城投转型专题（4）：公用事业类资产对城投主体信用贡献的再审视

公用一部| 王龄可

2026 年 11 月 16 日

摘要：

供水、供气、公共交通、污水处理等公用事业类资产，是城投平台向城市运营转型阶段重要的存量经营性资源。本文从现金流缓冲、专营优势、业务协同三个维度分析公用事业资产对城投主体的信用支撑逻辑，同时从价格管制、长期刚性资本支出、细分业务结构性分化三方面论证其信用支撑边界。研究表明，公用事业资产能够形成稳定经营性现金流、优化利息覆盖水平，属于城投主体重要的信用稳定要素，但并非无条件信用增益，其盈利弹性有限、自由现金流受资本支出侵蚀，专用性资产变现难度较大，特许经营权不构成固定收益保障，无法独立化解存量债务风险。评级实务中应摒弃两极化判断，按细分业务、区域特征差异化评估，以扣减刚性资本支出后的自由现金流衡量真实偿债资金，审慎核查收费与特许经营相关文件，区分使用者付费与财政补贴，将公用事业板块作为综合信用研判的补充要素。

关键词：城投；城市运营；公用事业；信用评级

正文：

一、引言

在地方政府债务管控、城投平台剥离政府融资职能、向城市综合运营商转型的政策背景下，单纯依靠土地出让回款、政府代建结算的传统城投模式风险持续暴露。土地市场波动拉长回款周期，应收政府款项规模较大、资产流动性偏弱，传统城投主体的偿债来源高度依赖外部财政支持与接续融资，内生造血能力不足成为信用分析的核心痛点。在此背景下，各地政府普遍将供水、燃气、供热等公用事业类存量资产注入城投平台，公用事业板块被市场视作城投平台转型的“现金流压舱石”，成为评级机构

评估主体信用的重要加分项。

但在评级实践中，市场对公用事业类资产的信用贡献认知容易出现两类偏差：一类是过度放大其垄断属性，简单将账面资产规模等同于稳定的偿债来源，忽略价格管制、大额持续资本支出带来的现金流消耗；另一类是仅将公用事业作为准公益性业务，否定其内生现金流价值，忽视特许经营权、用户基础带来的长期收入稳定性。公用事业类资产并非无条件的信用增益，其支撑效力存在明确边界。本文结合城投业务特征与评级分析逻辑，通过分析公用事业类资产的信用支撑价值与约束边界，厘清公用事业类资产对城投主体信用资质的真实贡献，为城投主体信用研判提供客观、严谨的逻辑支撑。

二、公用事业类资产支撑城投主体信用资质的多层逻辑

公用事业是为社会公众生产生活提供必需的普遍性商品或者服务的一系列行业的统称，包括供水、供电、供气、供热等行业，是城镇经济运行和社会发展的重要保障，多数具有自然垄断环节，居民、工商业用户一般具有刚性需求特征，业务收入来源为终端用户缴费。区别于代建业务依赖政府结算的模式，公用事业类资产是城投主体为数不多的使用者付费类资产，所提供的信用支撑主要体现在现金流基础、专营地位、业务协同三个层面。

（一）稳定经营性现金流，构建债务偿还的内生缓冲垫

面向终端用户周期性收费的公用事业业务，回款确定性通常高于传统代建业务，现金流入较为稳定，可在一定程度上改善公司偿债指标；但对于债务规模较大、到期较为集中的城投主体，现金流多用于利息覆盖，覆盖大额到期本金的能力有限；同时，公用事业类专用固定资产变现难度较高，资产处置所能形成的偿债资金有限，需重点关注公司再融资能力与债务到期节奏。

传统城投代建、土地开发业务的现金流入高度依赖财政预算安排，回款周期长、受地方财政收支波动影响明显，经常出现大额应收款项，收入回款质量偏弱。部分公用事业业务面向终端用户收费，如水费、燃气费、供热费可按月或按周期收取，回款确定性通常高于传统代建业务，此类公用板块自身通常能形成持续稳定的经营现金流入，为公司利息支出、刚性债务提供基础缓冲，降低主体对外部融资和财政补贴的单一依赖。以国内某市级城投主体为例，该公司是当地重要的基础设施建设与公用事业运营主体，同时承担区域内基建代建，以及燃气供应等公用事业业务；其所承担的代建项目结算回款存在一定滞后，叠加自建自营项目持续的资本支出，从而形成较大规

模的资金占用，拖累其整体回款质量。截至 2025 年末，该公司燃气业务在当地的市场占有率约为 95%，面向终端居民与工商业用户收费，能为公司提供稳定现金流入；从评级指标看，燃气业务板块贡献的现金流与利润，在一定程度上能够改善公司 EBITDA 规模、提升 EBITDA 对利息的覆盖水平，优化偿债指标表现。

需要明确，公用事业现金流对本息的覆盖能力因主体而异；对于债务规模较大的城投主体，现金流多用于利息覆盖，较难一次性覆盖大额到期本金。公用事业类资产的核心价值是提供持续稳定的现金流缓冲，而非快速变现偿还到期债务。管网、水厂、燃气管网等固定资产专用性较强、变现难度较大、流动性较弱，不能简单将固定资产账面价值视作可快速处置的偿债资产；相关城投主体集中到期本金兑付仍高度依赖外部融资接续，债务到期节奏与再融资空间或将构成主体偿债的关键约束。

（二）专营地位锁定区域业务，保障收入可持续性

公用事业运营主体通过特许经营或政府授权，在特定区域内形成事实上的专营地位，锁定用户与长期收入底盘；收入的确认依据较为清晰、收入连续性不易直接受地方财政波动冲击，但特许经营权不等同于固定收益，政策层面亦明确政府不得承诺固定投资回报，价格调整、运营考核等条款执行情况或将直接影响相关板块盈利与现金流，削弱公用业务形成的偿债缓冲效果。

特许经营是公用事业专营优势的核心制度基础。实践中，部分城投平台的公用事业专营地位形成较早，或通过政府授权、资产划转、历史协议等方式取得。在特许经营协议约定或授权经营确定的地域范围与期限内，部分城投平台通过特许经营或政府授权，取得区域内供水、污水处理、燃气等业务的专营优势，排除同质化竞争，锁定存量用户基数与业务规模，从而产生长期稳定收入，这是公用事业区别于一般市场化业务的关键特征。特许经营协议或授权经营安排一般会明确服务范围、收费对象、调价机制、绩效考核要求，收入的确认依据相对清晰。武汉市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“武汉城投”）作为典型案例，其水务及燃气业务均在武汉市区域内具有专营优势。截至 2025 年末，武汉城投共拥有水厂 12 座、日供水能力达到 500 万吨，承担武汉市城区约 74%的供水任务；下辖管理污水处理厂 11 座、泵站 120 座（含委托运营 75 座）、1,956 公里管网（自管管网长度 339.3 公里）、污水处理能力达到 342.31 万立方米/日（含委托运营 3.26 万立方米/日），可满足武汉市内每日污水处理需求。截至 2025 年末，武汉城投燃气管道长度增加至 1.83 万公里，管道燃气用户数量增至 330 万户。武汉城投上述两业务用户基数稳定，业务需求随城市人口缓慢增长，

不会随短期经济周期大幅波动；即便在地方财政承压阶段，居民水费、燃气费仍可正常收缴，业务收入的连续性不受财政收支直接冲击。需要明确的是，特许经营权不等同于固定收益；《基础设施和公用事业特许经营管理办法》[1]明确规定，政府不得承诺固定投资回报；政府付费只能按规定补贴运营，不能补贴建设成本，不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等任何方式使用财政资金弥补项目建设投资和运营成本。供水、燃气等服务价格审批进度与运营考核结果若不及预期，或将压缩公用业务板块可用于债务偿付的现金流空间。

（三）协同城投原有职能及业务资源，实现降本增效或拓展增值

城投主体原有基建能力可与公用事业管网、厂站等建设运营形成协同，实现建设运营一体化降本增效；同时可依托公用事业用户资源拓展增值业务，部分城投主体开展公用事业数据资产的资本化探索，为拓宽融资渠道提供了新方向。

城投主体长期承担城市基础设施建设、管网改造、市政运维职能，在工程建设、管网施工、政府沟通、项目报批方面具备成熟能力。公用事业业务的管网新建、老旧管网改造、水厂扩建，与城投主体原有基建能力可以形成协同，由城投主体内部统筹实施，减少外部工程外包成本，实现“建设+运营”一体化。如上海城投（集团）有限公司（以下简称“上海城投”）推行厂站网一体化运维管理，发挥规模效应，将污水厂与配套管网统一运营管理，统一管网巡检、维护、泵站调度，改变过去厂、网分属不同主体导致的运维割裂问题，提升污水收集效率，推动整体降本增效。除此之外，公用事业业务的协同价值还体现在依托用户资源与数据资产拓展增值业务方面。公用事业板块在特许经营区域内积累的规模化用户基础和持续运营产生的高频业务数据，构成了城投平台在城市端直接的用户服务网络。这种用户资源与数据资源具有可复用性：一方面，城投平台可围绕用户需求拓展燃气配套工程、供水管道安装、再生水销售等与公用事业直接关联的增值服务，在不显著增加资本压力的前提下增厚业务收入；另一方面，部分城投平台进一步依托公用事业用户数据开发数据资产，如南京扬子国资投资集团有限责任公司将企业用水行为分析数据转化为信用应用数据并实现数据资产入表，增厚资产规模、增强主体信用、为 ABS 顺利发行创造条件。根据南京市政府官网信息，该 ABS 于 2025 年 8 月 25 日在上交所发行，金额 10 亿元，票面利率 2%，创同主体评级全国水务 ABS 历史最低利率。

[1] 中华人民共和国国家发展和改革委员会、中华人民共和国财政部、中华人民共和国住房和城乡建设部、中华人民共和国交通运输部、中华人民共和国水利部、中国人民银行令第 17 号。

三、公用事业类资产信用支撑的边界与约束条件

公用事业类资产虽能从现金流、专营地位、协同层面支撑城投信用，但受业务本身受准公益属性约束，其信用支撑作用并非无限、绝对，存在一定现实边界。价格管制压制盈利弹性、持续性资本支出消耗现金流、细分业务属性分化三大约束，共同决定了公用事业类资产仅能作为信用“稳定器”，无法成为偿债“安全垫”，更不能彻底化解城投存量债务风险。

（一）价格管制刚性，盈利弹性持续受限

公用事业服务受政府定价管控，调价流程较为复杂且滞后，成本上行时难以顺畅传导，业务多为微利甚至依赖财政补贴，资产现金流稳定但无超额利润，高估其盈利与偿债弹性或将造成对城投主体信用资质的误判。

公用事业服务关乎民生基本保障，属于政府定价与政府指导价管控领域，市场化涨价空间被严格限制，这是业务民生准公益属性带来的核心制度约束。与完全市场化行业可随成本、供需调整价格不同，供水、燃气供应、污水处理等价格调整一般需经过成本监审、公众听证、政府审批等多重流程，调价周期长、流程繁琐、阻力较大。

当电力、建材、人工等运营成本持续上行时，公用事业服务价格无法同步传导成本压力，将直接导致相关业务板块毛利率持续被压缩。多数城投公用事业板块仅能维持微利状态；部分准公益性较强的业务甚至长期处于亏损状态，高度依赖财政运营补贴。这意味着公用事业类资产仅能提供稳定现金流，难以形成超额利润，不具备高盈利、高偿债的弹性。若过度高估其盈利潜力，可能造成对城投主体信用资质的错判。

（二）持续性刚性资本支出，大幅削弱自由现金流质量

公用事业大多为重资产行业，专用性固定资产折旧周期长、并持续存在更新改造刚性资本支出，经营性净现金流多被资本支出占用，自由现金流偏弱，仅依据经营性现金流或将高估相关城投主体的偿债能力。

大部分公用事业属于重资产行业，核心资产为管网、水厂、处理设备等专用性固定资产，资产折旧周期长、运维要求高，且存在持续性的更新改造需求。例如国内多数城市存量管网建设年限久远，管网老化、漏损率偏高，叠加环保标准、水质安全标准持续升级，城投平台需要持续投入资金开展管网改造、设备更新、设施升级，从而形成刚性、长期的资本支出压力。

从现金流实质来看，公用事业板块产生的经营性净现金流，大部分需要用于覆盖

年度刚性资本支出，真正可用于偿还债务、兑付本息的自由现金流大幅低于账面经营性现金流。这是市场研判中需要重点关注的核心风险：仅看经营性现金流可能会高估相关城投主体的偿债能力，扣除持续性资本支出后，公用事业类资产的实际偿债贡献通常呈显著下降。尤其对于人口流出、城市发展放缓的三四线城市，用户规模增长乏力、新增收益有限，但改造开支刚性不减，长期压制公用事业类资产的信用贡献。

（三）细分板块属性分化，信用支撑能力差异显著

公用事业板块内部各细分业务准公益属性、现金流质量及补贴依赖度差异显著，信用支撑能力存在结构性分化，需按细分资产进行差异化评估；一般而言，主要业务板块内生经营现金流的信用支撑作用越有限，该城投主体的信用保障能力越取决于财政补贴的可持续性。

公用事业为综合业务板块，不同细分业务的准公益属性、现金流质量、盈利水平、补贴依赖度差异极大，信用支撑能力不可一概而论，存在明显结构性分化。其中，供水、燃气板块用户刚性需求属性较强、回款稳定、补贴依赖度较低，现金流质量较高，信用支撑能力相对突出。污水处理板块的回款方式因运营模式而异：承担供水职能、一体化运营的主体通常随水费一并收取污水处理费，回款确定性相对较高；仅单独从事污水处理、不涉及供水的主体，其收入一般由财政统筹拨付，回款存在一定滞后性；叠加环保升级带来的持续成本压力，污水处理板块信用稳定性整体弱于供水和燃气业务板块。而公交、轨道交通等公共交通业务板块准公益属性较强，票价收入远不足以覆盖运维与折旧成本，几乎完全依赖财政补贴以维持运营，内生造血能力较弱，难以依靠自身经营性现金流独立形成信用支撑。

因此，笼统认定“公用事业类资产提升城投信用”与实际情形存在明显偏差，需要对不同细分资产的信用贡献进行差异化判断。一般而言，城投主体主要业务板块内生经营产生的信用支撑作用越有限，该主体对财政补贴的依赖程度越高，信用保障能力更多取决于财政补贴能否持续足额落地。

四、结论与评级启示

公用事业类资产注入城投平台，可依托终端使用者付费模式、区域专营地位以及与城投职能及业务资源的协同效应，形成稳定的经营性现金流缓冲，实现降本增效或拓展增值。公用事业类资产是城投平台转型阶段重要的信用稳定要素，但该类资产的信用支撑存在明显边界。受政府价格管制、长期刚性资本支出、细分业务结构性分化约束，板块盈利弹性有限、自由现金流承压，资产专用性强、变现能力较

弱，特许经营权也不代表固定收益保障，仅能发挥信用稳定器作用，无法单独化解主体存量债务风险，不能简单将资产账面规模等同于偿债资源，亦不可笼统认定公用事业资产必然增厚城投信用资质。在评级实操中，应当摒弃全盘利好或完全无效的两极化判断，按细分业务、所属区域开展差异化评估，区分供水、燃气、污水处理、公共交通等业务板块的现金流质量与补贴依赖程度；现金流测算需扣减管网更新、设施改造等持续性刚性资本支出，以自由现金流衡量公用事业板块可用于债务偿付的真实资金空间，对人口流出、城市增长动能不足区域，下调公用事业资产的信用贡献预期；同时需核查特许经营协议、收费批复、调价及成本监审相关安排，区分使用者付费收入与财政运营补贴，不预设政府兜底、固定回报的假设；客观看待公用事业固定资产专用属性，不将其账面价值直接视作可快速处置的偿债资产，明确公用事业现金流主要用于利息覆盖，难以一次性覆盖大额到期本金。主体信用研判仍需结合地方财政实力、存量债务、债务结构、其他业务回款质量综合判断。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。