郑州市政府的联系非常紧密。公司是郑州市重点发展的城市市政公用事业项目建设、运营、管理及投融资主体，郑州市国资委持有公司100%股权；公司领导由政府直接任命；公司作为郑州市重要的公用事业建设、运营、管理主体，主要从事郑州市内市政公用事业项目的投资、融资、建

设、运营与管理，负责供水、供热、污水污泥处理及垃圾处理等公用事业类和节能环保类等业务，政府对公司经营战略和业务运营有着强大的影响力。

（2）公司对郑州市政府至关重要。公司承担了郑州市大量的供水、供热、污水污泥处理及垃圾处理等公用事业类和节能环保类业务，具有区域垄断性经营优势，对郑州市公共服务供给非常重要。在就业、税收和公用事业等方面对政府贡献很大，若公司违约会对郑州市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

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，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，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。

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，受评对象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。

如受评对象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。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

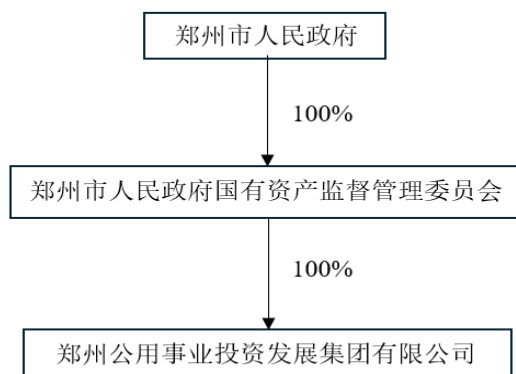
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 9 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	57.76	71.46	82.95	95.20
应收账款	135.63	111.33	71.49	42.68
流动资产合计	265.89	234.94	202.19	170.67
固定资产	199.11	208.04	176.64	160.99
在建工程	138.14	110.92	116.70	80.47
无形资产	205.13	172.89	120.99	100.67
其他非流动资产	194.32	231.87	185.67	173.40
非流动资产合计	881.05	872.71	714.62	633.55
资产总计	1,146.94	1,107.66	916.81	804.22
短期借款	7.88	11.14	21.28	30.43
应付账款	97.39	108.07	90.17	76.98
一年内到期的非流动负债	42.55	53.27	38.03	33.45
流动负债合计	183.63	220.14	206.91	190.77
长期借款	436.28	417.32	315.02	260.22
应付债券	97.09	56.13	35.26	30.54
长期应付款	68.82	65.39	52.41	40.97
非流动负债合计	666.35	605.19	468.55	396.38
负债合计	849.98	825.34	675.46	587.15
总债务	640.79	592.56	467.02	400.63
长期债务	588.73	527.10	396.11	330.45
所有者权益	296.96	282.32	241.35	217.07
营业收入	84.25	119.87	143.30	138.80
营业利润	10.84	12.47	14.32	13.93
净利润	9.58	11.25	11.56	10.72
经营活动产生的现金流量净额	-13.07	10.85	-3.70	-5.53
投资活动产生的现金流量净额	-42.13	-161.24	-53.74	-43.36
筹资活动产生的现金流量净额	41.22	140.21	43.90	32.36
财务指标	2025 年 9 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	44.74	42.94	37.14
FFO（亿元）	--	22.83	23.60	18.74
净债务（亿元）	580.66	519.80	385.43	308.77
销售毛利率	32.79%	28.78%	24.76%	21.14%
EBITDA 利润率	--	37.33%	29.97%	26.76%
总资产回报率	--	3.00%	3.49%	3.52%
资产负债率	74.11%	74.51%	73.67%	73.01%
净债务/EBITDA	--	11.62	8.98	8.31

EBITDA 利息保障倍数	--	2.44	2.56	2.36
总债务/总资本	68.33%	67.73%	65.93%	64.86%
FFO/净债务	--	4.39%	6.12%	6.07%
经营活动现金流净额/净债务	-2.25%	2.09%	-0.96%	-1.79%
速动比率	1.42	1.05	0.95	0.87
现金短期债务比	1.19	1.15	1.20	1.36

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 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 9 月末）



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一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	实收资本	持股比例	主营业务
中原环保股份有限公司	97,468.45	68.73%	污水处理
郑州水务集团有限公司	312,000.00	100%	供水
郑州热力集团有限公司	130,000.00	100%	供热
郑州东兴环保能源有限公司	43,400.00	66%	垃圾发电
郑州市格沃环保开发有限公司	15,500.00	100%	废物处理
郑州公用环卫有限公司	13,224.25	100%	污染治理
郑州公用众城路桥建设管理有限公司	20,000.00	51%	PPP 项目运作
郑州荣泽环保能源有限公司	10,000.00	100%	垃圾发电
郑州智城综合管廊建设管理有限公司	10,000.00	100%	规划设计
河南中原燃气有限公司	10,000.00	60%	液化石油气生产、供应
郑州市新泓再生资源开发利用有限公司	9,500.00	100%	污水处理及再生利用
郑州正兴环保能源有限公司	7,000.00	100%	垃圾发电
郑州公用静态交通投资有限公司	4,000.00	100%	房地产业
河南惠建建设工程有限公司	3,000.00	90%	PPP 项目运作
河南中部建设工程有限公司	2,001.00	100%	施工
郑州公用盈川环保有限公司	1,000.00	51%	科学研究和技术服务
郑州公用环境科技有限公司	1,000.00	100%	环保技术服务
*郑州公用坤城地下空间综合开发有限公司	406.00	51%	建筑施工
郑州润城水利工程有限公司	500.00	100%	设计施工
河南中原能源投资有限公司	1,000.00	100%	租赁和商务服务业
郑州阿顺数智科技有限公司	3,000.00	89%	科学研究和技术服务业

注：郑州公用坤城地下空间综合开发有限公司于 2025 年 7 月 16 日注销；郑州市新泓再生资源开发利用有限公司股权于 2025 年 11 月末无偿划至郑州市国资委。

资料来源：公司提供，公开资料

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

附录五 信用等级符号及定义

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