

2023 年前三季度，全国水利建设落实及完成投资均创历史同期最高纪录，1 万亿元特别国债将为重大水利项目提供资金保障

——2023 年水务行业回顾及展望报告

联合资信 公用评级二部 | 迟腾飞 | 魏兰兰 | 冯熙智

节水提效、加大城镇污水建设等政策的出台，为供水行业提标改造和城镇污水处理扩产提供空间，1 万亿元特别国债将为重大水利项目提供资金保障。2023 年前三季度，全国水利建设落实投资 10750 亿元，完成投资 8601 亿元，均创历史同期最高纪录，水务行业投资恢复增长趋势有望延续。2023 年我国重点城市居民用水价格保持稳定，在充分发挥市场机制进行水价改革的政策指引下，需关注未来水价调整周期。

从样本水务企业情况来看，2023 年前三季度，水务企业收入呈现增长态势，受成本及费用增加影响，盈利能力有所下降；同时，水务企业收现质量持续下滑，需关注污水处理业务占比较高的水务企业现金回款情况；受水务工程投资需求增加等因素影响，水务企业债务规模持续增长，以长期债务为主，债务负担持续小幅上升但整体可控。2023 年以来，水务企业债券发行仍向中高级别主体集中，受发行时点影响，水务企业不同级别、不同期限发行利差呈波动态势。

整体看，水务行业信用风险很低，评级展望为稳定。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、行业发展情况

（一）水务行业概况

我国水资源总量丰富但区域分布不均衡，地表水质有所改善但北方区域水质较南方仍差，城市生活用水成为供水行业需求端增长的重要来源，城市生活污水处理成为污水处理行业需求端的主要来源。

水务行业产业链主要涉及从自然水源中取水、水的加工处理、供应和污水处理等环节。产业链的最上游是水源的获取；水资源的丰富程度、水质的优劣直接影响水务行业原水获取的难易程度和水生产的成本。水务行业下游主要是城镇居民生活、生产等方面用水需求，经济的发展，城镇人口的增长，环保节水等政策的要求对水务行业下游需求端产生重要影响。

从上游水源供给方面来看，我国水资源总量丰富，近三年我国供水总量占当年水资源总量比重基本维持在 20% 左右，主要来源于地表水。区域分布上，我国水资源主要分布在南方区域，北方水资源仅占水资源总量的 20% 左右，区域分布不均衡。根据《中国生态环境状况公报》，2022 年，我国地表水中 I~III 类水质占比 87.9%，较 2021 年上升 3.0 个百分点，劣 V 类占比 0.7%，较 2021 年下降 0.5 个百分点，地表水质有所改善，但北方区域水质较南方仍差。

从需求端来看，水务行业产业链的下游主要涉及居民生活、生产等方面用水，2022 年我国用水总量 5998.2 亿立方米，较 2021 年增加 78.0 亿立方米，其中生活用水、工业用水、农业用水分别占 15.10%、16.14%、63.04%。2022 年，我国城市用水人口增至 5.61 亿人，较 2021 年增加 0.05 亿人；城市供水总量 674.41 亿立方米，较 2021 年增长 0.16%；城镇化进程推动用水人口持续增长，城市生活用水成为供水行业需求端增长的重要来源。

污水处理行业需求增长较快，城市生活污水处理成为污水处理行业需求端的主要来源。2022 年，全国城市和县城污水排放量 753.90 亿立方米，较 2021 年增长 2.59%，其中城市污水排放量 638.97 亿立方米，占比 84.76%；生活污水占全国污水排放总量的 60% 以上。供水和污水处理需求的增加推动我国水务行业整体产能的提升，2022 年，我国城镇供水能力达 5.22 亿立方米/日¹，较 2021 年增长 5.75%，全国城镇污水处理能力 2.99 亿立方米/日，较 2021 年增长 7.36%。

（二）宏观环境及政策导向

国家发改委、水利部等多部委新出台水务行业相关文件在提质增效、扩大产

¹根据城乡建设统计年鉴，该数据包含城市、县城和建制镇供水能力，下文城镇污水处理能力亦同口径

能、提升盈利空间等方面对水务行业产生重要影响。随着相关政策的持续引导及水利建设资金及新增国债资金的落实，预期我国水务行业在提质增效、扩大产能方面将得到突破。

2023 年前三季度，宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险，国民经济持续恢复向好，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。初步核算，2023 年前三季度国内生产总值同比增长 5.2%；其中基建投资同比增长 6.2%。财政方面，2023 年前三季度全国一般公共预算收入为 16.7 万亿元，同比增长 8.9%；全国一般公共预算支出为 19.8 万亿元，同比增长 3.9%。2023 年前三季度，全国社融规模显著扩张，新增社融规模 29.33 万亿元，同比多增 1.41 万亿元，其中企业贷款增加 15.68 万亿元，同比多增 1.10 万亿元，信贷结构有所改善。2023 年前三季度，全国水利建设落实投资 10750 亿元，完成投资 8601 亿元，均创历史同期最高纪录。同期，全国各级财政落实水利建设资金 6078 亿元，与去年同期相比增加 105 亿元；其中，落实地方政府专项债券 1761 亿元，占全国水利建设落实投资规模的 16.38%，成为水利建设资金的重要来源。

近年来，国家发改委、水利部等多部委新出台水务行业相关文件，主要通过以下三个方面促进水务行业健康、可持续发展：一是实施严格节水制度，控制用水总量，提高水资源节约集约利用能力；二是加快城镇污水设施建设，加强污水排放监测，进行污水处理收费标准改革；三是多渠道解决污水处理、水利设施和生态治理等项目资金需求。以上政策将在**提质增效、扩大产能、提升盈利空间**等方面对水务行业产生重要影响。

提质增效方面，我国将持续实施严格节水政策，提高用水效率、降低漏损率、控制用水总量。2022 年，我国城市供水管网漏损率 12.89%，距离《“十四五”节水型社会建设规划》中要求全国城市公共供水管网漏损率到 2025 年力争控制在 9% 以内的目标仍有较大差距。根据《水利部关于全面加强水资源节约高效利用工作的意见》，到 2025 年，水资源节约工作取得积极成效，节水政策法规、体制机制、技术标准体系趋于完善，节水意识不断增强，水资源利用效率和效益明显提高；全国用水总量控制在 6400 亿立方米以内，万元国内生产总值用水量较 2020 年下降 16% 左右；农田灌溉水有效利用系数达到 0.58 以上，万元工业增加值用水量较 2020 年下降 16%，全国非常规水源利用量达到 170 亿立方米，南水北调东中线工程受水区 and 北方 60% 以上、南方 40% 以上县（市、区、旗，以下统称县）级行政区达到节水型社会标准。考虑到未来我国经济持续发展，城镇用水持续增加，我国用水总量控制将面临一定挑战，未来节水及相关配套项目将成为水务行业发展的方向。**扩大产能方面**，在加快城镇污水建设、加强污水排放监测、提升污水收集处理及资源化

利用设施建设水平等规划指导下，我国污水处理覆盖范围和处理对象将扩大，环境基础设施建设水平将全面提升，需求端的增长将推动城镇生活和工业污水处理量的进一步释放，且在中央预算、地方财政等资金支持下，水务行业投资将加快进行，从而进一步促进水务行业产能的提升。**提升盈利空间方面**，在节水政策下，预期政府可能将通过水价的调节作用促进节水目标的实现，水价有望持续增长。此外，在污水处理收费标准改革政策指导下，要求污水处理费定价机制需要考虑在补偿运营成本的基础上合理盈利，该政策预期将有效推进我国水费征收的市场化改革，提升我国水务行业盈利水平。但考虑到水务行业涉及国计民生，公益性较强，短期内水价涨幅空间仍有限。

2023年7月，国家发改委等部门印发了《环境基础设施建设水平提升行动(2023—2025年)》。提出到2025年，我国环境基础设施处理处置能力和水平显著提升，新增污水处理能力1200万立方米/日，新增和改造污水收集管网4.5万公里，新建、改建和扩建再生水生产能力不少于1000万立方米/日。重点任务中提到，循序推进管网改造，提升污水收集效能；加快补齐城市和县城污水处理能力缺口，稳步推进建制镇污水处理设施建设；结合现有污水处理设施提标升级扩能改造，加强再生利用设施建设，推进污水资源化利用。组织实施中提到，通过中央预算内投资等方式对符合条件的项目予以支持，将符合条件的环境基础设施建设项目纳入地方政府专项债券的支持范围；完善污水价格形成和收费机制，推动提升环境基础设施可持续运营能力。

2023年10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在2023年四季度增发国债1万亿元，作为特别国债管理，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设。增发的1万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用，全部列为中央财政赤字。以京津冀为重点的华北地区灾后恢复重建，是此次增发的1万亿元特别国债重点支持方向之一，将优先支持水毁设施恢复重建项目，同步支持提升区域防灾减灾能力，大力推进大清河、永定河、北三河、子牙河、漳卫河等河流综合治理，加快实施骨干河道疏浚、重要堤防加固，蓄滞洪区达标建设等一系列重大工程。本次增发国债把防洪减灾工程作为重中之重，进一步提升洪涝灾害的防御能力，一是以海河、松花江流域等北方地区为重点，系统推进骨干防洪治理，包括大江大河大湖干流防洪工程、大中型水库工程、蓄滞洪区工程等，将按照流域防洪规划布局，系统实施骨干工程建设；二是同步推进其他重点防洪工程，系统提升防洪能力。

（三）行业竞争格局

水务行业涉及国计民生，竞争格局基本稳定，预期水务行业整体仍呈现区域垄断和跨区域运营行业龙头并存的态势。

目前，我国行业内分布的水务企业按照业务区域范围大致可分为跨区域运营水务企业和区域专营水务企业。其中，区域专营的国有地方水务企业最为普遍，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。部分实力较强的区域（北京、深圳、成都、重庆等地）的地方国有水务企业和央属水务企业，通过并购、合资、参控股、BOT 和 PPP 等方式在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过拓展水务衍生业务成为跨区域投资型综合水务企业，企业竞争力突出。

未来竞争方向方面，近年来，随着我国生态治理和环保力度加大，出现黑臭水体治理、水环境综合治理，污泥处置等水务衍生行业。水务衍生行业对资金实力和技术水平要求较高，水务衍生业务仍将继续成为实力较强的央企或经济发达区域地方国企积极参与对象。此外，伴随经济发达的城市水务行业进入成熟期，需求增长放缓，相关配套设施还不健全的区县及乡镇地区成为实力较强的水务企业异地扩张的机会。

（四）行业投资

随着我国城市化进程趋于成熟，城市供水行业固定资产投资有所下降，乡镇供水市场尚有一定开发空间，预计全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资仍将保持较高位。

随着我国城市化进程趋于成熟，城市用水人口增速有所放缓，城市供水行业固定资产投资有所下降。2022 年城市用水人口增至 5.61 亿人，同比增长 0.97%；2022 年，我国城市供水管道长度 110.30 万公里，较 2021 年增长 4.06%；城市用水普及率进一步上升至 99.39%。2022 年，城市供水行业固定资产投资 713.3 亿元，较 2021 年下降 7.43%。

县城及乡镇供水方面，2022 年，我国县城、乡和建制镇用水人口 3.38 亿人，同比增长 0.37%，主要以县城和建制镇为主，乡用水人口少，且呈下降趋势；县城、乡和建制镇年供水总量 288.47 亿立方米，同比增长 2.19%。2022 年，我国县城、乡和建制镇的用水普及率分别为 97.86%、84.72%和 90.76%，其中乡镇的用水普及率较城市用水普及率尚有差异，乡镇供水市场尚有一定开发空间。

此外，根据我国节水政策要求，到 2025 年，全国城市公共供水管网漏损率力争控制在 9%以内；2022 年，我国城市公共供水管网漏损率达 12.89%，与政策要求相比仍存在较大差异，城市老旧供水管网改造仍将是未来水务行业投资的重要内容。

2022 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为 708.2 亿元，同

比下降 20.76%，但仍保持较高位。根据《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，“十四五”期间，要着重补齐城镇污水管网短板，预计相关固定资产投资金额仍将保持高位，而随着污水处理及再生利用设施的投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业仍处于发展期。此外，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过 PPP、特许经营等模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力和项目运营情况依赖程度较高，需对企业资本支出和现金回流保持关注。

（五）水价变动

2023 年我国重点城市居民用水价格保持稳定，在充分发挥市场机制进行水价改革的政策指引下，需关注未来水价调整周期。

我国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成，水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。

2023 年以来，我国 36 个重点城市居民生活用水价格保持稳定。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；加快建立健全以“准许成本加合理收益”为基础的供水定价机制，未来水价调整节奏有望加快，需关注未来水价调整情况。

污水处理价格方面，2023 年以来，我国 36 个重点城市污水处理价格保持稳定。近年来，我国重点城市居民生活污水处理平均价格虽呈上升趋势（截至 2023 年 10 月底，全国 36 个重点城市平均污水处理费为 1.02 元/立方米），但该价格仅基本满足国家规定收费标准下限（0.95 元/吨），预计未来仍有一定上调空间。

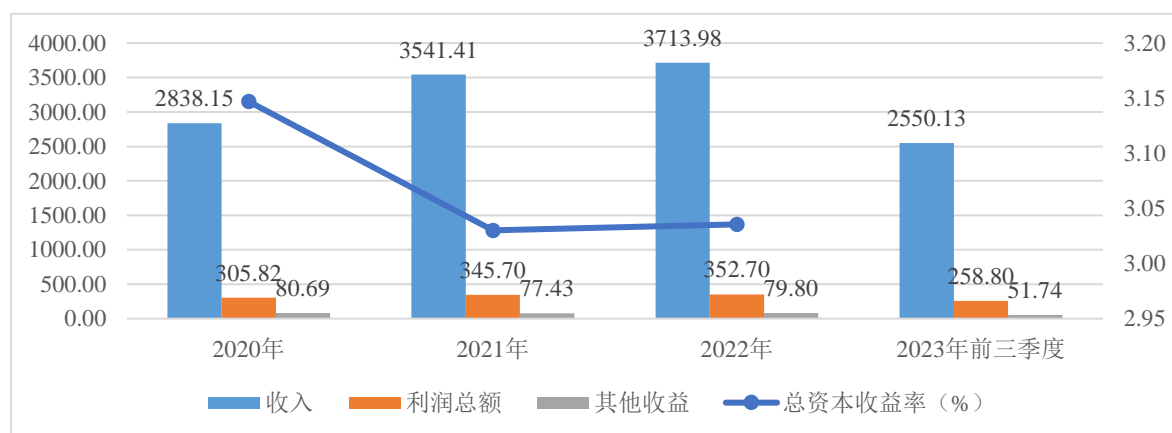
二、水务企业财务表现

（一）水务企业盈利能力

受益于水务工程施工、水环境综合治理市场领域的发展、污水处理业务的增加，水务企业营业总收入持续增长，但利润实现对政府补助的依赖程度较高；受投资收益变动、成本以及财务费用增加等影响，水务企业整体盈利水平波动下降。

水务企业营业总收入主要来自供水和污水处理项目的运营，部分企业产业延伸至水环境治理、管道安装等工程建造服务和设备制造销售等业务，总体盈利模式相对稳

定。根据联合资信的水务企业样本口径²，2020—2022 年，样本水务企业实现营业收入合计分别 2838.15 亿元、3541.41 亿元和 3713.98 亿元，年均复合增长 14.39%。同期，水务企业利润总额合计分别为 305.82 亿元、345.70 亿元和 352.70 亿元，年均复合增长 7.39%。水务企业营业总收入和利润总额持续增长，主要系水务工程施工、水环境综合治理市场领域的发展、污水处理业务增加³等因素综合影响所致。2022 年水务企业其他收益对利润总额的贡献由 2021 年的 22.40% 上升至 22.63%，水务企业利润实现对政府补助的依赖程度较高。近年来，受股权投资收益变动、相关成本以及财务费用增加等影响，水务企业整体盈利能力波动下降。2020—2022 年，样本水务企业平均总资本收益率⁴波动下降，分别为 3.15%、3.03% 和 3.04%。2023 年前三季度，样本水务企业⁵实现营业收入合计 2550.13 亿元，同比增长 2.65%；实现利润总额合计 258.80 亿元，同比下降 15.86%，主要系部分水务企业成本上升及期间费用增长所致。未来随着在建水务项目逐渐完工运营，产能得以释放，水价逐步调整，预计行业整体盈利能力有望提升。



资料来源：联合资信整理

图1 样本水务企业营业收入和盈利指标变动情况（单位：亿元）

（二）水务企业现金流情况

水务企业经营活动现金流状况较好，收现能力较强，但 2020—2022 年收现效率持续下降，其中污水处理业务占比较高及 PPP 项目涉入较深的水务企业回款情况相

² 有存续债且可获取其三年完整财务数据的水务企业，剔除子公司后共 54 家

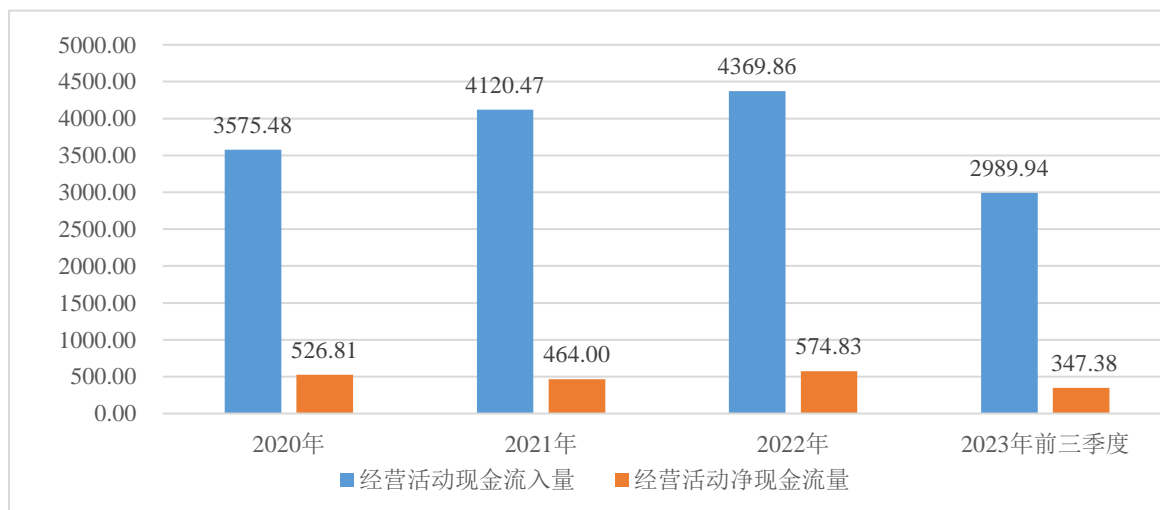
³ 受城市化进程加快和国家环保政策大力推动的影响叠加，城镇污水处理设施建设力度加大，城市生活污水处理需求大幅增加

⁴ 计算方法为样本企业总资本收益率的简单算数平均数，下同

⁵ 已剔除未披露三季报企业，下同

对较弱。2021 年，受会计政策变更影响，水务企业经营活动净现金流和投资活动净现金流变化较大，但投资活动仍保持大额净流出。未来随着污水处理及水环境治理领域投资需求增长，预计大规模投资需求仍将持续。

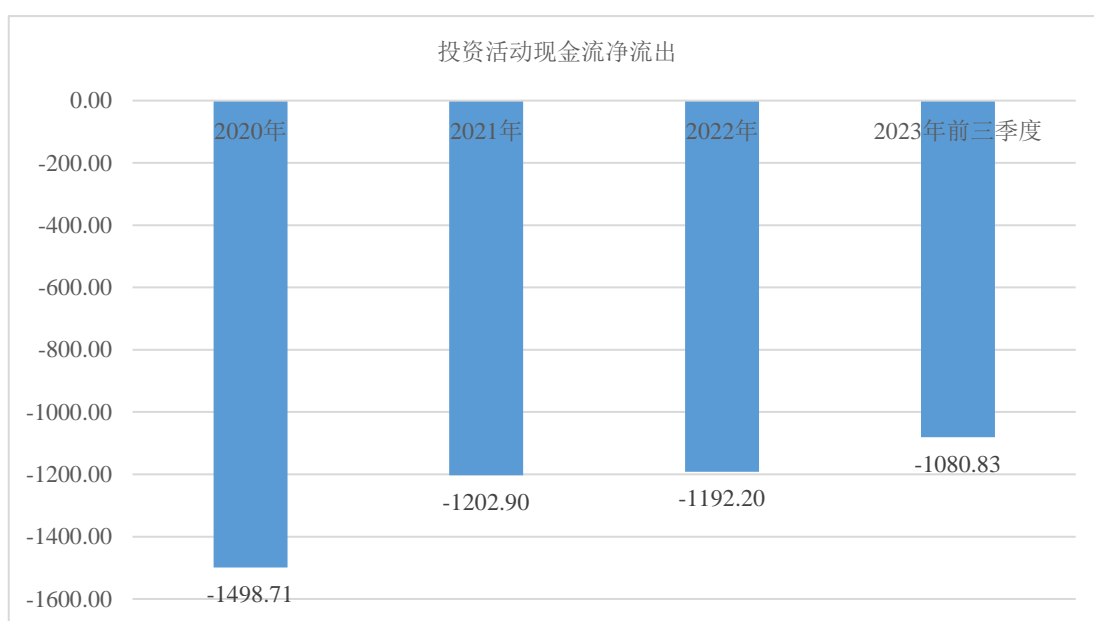
2020—2022 年，样本水务企业合计经营活动现金流入量不断增长，分别为 3575.48 亿元、4120.47 亿元和 4369.86 亿元；水务企业合计经营活动净现金流量波动增长，分别为 526.81 亿元、464.00 亿元和 574.83 亿元，2021 年水务企业经营活动净现金流量较 2020 年下降 11.92%，主要系会计政策变更，依据《企业会计准则解释第 14 号》以及 2021 年 8 月财政部会计司网站发布的《PPP 项目合同社会资本方会计处理实施问答和应用案例》对形成金融资产的在建 PPP 项目的现金流量从投资活动转为经营活动列报，以及部分水务企业其他业务经营性支出流出增加，水务企业经营性净现金流显著回落。2022 年水务企业合计经营活动净现金流量有所回升，主要系水务安装工程及往来款回款增加所致。受益于供水、污水处理业务较稳定的结算周期，样本企业的整体资金回笼较及时，但回款效率逐年下降，2020—2022 年，水务企业平均现金收入比持续下降，分别为 102.39%、95.98%和 94.67%。在 54 个样本水务企业中，2022 年现金收入比低于 80%的 10 家水务企业中 1 家单一开展污水处理业务，3 家污水处理业务占主导地位，1 家以固废处置为主，其余 5 家供水及污水发展较为均衡，但均较深涉入了 PPP 项目。考虑到污水处理业务及 PPP 项目回款对政府财政回款安排依赖较大，需关注污水处理业务占比较高以及 PPP 项目涉入较深的水务企业现金回款情况。



资料来源：联合资信整理

图 2：水务企业经营活动现金流变动情况（单位：亿元）

2023 年前三季度，水务企业经营活动平均现金流入量 67.95 亿元，同比下降 3.91%；水务企业平均经营活动净现金流量 7.90 亿元，同比大幅下降 12.10%，主要系现金回款效率下降所致，2023 年前三季度，水务企业平均现金收入比较 2022 年同期下降 16.94 个百分点。



资料来源：联合资信整理

图 3：水务企业投资活动现金流变动情况（单位：亿元）

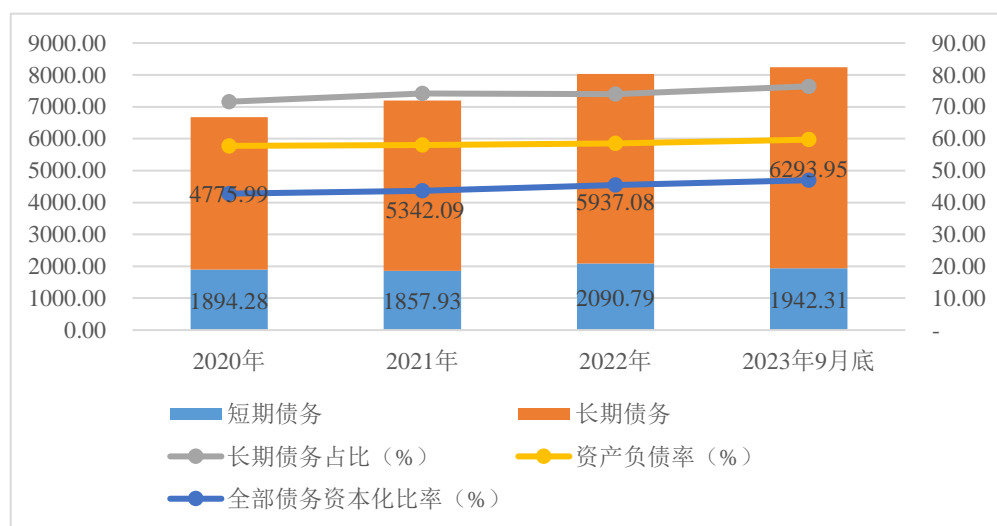
随着水利基础设施建设的投入以及 PPP 模式项目的推进，水务企业投资活动整体表现为大额的现金流出。2020—2022 年，水务企业投资活动现金净流出分别为 1498.71 亿元、1202.90 亿元和 1192.20 亿元，绝大部分来自购建固定资产、无形资产的现金流出，符合水务行业总体发展趋势，2021 年净流出规模大幅下降主要系前述会计政策变更，对形成金融资产的在建 PPP 项目的现金流量从投资活动转为经营活动列报。2023 年前三季度，水务企业投资活动现金净流出为 1080.83 亿元。固定资产投资和并购仍是水务企业投资的重点，未来随着污水处理及水环境治理领域的需求增长，预计大额投资需求仍将持续。

（三）水务企业有息债务

受水务工程投资需求增加影响，水务企业债务规模持续增长，以长期债务为主，债务负担小幅上升但整体可控。

2020—2022 年，水务企业有息债务⁶逐年增长，年均复合增长 9.71%。2022 年底，样本水务企业有息债务规模合计 8027.87 亿元，较 2021 年底增长 11.50%，主要系水厂、管网等非流动资产的购建及相关基建工程业务规模扩大所致。2023 年 9 月底，样本水务企业有息债务规模合计 8236.26 亿元，较 2022 年底增长 2.60%。样本企业长期债务占比较高，2020—2022 年及 2023 年 9 月底，占比分别为 71.60%、74.20%、73.96%和 76.42%。2022 年底与 2023 年 9 月底，水务企业应付债券占全部有息债务的比重分别为 15.47%和 13.95%，水务企业融资仍以银行借款为主。

2020—2022 年，水务企业整体资产负债率和全部债务资本化比率均逐年小幅上升，2022 年底分别为 58.57%和 45.51%，样本中有约 40%的企业资产负债率超过 65%。2023 年 9 月底，水务企业整体资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.70%和 46.99%，较 2022 年底分别上升 1.13 个百分点和上升 1.48 个百分点，样本企业中仍有约 45%的企业资产负债率超过 65%。



资料来源：联合资信整理

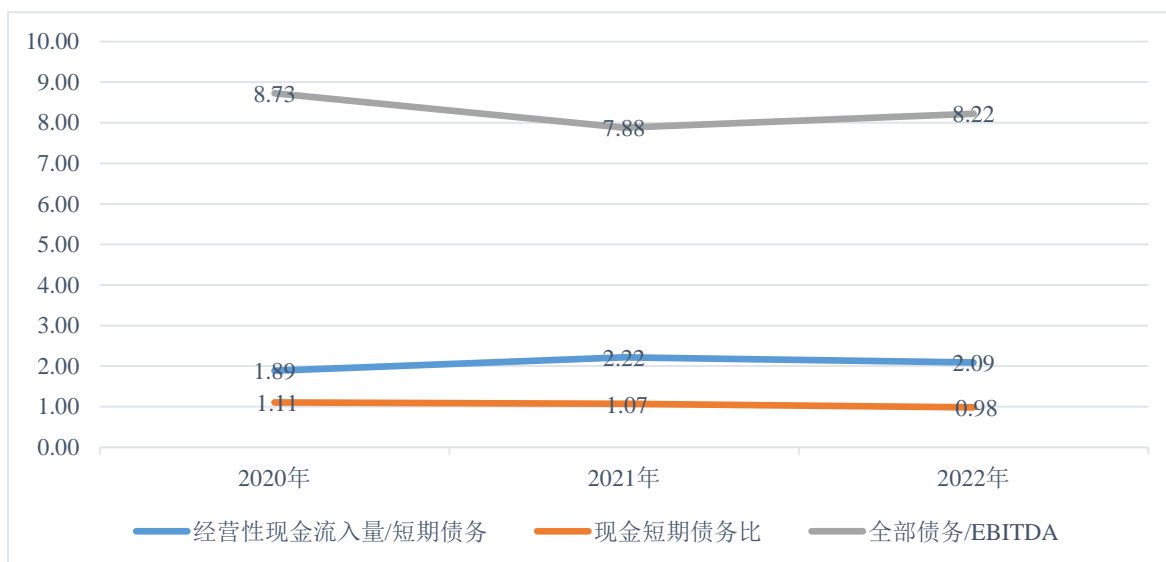
图 4 水务企业债务负担情况（单位：亿元）

⁶短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据，长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债

（四）水务企业偿债能力

水务企业短期偿债能力指标呈下降趋势，整体偿债能力指标尚可，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定，因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。此外还应持续关注水务企业对外资金拆借回收情况。

短期偿债能力指标方面，2020—2022 年，水务企业经营性现金流入/短期债务分别为 1.89 倍、2.22 倍和 2.09 倍，同期，水务企业现金短期债务比分别为 1.11 倍、1.07 倍和 0.98 倍。2023 年 9 月底，公司现金短期债务为 0.97 倍，较 2022 年底略有下降。整体看，水务企业短期偿债能力指标尚可，但呈下降趋势。



注：图中数据为剔除部分水务企业后的相关指标数据

数据来源：联合资信整理

图 5 水务企业偿债能力变动情况（单位：倍）

长期偿债能力指标方面，2020—2022 年，水务企业⁷全部债务/EBITDA 分别为 8.73 倍、7.88 倍和 8.22 倍，整体长期偿债能力指标较为稳定且整体偿债能力指标尚可，预计未来行业偿债能力将继续保持稳定。因存量债务规模过大或盈利能力下滑导致的偿债指标明显弱化的企业应重点关注。同时，考虑到水务企业与区域内国有企业可能通过往来款形式⁸进行资金拆借，2020—2022 年，水务企业其他应收款/总资产平均值分别为 5.80%、5.61% 和 6.18%，对水务企业资金形成一定占用，应持续关注水务企业对外

⁷ 剔除 11 家部分年份未获取 EBITDA 数据的企业

⁸ 主要体现在其他应收款中

资金拆借及回收情况。

三、水务企业发债情况

（一）水务企业信用级别分布和调整情况

水务企业数量众多，主要分布在各地级市或区县，企业单体规模较小，由于债券发行门槛较高，水务行业发债企业数量较少。截至 2023 年 11 月 30 日，样本水务企业的主体信用级别主要分布在 AA、AA⁺和 AAA，占比分别为 29.69%、35.94%和 29.69%，其中 AA⁺和 AAA 级别的水务企业存续债券余额分别为 384.10 亿元和 1157.62 亿元，分别占样本企业全部存续债券余额的 20.09%和 60.55%。

级别调整方面，2023 年以来，64 家存续发债水务样本企业中仅有 1 家主体信用级别发生了上调，其他主体信用级别均保持稳定。

（二）水务企业债券发行情况

2023 年 1—11 月，共有 33 家水务企业发债，共计发行债券 110 只，发行规模 802.70 亿元，相当于 2022 年全年发行规模的 92.09%，发行规模较 2022 年同期下降 4.64%。

从发行品种看，2023 年 1—11 月，水务企业发行债券以中期票据和短期融资券为主，合计发行数量和发行规模分别占当期发行总量的 91.82%和 90.84%。发行方式以公募债券为主，募集资金用途主要为偿还到期债务，且短期融资券的发行规模增长较快。

表 1 2021—2022 年和 2023 年 1—11 月水务企业发行债券情况（单位：期、亿元）

债券类型	发行期数				发行规模			
	2021 年	2022 年	增幅	2023 年 1—11 月	2021 年	2022 年	增幅	2023 年 1—11 月
PPN	5	0	-100.00%	1	27.00	0.00	-100.00%	5.00
短期融资券	72	78	8.33%	67	410.80	542.80	32.13%	509.20
公司债券	31	21	-32.26%	8	244.00	130.55	-46.50%	68.50
企业债券	1	2	100.00%	0	10.00	8.00	-20.00%	0.00
中期票据	32	33	3.13%	34	197.60	190.30	-3.69%	220.00

合计	141	134	-4.96%	110	889.40	871.65	-2.00%	802.70
----	-----	-----	--------	-----	--------	--------	--------	--------

注：上述发行情况统计截至 2023 年 11 月底，下同；短期融资券含超短期融资券，公司债券包括一般公司债券和私募公司债券

资料来源：联合资信整理

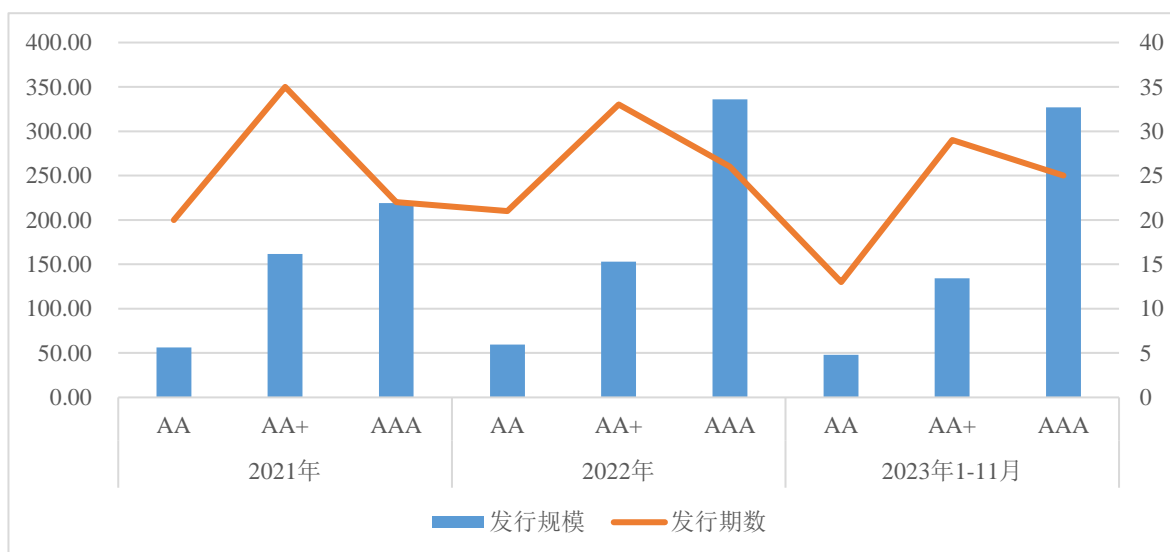
2023 年 1—11 月，水务企业短期债券发行期数及规模均同比有所下降，各等级别发行主体中，发债期数最多的发行主体信用级别仍为 AA⁺，发行规模继续延续了向高级别集中的趋势。

2023 年 1—11 月，水务企业短期债券发行 67 期，较上年同期下降 10.67%；水务企业短期债券发行规模为 509.20 亿元，较上年同期下降 1.82%。2023 年 1—11 月，发行短期债券的水务企业主体级别均在 AA 及以上，短期融资券（含超短期融资券，下同）为主要短期债券品种。

从短期债券发行期数来看，2023 年 1—11 月，AAA、AA⁺和 AA 级主体所发期数占比分别为 19.40%、43.28%和 37.31%，AA 级主体所发期数占比同比下降 7.26 个百分点。短期债券发行期数呈现向 AA⁺和 AAA 级别集中趋势。

从短期债券发行规模来看，2023 年 1—11 月，AAA、AA⁺和 AA 级水务企业所发短期债券规模占比分别为 64.22%、26.36%和 9.43%，AA 级和 AA⁺级水务企业所发短期债券规模占比均同比小幅下降，短期债券发行规模呈现向 AAA 级集中的趋势。

整体来看，水务企业选用短期债券进行融资的频率及规模有所增加，发行规模的增长主要来自 AAA 主体所发的短期融资券及短期公司债。2023 年 1—11 月累计使用短期债券融资较大的企业为水发集团有限公司（130 亿元）和广东粤海控股集团有限公司（125 亿元）。



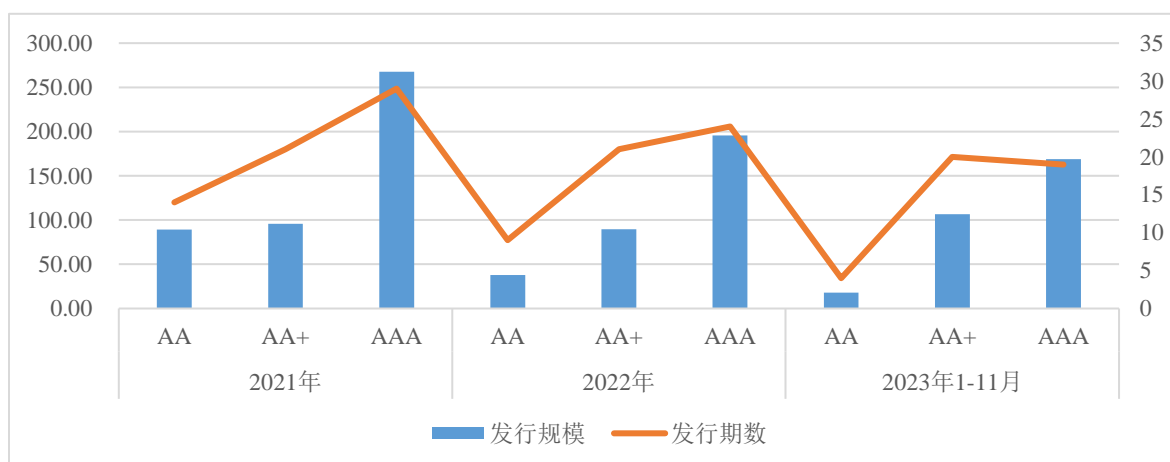
资料来源：联合资信整理

图6 2021—2022年和2023年1—11月水务企业发行的短期债券信用级别分布情况

（亿元、期）

2023年1—11月，水务企业所发中长期债券的信用级别继续延续向高级别集中的趋势。

2023年1—11月，水务企业所发中长期债券（指发行期限在1年以上的债券，下同）的期数主要集中在AA⁺及以上级别，共发行43期，AA⁺和AAA级分别占比46.51%和44.19%；发行规模合计293.50亿元，AAA级所发中长期债券的规模占比为57.58%，AA⁺级和AA级水务企业所发中长期债券规模占比分别为36.29%和6.13%，AA⁺级所发中长期债券的规模持续增长。



资料来源：联合资信整理

图 7 2021—2022 年和 2023 年 1—11 月水务企业发行的中长期债券信用级别分布情况

(亿元、期)

(三) 水务企业发债利率、利差水平

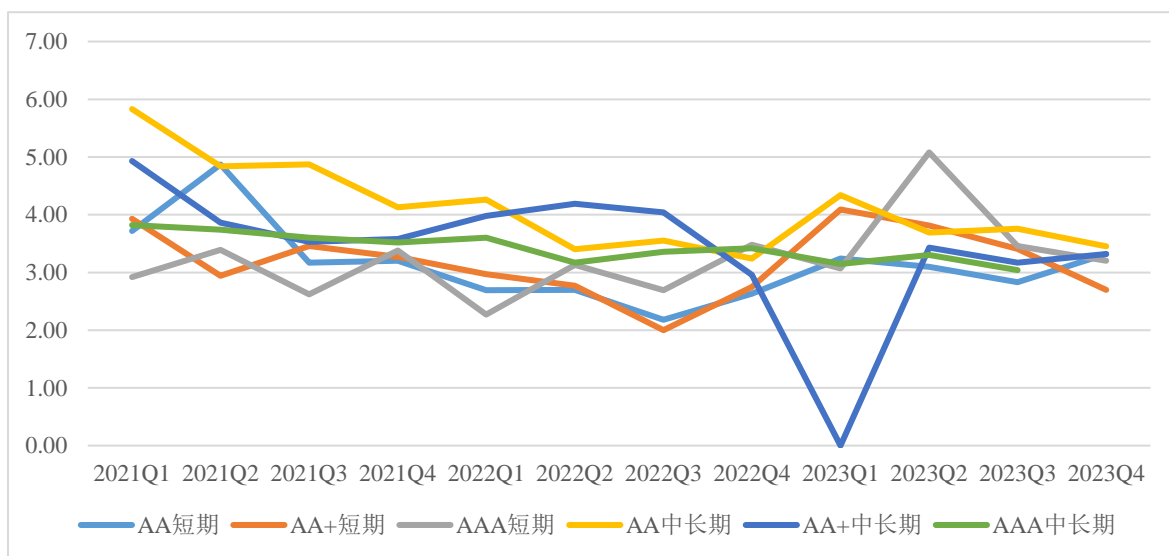
2023 年 1—11 月，水务企业短期债券发行平均利率⁹较 2022 年有所上升，中长期债券按发行年限不同较 2022 年同期限债券平均发行利率变动有所不同。受发行时点影响，水务企业不同级别、不同期限发行利差呈波动态势，部分水务企业发债利差显著高于其他同级别债券，剔除相关发行利差显著高于其他同级别债券的水务企业后，2022 年中长期债券 AA⁺和 AAA 级水务企业发行利差差异较小，2023 年 1—11 月，AAA 级水务企业所发行短期债券和中长期债券利差均较 AA⁺级水务企业显著降低。

2023 年 1—11 月，水务企业短期债券平均发行利率为 3.31%，较 2022 年(3.19%)有所上升，主要系受 2022 年上半年“资产荒”的影响，各主体发行债券时票面利率较低，带动水务企业 2022 年整体平均发行债券票面利率较低。

中长期债券方面，本文选取期间内水务企业三年期和五年期中期票据的平均发行利率进行分析。2023 年 1—11 月，水务企业三年期中期票据平均发行利率为 3.10%，较 2022 年三年期中期票据平均发行利率下降 20BP；2023 年 1—11 月，水务企业五年期中期票据的平均发行利率 3.36%，较 2022 年水务企业五年期中期票据平均发行利率上升 12BP。其中，2022 年三年期中期票据的平均发行利率高于五年期中期票据的发行利率，主要系 2022 年水务企业所发五年期中期票据债项级别¹⁰均为 AAA 级。

⁹ 平均发行利率以发行规模为权重乘以票面利率加权计算

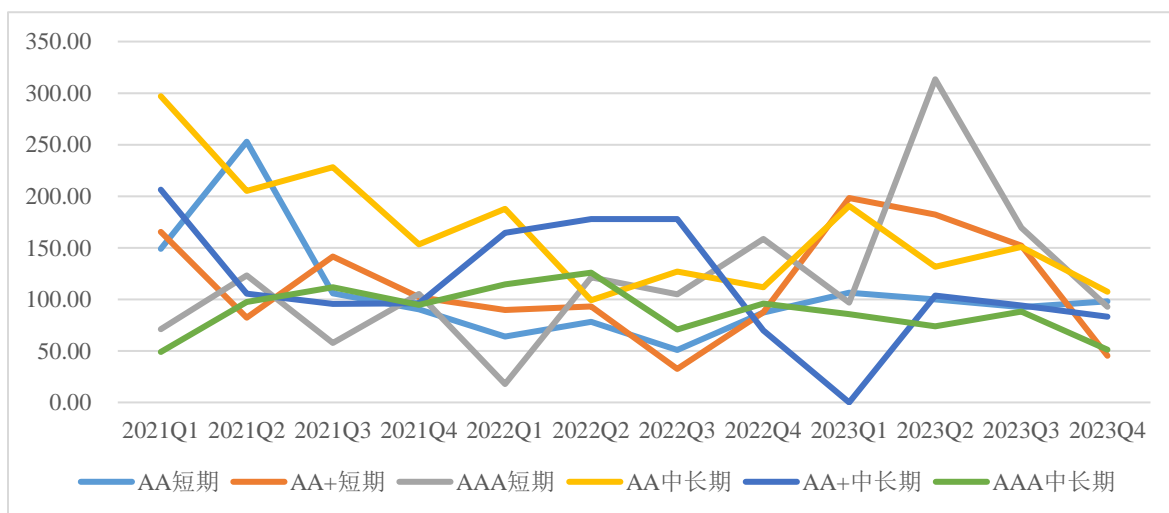
¹⁰ 若该水务企业所发行债券未进行债项评级，则以主体级别替代，下同。



注：2023Q4 只包括 2023 年 10 月和 2023 年 11 月数据，下同；2023 年一季度水务企业未发行 AA+级中长期债券；2023 年二季度，AAA 短期债券平均发行利率大幅增加，主要系受个别 AAA 企业当期发行利率较高，且发行规模较大影响所致

资料来源：联合资信整理

图 8 2021—2022 年和 2023 年 1—11 月水务企业平均发行利率（单位：%）



注：1. 平均发行利差以发行规模为权重乘以利差加权计算；2. 2023 年一季度水务企业未发行 AA+级中长期债券；2023 年二季度，AAA 短期债券利差大幅增加，主要系受个别 AAA 企业当期发行利率较高，且发行规模较大影响所致

资料来源：联合资信整理

图 9 2021—2022 年和 2023 年 1—11 月水务企业平均发行利差（单位：BP）

各主体级别水务企业所发行的短期及中长期债券利差均呈波动态势，主要系样本企业较少，不同市场认可度主体发行期数对当季利差均值影响较大，其中个别水务企业发行利差显著高于其他同级别债券。剔除发行利差显著高于其他同级别债券的水务企业后，2022 年 AA⁺和 AAA 级水务企业中长期债券发行利差差异较小，2023 年 1—11 月，AAA 级水务企业所发行短期债券和中长期债券利差均较 AA⁺级水务企业明显降低。2022 年及 2023 年 1—11 月，不同级别、不同期限水务企业债券发行利差详见下表。

表 2 2022 年和 2023 年 1—11 月各级别水务企业所发短期债券的利率和利差分析统计情况

主体级别	2022 年					2023 年 1—11 月				
	样本 (个)	利率		发行利差		样本 (个)	利率		发行利差	
		区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)		区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)
AA	21	1.90~3.45	2.53	71.50	22.54	13	2.53~3.48	2.99	96.65	32.20
AA ⁺	30	1.64~3.00	2.35	48.96	33.17	22	2.29~3.30	2.65	64.45	44.43
AAA	15	1.60~2.74	2.10	15.79	--	15	1.89~2.58	2.25	20.02	--

注：1. 级差为本信用级别的利差均值减去比该信用级别高 1 个子级的利差均值；2. 上表已剔除发行利差显著高于其他同级别债券水务企业（其中 AA⁺企业 2 家，AAA 企业 1 家）

资料来源：联合资信整理

表 3 2022 年和 2023 年 1—11 月各级别水务企业所发中长期债券的利率和利差分析统计情况

债项级别	2022 年					2023 年 1—11 月				
	样本 (个)	利率		发行利差		样本 (个)	利率		发行利差	
		区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)		区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)
AA	9	3.10~4.10	3.72	143.19	51.96	4	3.45~4.34	3.80	146.59	51.96
AA ⁺	16	2.70~5.00	3.23	91.23	11.99	20	2.90~4.80	3.27	94.63	21.16
AAA	21	2.66~5.40	3.20	79.24	--	19	2.79~3.67	3.25	73.47	--

注：上表已剔除发行利差显著高于其他同级别债券水务企业（其中 AA⁺企业 2 家，AAA 企业 1 家）

资料来源：联合资信整理

四、行业展望

水务行业属于弱周期行业，整体发展稳定，水务行业呈现区域垄断和跨区域运营行业龙头并存的竞争格局。增长方面，我国水务行业城乡发展仍存在不平衡。其中供水方面，城市供水进入平稳发展状态，乡镇供水尚有一定开发空间；在节水提效政策

指导下，老旧供水管网改造为水务企业投资增长的方向之一。污水处理方面，乡镇污水处理率较低，在加快城镇污水处理基础设施投资等政策指导下，乡镇污水处理基础设施建设成为资金和技术实力较强的行业龙头异地扩张的重要区域。盈利方面，水价改革或可使水务行业整体盈利预期有所提升，但水务行业涉及民生，公益性较强，短期内盈利增幅仍有限，对政府补贴依赖较强；投资方面，专项债投资领域的确定预计会带动水务领域投资的持续增长。同时，随着项目投资的持续推进，水务企业债务负担有所加重，需关注污水处理业务占比较高及 PPP 项目涉入较深的水务企业现金回款情况。

从周期性与竞争风险来看，水务行业准入壁垒较高，可替代性很弱，属于环保及政府鼓励类行业，目前呈现区域垄断和行业龙头并存的竞争格局，同区域内水务企业数量有限。行业增长性与风险表现来看，水务行业增长和盈利能力趋于稳定，整体资金回笼较及时，但近年来回款效率有所下降，债务负担整体可控，偿债能力指标尚可。整体看，水务行业信用风险很低，整体信用展望为稳定。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。