特别评论

2023 年 3 月

中诚信国际

基础设施投融资行业

水利建设投资加大背景下水利基投发展与挑战并存

作为承担地方水利基础设施建设的重要载体，水利基投在国家加大水利基础设施建设投资的背景下，具有较大的发展空间，业务可持续性有望得到进一步提升；但受制于水利项目投资规模大、建设周期长、公益属性强等特征，亦将面临较大的资本支出和投融资压力，叠加当前地方财政承压、融资环境趋严，水利基投信用风险分化或将进一步加剧，同时需关注其他市场化业务扩张可能引发的经营风险及财务风险

目录

要点	1
主要关注因素	2
结论	11

联络人

作者

政府公共评级部

周　飞　027-87339288

fzhou@ccxi.com.cn

彭　喆　027-87339288

zhpeng@ccxi.com.cn

参考内容：《中诚信国际债券市场行业分类标准》（2022 版）（阅读全文）

要　点

- 水利行业是关系到国计民生的重要行业，随着相关政策持续出台，我国水利基础设施建设不断加快，2022 年我国水利建设投资首次突破万亿大关，呈现大幅增长态势；同时，国家积极推进水利建设 PPP 模式发展和 REITs 试点，使得水利投融资改革取得明显成效，建设资金来源逐步多元化。目前多地政府已发布 2023 年水利投资计划，明确加快布局和完善水利设施建设，预计全年水利建设投资规模仍将保持较大体量。
- 水利基投数量及存续债规模在全部存续基投中占比均较小，但整体行政层级及信用资质相对较高；由于水利基建项目通常具有投资周期长、投资规模大、公益性强等特点，中央及地方政府给予了有力支持。未来，随着水利改革的逐步深入及政府债务风险管控力度的加强，叠加水利基投项目业务模式的转变，水利基建仍有较大的发展空间，但亦将面临较大的资本支出压力，同时需关注其他市场化业务扩张可能引发的经营风险及财务风险。
- 2021 年以来，水利基投营收能力持续改善，盈利能力有所波动，且利润总额仍高度依赖政府补助，获现能力亦有所下滑；资产规模和资产负债率持续扩张，短期债务占比有所提升，且占比高于基投整体水平，存在一定短期流动性压力；在当前地方财政承压、融资环境趋严的背景下，水利基投信用风险分化或将进一步加剧。

主要关注因素

一、水利行业是关系到国计民生的重要行业，随着相关政策持续出台，我国水利基础设施建设不断加快，2022 年我国水利建设投资首次突破万亿大关，呈现大幅增长态势；同时，国家积极推进水利建设 PPP 模式发展和 REITs 试点，使得水利投融资改革取得明显成效，建设资金来源逐步多元化。目前多地政府已发布 2023 年水利投资计划，明确加快布局和完善水利设施建设，预计全年水利建设投资规模仍将保持较大体量

水利行业是关系到国计民生的重要行业，近年来国务院和各部委针对水利行业的相关政策持续发布，推动我国水利基础设施建设不断加快。2022 年 2 月，在国务院政策例行吹风会上，水利部领导在答记者问时再次提出将加快构建国家水网，进一步加快推进重大水利工程建设，努力扩大在建项目投资规模，为做好“六稳”“六保”工作、稳定宏观经济大盘、推动新阶段高质量发展作出水利贡献。2022 年 4 月，住房城乡建设部、国家发展改革委、水利部等部门联合印发《关于印发“十四五”城市排水防涝体系建设行动计划的通知》，要求全面排查城市防洪排涝设施薄弱环节，系统建设城市排水防涝工程体系、加快构建城市防洪和排涝统筹体系、着力完善城市内涝应急处置体系、强化实施保障。2022 年 5 月，水利部印发《关于推进水利基础设施政府和社会资本合作（PPP）模式发展的指导意见》，指导意见要求，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，深化水利投融资改革，积极引导各类社会资本参与水利建设运营，拓宽水利基础设施建设长期资金筹措渠道，推进现代化水利基础设施建设，推动新阶段水利高质量发展。2022 年 12 月，国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022－2035 年）》，纲要提到加快推进集防洪减灾、水资源调配、水生态保护等功能为一体的综合水网建设，提升国家水安全保障能力。推动综合性水利枢纽和调蓄工程建设，立足流域整体和水资源空间均衡配置，加快推进跨流域跨区域水资源配置工程建设，实施对区域发展具有重要作用的引调水工程，提升水资源优化配置能力。

表 1：近年来我国水利行业相关政策

时间	发行部门	文件/会议	内容简介	主要内容
2022.12	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022－2035 年）》	加快水利基础设施建设	加快推进集防洪减灾、水资源调配、水生态保护等功能为一体的综合水网建设，提升国家水安全保障能力。推动综合性水利枢纽和调蓄工程建设，立足流域整体和水资源空间均衡配置，加快推进跨流域跨区域水资源配置工程建设，实施对区域发展具有重要作用的引调水工程，提升水资源优化配置能力。
2022.10	水利部、国家发展改革委、财政部等 10 部门	《强化农村防汛抗旱和供水保障专项推进方案》	强化农村防汛抗旱和供水保障工作	《方案》从强化防洪工程建设、完善抗旱工程体系、加强水旱灾害防御应对、推进农村供水工程建设、强化水源保护和水质保障、加强农村供水工程管理六个方面提出了具体任务，还从强化统筹协调、保障资金投入、分类推进实施三个方面提出了保障措施。
2022.8	水利部、国家发展改革委、财政部、国家乡村振兴局	《关于加快推进农村规模化供水工程建设的通知》	加快推进农村规模化供水工程建设	旨在通过优化区域工程布局，不断推进水源工程建设，加快建设农村规模化供水工程（包括城市供水管网延伸工程和千吨万人供水工程），提升农村供水保障水平，实现农村供水高质量发展。
2022.6	住房和城乡建设部、	《关于推进开发性金融支持县域	推进开发性金融支持县域生活垃	通知重点支持内容包括支持县域生活垃圾收运处理设施建设和运行；支持县域生活污水收集处理设施建设和运行；支持行业或区域

	国家开发银行	生活垃圾污水处理设施建设的通知》	圾污水处理设施建设	统筹整合工程建设项目。
2022.5	国务院	《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	健全防洪排涝设施;增强污水收集处理能力。	意见提及“实施排水管网和泵站建设改造,修复破损和功能失效设施。建设排涝通道，整治河道、湖塘、排洪沟、道路边沟，确保与管网排水能力相匹配”。“完善老城区及城中村等重点区域污水收集管网，更新修复混错接、漏接、老旧破损管网，推进雨污分流改造”。
2022.5	水利局	《关于推进水利基础设施政府和社会资本合作（PPP）模式发展的指导意见》	加大水利投融资创新力度，积极推进水利基础设施政府和社会资本合作（PPP）模式发展，扩大水利投资来源渠道，加快构建现代化水利基础设施体系	指导意见要求，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，深化水利投融资改革，积极引导各类社会资本参与水利建设运营，拓宽水利基础设施建设长期资金筹措渠道，推进现代化水利基础设施建设，推动新阶段水利高质量发展。根据不同类型水利项目的功能属性、投资规模、收益能力、运营管理等特性，加强政策支持和监管服务，实现水利 PPP 项目更好更快发展。
2022.4	住房城乡建设部、国家发展改革委、水利部	《关于印发“十四五”城市排水防涝体系建设行动计划的通知》	进一步加强城市排水防涝体系建设，推动城市内涝治理	全面排查城市防洪排涝设施薄弱环节，系统建设城市排水防涝工程体系、加快构建城市防洪和排涝统筹体系、着力完善城市内涝应急处置体系、强化实施保障。
2022.3	住房城乡建设部、国家发展改革委	《关于做好 2022 年城市排水防涝工作的通知》	加快建立城市排水防涝工程体系	加快建立“源头减排、管网排放、蓄排并举、超标应急”的城市排水防涝工程体系。依托国家重大建设项目库，将“十四五”规划城市防洪排涝重大工程项目台账中的各项任务逐一落实到具体建设项目，组织做好项目入库、按时填报项目进展。
2022.2	国务院	国务院政策例行吹风会	加快构建国家水网，加快推进重大水利工程建设，加强农村供水保障工作	加快构建国家水网，进一步加快推进重大水利工程建设，努力扩大在建项目投资规模，为做好“六稳”“六保”工作、稳定宏观经济大盘、推动新阶段高质量发展作出水利贡献。制定巩固农村供水脱贫攻坚成果工作方案，强化工程的管理管护，将按照乡村振兴战略实施要求，坚持问题导向，加快补齐农村供水设施短板，加强水质保障和工程管护。
2022.2	国务院	《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	修复水毁灾损农业、水利基础设施，加强水利基础设施、水利体系建设	意见提及“修复水毁灾损农业、水利基础设施，加强沟渠疏浚以及水库、泵站建设和管护”、“强化农业农村、水利、气象灾害监测预警体系建设”。加强水利基础设施、水利体系建设。
2021.12	水利部	《关于实施国家水网重大工程的指导意见》	明确了加快推进国家水网重大工程建设的主要目标，重点围绕完善水资源优化配置体系，系统部署各项任务措施	指导意见要求，到 2025 年建设一批国家水网骨干工程，有序实施省市县水网建设，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智慧化等短板和薄弱环节，水安全保障能力进一步提升。在完善水资源优化配置体系方面，建成一批重大引调水和重点水源工程，新增供水能力 290 亿立方米，水资源承载能力与经济社会发展适应性明显增强；城乡供水保障水平进一步提高，农村自来水普及率达到 88%；大中型灌区灌排骨干工程体系逐步完善，新增、恢复有效灌溉面积 1,500 万亩。
2021.12	国家发展改革委、水利部	《关于印发水利领域相关中央预算内投资专项管理办法的通知》	明确国家水网骨干工程专项支持范围，明确中央预算内投资的支持标准和安排方式	出台《国家水网骨干工程中央预算内投资专项管理办法》和《水安全保障工程中央预算内投资专项管理办法》2 个中央预算内投资专项管理办法，明确了国家水网骨干工程专项支持范围，同时明确了中央预算内投资的支持标准和安排方式。
2021.12	水利部	《“十四五”水库除险加固实施方案》	加快病险水库除险加固工作	将水库除险加固和运行管护纳入“十四五”有关规划和工作计划以及河湖长制考核体系，建立完善工作机制，细化实化政策措施，保障地方资金投入，加强项目监督管理，确保各项重点任务落到实处。
2021.8	水利部、国家发展改革	《关于做好农村供水保障工作的指导意见》	加强落实农村供水保障工作	要求农村集中供水工程发挥政府投入引导作用，由地方各级人民政府负责落实。对于中型水库等水源工程建设，可以结合现有投资渠道，争取中央预算内投资适当补助。对于农村供水工程维修养护和小型水库建设，中央财政通过现有转移支付渠道给予适当补助。地

	委、财政部等9部门			方要多渠道筹集工程建设资金，合理安排政府投入，用于农村供水工程建设和改造。将符合条件的农村供水工程建设和改造项目纳入地方政府专项债券支持范围。脱贫地区要统筹整合财政涉农资金，支持农村供水工程建设，并将农村供水工程建设纳入巩固拓展脱贫攻坚成果和乡村振兴项目库，有序安排实施。
2021.6	国家发展改革委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	将具有供水、发电等功能的水利设施建设项目纳入试点范围	REITs试点工作区域范围扩充，试点覆盖行业大幅扩容，其中与水相关的包括能源基础设施中的水力发电、市政基础设施中的城镇供水、生态环保基础设施中的城镇污水垃圾处理及资源化利用，并明确将“具有供水、发电等功能的水利设施”纳入试点范围。
2021.4	国务院	《国务院办公厅关于加强城市内涝治理的实施意见》	要求系统建设城市排水防涝工程体系，提升城市排水防涝工作管理水平，统筹推进城市内涝治理工作	要求系统建设城市排水防涝工程体系，提升城市排水防涝工作管理水平，统筹推进城市内涝治理工作。保障措施上落实工作责任、加大政府投入力度、多渠道筹措资金、加强用地保障、建立健全工作制度。
2021.3	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加强水利基础设施建设	立足流域整体和水资源空间均衡配置，加强跨行政区河流水系治理保护和骨干工程建设，强化大中小微水利设施协调配套，提升水资源优化配置和水旱灾害防御能力。坚持节水优先，完善水资源配置体系，建设水资源配置骨干项目，加强重点水源和城市应急备用水源工程建设。实施防洪提升工程，解决防汛薄弱环节，加快防洪控制性枢纽工程建设和中小河流治理、病险水库除险加固，全面推进堤防和蓄滞洪区建设。加强水源涵养区保护修复，加大重点河湖保护和综合治理力度，恢复水清岸绿的水生态体系。
2020.7	国务院	国务院政策例行吹风会	计划2020年至2022年重点推进150项重大水利工程建设	会议强调，要按照市场化、法治化原则，深化投融资体制机制改革，落实水价标准和收费制度，建立合理回报机制，扩大股权和债权融资规模，以市场化改革推动加快水利工程建设。计划2020年至2022年重点推进150项重大水利工程建设，总投资约1.29万亿元。
2020.3	水利部	《水利部办公厅关于印发2020年水利工程建设工作要点的通知》（办建设[2020]41号）	加快推进重大水利工程实施	加快推进重大水利工程实施，持续提升建设质量开展小型水库除险加固攻坚行动；全面推进水利薄弱环节建设完善水利建设市场监管体系，净化水利建设市场环境强化基础工作；健全水利建设法规技术标准体系推进水利工程建设监管信息化，提升现代化水平务求实效；进一步做好水利援藏和扶贫工作。

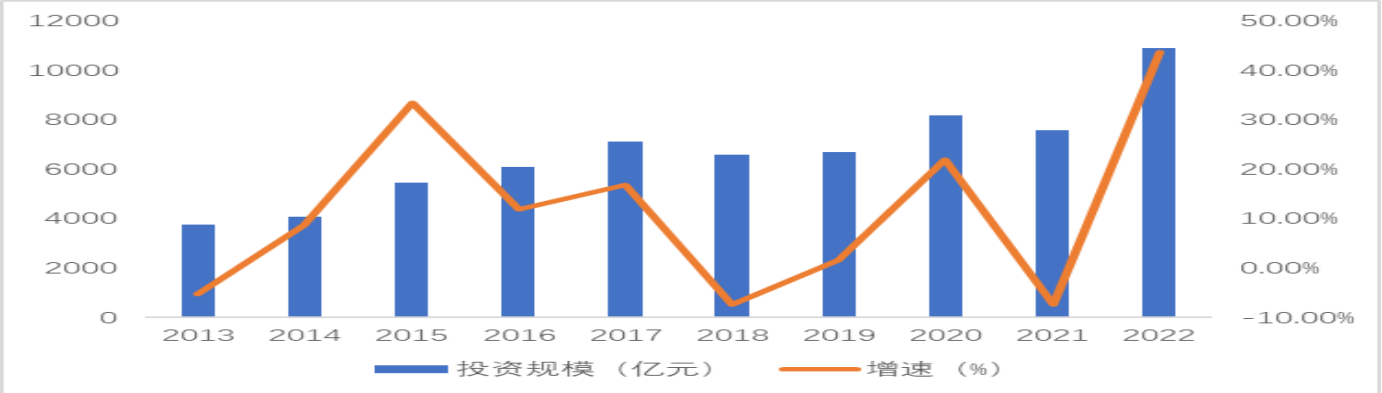
资料来源：政府网站公开资料，中诚信国际整理

水利投资方面，近年来我国水利建设投资规模整体呈快速增长态势，2022年我国水利建设投资达10,893亿元，较上年增长44%，首次突破1万亿元。其中，广东、云南、浙江、湖北、安徽等12个省份完成投资额度超过500亿元。从投资方向来看，主要聚焦水利基础设施联网、补网、强链，重点在以下四个领域：一是加快流域防洪工程体系建设，完成投资2,964亿元；二是大力实施国家水网重大工程，完成投资4,179亿元；三是围绕复苏河湖生态环境，加强水生态修复保护，完成投资2,132亿元；四是推进水文基础设施、数字孪生流域、三峡后续等项目建设，完成投资810亿元。

投资资金方面，由于水利项目一般具有投资规模大、建设运营周期长等特点，目前我国水利行业投资资金仍主要来自中央及地方政府。随着水利行业投资规模的不断加码，配套资金政策陆续出台，建设资金来源也逐步多元化。除传统的财政资金外，专项债、PPP、基础设施REITs、银行贷款已成为水利行业的重要资金来源。2022年水利投资相关主体充分发挥市场机制作用，全力争取地方政府专项债券、政策性开发性金融工具支持，联合金融机构制定一系列含金量高、操作性强的金融信贷支持水利政策，积极推进水利基础设施政府和社会资本合作（PPP）模式发展以及投资信托基金（REITs）试点，使得水利投融资改革取得明

显成效。2022 年我国全年累计落实水利建设投资 11,564 亿元，较上年增长 44%，其中，利用地方政府专项债券 2,036 亿元，较上年增长 52%；金融信贷和社会资本 3,204 亿元，较上年增长 78%，金融贷款和社会资本占比持续提升，对政府资金的依赖有所降低，整体融资结构更趋合理。

图 1：2013~2022 年我国水利建设完成投资情况



数据来源：水利发展统计公报，中诚信国际整理

从水利项目布局规划来看，2022 年 2 月 3 日，2023 年水利规划计划工作座谈会议要求，2023 年我国要积极推进南水北调后续工程高质量发展，大力推进国家水网重大项目建设；全面推进七大流域防洪规划修编，加快重点规划编制审批；加快推进项目前期工作，加快完善七大江河流域防洪工程体系；努力扩大投资规模，推进水利 PPP 模式发展和 REITs 试点实现突破；全力做好重大战略水利规划落实，突出抓好生态环境问题整改；大力推进数字孪生水利建设。

目前，多地政府已发布 2023 年水利投资计划。其中，广东省 2023 年计划安排水利建设项目 4,482 个，年度计划投资 1,005 亿元，广东省水文能力提升、深汕特别合作区引水工程、韩江干流治理、鉴江干流治理工程将力争实现年内开工建设，大湾区堤防巩固提升、东江干流治理、北江干流治理等项目争取年内批复立项；河北省 2023 年水利投资规模将达 700 亿元，同比增长 20%左右；山东将以建设国家省级水网先导区为抓手，以健全完善水资源调配体系、水灾害防御体系、水生态保护体系、智慧化水网体系“四个体系”为重点，2023 年锚定完成水利建设投资 600 亿元以上目标，不断推动水利高质量发展；2023 年，四川省将重点推进“一主一片”骨干水网建设，抓好引大济岷、安宁河流域水资源配置打捆工程，启动长征渠工程，以引大济岷和长征渠构建成渝地区双城经济圈高质量发展天府水网“大动脉”“新干线”，力争落实各类水利投资 500 亿元以上；河南省围绕完善流域区域防洪工程体系、加快构建现代水网、复苏河湖生态环境、推进数字孪生水利建设等目标路径，2023 年全年力争完成四水同治项目投资 1,200 亿元以上、全口径水利投资 500 亿元以上；甘肃省 2023 年计划水利投资力争达到 230 亿元；黑龙江省全年计划落实水利投资 100 亿元以上，着力在“水旱灾害防御、水资源管理保护、水生态修复治理、重大水利工程建设”等方面取得新突破；2023 年，西藏自治区水利系统力争落实水利投资 50 亿元，完成重点项目投资 36.14 亿元。整体来看，2023 年我国水利建设投资仍将保持较大体量。

二、水利基投数量及存续债规模在全部存续基投中占比均较小[1]，但整体行政层级及信用资质相对较高；由于水利基建项目通常具有投资周期长、投资规模大、公益性强等特点，中央及地方政府给予了有力支持。未来，随着水利改革的逐步深入及政府债务风险管控力度的加强，叠加水利基投项目业务模式的转变，水利基建仍有较大的发展空间，但亦将面临较大的资本支出压力，同时需关注其他市场化业务扩张可能引发的经营风险及财务风险

从定义上来看，水利工程是用于控制和调配自然界的地表水和地下水，达到除害兴利目的而修建的工程。也称为水工程。就分类而言，水利工程按目的或服务对象可以分为预防洪涝灾害的防洪工程、用于灌溉的农田水利工程、用于产生能源的水力发电工程，以及用于船舶运输的航道港口工程。此外，还有兼具防洪、灌溉、发电、航运等多种功能的综合性水利工程。由于水利工程涉及范围广，施工时间长，往往规模较大，投资周期较长，并且以公益性项目为主，收益性较弱，特别是仅用于防洪治理、农田灌溉等项目无法直接产生收入，投资资金主要来自于中央及地方政府，而其他类型的水利项目可以通过供水、水力发电等获得一定收益，因此投资方式及资金来源更为丰富，并逐渐引入了社会资本及债务性资金的投入。从投资主体来看，重大水利水电工程以央企投资为主力，水利基投作为地方水利项目的投融资主体，对于完善水利基础设施亦发挥重要作用。

根据《中诚信国际债券市场行业分类标准》（2022 版），截至 2022 年 9 月末，有存续债券的基础设施投融资企业共计 2,069 家，存续债券余额合计 122,012.83 亿元；其中水利基投 35 家，存续债券余额合计 1,285.47 亿元，水利基投数量及存续债规模在全部基投中的占比均较小。具体分布方面，从区域来看，截至 2022 年 9 月末多数省份有存续债券的水利基投个数集中在 1~3 家，贵州省、四川省和湖南省发债水利基投数量较多，分别为 7 家、5 家和 4 家；从实际控制人行政层级来看，省级、地市级、区县级水利基投占比分别为 31%、32%和 37%，与基投整体行政层级分布相比，水利基投行政层级相对更高，且实际控制人属省级的占比显著高于其他基投；基于该特征，从主体信用资质[2]来看，存续水利基投中 AAA、AA$^+$、AA 分别有 7 家、10 家和 17 家，其中 AA$^+$及以上信用等级的占比为 49%，高于全部存续基投中 AA$^+$及以上的占比（37%），整体来看，水利基投整体信用资质相对较优。

图 2：存续基投实际控制人行政级别分布（占比）

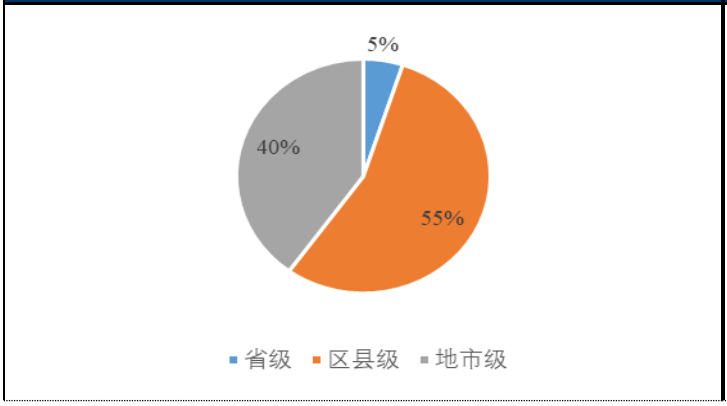
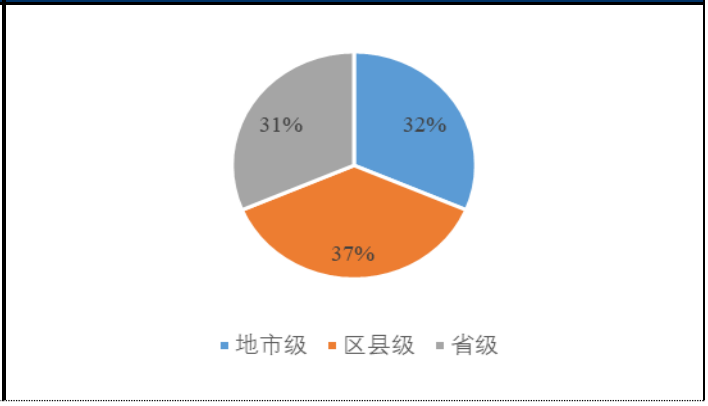


图 3：水利基投实际控制人区域分布（占比）

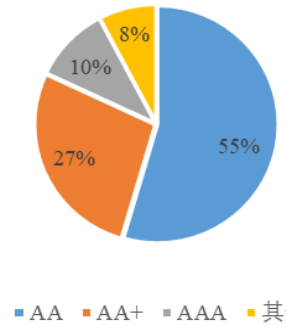


[1] 本文“水利投资类基础设施投融资企业”简称“水利基投”，“基础设施投融资企业”简称“基投”。水利基投是基投行业的细分，是指以水利工程项目投资为主业的基投主体，故不包含水利类央企、水电企业等；样本统计口径为公开市场有存续债的水利基投主体。

[2] 本文统计依据为存续基投主体公开披露的最高信用等级。

数据来源：中诚信国际区域风险数据库

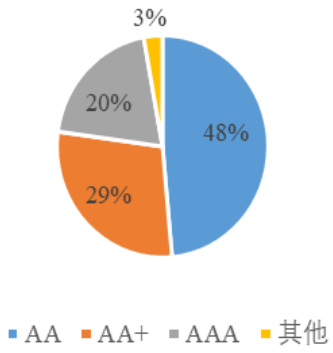
图 4：截至 2022 年 9 月末存续基投主体级别分布（占比）



数据来源：中诚信国际区域风险数据库，choice

数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 5：截至 2022 年 9 月末存续水利基投主体级别分布（占比）



数据来源：中诚信国际区域风险数据库，choice

随着水利改革的逐步深入及政府债务风险管控力度的加强，水利基投在参与地方水利基础设施投资领域的资金来源、投资模式上亦有所演变。从水利基投平台发展初期的 BT 模式、直接投资，到近年来转变为以自建自营模式为主，水利基投业务开展模式发生了显著变化。总体来看，水利基投在经营发展过程中的投资资金来源呈多元化特征，涵盖中央水利资金、中央预算内资金、地方财政资金、地方政府债券、自有资金、社会资本及金融机构借款等。未来各地水利基建仍有较大投资需求，作为水利项目的投融资主体，水利基投面临的发展机遇良好，但亦存在较大的资本支出压力，如何平衡机遇与挑战、合理运用和统筹各类资金、完善投融资机制并提高项目管理能力，对于水利基投未来业务的持续稳定经营尤为重要。

表 2：水利基投业务开展模式

	BT 模式	直接投资	PPP 模式	自建自营
资金来源	财政拨付	资本金注入	建设期：项目贷款 运营期：可行性缺口补助	自有资金/财政拨款/政府专项债
投资模式	水利基投接受委托代建，先行垫付资金，完工后政府回购	水利基投作为出资人参与建设任务，地方政府给予资本金注入、财政补贴等支持	水利基投可代表政府出资，也可作为社会资本方，或与他方合作成立项目公司	顺应市场化转型，水利基投使用多种渠道筹集资金，政府给予一定特许经营权
特点	可能涉及构成政府隐性债务	多由大型省级水利基投采用，自身资金压力相对较小	水利项目公益性强、预期收益低	资金来源渠道广泛，近年来专项债倾斜力度大

资料来源：政府网站公开资料，中诚信国际整理

以水发集团有限公司、云南省水利水电投资有限公司、贵州省水利投资(集团)有限责任公司、河南水利投资集团有限公司、重庆市水利投资(集团)有限公司、江西省水利投资集团有限公司（以下分别简称“水发集团”、“云南水投”、“贵州水投”、“河南水投”、“重庆水投”、“江西水投”）6 家省级水利基投为例[3]，不同区域的水利基投亦呈现出不同特点，例如水发集团位于经济财政实力较强的山东省，其收入规模、净利润规模、经营活动净现金流等在省级水利基投中均位居前列；同时，在政府支持方面，除常规性的政府补助以外，水

[3] 选取依据为资产排名前六位的省级水利基投；截至 2021 年末，上述 6 家省级水利基投总资产分别为 1,679.86 亿元、1,387.96 亿元、1,341.11 亿元、850.59 亿元、771.14 亿元和 670.84 亿元。

发集团还获得省内其他涉水涉农国企的股权划入等支持；相比之下，区域实力偏弱的云南水投和贵州水投在收入规模、净利润规模及经营活动净现金流等财务数据方面明显低于水发集团，政府支持方面也以资金注入和资产收益权为主。

从收入多样性来看，近年来，许多水利基投在供水、污水处理等传统水务业务的基础上不断延伸业务领域，进行相关多元化和市场化转型，扩大收入来源。涉水业务涵盖供水、污水处理、水利类工程施工、设备安装等经营性业务，随着市场化转型步伐的加快，部分水利基投逐步涉足清洁能源、贸易、项目投资、文化旅游等其他业务，如水发集团在 2021 年进一步整合并购清洁能源类子公司，且投产项目不断增加，清洁能源和环境环保业务收入同比大幅增长，但与此同时财务杠杆水平也随之提升，在省级水利基投样本中总资本化比率最高，因此需要关注市场化业务扩张可能导致的业务及财务风险。

表 3：2021 年省级水利基投对比

	水发集团	云南水投	贵州水投	河南水投	重庆水投	江西水投
地区	山东省	云南省	贵州省	河南省	重庆市	江西省
控股股东及持股比例	山东省国资委 70.00%	云南省建设投资控股集团有限公司 100.00%	贵州省国资委 91.31%	河南省人民政府 100.00%	重庆市国资委 100.00%	江西省国有资本运营控股集团有限公司 100.00%
职能及地位	山东省省属最重要的水利基础设施投融资主体	云南省最重要的水利工程项目投资建设和运营主体	贵州省重要的水利基础设施投融资主体	河南省核心的水利工程建设项目的投融资主体	重庆市重要的水利基础设施建设及运营主体	江西省唯一的省级水利基础设施建设主体
政府支持	省财政厅专项资金注入；省内其他涉水涉农国企的股权划入	水利固定资产注入、水利项目建设资本金注入、相关资产收益权归公司	持续注资增强资本实力、政府补助	南水北调配套工程，相关资产收益权归公司	土地资产注入、建设资金注入	国有股权、中央及省级财政拨付资金、省级地方政府债券资金及专项补助预算资金进行增资
核心业务及收入占比	水务 19.55%、现代农业 39.19%、清洁能源 23.25%	售水业务 56.12%、贸易业务 31.49%	工程施工 32.08%、水务 21.75%、物资销售 21.97%	项目投资 52.88%、水费 12.84%、商品房销售 6.52%	自来水销 41.21%、发电 14.83%	工程施工 28.71%、安装业务 18.05%、供水 16.37%
总资产（亿元）	1,679.86	1,387.96	1,341.11	850.59	771.14	670.84
所有者权益合计（亿元）	382.55	1013.02	675.31	284.00	404.12	228.02
总债务（亿元）	966.37	365.34	555.38	511.94	240.00	337.72
总资本化比率（%）	71.64	26.51	45.13	64.32	37.26	59.70
营业总收入（亿元）	770.38	15.53	40.70	50.02	32.57	56.51
净利润（亿元）	12.80	-2.16	1.44	3.14	0.46	2.93
EBITDA（亿元）	103.00	6.78	10.90	31.20	13.41	18.35
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.09	0.41	0.36	0.07	1.70	1.44
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	35.72	-1.64	1.51	13.36	5.14	3.86
可用银行授信余额（亿元）	489.60	263.19	388.40	860.29	255.87	279.52
债券融资余额（亿元）	151.30	5.00	66.40	78.50	36.00	117.00
债券融资余额（亿元）	151.30	5.00	66.40	78.50	36.00	117.00

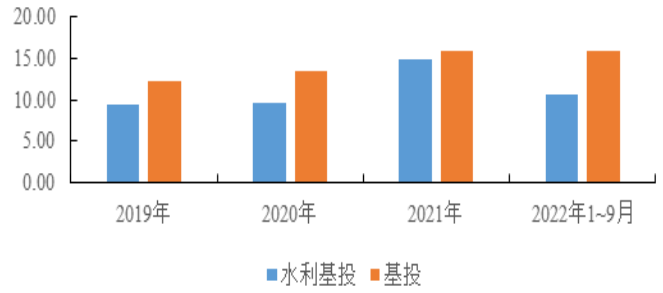
资料来源：公开资料

注： 水发集团、云南水投、河南水投、重庆水投、江西水投授信额度为截至 2022 年 3 月末数据；

三、2021 年以来，水利基投营收能力持续改善，盈利能力有所波动，且利润总额仍高度依赖政府补助，获现能力亦有所下滑；资产规模和资产负债率持续扩张，短期债务占比有所提升占比高于基投整体水平，存在一定短期流动性压力；在当前地方财政承压、融资环境趋严的背景下，水利基投信用风险分化或将进一步加剧

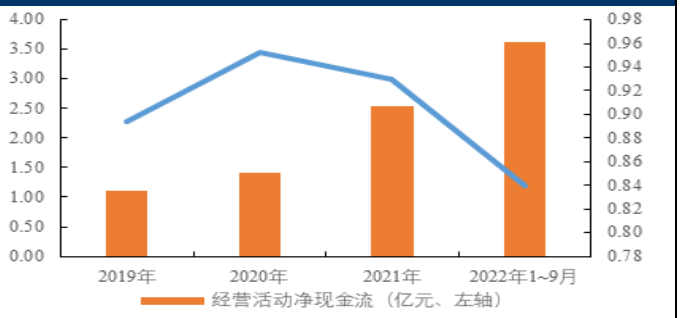
盈利能力方面，随着相关政策持续出台，我国水利基础设施建设不断加快，相关水利基投平台收入规模总体呈扩大趋势，2019~2021 年水利基投营业收入中位数持续增长，营收能力持续改善，但规模低于同期基投整体水平。2022 年 1~9 月，水利基投营收中位数有有所下滑；利润总额方面，2019~2021 年水利基投利润总额有所波动，且规模亦低于基投整体水平。此外，与整体基投的利润高度依赖政府补助特征一致，近年来水利基投利润总额中政府补助占比（均值）基本在 50%以上，2021 年超过全部基投占比。获现能力方面，2021 年以来水利基投收现比呈下滑趋势，主营业务回款情况有所弱化。

图 6：2019~2021 年及 2022 年 1~9 月基投和水利基投营业收入（中位数）（亿元）



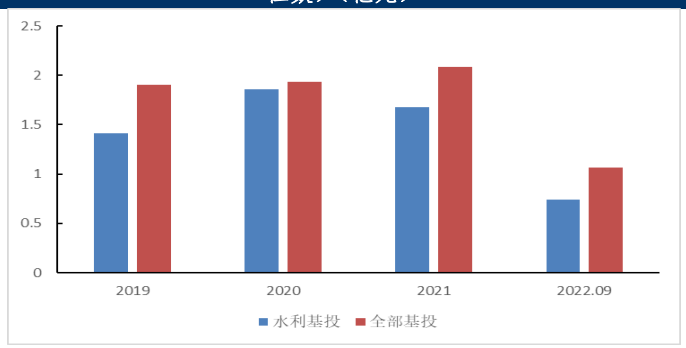
数据来源：choice，中诚信国际整理

图 7：2019~2021 年及 2022 年 1~9 月水利基投经营活动净现金流、收现比（中位数）



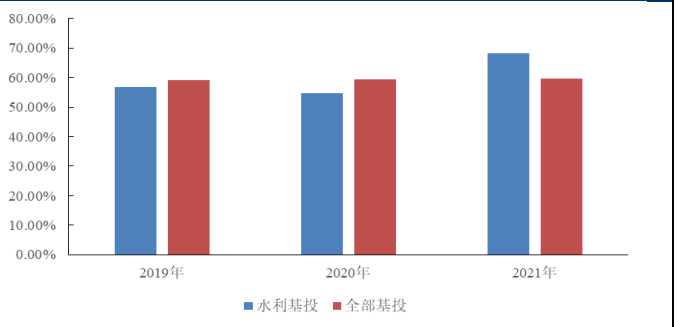
数据来源：choice，中诚信国际整理

图 8：2019~2021 年及 2022 年 1~9 月基投和水利基投利润总额（中位数）（亿元）



数据来源：choice，中诚信国际整理

图 9：2019~2021 年基投和水利基投政府补助/利润总额（平均值）

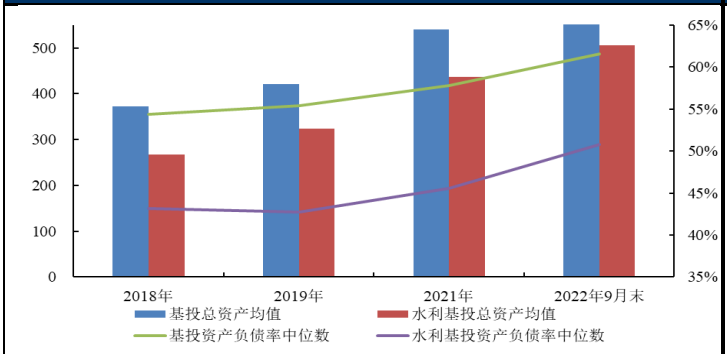


数据来源：choice，中诚信国际整理

资本结构方面，近年来基投和水利基投总资产规模均持续扩张，但水利基投总资产规模均值低于全部基投，资产负债率中位数始终在 55%以下，亦低于基投整体水平，资本结构相对稳健；债务方面，2021 年以来基投和水利基投总债务均继续呈扩张趋势，水利基投债务中位数低于基投整体；从债务结构来看，基投和

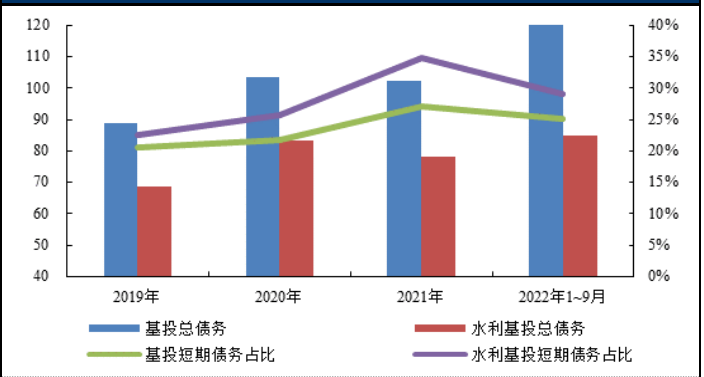
水利基投均以长期债务为主，2019~2021 年短期债务占比均呈上升态势，但水利基投短期债务中位数持续高于基投整体短期债务中位数。2022 年 9 月末，水利基投及基投整体短期债务占比均较 2021 年末有所下降。

图 10：2019~2021 年及 2022 年 9 月末基投和水利基投资产总额及资产负债率情况（亿元）



数据来源：choice，中诚信国际整理

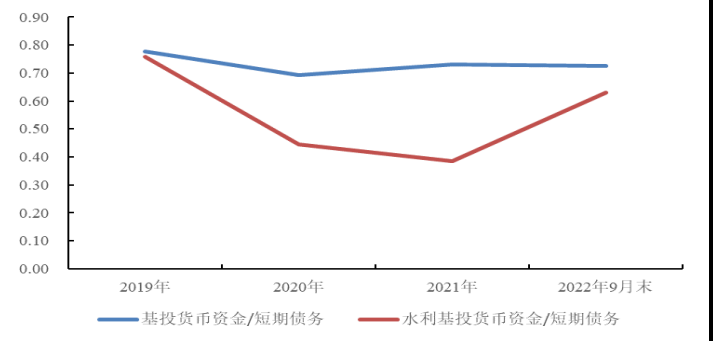
图 11：2019~2021 年及 2022 年 9 月末基投和水利基投总债务（亿元）及短期债务占比情况（中位数）



数据来源：choice，中诚信国际整理

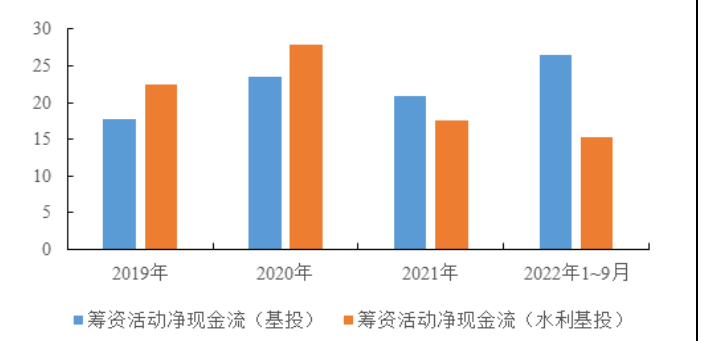
偿债能力方面，2021 年基投及水利基投筹资能力均有所下滑，筹资活动净现金流下降，水利基投净流入规模低于基投整体，其筹资活动现金流入包含央地财政资金注入及外部融资等。债务结构方面，2019~2021 年水利基投货币资金/短期债务持续下降，2022 年有所回升，但仍低于基投整体，说明水利基投短期流动性压力更为突出，在当前地方财政承压、融资环境趋严的背景下，水利基投信用风险分化或将进一步加剧。

图 12：2019~2022 年 9 月末基投和水利基投偿债能力指标（中位数）



数据来源：choice，中诚信国际整理

图 13：2019~2022 年 9 月基投和水利基投筹资活动净现金流（亿元）（均值）



数据来源：choice，中诚信国际整理

四、总结

随着相关政策持续出台，我国水利基础设施建设不断加快，2022 年我国水利建设投资大幅增长，首次突破万亿大关；同时，国家积极推进水利建设 PPP 模式发展和 REITs 试点，使得水利投融资改革取得明显成效，建设资金来源逐步多元化，对政府资金的依赖有所降低，整体融资结构更趋合理。目前多地政府已发布 2023 年水利投资计划，明确加快布局和完善水利设施建设，预计全年水利建设投资规模仍将保持较大体量，作为承担地方水利基础设施建设的重要载体，水利基投面临良好的发展机遇，业务可持续性有望得到进一步提升。

尽管水利基投业务开展模式发生了显著变化，但受制于水利项目投资规模大、建设周期长、公益属性强等特征，水利基投盈利空间仍较为有限，盈利实现仍高度依赖于政府补助。同时，尽管水利设施领域融资渠道逐步多元化，但对财政资金、银行贷款的依赖度仍较高，水利基投依然存在较大的投资支出及融资压力。叠加当前地方财政承压、融资环境趋严，水利基投信用风险分化或将进一步加剧，同时需关注其他市场化业务扩张可能引发的经营风险及财务风险。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
周 飞	政府公共评级一部	高级分析师
彭 喆	政府公共评级一部	助理分析师

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同 2 号银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：http://www.ccxi.com.cn

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD:Building 6,Galaxy SOHO.No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Doncheng District, Beijing,PRC.100010
TEL:（86010）66428877
FAX:（86010）66426100
SITE: http://www.ccxi.com.cn