

# 绍兴市水利基础设施 REITs 实践探索与思考

## ——以绍兴原水 REITs 试点为例

许骏

绍兴市原水集团有限公司, 浙江 绍兴 312000

**摘 要 :** 水利工程发行基础设施 REITs 符合国家重大战略规划和水利行业发展客观规律, 是推动水利事业可持续发展的创新举措。本文以绍兴原水 REITs 试点为例, 系统梳理水利工程开展公募 REITs 试点的内外部因素, 探讨水利 REITs 发行的重点和难点, 为绍兴市水利工程基础设施公募 REITs 提供培育和实践经验建议。

**关 键 词 :** 水利 REITs; 合规性; 授权经营; 资产估值; 运营管理

### Exploration and Reflection on the Practice of REITs for Water Infrastructure in Shaoxing City - Taking the Pilot Project of Shaoxing Raw Water REITs as an Example

Xu Jun

Shaoxing Raw Water Group Co., Ltd., Shaoxing, Zhejiang 312000

**Abstract :** The issuance of infrastructure REITs for water conservancy projects aligns with national strategic plans and the objective laws of the water industry's development, representing an innovative measure to promote the sustainable development of water conservancy. Taking the pilot project of Shaoxing Raw Water REITs as an example, this paper systematically analyzes the internal and external factors influencing the public offering of REITs for water conservancy projects. It explores the key points and challenges of issuing water conservancy REITs, providing suggestions for the cultivation and practice of public REITs for water conservancy infrastructure in Shaoxing City.

**Keywords :** water conservancy REITs; compliance; authorized operation; asset valuation; operation management

## 引言

目前, 水利行业已经存在一批存量优质资产, 不过, 长期以来, 水利基础设施建设的项目资本金高度依赖于政府财政资金, 虽然, 水利基础设施为经济社会发展提供了保障支撑, 但是由于其基础性、战略性、公益性特点, 对社会资本吸引力较弱, 尚未有效形成打通水利基础设施建设的市场化渠道。

目前, 国务院办公厅、国家发展改革委、水利部等连续出台文件, 明确将基础设施 REITs 作为盘活存量资产扩大有效投资的创新举措。REITs 可以有效缓解水利行业重资产、高杠杆、回收期长的痛点, 对于提升水利行业运营管理水平、拓宽社会资本投资渠道、有着重要意义。

2022 年初绍兴市启动镜岭水库工程建设。该水利工程是我省“十四五”期间报国家发改委审批的最大单体水利投资项目。项目估算总投资 160 亿元, 建设资金特别是资本金的筹资压力巨大。开展绍兴原水公募 REITs 试点能够充分挖掘存量水利资产价值, 筹集镜岭水库项目资本金, 促使存量资产与新修水利工程项目相衔接, 以存量带动增量, 实现水利工程存量资产和新增投资的良性循环, 真正发挥水利工程在当前阶段稳投资、稳增长的重要作用<sup>[1]</sup>。

## 一、我国公募 REITs 内涵与特征

当前, 我国公募基础设施证券投资基金仍处于试点阶段, 且具有明显的中国特色, 投资的范围主要聚焦于基础设施行业, 主要还是产权清晰、收益成熟稳定的优质基础设施项目作为底层资产, 通过将流动性偏弱的基础设施项目转化为流动性高的标准化金融产品, 实现市场价值重估和资本市场流通交易, 可视为基础

设施类资产的“IPO”。

公募 REITs 与 IPO、债券、银行、融资租赁等融资方式相比, 有许多不同之处:

1. 结构复杂性。根据有关规定, 公募 REITs 采取“证券投资基金 + 专项计划”的基础交易架构, 涉及“公募基金—专项计划—项目公司”这三层最基本的架构层级。同时, 试点项目需要先后经过发改委、证监会、交易所等逐级审核, 申报时间更长,

发行流程更复杂。

2. 项目合规性。底层资产的合规是公募 REITs 的生命线，根据有关规定，公募基础设施证券投资项目权属清晰、资产范围明确，土地使用依法合规，并依法依规取得固定资产投资管理相关手续。项目合规手续要求应办尽办。国有资产、股权等转让的需要取得相关授权手续。

3. 运营稳定性。按照有关规定，公募 REITs 发行后，基金管理人负责底层资产的运营管理。基金管理人并非是基础设施专业运营管理机构，需要聘请专业团队负责基础设施的运营管理。因此，项目申报发行过程中，需要妥善处理好项目公益性与经营性的关系，保障资产安全运行<sup>[2]</sup>。

4. 试点创新性。目前，市场上可借鉴的公募 REITs 发行经验较少，项目发起人及相关中介机构要发挥主动能动性，创新解决项目相关难点堵点问题。属地有关部门需要在依法合规的前提下，尽可能的协调有关方面对项目发行予以支持。

## 二、水利 REITs 可行性分析——以绍兴原水 REITs 为例

绍兴市原水集团有限公司（以下简称“原水集团”）作为绍兴市级投资平台和镜岭水库第一大股东，为筹集项目资本金，推动镜岭水库建设，选择以汤浦水库为底层资产开展水利领域基础设施 REITs 试点（以下简称“绍兴原水 REITs 试点”）<sup>[3]</sup>。

### （一）项目资产基本情况

汤浦水库工程又称小舜江工程是一项集供水、防洪和改善水环境相结合的的民生工程，属于国家大（Ⅱ）型水库，位于绍兴市上虞区、柯桥区、嵊州市三区（市）交界处，流域面积460平方公里，总库容2.35亿立方米，是虞绍平原和宁波慈溪合计近300多万人口最主要的饮用水源<sup>[4]</sup>。工程于1997年12月动工兴建，2000年4月开始封闸蓄水，总投资9.47亿元。

### （二）绍兴原水 REITs 试点分析

汤浦水库是绍兴市的主要水源，自建成运营以来，经营效益良好，收益持续稳定，是叙作公募 REITs 的优质资产。

1. 符合国家政策导向。汤浦水库是绍兴市存量优质水利资产，位于长江经济带发展和长三角一体化发展等国家重大战略区域，符合公募 REITs 发行有关基础设施行业的规定。募集资金拟用于镜岭水库项目资本金，符合 REITs 发行相关要求<sup>[5]</sup>。

2. 项目运营成熟稳定。目前汤浦水库已建库安全运营20余年，先后获评国家水利工程管理一级单位，水利部安全生产标准化一级单位，全国森林防火先进单位等荣誉。预期项目能获得持续稳定的收益<sup>[6]</sup>。预计净现金流分派率6%以上。

3. 资产规模符合要求。根据收益法评估，在现行原水水价下，汤浦水库估值10亿元以上，符合 REITs 发行的相关规定。同时，拟建镜岭水库工程估算总投资超160亿，满足 REITs 募筹要求。

4. 无重大合规风险。主要发起人原水集团及汤浦水库近3年未发生安全、质量、环保等方面的重大问题或重大合同纠纷。

### （三）重点关注问题

1. 资产估值问题。公募 REITs 资产评估采用“收益法”，其

估值结果取决于项目未来收益情况。经初步估算，在现行原水价格水平下，资产估值仅10亿左右。同时，低估值转让会带来是否存在国有资产流失、转让合理性界定等问题。

2. 合规手续问题。汤浦水库投建年代较早，水库建成后存在审批文件、建设手续等在多次交接过程中存在遗漏遗失的问题，现有相关材料不足以支持 REITs 发行的合规性要求。

3. 资产控制权问题。水利基础设施资产的安全性、稳定性关系着国家社会的安定和谐和经济的健康发展。汤浦水库目前是绍兴市最大的饮用水水源，发挥着保民生、护稳定、促发展的基础性作用。按照国家发改委“958号文”要求，申报公募 REITs 项目需依法合规拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权。如何避免重要民生基础设施因 REITs 发行而被永久性处置，保障水利资产的安全稳定，是水利 REITs 实践需要解决的核心问题<sup>[7]</sup>。

4. 水库安全运行问题。水利设施作为基础设施领域细分行业，具有极强的综合性、专业性和外部性特征，设施的运营效率直接影响经济民生。按照公募 REITs 有关规定，底层资产的运营由基金管理人负责实施。由于公募基金公司并非是水利设施领域专业运营管理机构，缺乏专业能力、管理经验和技术支持，如何担负起运营管理职责，处理好项目公益性与经营性的关系，发挥水利设施在水资源保障、水灾害防御、水生态环境改善、水经济发展等领域的关键核心作用，是水利 REITs 面临的现实挑战。

综上所述，能够产生稳定经营性现金流的供水类水利工程是发行公募 REITs 的“优等生”资产，水利 REITs 发展正当其时。与此同时，水利资产也面临着资产估值偏小、合规性瑕疵、运营管理效率及控制权等重点难点问题，较大地限制了水利 REITs 实践和发展。

## 四、绍兴原水 REITs 试点实践探索

在绍兴市委市政府正确领导和大力支持下，以汤浦水库主体资产为基础的绍兴原水水利 REITs 试点项目重点难点问题基本破解，7月4日成功举办绍兴原水 REITs 投资者现场交流会，累计对接投资机构达170余家，成为市场认可度最高项目之一。

### （一）尊重事实，依法解决合规性难题

对照 REITs 发行要求，清单化梳理合规手续及补办流程，积极争取政府相关部门政策支持，明确 REITs 申报发行涉及合规手续补办相关事项。在市级有关部门及属地政府指导支持下，按照依法合规和尊重事实的原则，遵循汤浦水库工程已按相关程序办理立项、设计、工程质量验收并定期实施工程安全鉴定的实际，以相关工程资料及鉴定结论作为权证办理依据，顺利补办主体工程前期建设缺失的规划、用地等手续，解决项目合规性难题<sup>[8]</sup>。

### （二）双管齐下，有效破解控制权困局

1. 控制 REITs 基金。对照国家发改委、证监会有关 REITs 发行规定，考虑汤浦水库系我市重要民生基础设施，由原始权益人认购 REITs 基金51%的份额，既充分保证募集资金规模，又能够实现市政府对 REITs 基金和底层资产的实际控制。

2. 开展授权经营。在保证水利工程所有权不转让的前提下,通过构建授权经营模式,在公募 REITs 产品协议中明确约定项目授权经营期限,既尊重汤浦水库的资产权属、历史实际经营情况,又可保证原始权益人到期无偿收回汤浦水库全部股权和债权的优先权利,避免重要民生基础设施被永久性处置,保证市政府对水库的控制权。

### (三) 水价改革, 激励提升供水质效。

考虑到汤浦水库投建时间早,原水价格长期未进行过调整,不仅与当前水利项目投资成本和实际供水成本明显脱节,而且明显低于《水利工程供水价格管理办法》等政策文件提出的“准许成本+合理收益”原则核算的原水供应价格和周边区域原水供应价格,未能充分我市水资源紧缺现状和优质原水供需矛盾。为此,原水集团遵循习近平总书记的新时代治水方针,配合价格主管部门在成本监审的基础上,综合考虑社会承受能力和倡导节约用水等因素,依法依规推进原水价格改革,激励提升供水质量和效率,强化节约用水的积极性和主动性,促进我市节水型城市建设<sup>[9]</sup>。

### (四) 多措并举, 推动管理效率稳中有升

1. 专业化团队运营。以汤浦水库人员班底组建运营管理公司作为汤浦水库项目的运营管理机构,利用其专业能力、管理经验履行资产运行管理职能,使得在基础设施项目层面运营人员和经营理念变动最小。

2. 市场化机制激励。运营管理机构与基金管理人建立合理的市场化激励和约束机制,采取“固定+浮动”运营服务费用考核办法,充分调动运营管理机构积极性、能动性,协调好双方的角色站位,促进项目管理效率稳中有升。

3. 内外部监管互补。基金管理人委派项目公司的执行董事,以强化日常运营活动中的责任意识,实现出资方对项目运营管理的有力监督。同时,政府主管部门、各监管机构从绩效考核、合规运营、信息披露等方面进行监管,实现内部控制与外部监管互补,确保项目主体责任落实和基础设施平稳运营。

## 五、绍兴水利 REITs 培育建议

绍兴作为江南水乡,水网密布、水利基础设施完善,2023年,全市共有17个水利项目列入浙江省扩大有效投资“千项万亿”工程重大项目库,总投资达551.9亿元。截至2023年底,绍兴市共有大中型水库19座,部分水库经营良好、收益稳定,REITs 培育发展空间较大。基于绍兴原水 REITs 试点实践探索,结合绍兴水利工程现状,对绍兴水利 REITs 培育发展提出以下建议:

(一) 规范水利工程产权管理。水利工程运营单位应根据自身实际情况,梳理项目用地、规划、建设等相关合规手续,全面清查盘点存量资产。对于产权界定模糊或有争议的水利工程项目,属地相关部门要做好指导、帮扶工作,帮助完成确权工作;对项目前期工作手续不齐全的项目,按照有关规定要求,明确产权归属关系,加快推进存量资产历史遗留问题处置和权证办理相关工作。同时,在新建项目建设过程中,应加强相关合规手续管理,建立工程投融资与建设运行管理相衔接的管理体制,相关产

权登记手续做到应办尽办、能办则办,为盘活存量资产创造有利条件。

(二) 完善原水价格形成机制。建立健全与发行公募 REITs 相适应、能充分反映原水供应成本、激励提升供水质量的水利工程价格形成机制和动态调整机制。全面统筹考虑原水、供水事业发展需要、社会承受能力及舆论压力和周边流域供水价格基础上,实施以“绿色水价”为核心的原水价格改革,既可有效提高项目收益水平从而提升募集资金规模,也能够真实反映优质原水的市场需求和资源价值,循序渐进的促进社会水资源节约利用以及水利基础设施的良性运行。

(三) 加大税收政策支持力度。根据国家税务总局2022年第3号公告,公募 REITs 资产在重组过程中,原始权益人按照相关要求自己认购部分的 REITs 份额涉及的所得税可递延至实际转让时缴纳。在实际操作中,原始权益人通过同一控制下的关联方购入 REITs 自持份额适用所得税递延政策存较大争议。建议税务部门对符合存量资产盘活条件出台一系列政策,给予一定的税收优惠,对确实需要产生较大纳税金额的重点项目给予一定的财政奖励或补贴,灵活把握形式与实质的关系,做好 REITs 资产重组、股权环节、存续期间等环节的税务指导工作,帮助企业最大化享受税收优惠政策,合理降低水利 REITs 发行成本<sup>[10]</sup>。

(四) 整合市域水利工程资源。根据相关文件要求,首次公开募集基础设施证券投资基金项目评估净值原则上不低于10亿元。在100%收益评估法下,水利工程的公益属性、民生属性决定了单一水利工程评估净值很难达到 REITs 发行要求。建议按照“全市一盘棋”要求,统筹全市涉水资产 REITs 盘活,着力提升涉水资产 REITs 规模。一体贯通原水、供水、污水等涉水全产业链的水利资源配置格局,鼓励水利运营主体通过合资、控股、获取经营权等多种形式实现水利资源优化、整合、重组,在创造水利 REITs 更广阔的发展空间的同时,为绍兴经济高质量发展、建设共同富裕示范区市域范例提供更有利的战略保障。

## 参考文献

- [1] 龚龙杰. 水利行业基础设施公募 REITs 应用浅谈——以绍兴某水库为例 [J]. 商业故事, 2021, (33): 40-42.
- [2] 本刊讯. 国家发展改革委印发《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》[J]. 招标采购管理, 2021(07): 7.
- [3] 国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见 [J]. 中华人民共和国国务院公报, 2022(17): 18-22.
- [4] 付静. 水利关键信息基础设施安全保护探索与实践 [J]. 信息网络安全, 2023, 23(08): 121-127.
- [5] 张茂国, 理论篇. 水利基础设施建设支撑蓝色经济发展: 青州市的实践与探索. 李传桐, 王云华 主编, 潍坊市蓝色经济发展报告, 经济管理出版社, 2012, 123-137, 年鉴.
- [6] 王彪. 浅谈水利建筑设计新要求以珠江三角洲水资源配置工程高新沙泵站区为例 [J]. 中华建设, 2023, (10): 120-122.
- [7] 张树东. PPP 模式在水利基础设施项目中的实践研究 [J]. 中外企业家, 2017(23): 176+179.
- [8] 顾晶. 城市水利基础设施的景观化研究与实践 [D]. 浙江农林大学, 2014.
- [9] 刘永军, 专题文章. 学习实践科学发展观 加快辽源市水利基础设施建设的调研报告. 常忆杰 主编, 辽源年鉴, 吉林人民出版社, 2009, 262-264, 年鉴.
- [10] 杨广欣, 苏明. 实践“三个代表”重要思想 加强农村水利基础设施建设 [J]. 中国农村水利水电, 2002(07): 4-5+8.