

一文看懂水务行业发债企业信用质量

2024 年 10 月 16 日

要点

- 由于所在区域经济实力较强、水务需求旺盛，同时业务具备很高垄断性及合理的盈利空间，且经营效率良好，深圳水务、广州水务、上海城投水务、杭州水务、兴蓉环境和重庆水务的业务状况在样本水务企业中更为优秀。
- 近年来多地进入水价上调周期，与此同时政府补贴金额下滑。预计在水价顺价机制执行和财政补贴下降的双重影响下，绝大部分样本水务企业的盈利能力仍可以维持相对稳定。但在水价仅上调 5% 而政府补贴下降 30% 的压力情形下，岷江水务和青岛水务 2023 年 EBITDA 利润率下滑幅度将超过 6 个百分点，主要系其盈利能力对政府补贴较为依赖所致。
- 样本水务企业财务风险整体较低，主要是因为水务业务现金流入相对稳定，且行业发展已进入成熟阶段，所需资本开支规模不大。此外，样本水务企业以国有企业为主，融资渠道畅通。在样本水务企业中，重庆水务、珠海水务、钱江水利具有更优的财务状况。
- 得益于较高的潜在政府或集团支持力度，样本水务企业的整体信用质量较好，在工商企业各行业中位居前列，特别是深圳水务、广州水务、上海城投水务等表现尤为突出。

分析师

黄臻

北京

+86-10-6516 6032

zhen.huang@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86-10-6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

概述

本文旨在通过对水务企业的业务状况和财务风险进行梳理和分析，展示标普信评工商企业评级方法论中对于水务企业信用质量的分析思路和方法，揭示水务企业信用质量的主要驱动因素。

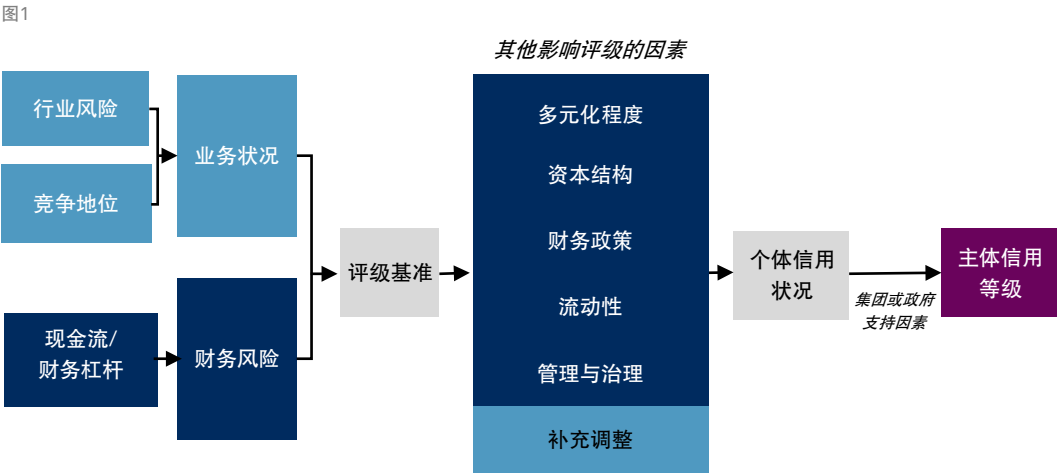
我们选取了 25 家¹水务企业作为样本，并基于公开信息对样本企业进行了案头分析，得出了我们对于其信用质量相对高低的初步看法，我们称之为“潜在主体信用质量”。这 25 家企业为收入和利润主要来源于自来水生产和供应的企业，也包含拥有污水处理等水务产业链中其他业务的综合水务投资运营商。若企业以污水处理为主营业务，则按照标普信评行业划分标准归类为环境服务行业，不在本文讨论范围内。样本企业包括了全国性、地级市和区县级等不同城市能级的水务企业，具有行业代表性，同时为了避免样本重复，母子公司仅保留一家。

整体看，得益于较为稳定的业务现金流和当地政府或集团较大的支持力度，我国水务企业的潜在主体信用质量普遍较好，在工商企业各行业里排名靠前。其中，深圳水务、广州水务、上海城投水务、杭州水务、兴蓉环境、重庆水务等企业的潜在主体信用质量位居前列，而兴泸水务、怀化水业、岷江水务等企业排名相对靠后。

¹25 家样本企业的公司名称及简称详见附录，下文均使用简称。

在水价上调和财政补贴下滑的双重影响下，我们对样本水务企业的盈利能力进行基础和加压测试。结果显示，在两种情形下，样本水务企业仍可以保持相对稳定的盈利水平。

根据标普信评工商企业评级方法论框架，在分析非金融企业信用质量的时候，我们通常会对企业的行业风险和竞争地位进行分析来得出企业的业务状况，进而分析企业的财务风险和其他影响因素，以得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出企业的主体信用等级（ICR）。



资料来源：标普信评。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业的资产规模、电源种类的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据和表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

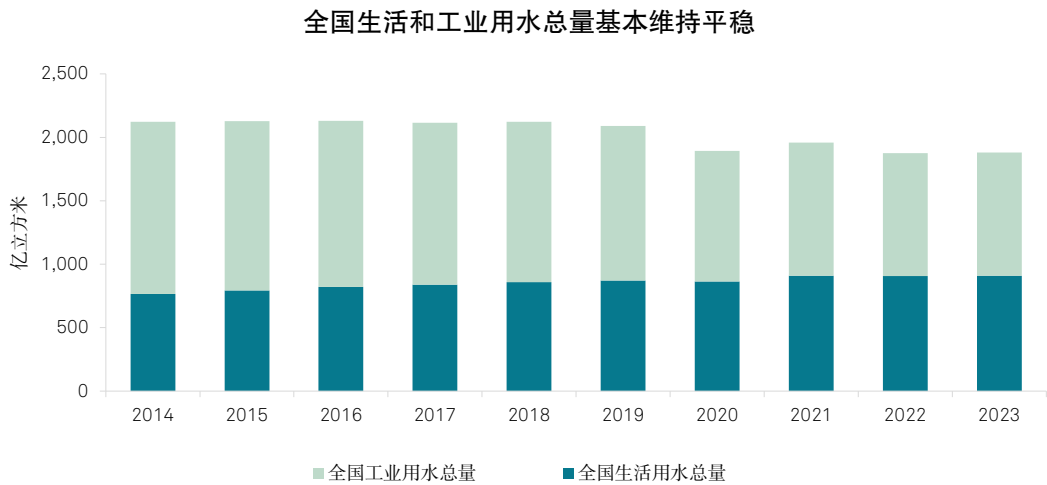
一般情况下，我们通过综合考虑行业风险和竞争地位来评估企业的业务状况。

行业风险

我们通常从行业周期性以及竞争风险与经营环境两个维度来评估行业风险的高低。我们将水务行业归入受监管的公用事业行业，行业风险为非常低（1），在我们六档行业打分中居最低水平。我们认为水务行业的特点是终端用户需求较为稳定，受政府的监管力度大，行业周期性低，以及在特定区域内垄断性较强，竞争格局相对稳定。

由于下游用户需求弹性小，且产品和服务价格由地方政府审定和监管，水务行业周期性很弱。我国水资源匮乏，下游用户对水资源的需求较为刚性，近年来全国生活用水总量稳中有增，工业用水略有下滑，主要系全国工业领域节水提效所致，整体来看总量基本维持稳定。根据水利部数据，2023 年中国生活和工业用水总量分别为 910 亿立方米和 970 亿立方米。由于水务行业涉及国计民生，相较于充分市场竞争的行业，水务行业受到更为严格的政府监管，主要手段包括管控准入门槛（特许经营权）及控制水价等。特许经营权赋予水务企业在约定期限内对水务项目进行投资、建设、运营，并取得收益的排他性权利；水价则由各地政府部门遵循“覆盖成本、合理收益、节约用水、公平负担”的原则制定。综合来看，稳定的需求使得水务企业的经营活动在面临宏观经济波动时更具韧性，严格的监管确保了水务市场格局稳定，竞争烈度很弱，因此行业利润对宏观经济周期敏感度很低。

图2



资料来源：水利部，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

具体到竞争格局方面，受特许经营模式和管网资源等因素影响，水务行业有明显的区域性和垄断性特征，且集中度低，竞争格局相对稳定。一般而言，地方政府会向水务企业授予 25 到 30 年的特许经营权。另外，水务行业的基础设施，如供水管网，通常由地方政府负责规划和布局，以避免重复建设，确保城市内部形成统一、高效的供水系统。这些项目投资规模庞大，对企业的资金需求也较高。因此，水务行业具有明显的地域垄断属性，进入壁垒相对较高。经过多年发展，各地水务企业凭借资源和资金等方面的优势逐渐在主要覆盖区域站稳脚跟，部分企业开始向异地扩张，且通过水务产业链横向和纵向拓展成为跨区域的综合服务商。但整体来看，市场仍处于跑马圈地、资源瓜分的点状竞争阶段，行业参与者众多，即便是龙头企业市占率也很低。例如深圳水务不仅在深圳市供水领域占据垄断地位，还积极向省外扩张，同时经营污水及污泥处置业务，规模、技术和管理水平均处于同业前列。2023

年深圳水务供水总量约 24 亿立方米²，占当年全国生活和工业用水（不含中火核电直流冷却水）总量的比例仅约 1.7%。

我国水价改革具备必要性和可行性，预计未来各地供水价格将呈上行趋势。近年来，水务行业的运营成本不断上升，且对扩建和提标改造的资本需求增加，但水价长期偏低，导致部分企业水务业务常年亏损，影响企业可持续发展，同时也加大了财政补贴压力。从可行性角度来看，与发达国家相比，我国水价普遍偏低，水费支出占居民可支配收入的比例较小，水价具备一定上调空间。基于此，近年来我国持续深化城镇供水价格改革。2021 年 8 月，国家发改委推出《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，规范了城镇供水准许成本和准许收益率的确定规则，保障供水企业的合理收益，并规定城镇供水价格监管周期原则上为 3 年，经测算需要调整供水价格的，应及时调整到位，价格调整幅度较大的，可以分步调整到位。当价格调整不到位导致供水企业难以达到准许收入时，政府应结合当地经济社会发展水平和用户承受能力等因素，予以相应补偿。因此，终端用水价格的调整及顺价机制的执行已是大势所趋。2022 年以来，多地相应发布各自区域的城市供水价格管理办法，部分区域如衡阳、吉林、常德、上海、广州、长沙、南京等地已实施水价调整，水价上涨幅度约为 10%-40%。

表1

2022-2024 年部分城市水价上调梳理（元/立方米）

调价时间	区域	居民（以第一阶梯为例）		非居民	
		调整后价格	调价幅度	调整后价格	调价幅度
2022.01	衡阳	2.57	34%	3.82	35%
2022.08	吉林	2.60	13%	4.75	19%
2023.01	常德	2.32	28%	3.48	28%
2023.10	昆明晋宁区	3.55	13%	5.50	11%
2023.11	余姚	3.05	11%	5.95	9%
2023.12	龙岩	1.80	13%	2.20	16%
2024.01	上海部分区域	4.05	20%	5.99	20%-22%
2024.03	泉州石狮	2.25	25%	2.60	21%
2024.05	广州	2.60	31%	4.56	32%
2024.08	长沙	1.90	26%	2.97	25%
2024.09	南京	1.80	27%	2.34	40%

注：1、昆明晋宁区调价情况以昆阳片区为例；2、上海将工商业用户和行政事业用户合并为非居民用户，其中工商业用户水价上调 20%，行政事业用户水价上调 22%；3、常德市非居民用水和特种行业用水分两年调整到位；4、由于披露口径不同，以上部分地区价格含污水处理费等代征费用。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

竞争地位

我们一般从竞争优势、规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业的竞争地位。对于水务企业而言，竞争优势、业务规模范围和多样性、经营效率是较为重要的考量因素，盈利能力则是这三个因素的综合体现。

²统计口径含委托运营水厂及参股水厂。

竞争优势

如前文所述，水务企业受到政府强力监管，故在分析其竞争优势时，我们通常着重考虑监管框架和定价机制对企业经营环境和财务表现的影响。此外，我们认为竞争优势还体现在水务企业所在区域的综合实力和其业务垄断性。特别是对于提供更为综合的水务服务（如污水处理业务占比较高）的水务企业来说，服务区域的经济和财政实力尤为重要。

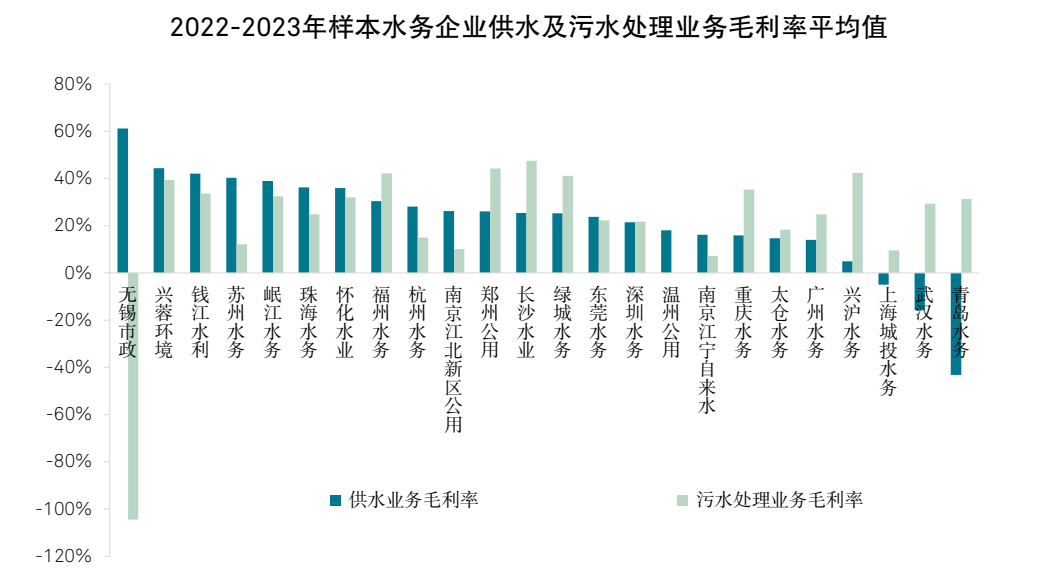
供水业务的定价机制保障了水务企业的合理收益。根据国家发改委 2021 年发布的《城镇供水价格管理办法》，我国城镇供水价格的确定基于当地供水成本和用水结构，遵循居民生活用水保本微利、其他用水合理盈利的原则，并综合考虑当地供水事业发展、促进节约用水、社会承受能力等因素。制定城镇供水价格以成本监审为基础，按照“准许成本加合理收益”的方法，先核定供水企业供水业务的准许收入，再以准许收入为基础分类核定用户用水价格。由于准许收入按照成本加成模式核算，因此企业的利润空间很大程度上取决于地方政府对于准许收益率的核定。

我们认为水务业务的毛利率绝对水平及其稳定性是衡量水务企业利润空间和经营稳定性的关键指标，也是企业监管优势所在。较高且稳定的毛利率水平能够保障企业获得更为充足和持续的现金流，以覆盖所有固定和可变成本，并为后续稳定经营和业务拓展提供资金支撑。例如，兴蓉环境自来水制售及污水处理业务毛利率多年来保持在 40% 左右，经营性现金流对资本开支能够形成一定覆盖，财务杠杆维持较低水平。

然而，当供水企业面临成本上升或短期需要大量资本开支进行基础设施建设和升级时，地方政府在政策执行上的调价滞后可能导致成本无法有效传导至下游用户，从而使部分水务企业面临亏损。例如，武汉市的自来水价格在全国 36 个重点城市中处于较低水平，且多年未作调整，而供水成本却逐年增加，导致成本与收入倒挂，供水业务的毛利率长期为负。为了应对这种情况，一些地方政府会制定相应的补贴政策以缓解企业资金压力。以青岛市为例，由于该市淡水资源匮乏，原水成本相对较高，加之电费、药剂费和人力成本亦逐年增长，供水业务持续出现亏损。青岛市政府为弥补亏损，每年给予青岛水务一定规模的水价补贴，这已成为后者利润的主要来源。计入政府补贴后，青岛市供水业务毛利率提高至 20% 左右，达到行业平均水平。

类似地，监管优势对于企业的污水处理业务亦十分重要。污水处理收费标准遵循“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，综合考虑本地区水污染防治形势和经济社会承受能力等因素来制定和调整。收费标准应覆盖污水处理和污泥处置设施的运营成本，并保障企业可以合理盈利。因此，政府制定的污水处理结算价格对水务企业的利润空间影响也很大。例如，重庆市财政局核定第六期污水处理服务结算价格（从 2023 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日止）为 2.35 元/立方米，较第五期价格下调了 0.63 元/立方米，导致重庆水务 2023 年污水处理服务业务毛利率水平下降约 15 个百分点，该业务收入也同比下降 10%；无锡市政污水处理业务结算费相对较低，而随着环保要求的提高，污水处理成本不断上升，相互错配导致无锡市政污水处理业务持续亏损。

图3

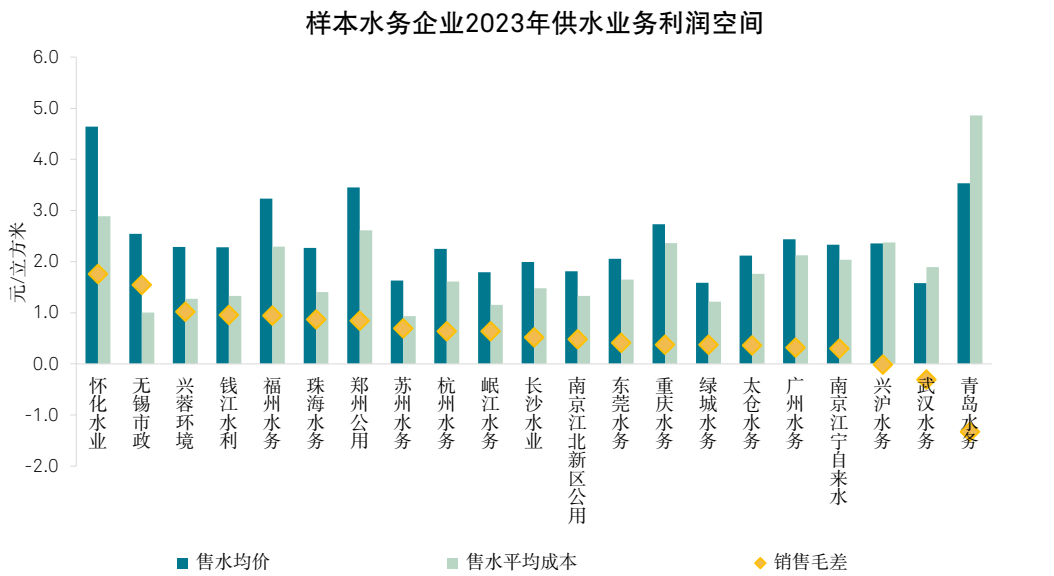


注：1、由于2022年以前太仓水务污水处理费随自来水费一起征收部分由太仓市财政局返还计入其他收益，故太仓水务2022年污水处理业务毛利率计算包含该部分政府补贴；2、综合考虑数据可得性和可比性，仅披露部分样本企业数据；3、由于数据披露原因，部分水务企业供水业务数据除自来水销售以外还包含原水销售、海水淡化、排水等业务。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图4



注：1、售水均价采用供水收入/售水总量模拟，售水平均成本采用供水成本/售水总量模拟，销售毛差=售水均价-售水平均成本；2、综合考虑数据可得性和可比性，仅披露部分样本企业数据；3、由于数据披露原因，部分水务企业供水业务数据除自来水销售以外还包含原水销售、海水淡化、排水等业务。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

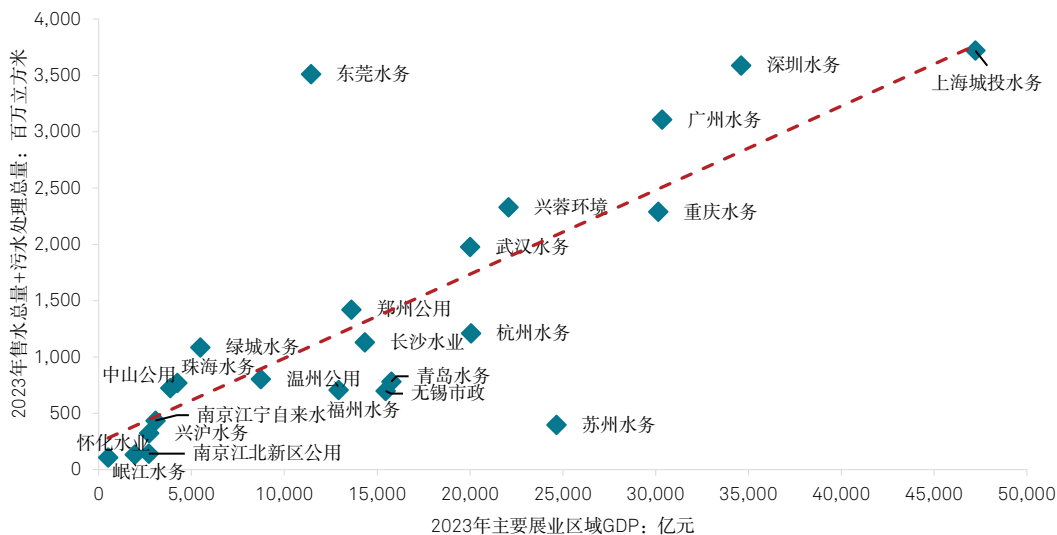
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

水务企业的竞争优势不仅体现在监管框架和定价机制上，还反映在所服务区域的经济发展水平、人口规模以及企业在该区域内的垄断程度上。我们认为这些因素是企业稳定经营和持续发展的基础。一般而言，经济活跃、人口密集、水务基础设施完善的城市，其水务市场发展更为成熟，水务服务需求规

模更大，人均可支配收入更高，区域内水务企业的经营稳定性和发展前景也更佳。如上海城投水务、深圳水务、广州水务、重庆水务、兴蓉环境等水务企业，所处城市经济和财政实力雄厚，为业务稳步发展奠定了良好基础。同时，部分水务企业还承担了水利基础设施建设职能，因此区域经济和财政情况也会影响项目建设资金支付和业务回款情况。

另外，尽管水务业务的特许经营模式决定了绝大部分水务企业具有较强的区域垄断性，但在某些城市也存在多家企业之间的竞争。市场份额的下降一定程度上增加了企业被替代的风险，并削弱了规模效应。例如，苏州水务仅负责苏州市姑苏区、相城区等部分区域的供水及污水处理，而苏州其他区县则由相应水务公司运营，这使得苏州水务在苏州市内的垄断地位较弱，限制了其业务规模和增长潜力。与此相反，东莞水务作为全市供水网络的整合者，其服务范围几乎覆盖东莞市全域，区域专营性强，东莞市较强的综合实力为其业务持续发展提供了有力支撑。

图5
样本水务企业运营规模与所处区域GDP关联度较高



注：1、上海城投水务的污水处理总量按照日均污水处理量*365天估算；2、深圳水务统计口径含委托运营水厂及参股水厂，售水总量通过产销差率倒推；3、综合考虑数据可得性和可比性，仅披露部分样本企业数据；4、由于数据披露原因，部分水务企业供水业务数据除自来水销售以外还包含原水销售、海水淡化、排水等业务。
资料来源：公开资料，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

对于污水处理业务收入占比相对较高的综合性水务企业而言，服务区域的经济实力和财政状况更为重要。污水处理费由水务企业代征后，需先上缴财政，然后由城镇排水主管部门通过政府购买服务方式向企业按期支付服务费。政府向污水处理企业支付的处理费用与企业代为征收的污水处理费用之间存在一定的资金缺口，该缺口通常由地方政府财政部门提供必要的财政支持。该种结算模式下，公司污水处理项目资金回笼的时间和金额很大程度上依赖于地方政府的财政实力和支付意愿。如果地方政府的经济发达、财政宽裕，则污水处理费用的支付会更加及时和充足，这将有助于资金的快速回流，从而为企业的稳定运营提供更有力的保障。

规模、范围及多样性

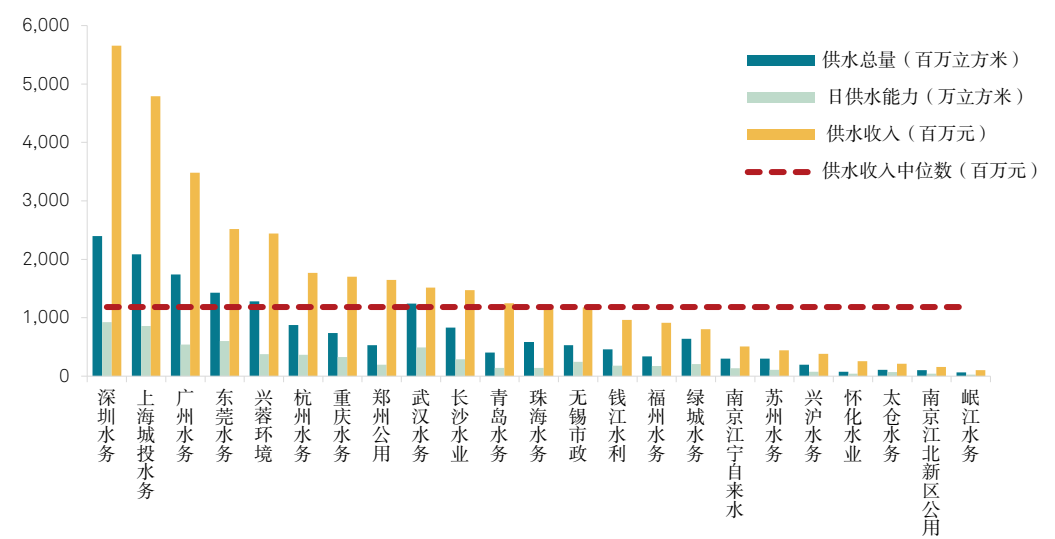
在分析水务企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑的因素包括：经营规模（供水能力、总量和收入等）、地域分散性、业务和客户基础多样性等。

我们认为较大的运营规模通常表明水务企业拥有较强的服务能力和广泛的客户基础，有助于实现规模效应，有效分摊运营成本和投资支出，从而增强其在经济和市场波动时的稳定性。企业的供水能力、供水量和供水收入是量化衡量其运营规模的重要指标。样本企业中深圳水务、上海城投水务、广州水

务、东莞水务、兴蓉环境等企业在供水能力、供水量和供水收入上均颇具规模，这主要是因为这些企业立足于经济增长前景良好的城市，服务覆盖范围大、项目数量多，且区域垄断性强。

图6

2023年样本水务企业供水规模情况



注：1、深圳水务统计口径含委托运营水厂及参股水厂；2、兴沪水务供水总量通过产能利用率倒推；3、上海城投水务供水总量按照实际日供水量*365天估算；4、综合考虑数据可得性和可比性，仅披露部分样本企业数据；5、由于数据披露原因，部分水务企业供水业务数据除自来水销售以外还包含原水销售、海水淡化、排水等业务。
资料来源：公开资料，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务的多样性也是水务企业扩大运营规模、提升盈利能力的重要途径。部分水务企业除自来水供应业务外，积极开展原水供应、污水处理、中水回用、涉水工程、水环境综合治理等产业链相关业务，这些业务在技术和运营上具有一定协同效应，有助于增强企业现金流，并提升整体盈利水平。例如珠海水务承担了澳门特区 98% 左右的原水供应，还在珠海市污水处理市场占有较大份额。2023 年，得益于澳门原水供应价格上调，公司供水业务收入和毛利率水平均有所上升。

通常地，我们认为地域多元化可以有效分散特定区域风险，从而降低水务企业对单一市场的依赖。例如，钱江水利的水务业务广泛分布于浙江省内舟山、金华、丽水等地，并逐渐拓展至福建地区。但是，由于公用事业行业具有明显的地域属性，大部分企业仍是在较为单一的区域运营。这种情况下，我们认为如果该区域拥有足够大的经济体量及人口规模以支撑其业务发展，就可以有效减轻地域集中度带来的风险。

拥有多样化的客户基础对于水务企业保持稳定经营亦较为重要。我们认为，居民用户和小型商业用户的需求通常较为稳定，不易受到经济波动的影响。然而，对于此类客户群体来说，顺价机制的推行可能面临更多挑战，水价上调幅度和速度往往不能匹配成本端的变化。相比之下，尽管工业用户更能接受水价的上涨，但如果水务企业客户集中于工业领域，且当地经济高度依赖于少数几个周期性行业，则企业的经营和财务表现会呈现出更强的周期性，当地经济下滑会对其产生更大负面影响。

经营效率

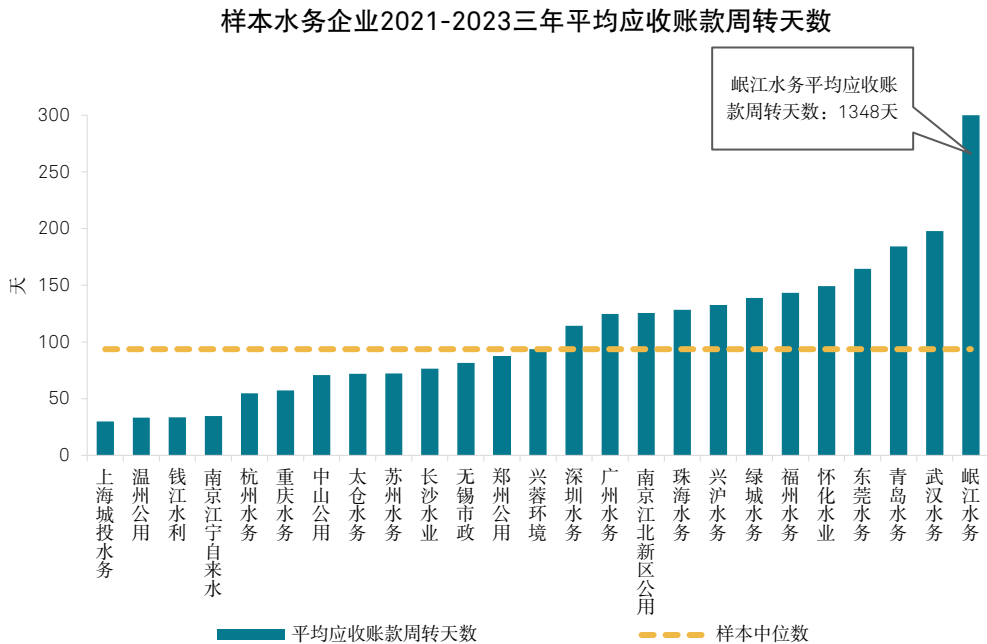
在分析水务企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：应收款项回收情况、产能利用率、供水产销差率等指标。

应收账款的周转效率是衡量水务企业经营效率的关键指标，特别是对于污水处理业务占比较高的综合性企业而言更是如此。快速回收应收账款有助于水务企业减少资金占用，降低财务杠杆，提高资金流动性，并增强偿债能力。一般而言，自来水费回收率较高，超过 90%。这是因为自来水销售业务模

式为企业将自来水输送至用户，用户根据水表计量的实际售水量以及对应水价进行缴费。相比之下，污水处理款项的回收则取决于政府的支付意愿及能力，回款速度相较供水业务更慢，因此评估应收款项的回收情况更为重要。例如，福州水务的自来水供水业务结算周期约为一个月，且结算方式灵活多样，包括营业窗口现金缴费、银行转账、银行代收代扣、第三方渠道合作等，而污水处理费的回款周期约为 3-18 个月，对资金占用明显。再比如，武汉水务 2021-2023 年应收账款周转平均天数约为 198 天，体现为公司污水处理费回收流程和时间较长，影响企业现金流情况。武汉水务同期收现比（销售商品提供劳务收到的现金/营业总收入）也仅为 80%左右。

如果水务企业还采用 PPP 等模式提供水务服务，则还需要衡量长期应收款对资金占用的情况。例如，郑州公用通过 PPP 模式在水环境综合治理、污水处理和道路建设等领域进行了大规模投资，项目主要采用政府付费模式，在 15 至 30 年内分期支付，回款时间长，从而形成大量长期应收款，经营效率被削弱。

图7



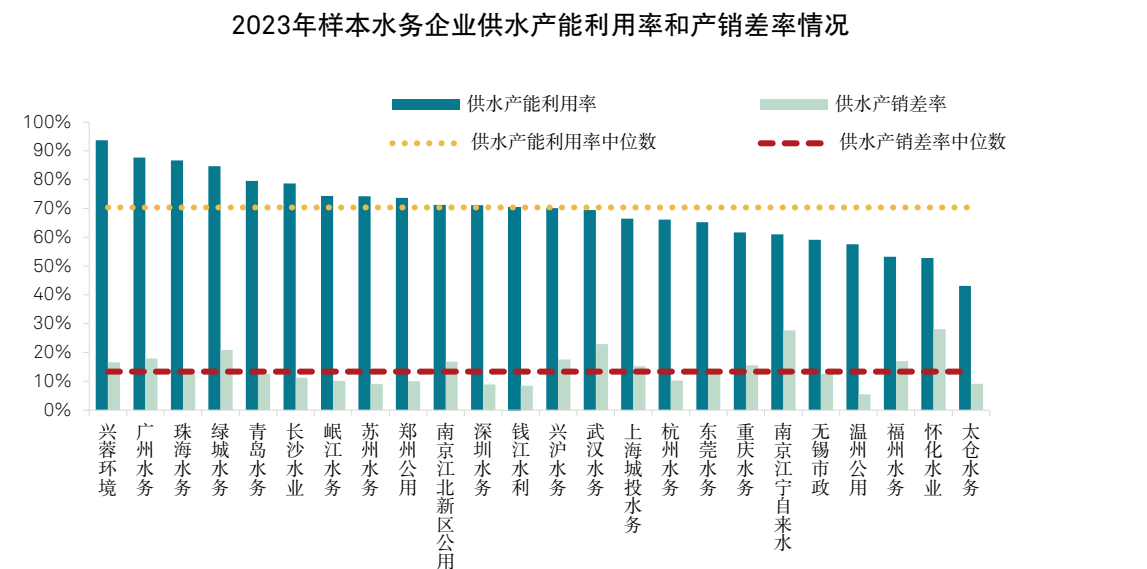
注：兴泸水务2023年应收账款周转天数=360/（营业总收入/(2022年末应收账款+2023年末应收账款)*2）。

资料来源：Choice，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，高产能利用率和低供水产销差率也是水务企业良好经营效率的体现。产能利用率的提高意味着水务企业可以更有效地分摊固定成本，如设备折旧和维护费用，从而降低单位成本，提高整体运营效益。此外，我们认为供水产销差率与漏损率密切相关，漏损率通常受到管网状况、施工质量、水表计量准确性等因素影响。通常而言，当供水产销差率较低时，表明漏损率也偏低，水务设备质量和技术水平较高，企业经营效率较好。例如，苏州水务近年来逐步对老旧管网及其附属设施进行改造工作，供水产销差率和管网漏损率处于行业较低水平，管网输送效率较高。

图8



注：1、供水产能利用率=供水总量*100/（365*日供水能力）；2、供水产销差率=（供水总量-售水总量）/供水总量；3、深圳水务统计口径含委托运营水厂及参股水厂；4、兴沪水务供水总量通过产能利用率倒推；5、上海城投水务供水总量按照实际日供水量*365天估算；6、综合考虑数据可得性和可比性，仅披露部分样本企业数据；7、由于数据披露原因，部分水务企业供水业务数据除自来水销售以外还包含原水销售、海水淡化、排水等业务。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

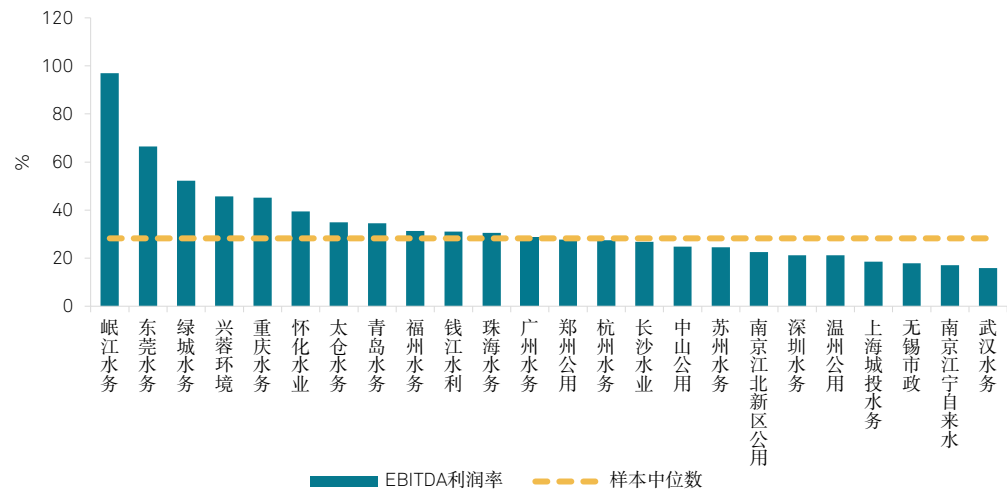
盈利能力

我们认为，盈利能力是企业竞争优势、规模范围和多样性以及经营效率的综合体现。通常，我们用 EBITDA 利润率以及资本回报率（ROC）等指标的绝对水平及其波动性来衡量企业的盈利能力。

样本水务企业凭借其监管优势、成本控制及多元化业务，能够获得差异化的盈利水平。例如，岷江水务 EBITDA 利润率水平较高，主要得益于水源质量优良，运营工艺及设备较为先进，从而降低了售水现金成本。东莞水务则受益于高毛利的管网经营业务，整体利润水平良好。尽管重庆水务的污水处理结算费用在 2023 年有所下滑，但与样本同业相比仍处于较高水平，有助于提升公司整体 EBITDA 利润率。另一方面，武汉水务的盈利能力在样本同业中处较低水平，主要是受到供水业务成本收入倒挂和工程建设业务毛利较低的影响。然而，青岛水务虽然供水业务亦处于亏损状态，但由于每年能得到一定规模的水价补助，其 EBITDA 利润率仍能略高于样本中位数。

图9

2021-2023年样本水务企业平均EBITDA利润率

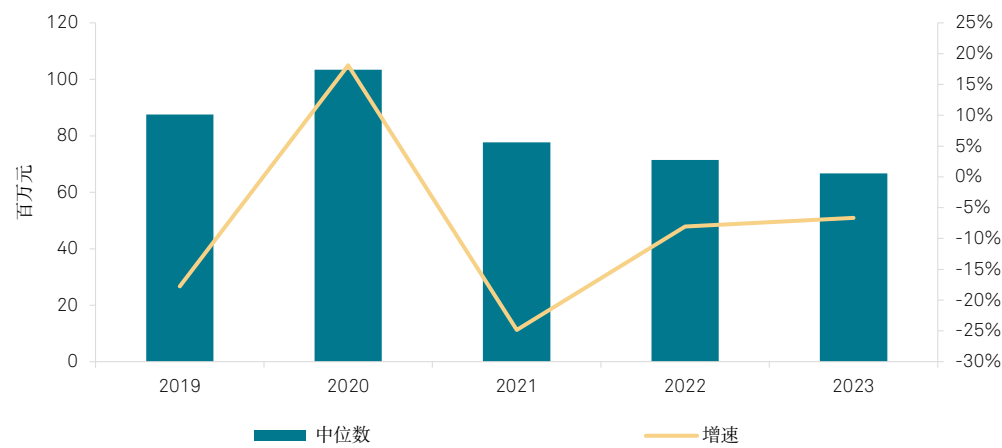


注：此处为样本水务企业的综合EBITDA利润率，非水务板块对于企业的利润率亦有影响。
资料来源：Choice，公开资料，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

整体而言，我们预计在水价顺价机制执行和财政补贴下降的双重影响下，样本企业盈利能力仍可以维持相对稳定。前文提及我国水价改革具有必要性和可行性，未来各地供水价格将处于上行趋势，我们认为这将提升对应水务企业的盈利能力。然而，为缓解财政压力，地方政府或将降低对水务企业的财政补贴金额。受房地产及土地市场行情持续低迷的影响，土地出让收入下滑，地方政府财政收支缺口加大，地方政府通过发行债券来填补财政缺口，负债率增长较快。近年来，样本水务企业获得的政府补贴中位数逐年下滑，下降幅度在5%-30%之间。我们以2023年售水均价上涨20%且其他收益（政府补贴）下滑15%为基础假设，在对2023年样本企业的EBITDA利润率进行调整测算时，将政府补贴计入EBITDA，且保持售水总量不变。测算结果显示，在基础假设下，样本企业的盈利能力将受益于水价上涨而小幅增加。

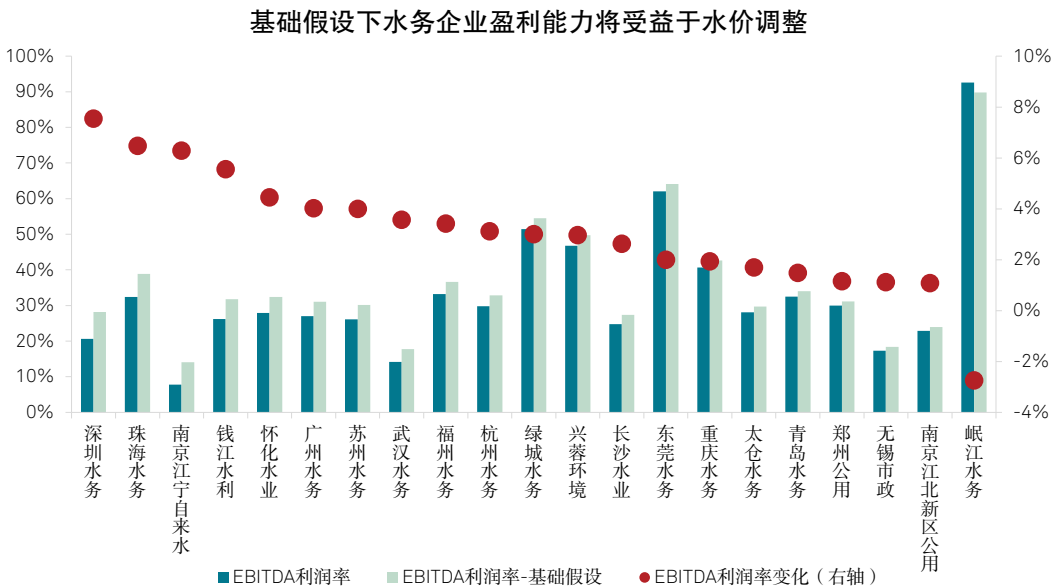
图10

样本水务企业获得的政府补贴整体呈下降趋势



资料来源：Choice，公开资料，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

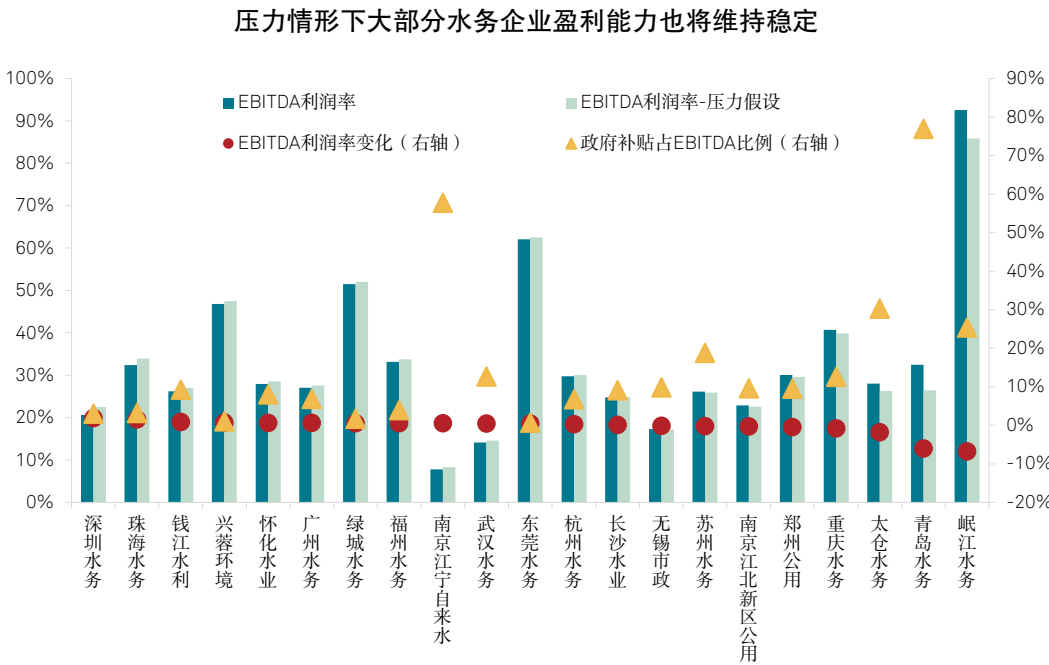
图11



资料来源：Choice，公开资料，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在对样本水务企业的盈利能力进行压力测试后，我们发现即使在压力情形下，绝大部分样本水务企业的 EBITDA 利润率仍可维持相对稳定。我们假设样本水务企业的售水均价上涨幅度不及预期或存在滞后，仅在 2023 年基础上提升 5%，同时政府补贴下滑 30%，其他条件不变。测算结果显示，样本企业的 EBITDA 利润率平均下滑幅度将不超过一个百分点。其中，深圳水务、珠海水务、钱江水利等企业 EBITDA 利润率仍略有上涨，这主要是因为这些企业的供水业务收入占比较高，且获得的政府补贴占 EBITDA 的比例相对不高。然而，对于盈利能力较为依赖政府补贴的企业，如岷江水务和青岛水务，EBITDA 利润率的下滑幅度将超过 6 个百分点。这表明，尽管样本企业整体盈利能力较为稳健，但仍有部分企业需要关注政府补贴政策的变动，以应对可能的盈利波动。

图12



资料来源：Choice，公开资料，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们还观察到，部分城市在提高水价的同时也对污水处理费进行了相应调整。由于污水处理费用实施了收支分离的管理模式，污水处理收费金额和实际按照处理量和价格计算的应付费用之间存在较大缺口，需由地方财政承担差额补足责任。因此，为了减少财政补贴金额，地方政府可能会提升随水费征收的污水处理费，同时降低向污水处理企业支付的结算费用，此举对以污水处理业务为主业的水务企业的盈利能力将产生较大影响。

综合上述分析，我们认为深圳水务、广州水务、上海城投水务、兴蓉环境、杭州水务等样本企业具有更强的业务状况，而岷江水务、怀化水业、南京江宁自来水和太仓水务的业务状况相对较弱。

财务风险

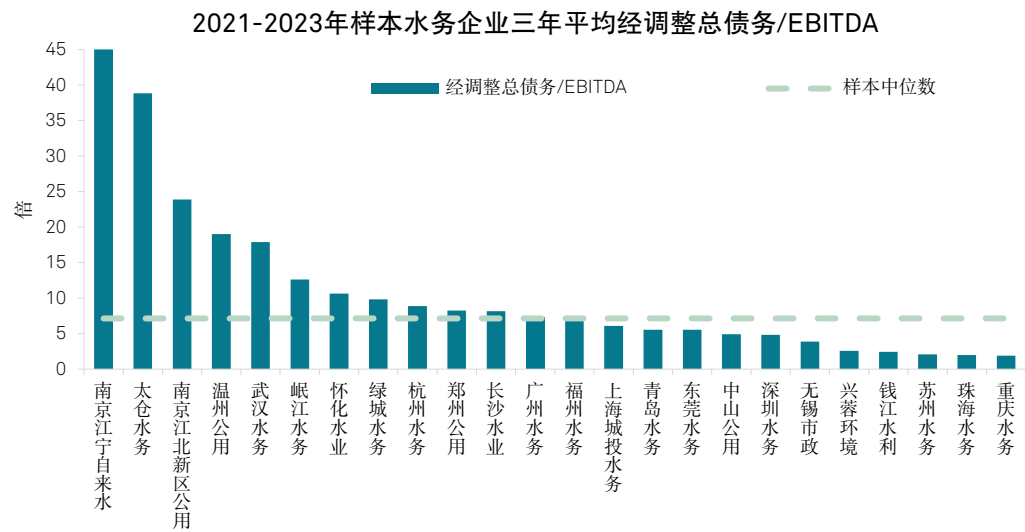
标普信评对财务风险的分析主要关注现金流对债务和利息的覆盖情况。一般而言，我们主要使用经调整总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息覆盖倍数这两个核心指标来衡量企业的财务风险。

我们观察到，样本水务企业财务杠杆中枢位于可控水平。我国水务行业发展进入相对成熟阶段，城市供水普及率已超过 99%，城市污水处理率亦超过 98%。此外，水务企业的盈利水平相对稳定，管网折旧及摊销占总成本的比例较高，以经调整总债务对 EBITDA 比率反映的样本企业财务杠杆水平整体可控。

尽管如此，部分水务企业仍存在较大规模的在建项目，未来资本开支的主要方向为城市供水和污水管网的提质提效建设，以及农村及工业污水处理市场的布局等。还有一些水务企业涉足水环境综合治理、固废处理、水利工程等多元化业务，导致杠杆水平较高。例如温州公用 2023 年逐渐整合温州市公用事业国有资产后，引水工程、水厂建设、管网修复等项目尚需投资规模很大，且公司还兼营供电、供气 and 配套安装等业务，2023 年公司财务杠杆水平超过 15 倍。

此外，部分水务企业在承担较重的水务项目建设任务以外，与当地政府部门和国有企业的往来款项规模较大，形成资金占用，财务杠杆也偏高。例如，南京江宁自来水截至 2024 年 6 月末的其他应收款达 69 亿元，占总资产的比例约三成，主要是与南京市江宁区政府机构和国有企业的往来款。

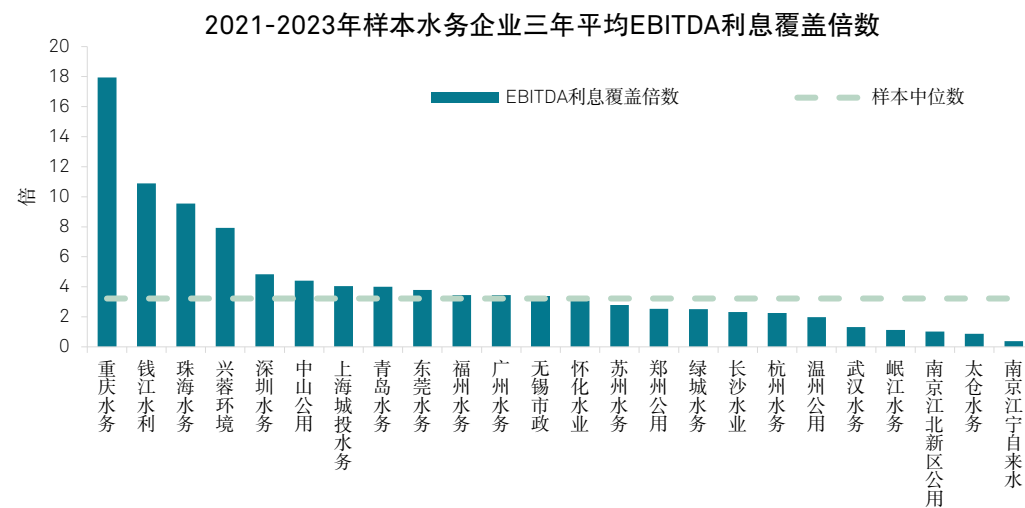
图13



注：温州公用2023年发生重大资产重组，为了数据可比性，采用2022和2023年两年平均值。
资料来源：Choice，公开资料，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，样本水务企业普遍具备较强的再融资能力，EBITDA 利息覆盖倍数表现良好，整体财务风险较低。这些企业主要为地方国有企业，其水务业务带来的现金流入相对稳定，因此在资本市场中享有较高的认可度。其中部分企业还为上市公司，融资渠道畅通，再融资成本较低，EBITDA 对利息的覆盖能力较强。

图14



注：温州公用2023年发生重大资产重组，为了数据可比性，采用2022和2023年两年平均值。
资料来源：Choice，公开资料，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了对企业的核心比率进行分析外，我们还会考虑补充比率的表现，以全面了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

外部支持

在得出企业的个体信用状况后，标普信评还会考虑政府或者集团支持对企业信用状况的影响。我们认为，政府或集团对企业的支持程度越高，其主体信用质量越接近于对应政府和集团的信用水平。样本企业均为国有企业，适用于政府或集团支持。

对于控股股东为政府或直接接受政府领导的样本水务企业，通常适用于政府支持。具体而言：

我们认为，地方政府对于样本水务企业的支持程度较高。水务企业通常具有较高的区域垄断地位，且提供的服务具有较强的公益属性，在确保居民和工业用水安全和稳定的同时，还负责水务基础设施的建设和运营，是城市运行和居民生活的基础。然而与当地城投企业相比，一方面，水务业务的市场化特征更为明显，现金流相对稳定，这使得地方政府更倾向于采用市场化的方式解决城市供水问题；另一方面，水务企业通常不承担区域内核心融资职能，对政府的应收款项相对城投企业而言较少，这意味着其与政府关系的紧密度稍弱。样本企业中的广州水务、东莞水务均为各地政府全资子公司，在当地水务领域处于专营地位，业务公益性强，对当地经济、财政和社会稳定具有重要影响。

对于控股股东为城投集团或者综合性水务集团的样本水务企业，适用于集团支持。具体而言：

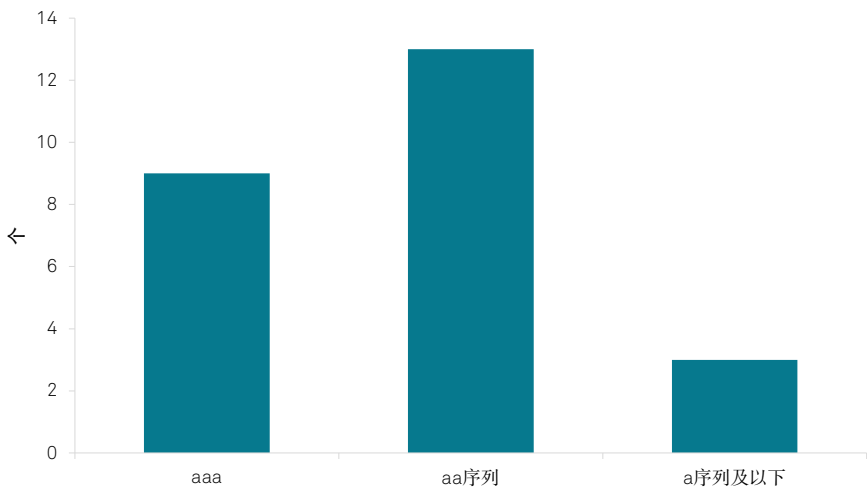
我们认为，城投集团对于样本水务企业的支持程度较高。城投集团核心的基础设施建设业务通常盈利水平较弱，现金回笼的不确定性较强。作为城投集团的主要业务之一，水务业务能为集团提供相对稳定的利润贡献及现金流入，从而增强集团整体的业务和财务稳定性。尽管如此，水务企业的资产和收入规模在城投集团中的占比往往不高，战略定位和融资职能也稍弱于核心的基础设施建设子公司。此外，城投集团的业务范围广泛，除了水务业务以外，可能还包含燃气、供热、公交等其他公益性亦较强的经营性业务。例如，长沙水业的兄弟公司——长沙市城市建设投资开发集团有限公司根据政府及集团的规划承担了长沙市内大量重点项目建设，占集团总资产的比例约为七成，总债务超过五成。我们认为，集团对于该公司的支持程度要高于长沙水业。样本企业中的武汉水务、上海城投水务、杭州水务等均为各区域城投集团的子公司，可以得到集团较高的支持程度。

我们认为，综合性水务集团对于样本水务企业的支持程度很高。样本水务企业通常从事综合性水务集团内的核心业务，符合集团战略发展和职能定位，其资产、收入或利润在集团中的占比很高。同时，样本水务企业受到集团的高度控制，并与集团声誉共享，在集团内具有不可替代性。以兴蓉环境为例，它是成都环境投资集团有限公司下属的核心上市水务运营平台，拥有优质的资产，其收入和毛利润在集团内占比约 70%-90%，集团对兴蓉环境的支持程度很高。

综合来看，在考虑外部支持后，我们认为深圳水务、广州水务、上海城投水务的潜在主体信用质量最强，兴泸水务、怀化水业、岷江水务的潜在主体信用质量则在样本企业中稍弱。

附录

样本企业信用评估结果分布



资料来源：标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

样本企业全称及简称对照

编号	公司名称	简称
1	深圳市水务(集团)有限公司	深圳水务
2	上海城投水务(集团)有限公司	上海城投水务
3	广州市水务投资集团有限公司	广州水务
4	温州市公用事业发展集团有限公司	温州公用
5	东莞市水务集团有限公司	东莞水务
6	成都市兴蓉环境股份有限公司	兴蓉环境
7	青岛水务集团有限公司	青岛水务
8	杭州市水务集团有限公司	杭州水务
9	重庆水务集团股份有限公司	重庆水务
10	郑州公用事业投资发展集团有限公司	郑州公用
11	武汉市水务集团有限公司	武汉水务
12	长沙水业集团有限公司	长沙水业
13	珠海水务环境控股集团有限公司	珠海水务
14	无锡市市政公用产业集团有限公司	无锡市政
15	钱江水利开发股份有限公司	钱江水利
16	福州水务集团有限公司	福州水务
17	广西绿城水务股份有限公司	绿城水务
18	中山公用事业集团股份有限公司	中山公用

19	南京市江宁区自来水有限公司	南京江宁自来水
20	苏州水务集团有限公司	苏州水务
21	泸州市兴泸水务(集团)股份有限公司	兴泸水务
22	怀化市水业投资有限公司	怀化水业
23	太仓市水务集团有限公司	太仓水务
24	南京江北新区公用控股集团有限公司	南京江北新区公用
25	都江堰岷江水务集团有限公司	岷江水务

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务, 包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息, 请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](https://PrivateCreditAnalysis(spgchinaratings.cn)), 并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号:



©版权所有 2024 标普信用评级 (中国) 有限公司 保留所有权利。

标普信用评级 (中国) 有限公司 (简称“标普信评”) 拥有上述内容 (包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出) 或其任何部分 (简称“内容”) 的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可, 严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容, 或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商, 以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人 (统称“标普方”) 均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏 (疏忽或其他), 无论其原因如何, 以及因使用内容而获得的结果, 或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证, 包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷, 以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下, 标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失 (包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失) 承担责任, 即使标普方已经知道发生类似损害的可能性信用相关的分析和其他分析 (包括评级和内容中的陈述) 是截至发表之日的意见陈述, 而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策 (如下所述) 并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议, 也不涉及任何证券的适合性。在发布后, 标普信评不承担更新 (不论以任何形式或格式) 发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时, 不应依赖内容, 内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问, 除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息, 但标普信评不审计其获得的信息, 也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布, 这些原因不一定取决于评级委员会的行动, 例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构 (NRSRO) 的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级, 所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见, 并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级, 不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级, 或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级, 标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离, 以保持相应活动的独立性和客观性。因此, 标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序, 以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬, 报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布, 包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。