

2020.6.03

水务行业展望报告 (下篇-信用表现)



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

水务行业展望报告（下篇）

联合资信 联合评级 公用事业部 王 治 楚方媛 张 铖

摘要

2019 年以来，水务企业债券发行数量和规模明显增加，在宏观环境逆周期调节背景下，预期水务企业债券发行规模仍将保持一定规模。2019 年，水务企业短期债券发行主体中，AA+级为短期债券发行主体的主要集中级别，并呈现向 AAA 级集中的趋势；长期债券的信用级别呈现向 AAA 级和 AA+级集中的趋势。2019 年以来，宽信用政策效果明显，信用债市场继续回暖，水务企业平均发债利率与利差整体上呈下降趋势，且低于整体债券市场发债利率与利差均值，水务企业所发债券市场认可度较高。

一、发债企业信用表现

（一）水务企业信用级别分布和调整情况

虽然水务企业数量众多，但是区域分布较为分散，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 2020 年 4 月底，全国 56 家发债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 33.93%、39.29%和 21.43%，其中 AAA 级别的水务企业存续债券余额 719.11 亿元，规模占比最大。

2019 年以来，56 家发债水务样本企业中有 3 家主体信用级别发生了变化，其中 2 家公司级别上调，1 家公司级别下调。

表 3 2019—2020 年 4 月水务企业主体级别变动情况

企业名称	调整前级别	调整后级别	评级机构
义乌市水务建设集团有限公司	AA ⁻	AA	中诚信证评

福州市水务投资发展有限公司	AA	AA ⁺	上海新世纪
北京桑德环境工程有限公司	AA	B	中诚信国际

资料来源：联合资信整理

（二）水务企业债券发行情况

2019 年以来，水务企业债券发行数量和规模明显增加，在宏观环境逆周期调节背景下，预期水务企业债券发行规模仍将保持一定规模。

2019 年，市场资金面整体较上年宽松，在再融资需求的推动下，非金融企业前期积累的融资需求得到一定释放，同时在环保治污政策不断推进、水利项目投资规模持续加大的背景下，2019 年，共有 37 家水务企业发债，同比增加 13 家，共计发行债券 102 只，发行数量较上年增长 70.00%；发行规模合计 602.99 亿元，同比增长 36.12%，发行时间相对集中在 2019 年下半年。2020 年 1—4 月，共有 23 家水务企业发债，共计发行债券 40 期，发行规模 225.70 亿元，相当于 2019 年全年发行规模的 37.43%，数量和规模分别较上年同期增长 11.11% 和 10.26%。

从发行方式看，2019 年水务企业以公募发行为主，发行数量和发行规模分别占当年发行总量的 81.37% 和 85.65%。2020 年 1—4 月，水务企业仍以公募发行为主，水务企业公募发行数量和规模占当期发行总量的比重较 2019 年进一步提升，分别为 85.37% 和 91.62%。

从发行品种看，2019 年，水务企业发行的中期票据和超短期融资债券规模占比较高，合计发行数量和发行规模分别占当年发行总量的 61.76% 和 57.88%；2020 年 1—4 月，中期票据的发行规模最大，企业债券发行数量有所下降，公司债券发行数量有所增长。

表 4 2018 年—2020 年 4 月水务企业发行债券情况（单位：期、家、亿元、%）

债券类型	发行期数				发行家数				发行规模				每期平均发行规模			
	2018 年	2019 年	增幅	2020 年 1-4 月	2018 年	2019 年	增幅	2020 年 1-4 月	2018 年	2019 年	增幅	2020 年 1-4 月	2018 年	2019 年	增幅	2020 年 1-4 月
超短期融资券	21	36	71.43	10	9	17	88.89	7	96.00	161.99	68.74	28.00	4.57	4.50	-1.53	2.80
短期融资券	3	9	200.00	7	2	5	150.00	6	22.00	49.50	125.00	37.00	7.33	5.50	-24.97	5.29
中期票据	16	27	68.75	15	12	20	66.67	11	146.50	187.00	27.65	104.00	9.16	6.93	-24.34	6.93

PPN	9	12	33.33	4	6	5	-16.67	3	37.50	51.50	37.33	10.00	4.17	4.29	2.88	2.50
企业债券	1	4	300.00	1	1	2	100.00	1	10.00	44.00	340.00	8.70	10.00	11.00	10.00	8.70
公司债券	10	14	40.00	4	7	8	14.29	4	131.00	109.00	-16.79	39.00	13.10	7.79	-40.53	9.75
一般公司债	3	7	133.33	2	4	4	0.00	2	41.00	74.00	80.49	30.00	13.67	10.57	-22.68	15.00
私募债	7	7	0.00	1	3	4	33.33	1	90.00	35.00	-61.11	8.00	12.86	5.00	-61.12	8.00
合计	60	102	70.00	41	24	37	54.17	23	443.00	602.99	36.12	226.70	7.38	5.91	-19.92	5.53

注：发行家数合计数为发行债券主体数量，并非单项数合计

资料来源：联合资信整理

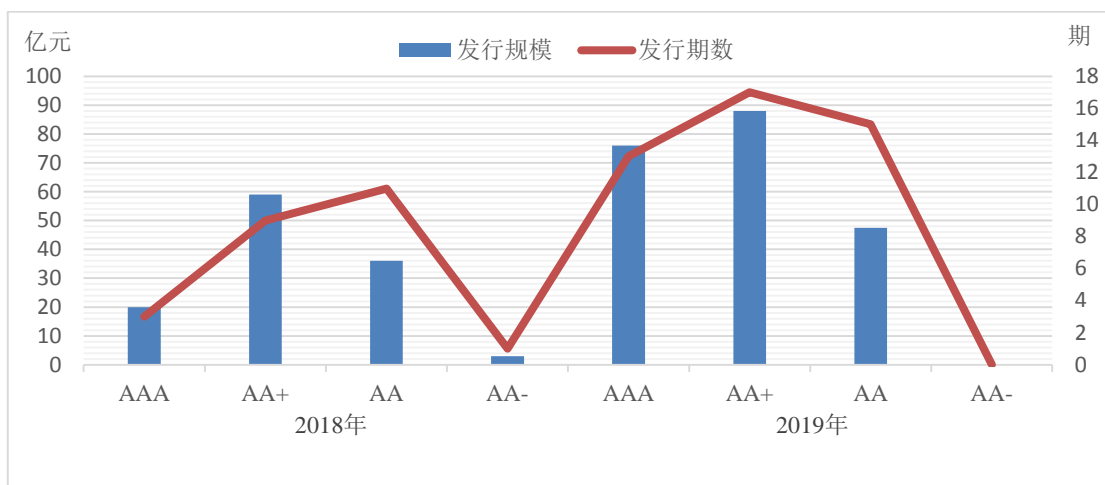
2019年，水务企业短期债券发行主体中，AA⁺级为短期债券发行主体的主要集中级别，并呈现向AAA级集中的趋势。

从发行期数来看，2019年各等级水务企业所发短期债券（指短期或超短期融资券，下同）的期数分布主要集中在AA以上级别，合计占比（100.00%）较上年（95.83%）进一步上升。其中，AA级和AA⁺级主体所发短期债券的期数均超过AAA级，期中AA占比从上年的45.83%下降至33.33%，AA⁺占比从的37.50%小幅上升至37.78%，位居前两位；AAA级主体所发短期债券的期数占比（28.89%）较上年（12.50%）有所上升；AA⁻级主体未发行短期债券（上年发行期数1期）。短期债券发行期数呈现向AAA级和AA⁺级集中趋势。

从发行规模来看，2019年，AA⁺级水务企业所发短期债券的规模占比下降至41.61%，AA级水务企业占比较上年下降至22.46%，短期债券发行规模呈现向AAA级集中的趋势。2020年1—4月，AA⁺级和AA级为主要发行主体，占比分别为35.29%和47.06%，AAA级主体发行期数占比17.65%；发行规模合计65.00亿元，AAA、AA⁺和AA级所发短期债券的规模占比分别为18.46%、41.54%和40.00%，AA⁺级水务企业所发短期债券规模较上年同期进一步上升。

整体来看，短期债券发行主体的信用级别呈现向AAA级和AA⁺级集中趋势。

图 14 2018—2019年水务企业发行的短期债券级别和发行分布情况



资料来源：联合资信整理

2019年，水务企业所发中长期债券的信用级别呈现向AAA级和AA+级集中的趋势。

从发行期数来看，2019年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）的信用级别全部集中在AA以上级别，其中AA+级中长期债券的发行期数占比（47.37%）位居第一，较上年（38.89%）有所提升；其次为所发AA级中长期债券，发行期数占比（19.30%）较上年（38.89%）有所下降；AAA级中长期债券的发行期数占比（33.33%）较上年（22.22%）有所增长；水务企业所发中长期债券发行期数呈现向AAA级和AA+级集中的趋势。

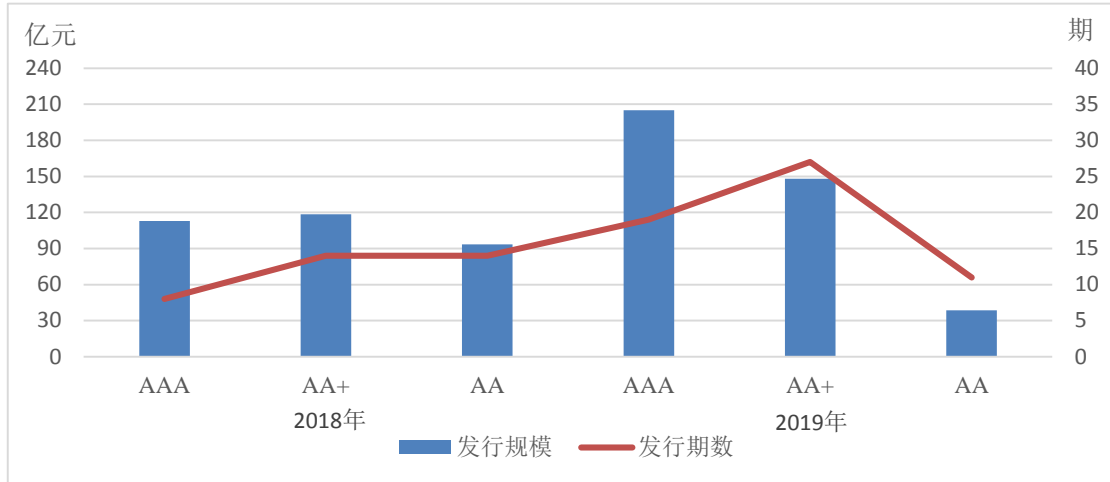
从发行规模来看，2019年水务企业所发AAA级中长期债券的发行规模占比（52.36%）最大，较上年（34.77%）增幅明显；其次为所发AA+级中长期债券，其发行规模占比（37.80%）较上年（36.46%）小幅上升；AA级中长期债券的发行规模占比（9.83%）较上年（28.77%）下降明显；水务企业所发中长期债券发行规模呈现向AAA级集中的趋势。

2020年1—4月，水务企业所发中长期债券的期数全部集中AA以上级别，共发行24期，AAA级占比37.50%，占比最大，为主要发行主体，AA+级和AA级占比分别为33.33%和25.00%；发行规模合计161.70亿元，AAA级所发中长期债券的规模占比为54.42%，AA+级和AA级水务企业所发中长期债券规模占比分别为29.50%和15.46%。

整体来看，水务企业所发中长期债券的信用级别分布呈现向AAA级和AA+

级集中的趋势。

图 15 2018—2019 年水务企业发行的中长期债券信用级别和发行分布情况



注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入
资料来源：联合资信整理

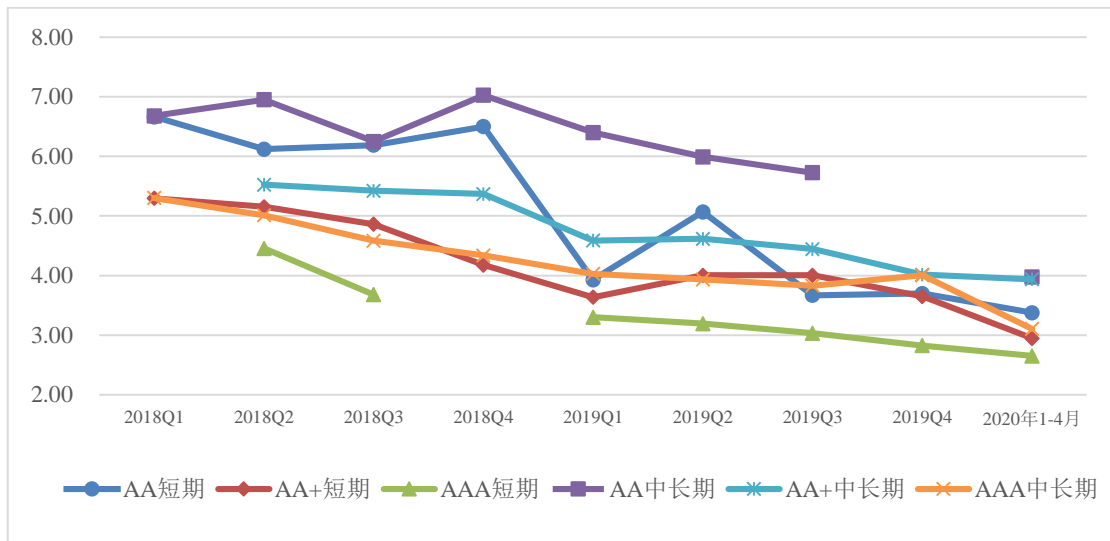
（三）水务企业发债利率、利差水平

2019 年以来，宽信用政策效果明显，信用债市场继续回暖，水务企业平均发债利率与利差整体上呈下降趋势，且低于整体债券市场发债利率与利差均值，水务企业所发债券市场认可度较高。

2019 年以来，各级别水务企业所发不同期限债券利率表现为不同程度的下降趋势。2019 年，水务企业短期债券的平均发行利率为 3.65%，较上年的 5.49% 大幅下降。2020 年 1—4 月，水务企业短期债券平均发行利率（3.10%）较 2019 年进一步下降，且较上年同期平均发行利率（3.58%）也有所下降。

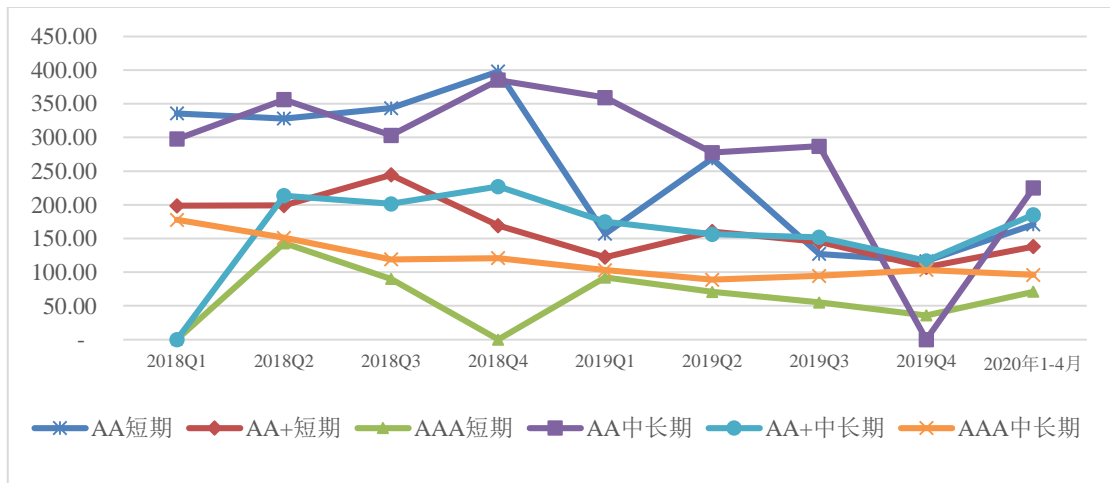
由于各级别水务企业发行不同期限的公司债、企业债数量较少，本文选取期间内水务企业三年期和五年期中期票据的平均发行利率分析。若剔除两家可比性较低的样本，水务企业三年期和五年期中期票据的平均发行利率基本维持在为 4% 左右，较上年同期限利率（5.76% 和 5.06%）有所下降。2020 年 1—4 月，水务企业三年期和五年期中期票据的平均发行利率分别为 3.24% 和 3.89%，较 2019 年利率均值进一步下降。

图 16 2018 年—2020 年 4 月水务企业平均发行利率（单位：%）



资料来源: 联合资信整理

图 17 2018 年—2020 年 4 月水务企业平均发行利差 (单位: BP)



资料来源: 联合资信整理

从发行利差看, 2019 年及 2020 年 1—4 月, 水务企业债券不同级别、不同期限发行利差整体呈下行趋势, 且均低于全市场同级别、同期限券种发行利差均值。其中, 受债市收益率窄幅震荡、发行方式及市场认可度等因素影响, 2020 年 1—4 月, 除 AA 级别中长期和 AAA 级别中长期, 其他级别债券利差均有所走扩。

表 5 2019 年—2020 年 4 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	2019 年		2020 年 1—4 月	
	利率	发行利差	利率	发行利差

	样本 (个)	区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	样本 (个)	区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)
AAA	13	2.50~3.40	3.07	61.32	--	3	2.40~3.05	2.65	70.91	--
AA+	17	3.26~5.40	3.79	128.18	66.84	6	1.89~5.15	2.95	138.06	67.15
AA	15	3.20~6.50	4.01	158.53	30.35	8	2.07~6.10	2.65	170.89	32.83

注：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

资料来源：联合资信整理

表 6 2019 年—2020 年 4 月各等级水务企业所发中长期债券利率和利差分析统计情况

主体 级别	2019 年					2020 年 1—4 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)
AAA	19	3.57~4.49	3.97	99.55	-	9	2.50~3.98	3.10	96.03	-
AA+	27	3.70~6.00	4.45	153.16	53.61	8	3.05~6.50	3.94	185.20	89.17
AA	11	3.80~7.50	5.87	299.25	146.09	6	3.45~4.97	3.98	224.91	39.71

资料来源：联合资信整理

（四）水务企业债券新品种发行情况

2019 年，我国共发行绿色债券 191 期¹，发行规模为 2796.94 亿元，发行期数和发行规模较上年分别增长 49.22% 和 29.58%。其中 4 家水务企业共发行 6 期，发行规模 53.00 亿元，较上年（发行期数 2 期、发行规模 10 亿元）分别增长 200.00% 和 430.00%，新发绿色债券为 AA+ 级别 5 年期的中期票据和 AAA 级别 5 年期、10 年期的企业债，级别相对集中；新发绿色债券平均发行利率为 4.09%，低于 5 年期水务企业非绿色中期票据平均发行利率 4.32% 和 5 年期水务企业非绿色公司债平均发行利率 4.75%。

二、行业展望观点

结合水务行业展望上下篇分析，水务行业属于弱周期行业，受宏观经济、行业政策等方面影响较其他行业相对较小，整体发展较为稳定。在一系列节水政策

¹ 包含资产支持证券，资产支持证券按单数统计

要求下，预期我国用水总量将保持一定规模，但不同用水对象有所分化。随着城镇化进程的持续推进，城镇居民用水人口和用水总量预计将进一步上升；但是在节能减排等政策约束下，生产用水量预期将持续下降。生产、生活用水总量增减对冲，我国城镇总用水需求量预期保持小幅增长趋势，带动污水处理量同向增长。且在城镇供排水基础设施日益完善，污水排放监测系统的逐渐建立背景下，我国水费征收范围将有所扩展。

此外，我国水务行业城乡发展仍存在不平衡。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，目前我国污水处理行业城乡发展存在较大差异，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，但也应关注财力较弱区域污水处理费回款情况和 PPP 项目投资压力；整体看，污水处理行业尚有较大增长空间，城镇污水处理能力预期将进一步提升。

随着我国城镇化进程推进，城镇居民人口的增长，生活生产用水等需求端的增长推动水务行业产能持续释放，预期水务行业整体收入将持续增长。盈利方面，随着水价改革，未来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，在宏观逆周期调节、增加有效投资等政策指导下，水务行业投资规模预期将呈现快速增长趋势，债券发行规模仍将保持一定规模，发债成本预期将维持较低水平。同时，随着项目投资的持续推进，水务企业债务负担预期有所加重，投资活动现金流持续面临净流出态势，资金的有效平衡和现金的及时回流成为水务企业在投资增速较快背景下的重要关注问题。

整体看，水务行业信用风险很低，整体信用展望为稳定。