

作者：翁欣 乐福斌
邮箱：research@fecr.com.cn

2020年中国水务行业信用展望

水务行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对水务行业未来12个月基本信用状况的预期。

观点摘要

我们对水务行业的展望为稳定，这一结论是基于我们对经济持续增长的预期以及该行业财务指标的适度改善。

对可持续的经济增长、不断提升的环保要求支撑了我们对水务行业未来12个月信用状况的稳定展望。水务行业作为公用事业，是政策导向型行业。其中，供水行业发展趋于平稳，严格水资源管理制度逐步落实，供水总量增速趋缓并有所下降；污水治理行业步入快速成长期，随着环保要求不断提升，各省市环保政策频出，推动水价改革、水资源保护和环境污染防治。

除了有利的经济增长及环保趋严外，我们预计在展望期内优势企业将进一步扩张。优势企业将借产业化加速之际，通过并购重组，进一步扩张市场。除了向水务运营、污水处理等领域进行产业链上下游扩展，龙头企业也向国际水务市场扩展，水务行业有望迎来大水务时代。

然而，水务经营环境的逐步改善并不足以让我们得出正面的展望。首先，水务行业改革仍在持续，传统水务业务持续增长面临挑战，水价上调困难，政府新公共服务需求增多。其次，水务企业异地竞争激烈，表现在财务报表上营业成本增加，毛利率有所降低。

水务行业总体稳定的展望与大多数水务的评级展望也相一致。可持续的经济增长和环保需求将逐步改善水务行业经营环境，也对水务企业市场化改革提出挑战。

Author: Weng Xin Yue Fubin

E-mail: research@fecr.com.cn

Water Utilities Outlook

Our outlook for the water utilities industry is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in the water utilities industry of China over the next 12 months.

Summary of Opinions

Our outlook for the water utilities industry is stable, reflecting our expectation of sustained economic growth and a modest improvement in the sector's financial metrics.

Sustainable economic growth and rising need for environmental protection support our stable outlook of the water industry in the next 12 months. The water industry is a policy-oriented industry. The development of the water supply industry is stable and the sewage treatment industry is growing rapidly. With the continuous improvement of environmental protection requirements, environmental protection policies in various provinces and cities have been issued to promote water price reform.

We expect the dominant companies further expand during the outlook period. The dominant companies have further expanded the market through mergers and acquisitions. In addition to expansion of the industrial chain, leading companies have also expanded to the international water market.

However, the gradual improvement of the water business environment is not enough to give positive outlook. First of all, the reform of the water industry is still ongoing. The continued growth of traditional water services is facing challenges. Secondly, water enterprises are fiercely competed in different places, which is reflected in the increase in operating costs in the financial statements and a reduction in gross profit margin.

Based on the aforementioned opinion towards the business development and regulation policy of the water utilities industry, Fareast Credit's outlook for the water utilities industry in 2020 is stable.

一、行业近期运行概况

近年来，我国供水总量增速趋缓并有所下降，供水行业发展已趋于平稳，污水治理行业正属于快速成长期。2019年水务行业逐渐由各城市单点发展到全国性、区域性统一战略布局。

水务产业链包括原水、供水、节水、排水、污水处理和水资源回收利用。从业务维度区分可以包括自来水供应和水处理子行业。中国水资源具有人均资源量短缺、分布不均匀、水质污染严重等特点。

伴随着水务改革的推进，水务行业发展主要可以分为三个发展阶段。第一阶段从1998年到2002年，供水领域随着城市化大力发展，随着城市到县城整体范围的逐渐扩大，供水市场化比例也逐渐开始增加，同时供水普及率也不断升高，到后期城区的全面覆盖；第二阶段从2003年到2013年，污水领域不断市场化，资本拉动，内资崛起，污水的增长量以及污水处理率不断地快速增长；第三阶段从2014年之后，污水处理依然取得了很快的增长，水务行业步入大资本时代，市场化改革和多元主体涌现，产业格局不断重塑。

供水行业方面，我国供水总量在2013年达到峰值，之后随着国务院和各省严格水资源管理制度出台，供水总量增速开始缓慢下降。近几年全国城镇供水总量保持基本稳定，平均年增速保持1%左右增长，我国供水设施建设已趋近饱和，进入平稳发展状态。污水治理方面，在城市化进程加快的驱动下，我国污水排放总量逐年增加。我国污水处理行业增速逐渐放缓，基本稳定在6-7%左右；大城市污水处理率增长空间可能有限，中小城市污水处理能力比例依然弱于大城市，在中小城市和县城仍有较大的市场机会。随着我国国民环保意识的提升，其对生活品质和环境要求有所提高，并且在相关政策的推动下，除供水和污水处理两大传统领域之外，近年来我国黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域的需求快速增长，党中央、国务院也相继出台了一系列加强生态文明建设的政策加强生态环境保护，未来将成为水务行业的重要利润增长点。

2019年，水务行业逐渐由各城市单点发展到全国性、区域性统一战略布局，在国家京津冀、长江经济带以及“一带一路”的战略布局下，水务行业不仅是各地区各自发展，而是需要在大的战略使命之下统筹发展；不仅只做好供水和排水，还需要统筹考虑生态系统、绿化系统和环卫系统的建设等系统性难题。

二、行业政策

作为公用事业行业，水务行业是典型的政策导向型行业。从中国水务行业近年来出台的相关政策可以看出，行业的总体方向是加快市场化，推动水价改革，以提高节约用水的力度和促进对水资源的保护。这些政策内容主要包括了市场准入的放开、水价改革、特许经营、环境保护和加快污水工程建设等方面内容。

（一）供水行业阶梯水价格政策逐渐清晰，污水处理价格政策尚待理顺

2015年底，设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度；具备实施条件的建制镇也要积极推进。各地要按照不少于三级设置阶梯水量，第一级水量原则上按覆盖80%居民家庭用户的月均用水量确定，保障居民基本生活用水需求；第二级水量原则上按覆盖95%居民家庭用户的月均用水量确定，体现改善和提高居民生活质量的合理用水需求；第一、二、三级阶梯水价按不低于1:1.5:3的比例安排，缺水地区应进一步加大价差。2014年1月，国家发改委和住建部联合出台了《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》，对全面实行城镇居民阶梯水价做部署，要求设市城市原则上全面实行居民阶梯水价制度。随后，水利部、发改委、工信部等十部门于2014年2月联合印发了《实行最严格水资源管理制度考核工作实施方案》，启动了最严格水资源考核问责制，进一步保

障了阶梯水价制度在全国范围内的推行，完善水价形成机制，促进水价调整工作规范化、透明化的进程不断加快。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，中国自来水价格也不断上涨。

目前，我国水价采取由政府主导下的听证会制度，企业对水价没有定价权，供水业务被动承受人工成本和原材料价格上涨压力，长期采用“低水价+亏损+财政补贴”的模式。2018年以来，全国各省会居民自来水阶梯价格并没有上调价格，不同地区供水价格差异明显。

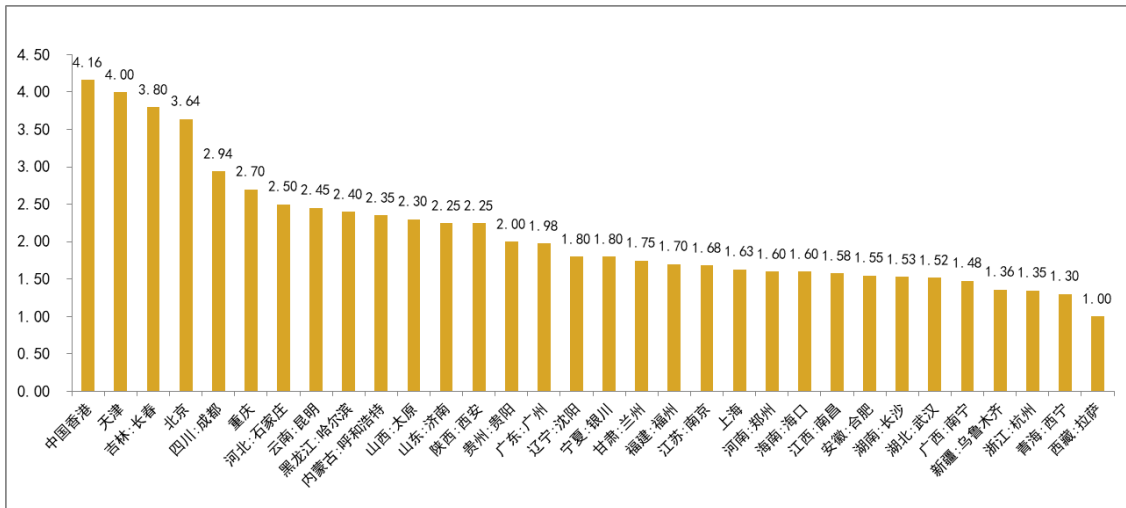


图 1: 2018 年各省省会居民自来水阶梯第一档价格 (单位: 元/吨)

资料来源: Wind 资讯、中国水网, 远东资信整理

污水处理费方面，价格政策还没有理顺。2012 上半年，住建部、发改委启动了《城市污水收费管理办法》的制定工作，并就相关内容组织专家讨论。但是目前尚无进展。据了解，办法的制定还存在许多不确定的问题：一是办法的定性问题，定为管理办法还是条例不确定；二是污水处理收费是被确定为行政性事业收费还是经营收费还不确定；三是污水处理费是否包含管网、污泥处理处置、再生水以及雨水利用等相关费用。此外，目前，污泥处理处置收费政策也没有得到明确，业界在呼吁出台切实可行的政策，以促进污水处理处置产业的发展。目前，污水处理企业通过签订特许经营权协议约定最低污水处理量保证最低单价以保证自身盈利，行业整体盈利偏弱。

(二) 环保行业政策频出，行业迎来大水务时代

随着经济发展和对环保要求提高，水务行业作为环境产业的核心环节，在“水十条”推动下，水环境治理驶入发展的快车道，综合治理项目日益涌现，大水务时代来临。政策主要集中在黑臭水体治理、海绵体城市建设、农村水环境治理、污染防治方面，未来将成为水务行业的重要利润增长点。

表 1: 水环境治理重要政策

领域	时间	政策
总规划	2015 年 4 月	国务院出台《水污染防治行动计划》（简称“水十条”），为水治理行业总规划。
	2017 年 10 月	国家环保部、国家发改委、水利部联合印发《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》（简称“规划”），落实“水十条”编制实施七大重点流域水污染防治规划的要求，将“水十条”水质目标分解到各流域，明确了各流域污染防治重点方向和京津冀区域、长江经济带水环境保护重点，第一次形成

		覆盖全国范围的重点流域水污染防治规划。
	2019年5月	国务院发布《政府投资条例》对于“公共基础设施、农业农村、生态环境保护”等公共领域，规范政府投资行为，进一步深化政府投融资体制改革，同时更好地防范政府隐性债务。 《条例》对于供水、原水、固废等公共服务领域的影响较大。
黑臭水体治理	2015年7月	国家财政部和环保部出台的《水污染防治专项资金管理办法》中，城市黑臭水体整治被列入专项资金重点支持范围，并对采用PPP模式的项目予以倾斜支持。
	2016年2月	国家住建部和环保部出台《关于公布全国城市黑臭水体排查情况的通知》，排查并公布全国地级以上以上的黑臭水体情况。
	2018年8月	生态环境部和住房城乡建设部联合印发了《关于开展省级2018年城市黑臭水体整治环境保护专项行动的通知》，要求省级职能部门参照国家专项行动模式，组织省级专项行动。
	2018年11月	国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》要求，支持城镇生活污水、生活垃圾、危险废物处理设施建设，加快黑臭水体治理，支持重点流域水环境综合治理。
	2019年	各省市相继发布《黑臭水体治理及水质提升实施方案》
海绵城市建设	2015年10月	《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》，海绵城市建设将综合采取“渗、滞、蓄、净、用、排”等措施，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将70%的降雨就地消纳和利用，到2020年城市建成区20%以上的面积达到目标要求；到2030年，城市建成区80%以上的面积达到目标要求。
农村水环境治理	2016年12月	根据《全国农村环境综合整治“十三五”规划》（简称“规划”），目前我国仍有40%的建制村没有垃圾收集处理设施，78%的建制村未建设污水处理设施。我国农村环境综合整治范围将涉及各省（区、市）的14万个建制村，其中整治重点为“好水”和“差水”周边的村庄，涉及1805个县（市、区）12.82万个建制村。
	2018年11月	国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求加强农村在农业农村领域基础设施建设力度，促进农村生活垃圾和污水处理设施建设。

数据来源：公开资料，远东资信整理

在环保政策和资本的推进下，环保行业驶入了快速发展的轨道。作为环保产业中最重要的组成部分，水务市场亦迎来了历史上发展的黄金期。传统的污水处理模式已不能满足环境治理需求，综合治理项目日益涌现，“面向效果”、“综合环境服务”已成为水务企业战略转型的重要选择方向，一批有雄厚资金实力和高效运营能力的水务集团孕育而生，原有的市场交易结构也将优化升级。

三、行业关注 / 行业竞争

水务行业具有企业数量众多、规模化不足、区域分散等特点。近年来，传统水务业务持续增长面临挑战，水价上调困难以及政府新公共服务需求带来成本上升，同时水务企业异地竞争激烈。水务改革具有不确定性，社会资本占比逐渐增加。

（一）水务行业集中度偏低，不同类型水务企业互相竞争

我国现有自来水厂 4000 多家，污水处理厂 3500 多座，水务企业众多，但是水务行业集中度低，最大的供水企业市场占有率未超过 5%，最大的污水处理企业市场占有率也未超过 10%。在供水行业，威立雅供水、苏伊士和首创股份运营总规模位于市场前三，行业前五名供水企业（CR5）已运营规模占据 11% 的市场份额，排名前十（CR10）的企业已运营规模占据了 16.5% 的市场份额，因此，供水领域的市场集中度相对较低。在污水处理行业，运营规模排名前三分别为北控水务、碧水源和首创股份。行业前五名（CR5）污水处理企业已运营规模占据了 19% 的市场份额，排名前十的企业（CR10）占据了 27.2% 的市场份额，相对于供水市场，污水处理市场的集中度相对较高。市场过度分散制约了水务行业的技术进步及服务的集约化。

目前，水务行业竞争格局以全国性水务集团和地方国有水务企业为主。近年来，水务行业国资占比逐渐增高，同时，上市公司、有资金优势的建筑公司也陆续加入水务市场。中国水务行业形成以北控、首创、桑德集团为代表的全国性水务龙头企业和地方国有水务企业为主以及以威立雅、苏伊士为代表的外资水务企业的行业竞争格局。

表 2：水务行业竞争格局

市场竞争主体类型	特点	具有代表性企业
全国性水务集团	投融资能力强，资金雄厚，部分国企与政府关系密切，技术和管理能力较强	北控集团、首创股份、桑德环保、重庆水务、钱江水利、武汉控股、绿城水务等
地方国有水务企业	以完成当地政府目标为主，经营自主性不足，市场意识、业务开拓意识相对薄弱，在当地具有垄断地位	温州水务集团、北京水务、江宁水务、铜仁水务、上海水务等
跨国水务公司	雄厚的资本、现金的技术和管理经验	威立雅、苏伊士集团、泰晤士水务、柏林水务

数据来源：公开资料，远东资信整理

（二）水务传统业务持续增长面临挑战，异地业务竞争激烈

对于传统供水业务来说，一方面由于供水价格未理顺，水价上调越来越困难，传统业务地方性供水和污水处理业务增长较为乏力，因此营业收入无法增加；另一方面，近年来政府对于水务企业有较多的新公共服务需求，比如黑臭水体、海绵体城市建设、污染治理等，有些需求在商业上缺乏盈利支撑，水务企业不响应则是责任缺失，会受政府问责，响应的话又会造成成本上升。此外，资本市场对水务传统业务的估值、注资热情下降，1998 年以后，水务企业资本注入较少，少量注入是城市管网或者沉淀性资产，同时有一部分大量的资产投入非经营性项目，提高了企业资产负债率，个别企业资产负债率超过 90%，平均资产负债率也达到 60-70%，导致财务费用增加。因此，水务行业传统业务持续增长困难，成本上升，毛利率有所降低。

此外，水务行业异地业务竞争越来越激烈，较多地方性水务企业的专业能力不足以支撑异地拓展、资金也难以支撑异地发展、属地人才不愿意异地扩张，机制不支撑异地发展，竞争较为激烈。

（三）水务改革具有不确定性，社会资本占比逐渐增加

水务改革的不确定性，水务由原先整体改制上市路径长，产生不确定性、产权改革方向不明确，受到不同领导左右、资本战略专业性不够以及国企改革方向摇摆反复。水务改革已经持续二十年，但是改革的过程具有不确定性，

整体改制上市路径长、产权改革方向不明确，领导政策不确定、资本战略专业性不许以及国企改革方向摇摆等都对队伍改革产生不确定性。

自2014年起，水务行业社会资本参与程度增加。2014年以来这一轮PPP热潮之下，PPP项目数量、投资额不断攀升。各类社会资本积极参与PPP项目，包括传统环保企业及跨界进入环保领域的企业也相当活跃。但进入新的领域，很多情况下，政府和社会资本对项目的合作边界、风险分配、利益共享缺乏经验，无法对项目风险的实质判断，也没有很好的应对措施。这些风险包括法律变更、审批延误、政治决策失误、政府信用、融资、市场收益不足、市场需求变化、收费变更等。在PPP实际的风险出现时，社会资本、地方政府及公众都会受到不同程度的影响。

2019年5月，国务院发布《政府投资条例》，规范政府投资行为，进一步深化政府投融资体制改革，同时更好地防范政府隐性债务。《条例》主要针对“公共基础设施、农业农村、生态环境保护”等公共领域，对于供水、原水、固废等公共服务领域的影响较大。

在大生态要求下，水务领域越来越强调系统性、综合性，对水务企业也越来越强调其专业性、整体规划、运营能力、投融资能力和综合服务能力。

四、行业内发债企业信用分析

2019年，水务行业经营状况良好，经营性净现金流随营业收入稳定增长，由于投资规模较大，融资需求保持在近年来的高位。此外，2020~2021年水务行业债券到期相对集中，再融资需求也将相应增加。整体来看，水务行业具有稳定增长的现金流和较强的融资能力，信用状况良好。

远东资信根据申万和Wind行业分类下归属于水务行业的发债企业和上市公司，选取时间截止2019年12月15日的已发行的存量债券，剔除数据不全和主营业务为城投的企业后共选取了31家企业（简称“样本企业”）作为样本进行分析。

（一）样本企业债券发行情况

选取截至2019年12月15日的水务行业的存量债券，剔除数据不全主营业务为城投的企业后共31家企业。从上市情况上看，样本企业中上市公司共7家，非上市公司24家。截至2019年12月15日，31家样本企业主体级别分布情况如下，其中，AAA级别共5家，AA+共14家，AA共10家，AA-共2家（图2）。截至2019年12月15日，样本企业无债券违约情况。

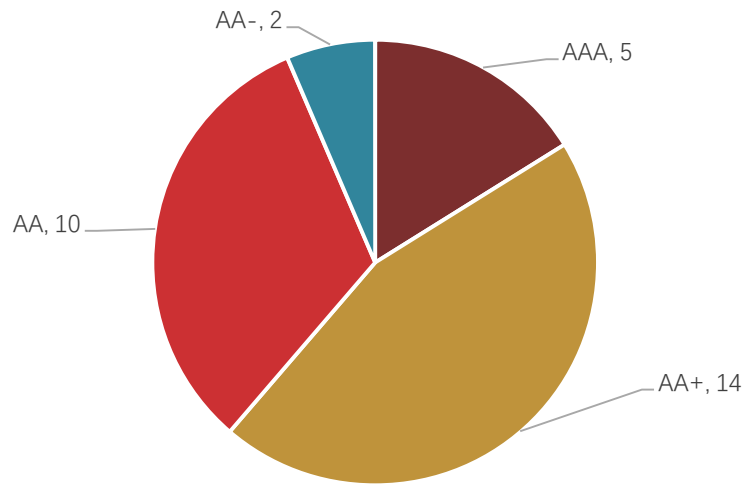


图2：截至2019年12月15日水务行业样本企业级别分布（单位：个）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2019年1月1日至2019年12月15日，样本企业共发行51只信用债，发行金额总共295.9亿元（图3）。截至2019年12月15日，样本企业存续债券余额共852.26亿元。其中，债券余额最大的是北京首创股份有限公司，共计155亿元。

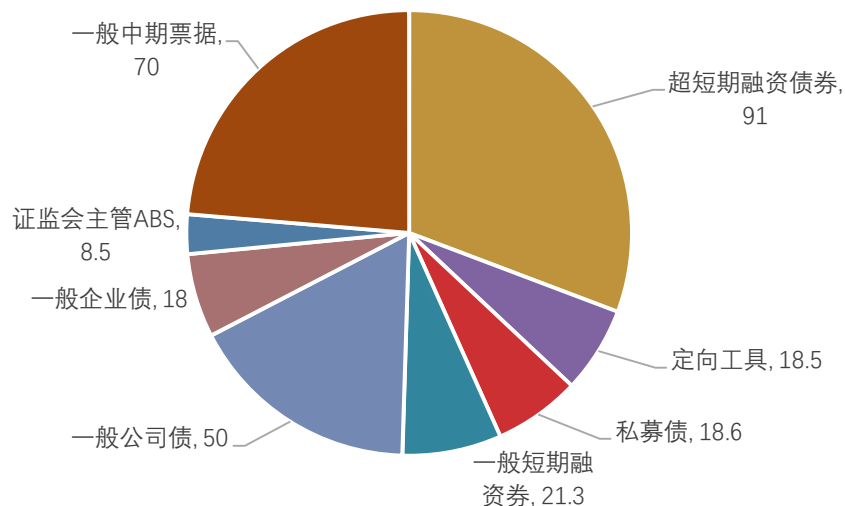


图3：截至12月15日，2019年水务行业样本企业债券发行情况（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

截至2019年12月15日，样本企业存续债券余额共852.26亿元（图4）。其中，多数债券集中在2021年到期，共269.9亿；其次是2020年，共有174.5亿债券到期。2020~2021年，样本企业面临一定的偿债压力和再融资压力。

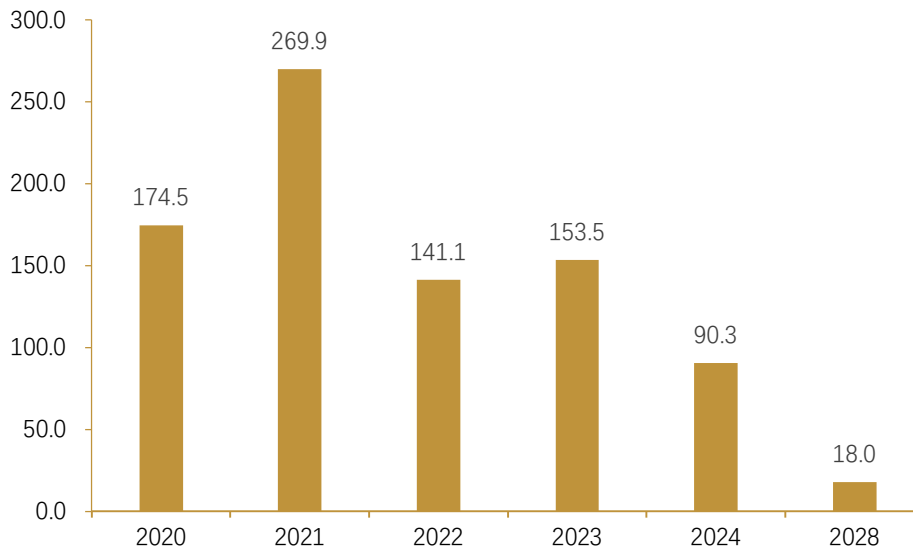


图4：水务行业样本企业各年份到期债券余额

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）样本企业财务状况分析

2019年前三季度，水务行业营业收入稳定增长，毛利率较2018年有所回升，受债务规模增加影响，财务费用增加相对较快；水务行业继续保持扩张态势，投资活动现金流净流出规模增大，经营性现金流量净额随营业收入逐步增加，融资需求保持在近年来的较高水平。

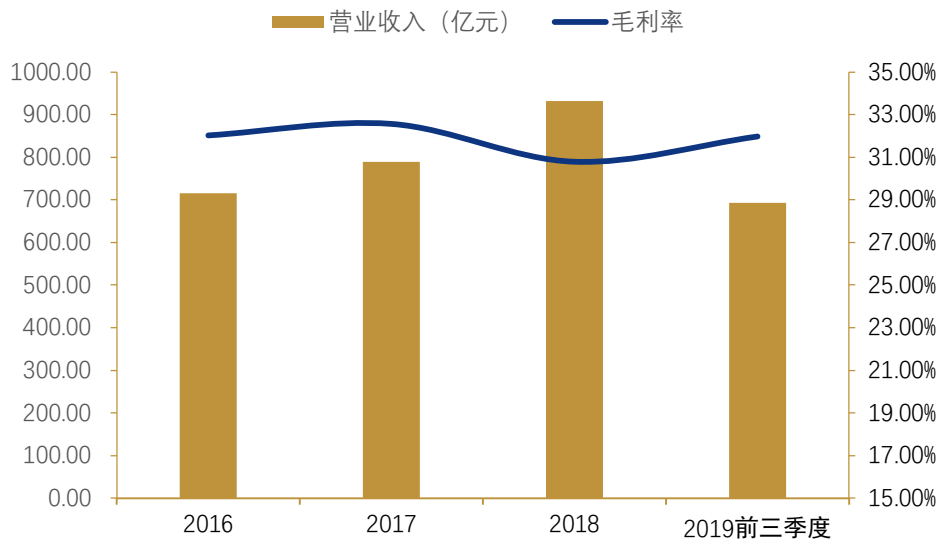


图5：2016~2018年及2019年前三季度样本企业营收和毛利率变化

数据来源：Wind 资讯、公司财报，远东资信整理

受益于持续的政策推动，近年来国内水务基础设施不断完善，全国污水处理量等持续增长，此外水环境综合治理等领域的拓展也开拓了水务企业的市场空间，行业整体营业收入保持增长。水务企业收入主要来自供水和污水处理的运营服务，有部分企业产业链纵向延伸至管道安装等工程建设服务和设备制造销售、技术服务等，总体盈利模式相对稳定。2019年前三季度，样本企业实现营业收入总额 693.49 亿元，同比增长 11.48%（图 5）。其中，北京首创股份有限公司、重庆市水务资产经营有限公司和深圳市水务（集团）有限公司为行业前三名，2019 年前三季度上述三家公司的营业收入分别为 91.54 亿元、87.89 亿元和 64.79 亿元；郑州公用、北控水务（中国）、中国水投、兴蓉环境、桑德环境、建宁水投 2019 年前三季度营业收入排名前列（图 6）。

同期，样本企业营业成本随着业务规模的扩张而同比增长 13.80% 至 471.76 亿元，营业成本增幅大于营业收入增幅，样本企业的平均毛利率同比下降 1.38 个百分点至 31.97%，盈利能力略有回落。其中，2019 年前三季度毛利率最高的公司为成都市兴蓉环境股份有限公司，毛利率高达 44.11%，公司为拥有完善的产业链，技术水平在行业领先，毛利率较高。此外，北控水务（中国）投资有限公司和重庆市水务资产经营有限公司的毛利率也处于较高水平，分别为 42.46% 和 39.84%。毛利率最低为绍兴市上虞区水务集团有限公司，其毛利率为 6.94%，2018 年以来该公司毛利率一直处于低位，一方面是由于污水处理结构有所变化，受环保整治影响部分污水排放不达标企业关闭，公司工业污水处理量下降，而工业污水处理价格较高，另一方面国家对排污要求更加严格，污水处理所需的药剂使用量加大。整体来看，2019 年前三季度样本企业营业成本提高较快，毛利润小幅增加。

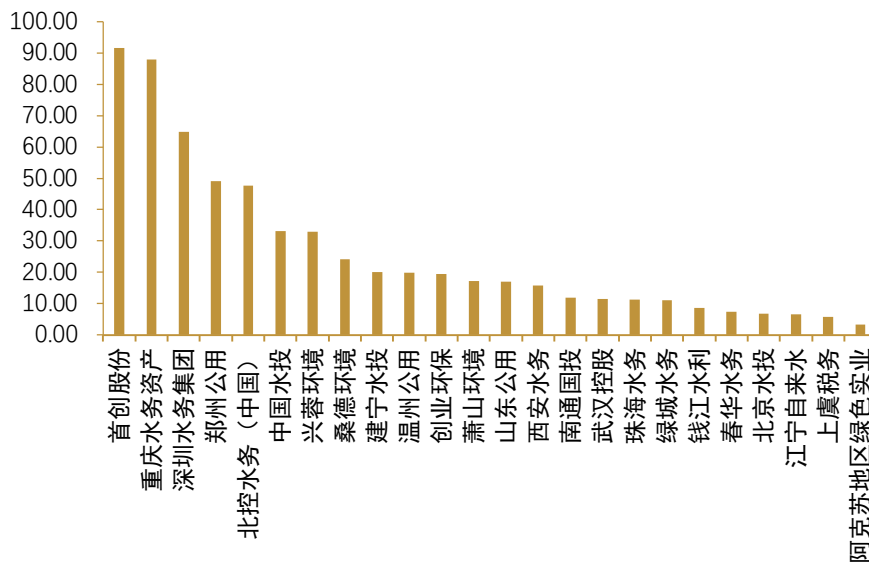
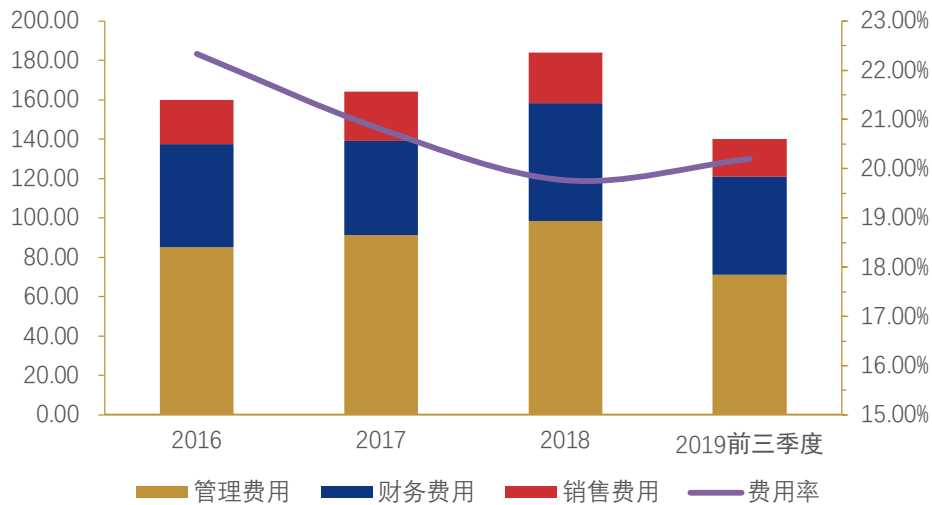


图 6: 2019 年前三季度样本企业营业收入 (单位: 亿元)

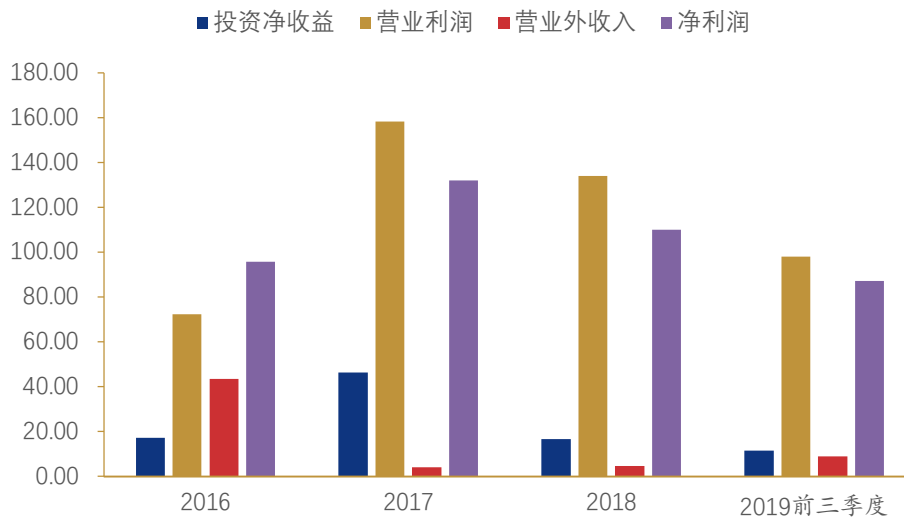
数据来源: Wind 资讯、公司财报, 远东资信整理

在 31 家样本企业中，从 2019 年半年报和季报来看，亏损的企业共 3 家，即西安水务(集团)有限责任公司、阜宁县自来水有限公司和绍兴市上虞区水务集团有限公司，上述企业均为地方国有企业，其中西安水务与上虞水务连续几年净利润持续亏损，盈利能力相对偏弱，其在控制业务成本和期间费用方面的压力较大。


图7：2016-2018年及2019年前三季度样本企业期间费用情况

数据来源：Wind 资讯、公司财报，远东资信整理

从期间费用情况来看，2019年前三季度，样本企业期间费用总额为140.08亿元，较上年同期增加8.13%（图7）；期间费用率为20.20%，较上年同期略有下降。样本企业的期间费用以管理费用和财务费用为主，2019年前三季度样本企业管理费用和财务费用合计分别为71.27亿元和49.59亿元，同比分别增长5.23%和11.58%，占期间费用的比重分别为50.88%和35.40%，保持较大规模。整体来看，2019年前三季度，水务企业期间费用控制情况较好，期间费用增速低于营业收入增速。


图8：2016-2018年及2019年前三季度样本企业盈利情况

数据来源：Wind 资讯、公司财报，远东资信整理

投资收益方面，2019年前三季度，样本企业实现投资收益合计11.58亿元，较2018年同期基本持平，投资收益占营业利润的比重为11.80%，同比下降0.05个百分点（图8）。具体来看，31家样本企业中重庆水务资产经营

有限公司、北控水务（中国）投资有限公司及北京首创股份有限公司的投资收益金额较高，分别为 5.54 亿元、1.72 亿元和 1.04 亿元，占营业利润的比重分别为 25.78%、9.82%和 10.84%。重庆市水务资产经营有限公司的投资收益系持有西南证券、重庆银行等优质股权以及理财所致。综合来说，2019 年前三季度样本企业营业利润仍主要来自主营业务收入。

营业利润方面，2019 年前三季度，样本企业实现营业利润合计 98.10 亿元，同比小幅增加。

营业外收入方面，2019 年前三季度，样本企业实现营业外收入合计 8.92 亿元，较上年同期增加 3.56 亿元。同期，样本企业实现净利润合计 87.07 亿元，同比略有增长，增长主要来自营业外收入的上升，样本企业自身收入规模虽有所增长，但毛利率有所减少，自身盈利能力并未增强。

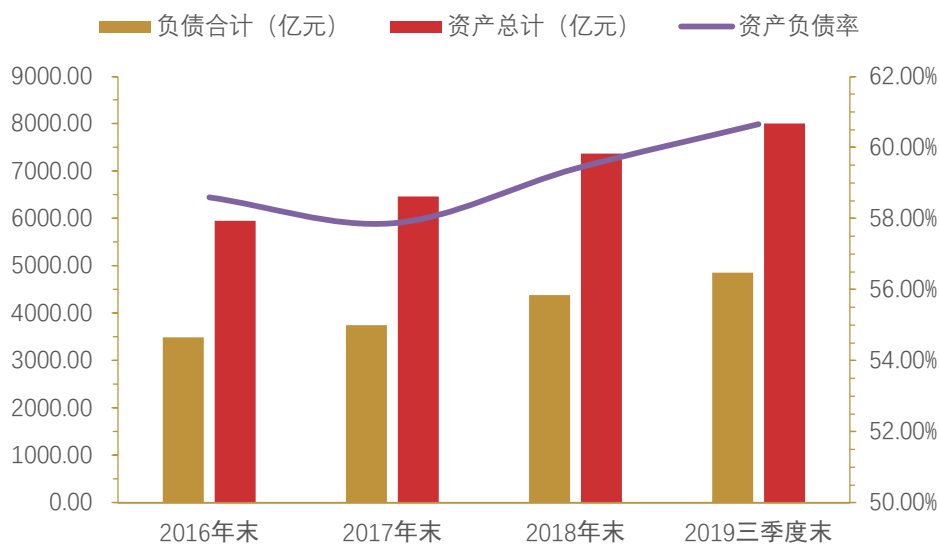


图 9：2016-2018 年末及 2019 年三季度末样本企业资产负债情况

数据来源：Wind 资讯、公司财报，远东资信整理

负债方面，2016 年以来，由于行业投资规模持续增长，样本企业负债规模逐年增加，增幅有所扩大。截至 2019 年 9 月末，样本企业的负债总额合计为 4855.88 亿元，较上年末增长 10.85%（图 9）。同期末，样本企业平均资产负债率为 60.66%，较上年末增加 1.26 个百分点，处于较高水平。由于水务企业业务收费周期稳定，收款情况好，通常来说经营性现金流较为充裕，且样本企业中多为地方政府下属的水务运营平台，可得到地方政府较大力度支持，因此融资能力较强，目前的负债率水平尚可。

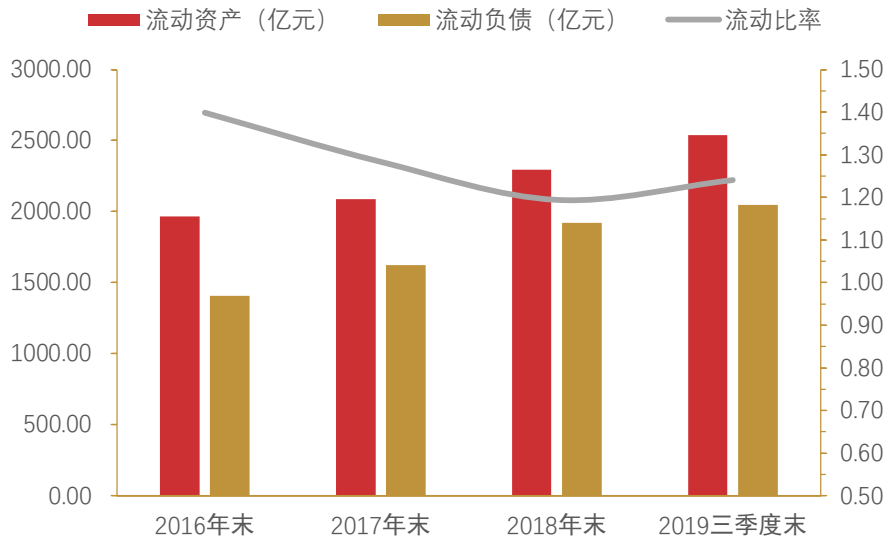


图 10: 2016-2018 年末及 2019 年三季度末样本企业资产流动性

数据来源: Wind 资讯、公司财报, 远东资信整理

从样本企业的资产负债结构来看, 截至 2019 年三季度末流动负债合计为 2047.32 亿元, 占负债总额比重为 42.16%; 流动资产为 2539.85 亿元, 占总资产比重为 31.73% (图 10)。流动比率为 1.24, 较 2018 年末上升 0.05。

从债务构成来看, 目前样本企业通过发行债券进行融资在刚性债务中的占比仍然不高。截至 2019 年 9 月末, 样本企业负债总额为 4855.88 亿元, 其中债券余额 846.24 亿元, 占比为 17.43%, 其余主要为银行借款。从发债情况来看, 2016~2018 年及 2019 年 1 月 1 日~12 月 15 日, 样本企业债券发行规模分别为 387.4 亿元、137.5 亿元、305.3 亿元和 295.9 亿元, 2017 年以来债券市场利率上行大幅削弱了行业内企业的发行意愿, 企业债券发行规模大幅收缩, 2018 年随着债券利率下行, 债券发行情况也逐步好转。从债券余额来看, 样本企业中债券余额最高的为北京首创股份有限公司, 债券余额为 155 亿元。

从资产情况来看, 我国水务企业资产规模稳步扩大, 2019 年三季度末, 样本企业总资产合计为 8005.68 亿元, 较上年末增长 8.56%。从资产构成来看, 对于部分地方性水务资产运营平台, 其供排水资产计入固定资产, 因此固定资产和在建工程为其主要资产, 2018 年末和 2019 年三季度末, 样本企业固定资产和在建工程在总资产中合计占比分别为 40.08% 和 38.57%, 占比较为稳定。此外, 由于目前大量水务项目均以特许经营方式运营, 无形资产也是水务企业资产的重要组成部分, 2018 年末和 2019 年三季度末, 样本企业无形资产总额分别为 992.94 亿元和 1051.15 亿元, 占资产总额的比重分别为 13.46% 和 13.13%, 占比基本稳定。

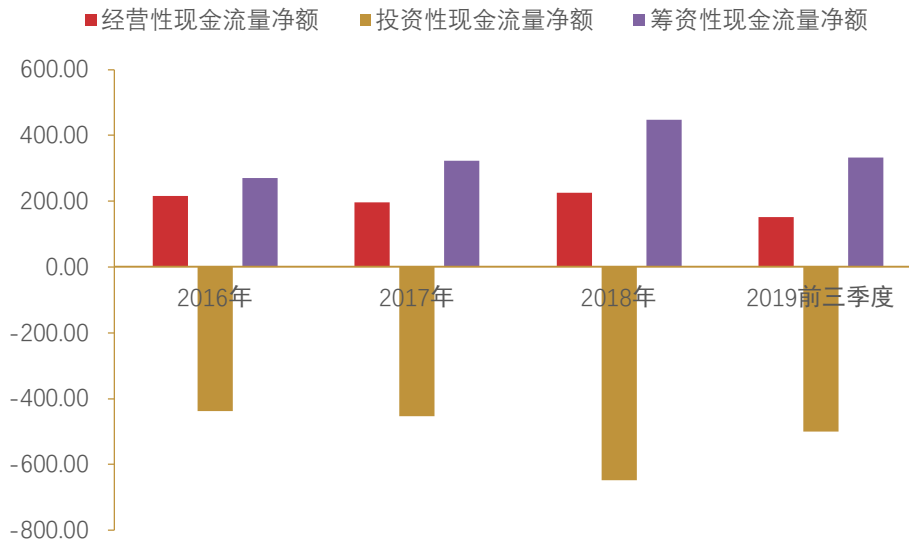


图 11: 2016-2018 及 2019 年前三季度样本企业现金流情况

数据来源: Wind 资讯、公司财报, 远东资信整理

从经营性现金流情况来看,我国水务企业销售商品、提供劳务收到的现金规模随着收入规模的扩大而逐年增加,且供水和污水处理业务的较稳定的结算周期使得行业内企业表现出较强的经营收现能力,行业营业收入现金率均值较高且年度间呈波动上升趋势,我国水务行业经营性现金流表现较好,2016~2018年及2019年前三季度,样本企业经营活动现金流量净额分别为215.06亿元、195.91亿元、224.75亿元和151.52亿元,其中2019年前三季度经营活动现金流量净额较上年同期增长12.46%,水务行业的经营性现金流稳定增长(图11)。

从投资性现金流情况来看,固定资产投资目前仍是水务行业的重点,在政策推动下样本企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金近年来快速增长,除此之外,近年来水务行业并购频繁,并购支出也是水务企业一大资金需求。由于水务企业经营性现金流较为充裕,因此大部分企业在现金储备充裕时选择进行短期理财投资,该因素也造成了较大规模的投资性现金收支,但对投资性现金流量净额影响相对较小。2016~2018年及2019年前三季度,样本企业投资活动产生的现金流量净额分别为-437.80亿元、-454.00亿元、-647.94亿元和-500.59亿元,呈持续大额净流出状态。

从融资性现金流情况来看,2019年以来,我国水务行业投资支出增速有所放缓,而同时,水务企业经营性现金流情况持续处于较好水平,能够满足部分投资需求,因此融资性现金流量净额保持平稳。2016~2018年及2019年前三季度,样本企业融资活动产生的现金流量净额分别为269.87亿元、323.26亿元、446.70亿元和333.37亿元。从筹资渠道来看,我国水务企业目前主要通过银行借款方式满足资金需求,且近年来随着债券市场的成熟化,企业不断拓展低利率的债券发行规模替代高成本的银行借款,以改善债务结构。此外,上市公司融资渠道还更为多元化,可通过增发股票等方式改善现金流和财务杠杆。

(三) 样本企业级别迁移

2019年1月1日至12月15日,31家样本企业均未发生级别调整,总体来看,水务行业发展较为平稳,信用情况稳定。

表 3：近年来水务行业样本企业级别分布

主体信用等级	2017/12/31		2018/12/31		2019/12/15	
	个数	占比	个数	占比	个数	占比
AAA	5	16.13%	5	16.13%	5	16.13%
AA+	11	35.48%	14	45.16%	14	45.16%
AA	11	35.48%	10	32.26%	10	32.26%
AA-	4	12.90%	2	6.45%	2	6.45%
总计	31	100.00%	31	100.00%	31	100.00%

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

五、行业信用展望

2020 年，我国水务行业有望平稳发展，水务行业企业整体信用展望稳定。优势企业将借产业化加速之际，通过并购重组，进一步扩张市场。除了向水务运营、污水处理等领域进行产业链上下游扩展，龙头企业也向国际水务市场扩展，水务行业有望迎来大水务时代。2019 年，水务行业改革仍在持续，传统水务业务持续增长面临挑战，水价上调困难，政府新公共服务需求增多，此外水务企业异地竞争激烈，表现在财务报表上营业成本增加快于营业收入，毛利率有所降低。整体而言，水务行业企业具备良好的现金流和较强的融资能力，信用状况良好。

在宏观经济运行平稳、环保政策频发背景下，我国水务行业发展较为平稳。我国水务行业发债主体信用等级较多为 AA+级以上，行业内主体信用质量较高。整体来看，我国水务企业融资渠道较畅通，地方政府下属的水务资产运营平台居多，此类企业凭借其在区域公用事业领域较重要的地位和稳定的现金流，较易得到地方政府和金融机构支持。而全国性水务性水务投资公司具有面临的市场空间大、项目投资收益稳定、项目收现能力强等特点，业务形成一定规模后也较受金融机构青睐。对于水务行业，远东资信主要关注：（1）水务行业整体流动性较弱，投资依赖政府服务费支付，财政实力相对较弱地区的水务企业资金回款具有一定不确定性；（2）水价调整市场化程度低，成本上升影响企业经营效益；（3）行业并购扩张加快，行业集中度提高、竞争加剧，影响企业盈利能力；（4）水务行业为资本密集行业，投资规模大，投资回收期长。

综上所述，远东资信认为 2020 年水务行业发展较为平稳，信用展望为稳定。

【作者简介】

翁欣，北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士，工商企业评级部分析师。

乐福斌，南开大学金融学硕士，工商企业评级部助理分析师。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。