

低估值+高分红+水价改革，关注优质运营资产价值重估

证券分析师：袁理

执业证书编号：S0600511080001

联系邮箱：yuanl@dwzq.com.cn

二零二三年七月九日

目录

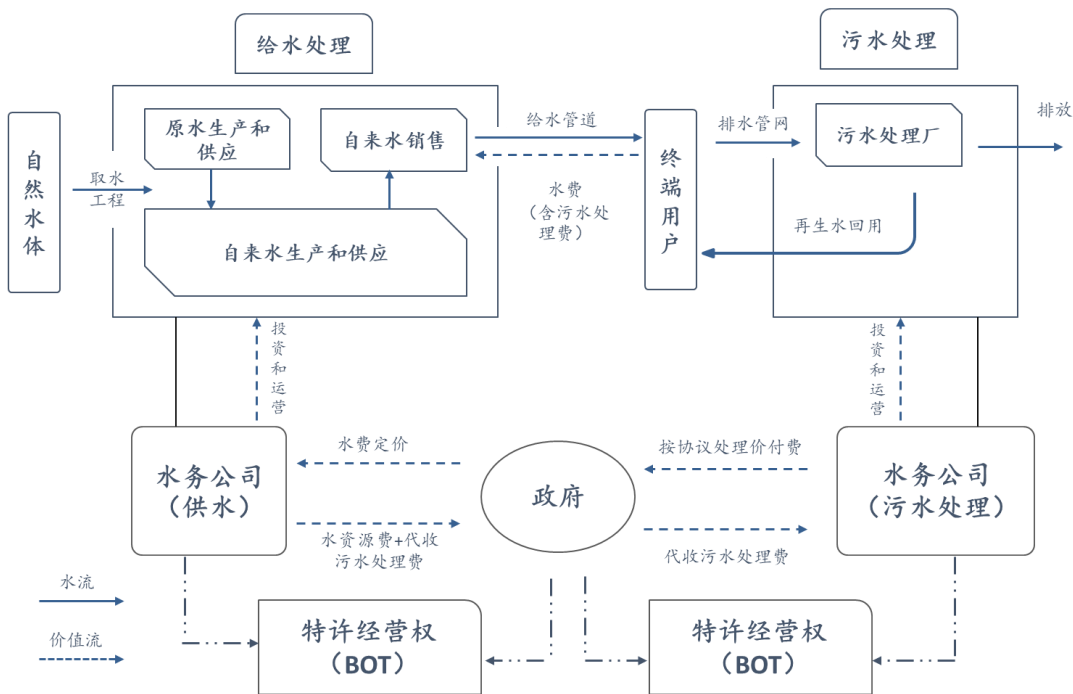
CONTENTS

- 01 供水污水稳步增长，直饮打开新空间，重视管网收集**
- 02 低估值+高分红+现金流改善，优质水务资产价值重估**
- 03 水价新政强化市场机制和回报稳定性，污水顺价改善商业模式**
- 04 投资建议及风险提示**

水务行业主要包括市政供水与市政污水

- ✓ **水务行业**：有原水、输水、净水、供水、售水、排水、污水治理、再生水回收利用和相关管网设施维护、设备生产等一系列产业节点构成。从业务上看，水务行业包括制造、输送、配送和零售各个环节。
- ✓ **供水模式**：收入来自终端用户水费，目前供水业务定价模式为“准许成本+合理收益”。
- ✓ **污水模式**：部分来自使用者付费，部分来自可行性缺口补助。

图：水务行业梳理



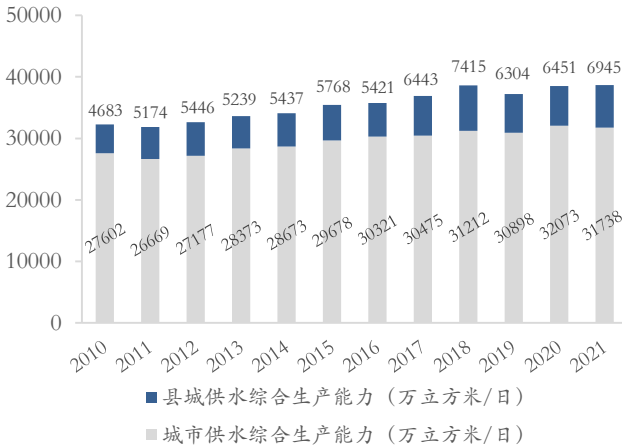
图：PPP项目回报机制

项目	收入来源	收入形式	适用项目类型
使用者付费	消费者	最终由消费者直接付费购买公共产品和服务	经营性项目 (燃气、自来水)
可行性缺口补助	消费者 & 政府	由政府以财政补助、股本投入、优惠贷款和其他优惠政策的形式，给予社会资本或项目公司经济补助	准经营性项目 (污水处理、垃圾处理等)
政府付费	政府	政府直接付费购买公共产品和服务，主要包括可用性付费、使用量付费和绩效服务费	非经营性项目 (市政道路、环境治理等)

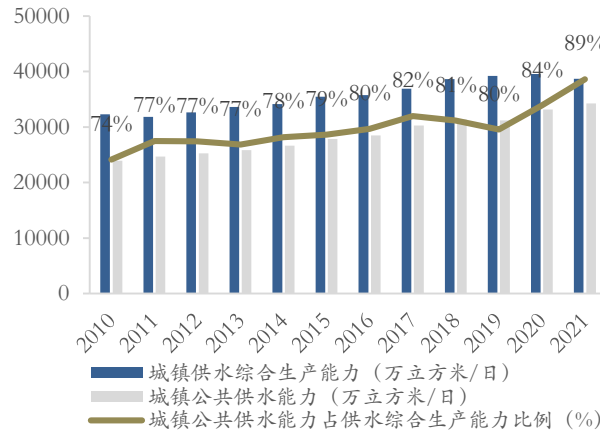
供水：供水增速放缓，水质提标直饮水打开新空间

公共供水已基本实现全部覆盖，十四五增速放缓

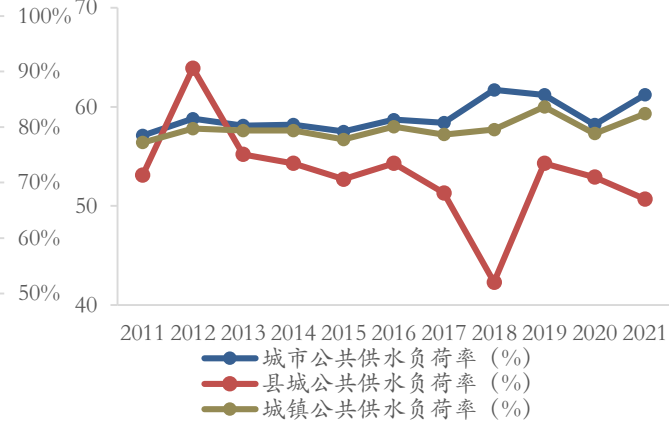
图：2021年城市和县城综合供水能力3.87亿m³/日，维持增长态势



图：2021年城镇公共供水能力为3.43亿m³/日，占比持续提升达89%



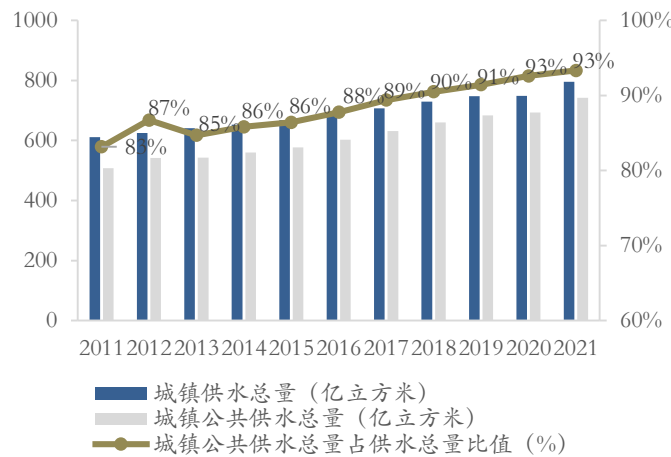
图：2021年城市/城镇/县城公共供水负荷率为61%/59%/51%



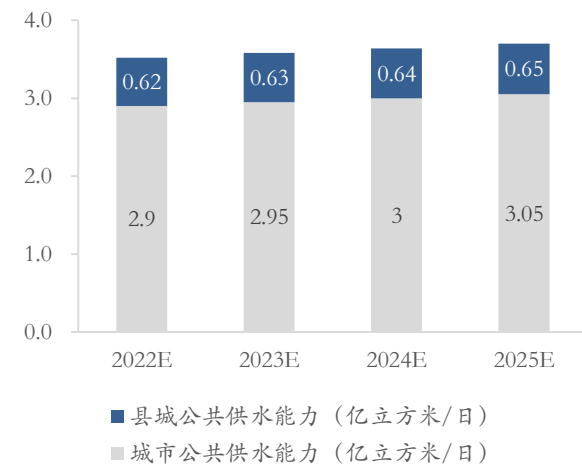
图：2021年城市/县城公共供水普及率达99%/96%



图：2016-2021年城镇供水总量复增3%



图：E20预测“十四五”新增综合供水能力0.3-0.4亿m³/日



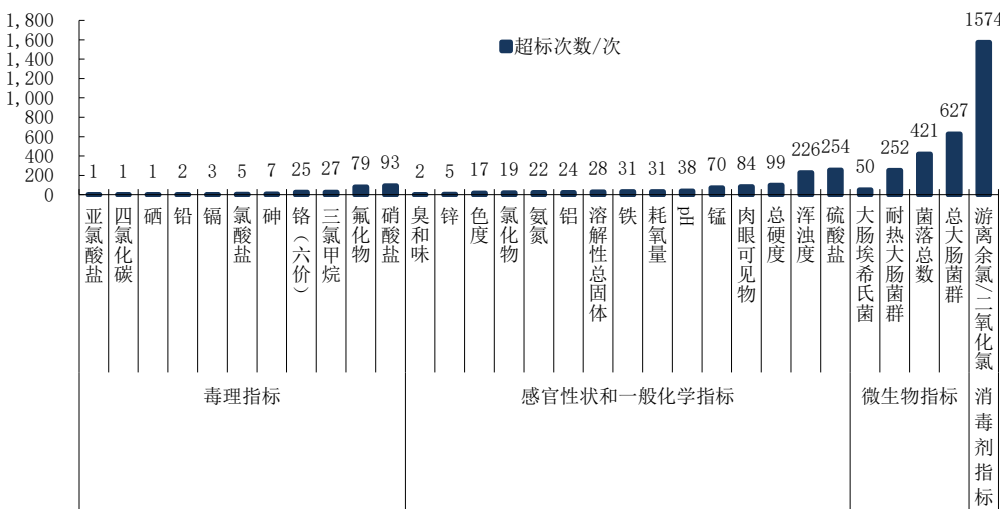
注：公共供水：包括正规水厂和符合水质标准的非临时供水设施；自建设施供水：事业单位、机关团体、部队等社会单位自办的独立供水设施。

供水：供水增速放缓，水质提标直饮水打开新空间

政策支持+用水安全+消费升级，共同驱动饮用水深度处置新空间！

- ✓ **政策支持**：政策陆续出台提升现有的饮用水标准。2022年3月，更严格的《生活饮用水卫生标准》发布，自2023年4月1日起正式实施。
- ✓ **用水安全**：我国水体水质不佳，地表水中可用于水源地的比例为83.5%，而在地下水中这一数字仅为13.6%。水源地水质整体达标率保持在92%~95%，主要超标污染物种类呈现增加趋势。
- ✓ **消费升级**：我国人均可支配收入保持稳定增长，净水器销量保持平稳上升。

图：2020年管网末梢水总超标次数为 4118 次



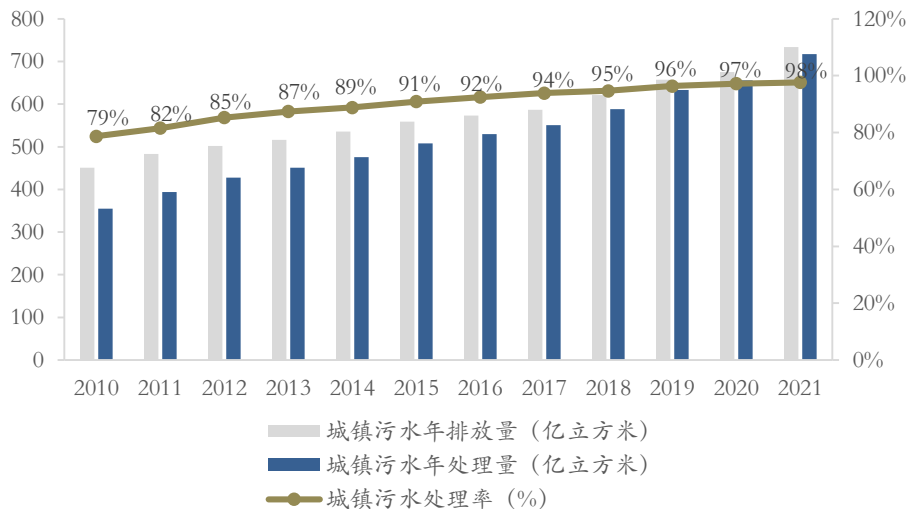
图：直饮水经济性测算

	管网直饮水	桶装水	净水器
前期支出 (元/户)	接驳费：1000元	饮水机：198元 (美的MYR718S-X)	净水器：2399元 (小米S1 800G)
直饮水使用成本 (元/户/年)	直饮水水量 (吨/户/年)：2.74 (假设户均人数3人，人均日用水2.5L，用水天数365天)		
	水价：300元/吨 (参考中国水务直饮水项目定价)	水价：1368元/吨 (参考农夫山泉50L桶装水水价)	水价：2.3元/吨 (参考发改委公布自来水价)
	合计：822元	合计：3425元	耗材：606元/年 (参考小米净水器配件价格)
直饮水综合成本 (元/户/年)	889	3773	合计：612元

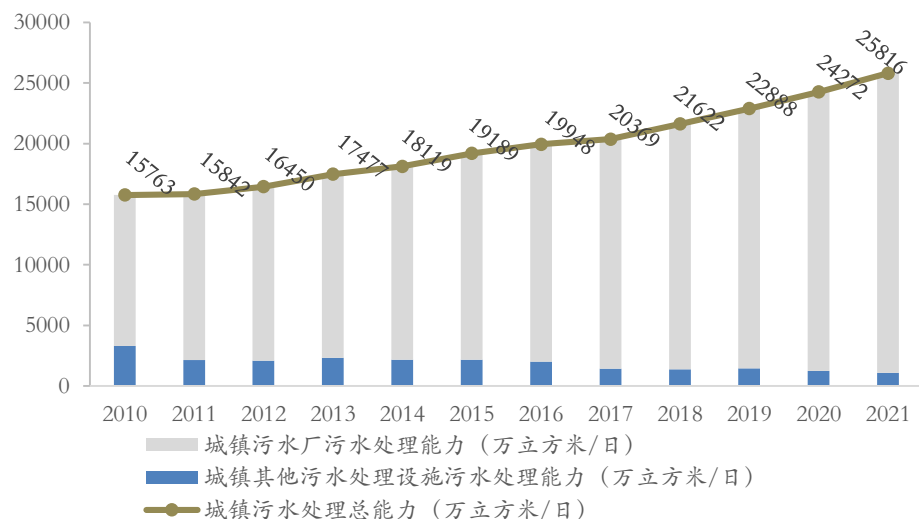
污水：污水处理能力稳步增长，重视收集管网建设

污水处理能力稳步增长，污水收集体系仍需完善

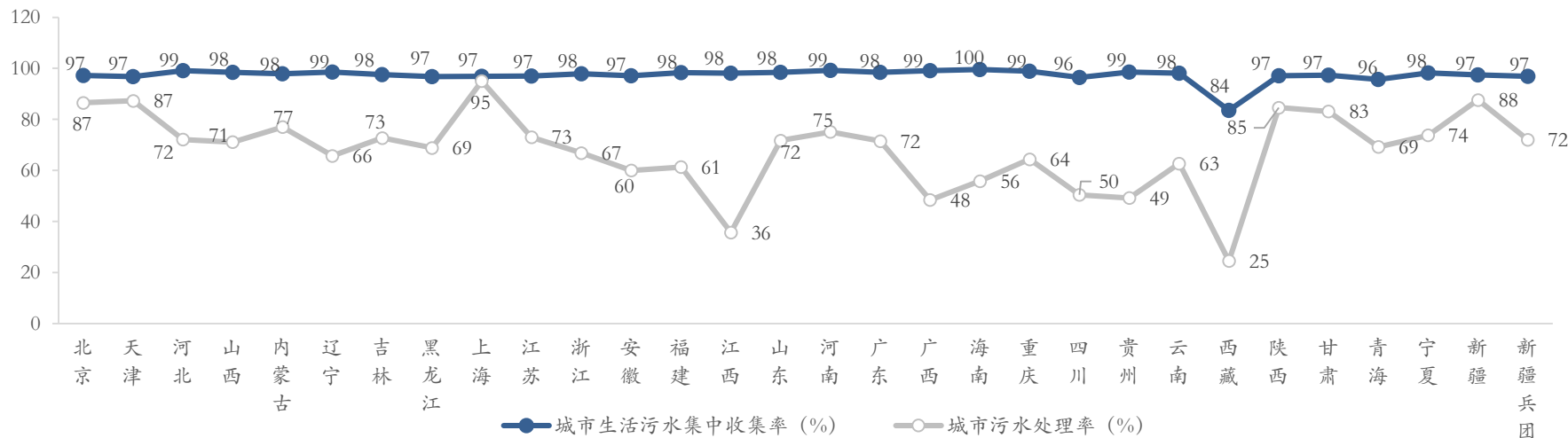
图：2021年城镇污水处理量提至98%



图：2021年城镇污水处理能力2.58亿m³/日，2016-2021复增5%



图：2021年城市污水收集率与处理率差值超过29%，部分区域差值超过50%，我国污水收集体系仍需完善

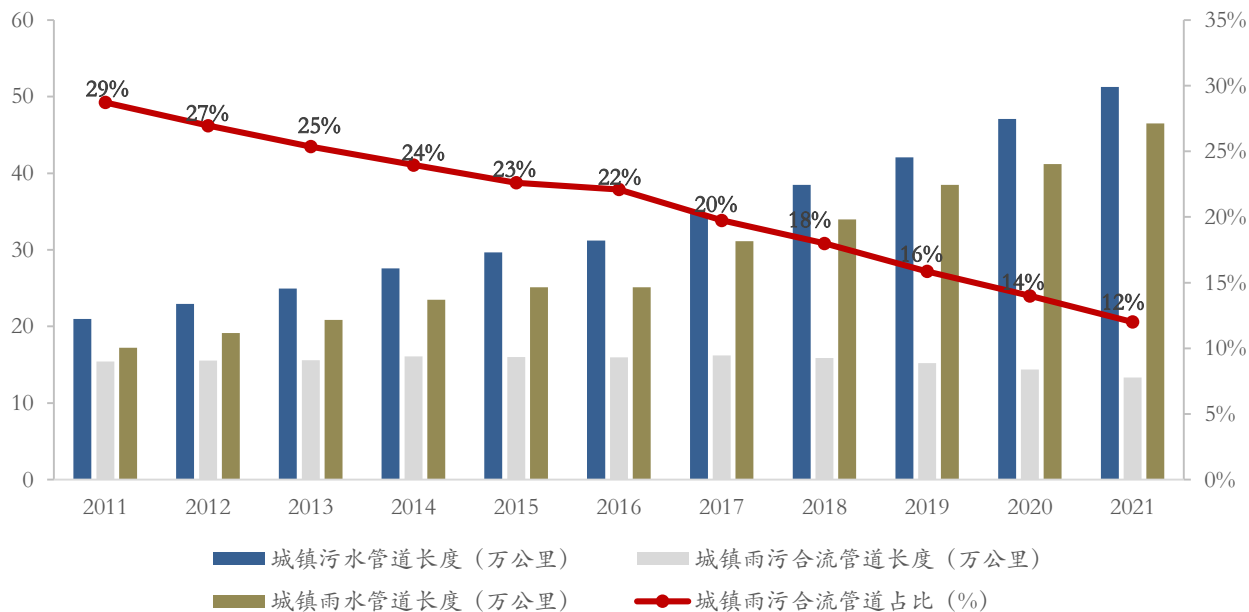


污水：污水处理能力稳步增长，重视收集管网建设

提标需要因地制宜，重视管网建设

- ✓ **提标改造：**截止“十三五”末期，达到一级A及以上的城镇污水处理厂规模占比超70%。“十四五”规划提出，到2025年，水环境敏感区域基本达到一级A排放标准，其中长江干流和南水北调工程沿线地级以上城市，黄河流域省会城市等区域提出更加严格的污染物排放管控要求。
- ✓ **管网建设：**管网的建设及接驳，针对管网塌陷及跑冒滴漏问题的修复，需高度重视，从而满足政策对于污水收集率与污水厂进水浓度的考核要求。2021年城镇排水管网长度111万公里，同增8.2%，污水管网51万公里，占46%，雨水管网46万公里，占42%。雨污合流管道13万公里，下滑7.2%，占12%。

图：2021年城镇排水管网长度111万公里，同增8.2%



目录

CONTENTS

- 01 供水污水稳步增长，直饮打开新空间，重视管网收集
- 02 低估值+高分红+现金流改善，优质水务资产价值重估
- 03 水价新政强化市场机制和回报稳定性，污水顺价改善商业模式
- 04 投资建议及风险提示

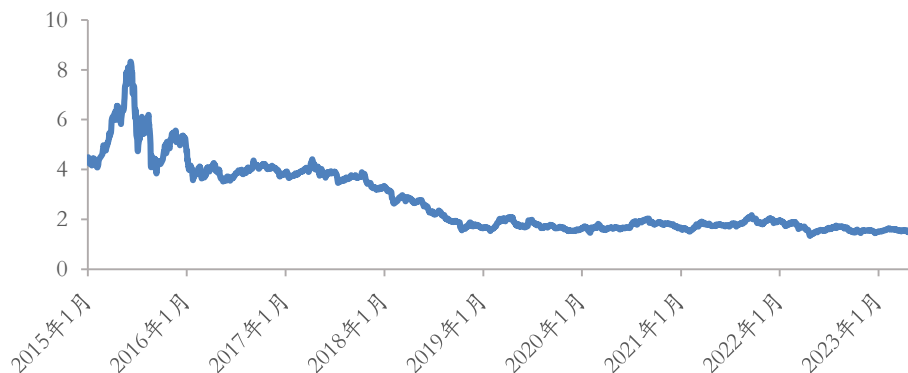
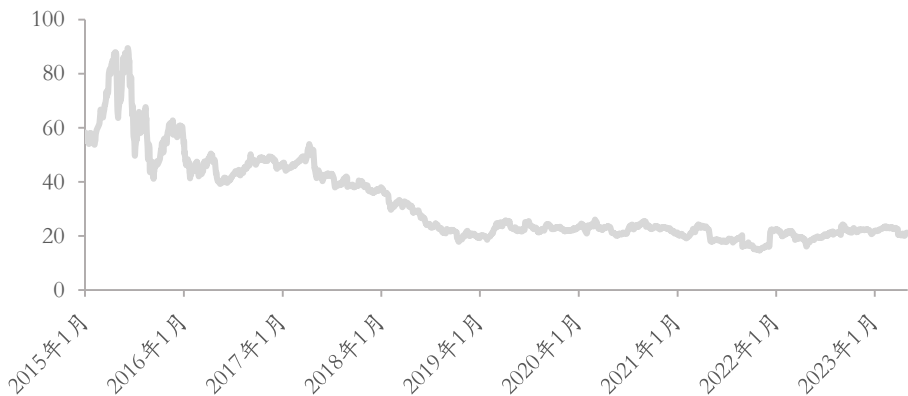
板块现金流改善+高分红+低估值，运营资产价值重估

估值：水务企业处于估值底部，对标产业资本定价&海外市场估值存翻倍空间

✓ **当前水务板块估值水平为2015年以来最低。**水务运营板块2022年底平均PE/PB为14/1.15倍，为2015年以来最低水平。2023年6月30日，首创环保、洪城环境、兴蓉环境、中山公用PE (LYR) 分别为6.7/9.4/10.0/10.4倍。

图：环保板块PE估值底部震荡

图：环保板块PB估值处于历史低位



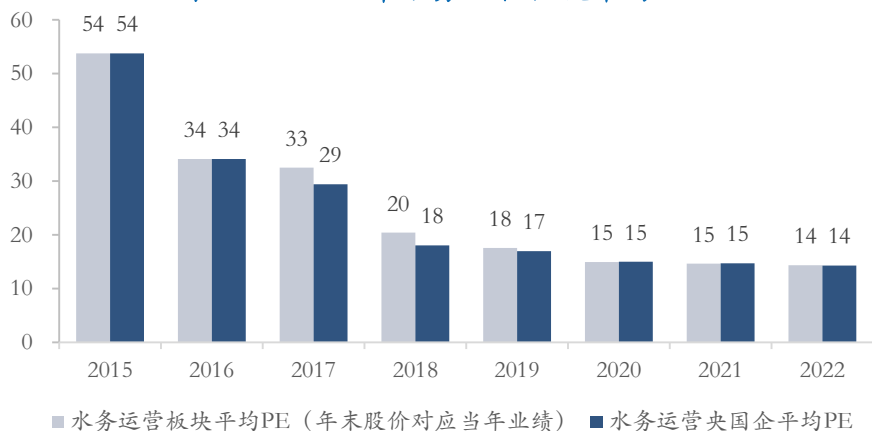
——申万行业指数:市盈率:环保

——申万行业指数:市净率:环保

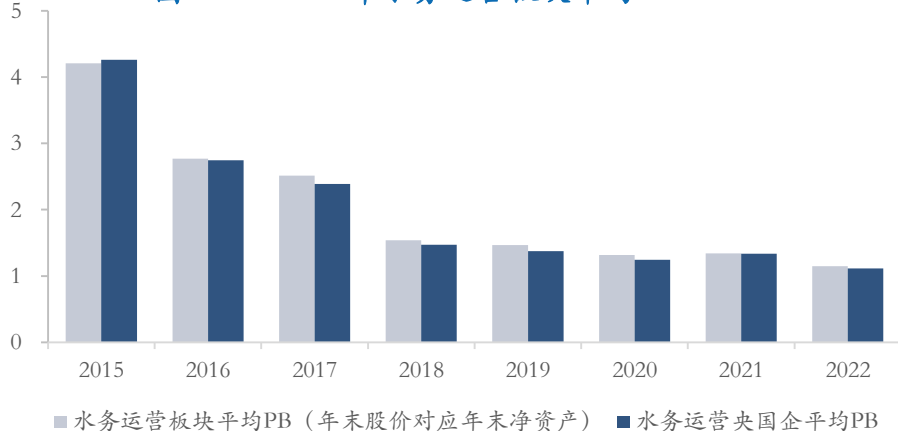
注：申万指数市盈率为静态市盈率

注：按最新净资产计算行业市净率

图：2015-2022年水务运营板块平均PE



图：2015-2022年水务运营板块平均PB



板块现金流改善+高分红+低估值，运营资产价值重估

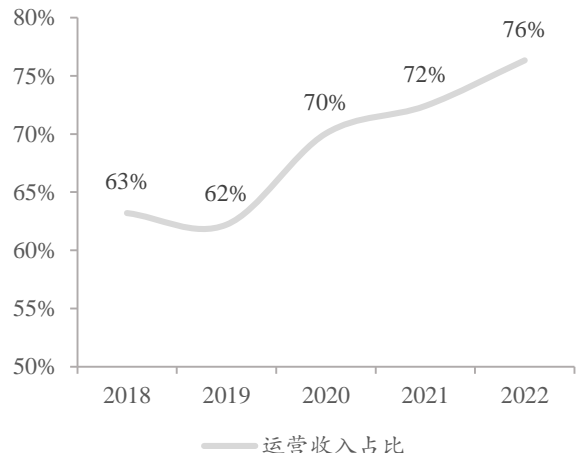
业绩及现金流：水务板块业绩稳健增长，优质现金流+高分红

- ✓ **运营收入稳健增长&占比提升**：2018-2022年水运营收入毛利稳定增长，2022年水务板块整体运营收入占比提至76%。
- ✓ **水务板块业绩稳健增长**：综合整体业绩表现来看，2018-2022年水务运营板块业绩持续正增长，复合增速达16%。2022年受疫情影响，板块业绩增速略有放缓。

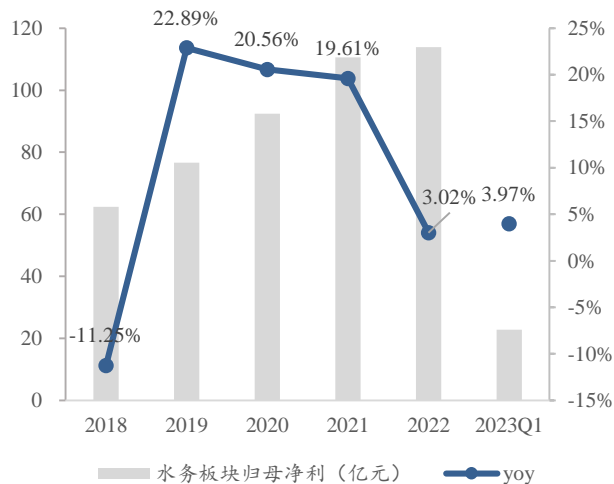
图：2018-2022年水务运营收入和毛利（单位：亿元）



图：2018-2022年水务板块运营收入占比



图：2018-2022年水务板块业绩变化



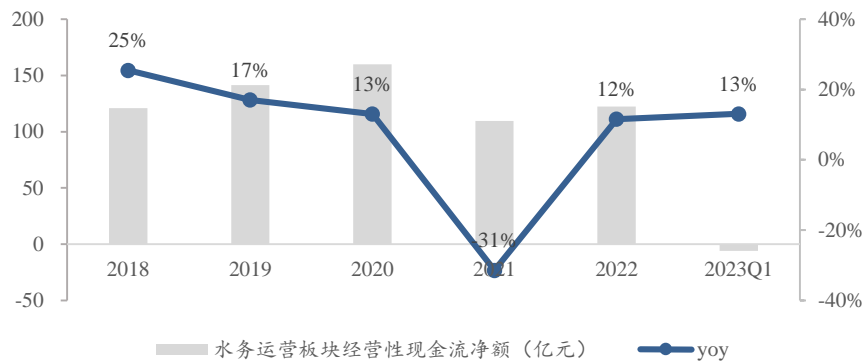
注：以节能国祯、兴蓉环境、洪城环境、渤海股份、创业环保、首创环保、中山公用、海峡环保、中原环保、重庆水务、江南水务、绿城水务、鹏鹞环保、联泰环保作为水务板块标的，由于渤海股份、海峡环保、中原环保部分年份未区分披露运营及工程，故运营收入统计中剔除处理。

板块现金流改善+高分红+低估值，运营资产价值重估

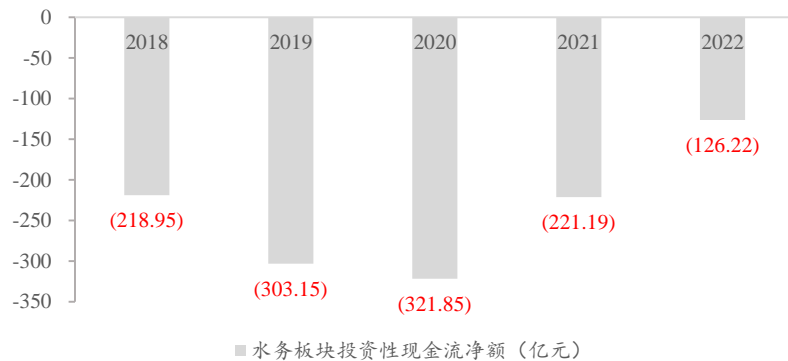
业绩及现金流：水务板块业绩稳健增长，优质现金流+高分红

- ✓ **优质经营性现金流**：供水和污水业务具备民生刚需属性，且供水业务C端收费机制明确，因而水务运营项目具备持续稳定的现金流入，2018-2022年水务运营板块维持正向的经营性现金流净额。
- ✓ **自由现金流转正在即**：以经营性现金流净额+投资性现金流净额去衡量自由现金流，2022年水务板块自由现金流大幅改善。

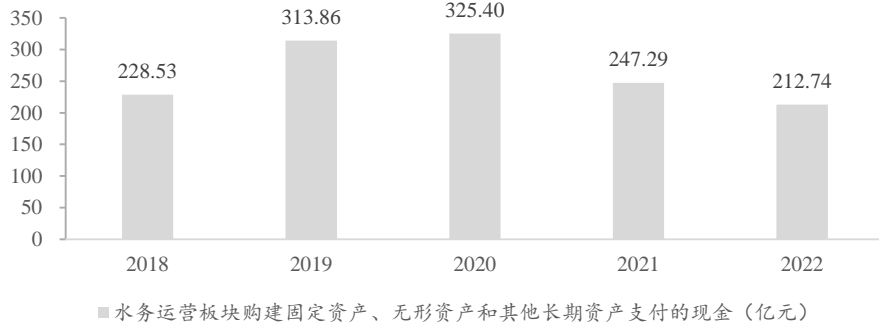
图：水务运营板块具备持续优质经营性现金流



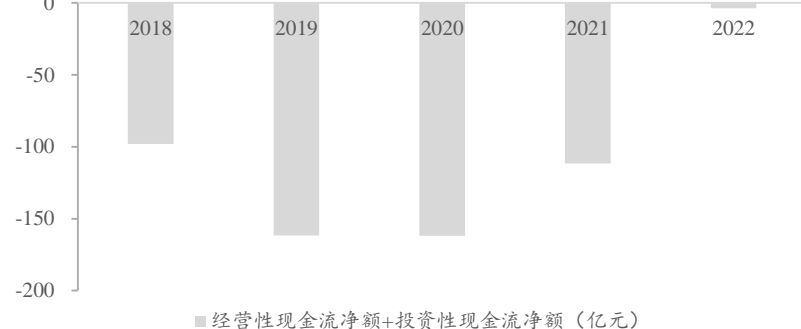
图：水务运营板块投资性现金流净流出下降



图：水务运营板块资本性支出下降



图：水务运营板块自由现金流大幅改善

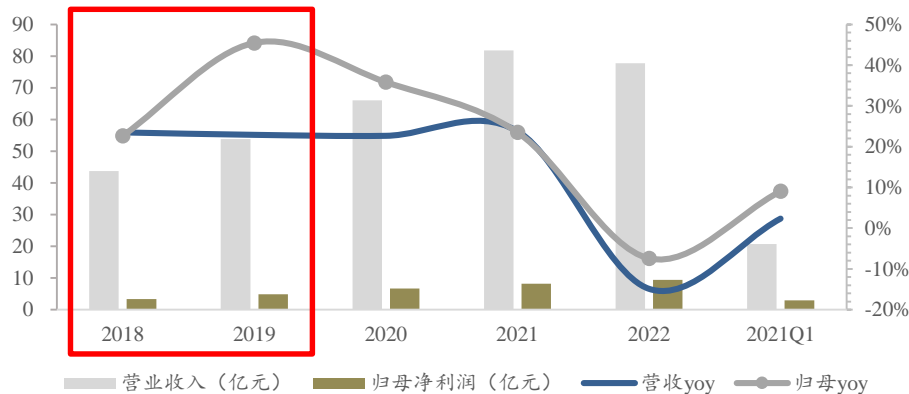


板块现金流改善+高分红+低估值，运营资产价值重估

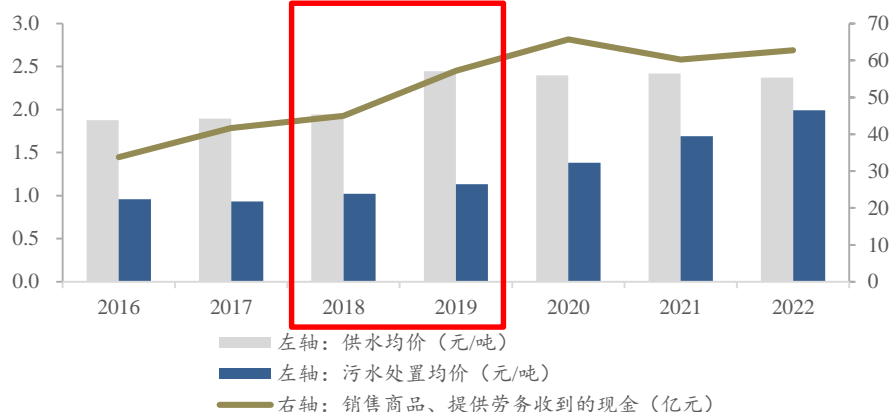
洪城环境：运营收入占比提升，自由现金流大幅改善

✓ 洪城环境：2022年运营收入占比提至77%，自由现金流大幅好转。2018-2022年公司业绩稳健增长，2019年供水提价，当年业绩&现金流入双升。2022年运营收入占比提升至77%（2021年为51%），净现比提至2.31（2021年为1.68），显著优于A股上市公司2022年净现比均值1.45。2021年洪城环境自由现金流实现转正，2022年持续向好。

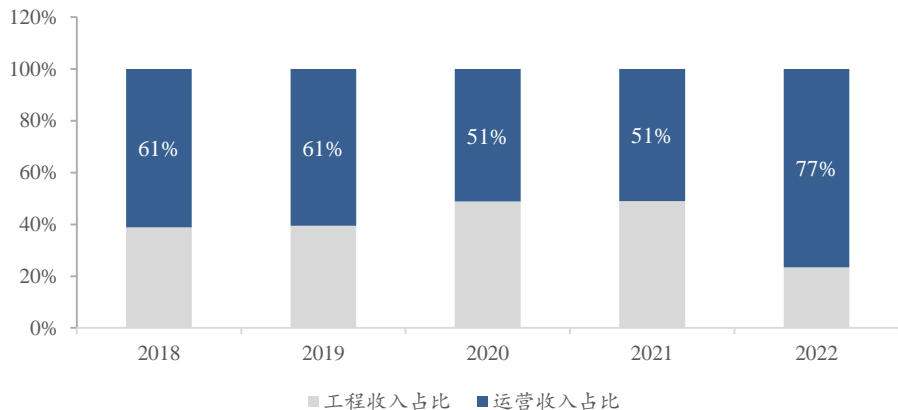
图：2018-2022年洪城环境业绩稳健增长



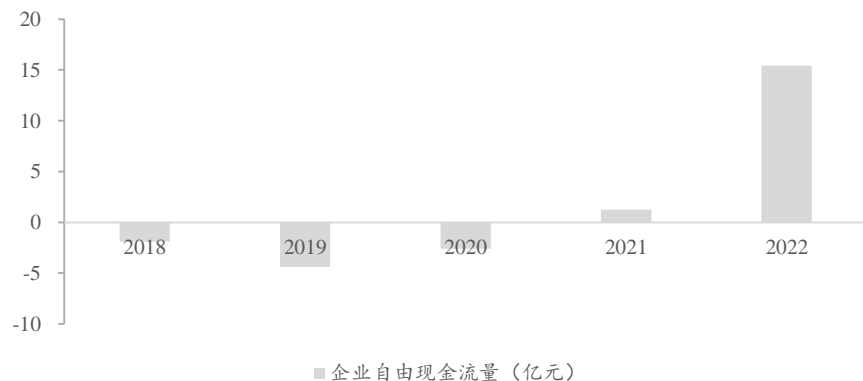
图：供水提价促业绩&现金流入双升



图：2022年洪城环境运营收入占比提至77%



图：2022年洪城环境自由现金流大幅好转

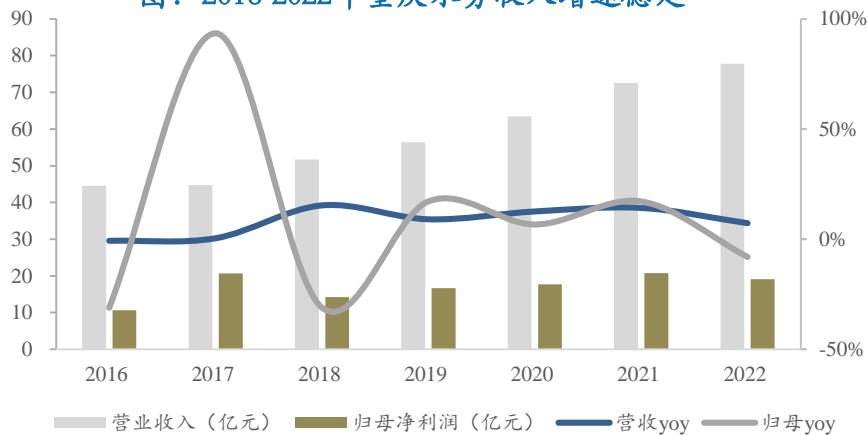


板块现金流改善+高分红+低估值，运营资产价值重估

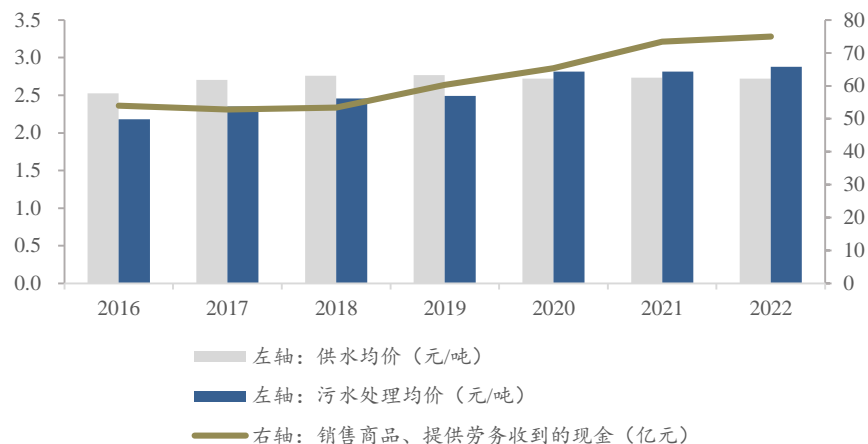
重庆水务：工程收入占比低，自由现金流持续为正

✓ 重庆水务：2017-2022年运营占比维持90%+，自由现金流持续为正。2018-2022年公司收入端增速稳定，利润端略有波动，2017年供水价格调升，业绩同比大增。重庆水务2017-2022年运营收入占比维持90%+，自由现金流维持正值，2022年同比改善。

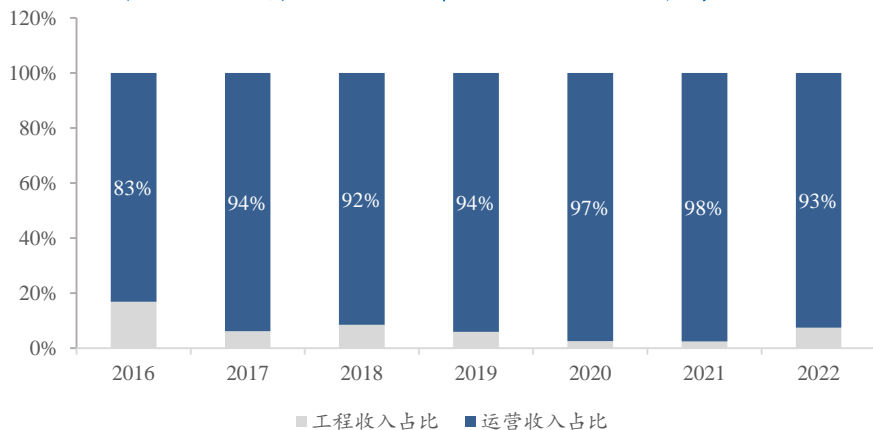
图：2018-2022年重庆水务收入增速稳定



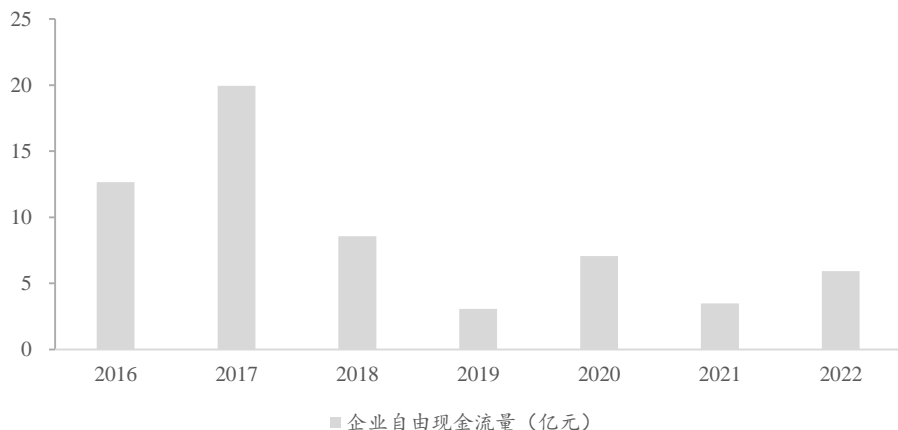
图：重庆水务2016-2022年供水/污水均价总体向上



图：重庆水务2017-2022年运营收入占比维持90%+



图：重庆水务维持正向自由现金流

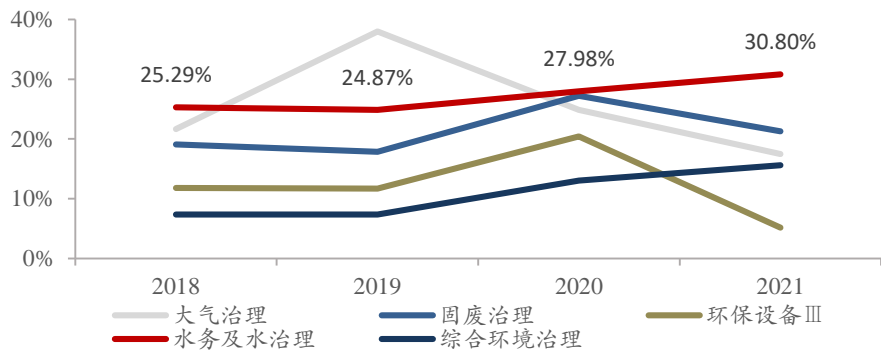


板块现金流改善+高分红+低估值，运营资产价值重估

分红：水务资产保持稳定高分红，可观股息率带来安全边际

✓ 对比环保行业不同细分板块中央企国企的平均分红比例可以发现，水务板块平均分红比例保持上行趋势，2021年提升至31%，且高于固废（21%）、大气（17%）、环境治理（16%）、环保设备（5%）板块。其中洪城环境和重庆水务股息率突出。在利率下行背景下，运营类资产内在价值提升，高分红、高股息类企业吸引力加大。

图：不同细分板块环保央国企平均分红比例

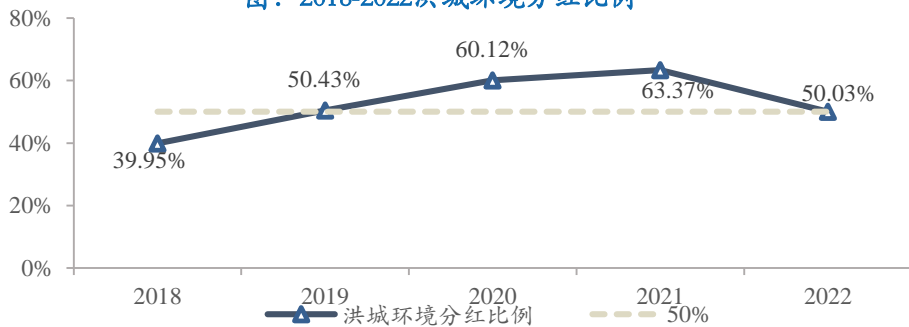


图：水务板块央国企股息率及分红比例（对应2023/6/27股息率）

证券代码	证券简称	细分板块	公司属性	股息率	2020分红比例	2021分红比例	2022分红比例
600461.SH	洪城环境	水务	地方国有企业	5.31%	60.12%	63.37%	50.03%
601158.SH	重庆水务	水务	地方国有企业	5.15%	69.01%	59.38%	67.89%
600008.SH	首创环保	水务	地方国有企业	4.56%	34.95%	32.09%	30.26%
000685.SZ	中山公用	水务	地方国有企业	2.95%	30.04%	30.19%	30.27%
300388.SZ	节能国祯	水务	中央国有企业	2.74%	24.65%	22.28%	31.07%
600874.SH	创业环保	水务	地方国有企业	2.48%	30.04%	30.06%	30.10%
000598.SZ	兴蓉环境	水务	地方国有企业	2.07%	22.86%	20.38%	20.67%
000544.SZ	中原环保	水务	地方国有企业	2.10%	49.12%	47.90%	34.11%
600796.SH	钱江生化	水务	地方国有企业	1.97%	0.00%	58.58%	42.89%
601199.SH	江南水务	水务	地方国有企业	1.29%	30.66%	30.45%	30.02%
600283.SH	钱江水利	水务	中央国有企业	1.02%	38.20%	35.12%	30.71%
601368.SH	绿城水务	水务	地方国有企业	1.07%	32.43%	30.56%	30.17%
603817.SH	海峡环保	水务	地方国有企业	0.92%	20.08%	20.29%	20.22%
003039.SZ	顺控发展	水务	地方国有企业	0.66%	28.58%	28.69%	28.76%
300070.SZ	碧水源	水务	中央国有企业	0.56%	15.22%	16.14%	15.35%
000605.SZ	渤海股份	水务	地方国有企业	0.32%	34.93%	61.65%	45.25%
600769.SH	祥龙电业	水务	地方国有企业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
600168.SH	武汉控股	水务	地方国有企业	0.00%	28.26%	28.94%	0.00%
300266.SZ	兴源环境	水务	地方国有企业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
300422.SZ	博世科	水务	地方国有企业	0.00%	10.40%	0.00%	0.00%

注：2022年部分企业分红方案处于预案阶段，故比较2018-2021年已实施的分红比例

图：2018-2022洪城环境分红比例



板块现金流改善+高分红+低估值，运营资产价值重估

估值：水务处于估值底部，受产业资本定价驱动亟待重估

✓ 价值重估空间：

- 对标产业资本定价：水务资产出售一级市场定价接近翻倍。鹏鹞环保向中广核环保转让水务资产，转让价格2.99亿元，截至2023/3/31转让对价/标的净资产为1.82，鹏鹞环保2023/3/31 PB为0.996。对标产业资本定价，上市公司PB水平有80%提升空间。

表：鹏鹞环保出售标的公司下属污水处理项目

项目	运营方	规模	开建日期	通水日期	投资额	运营期限
南昌红谷滩污水处理厂一期	南昌鹏鹞水务有限公司	20万t/日	2005年5月	2007年11月	1.85 亿元，一级 A 提标改造项目概算 2.4 亿元	21.5年 (含1.5年建设期) 截至23Q1剩余年限 不足5年

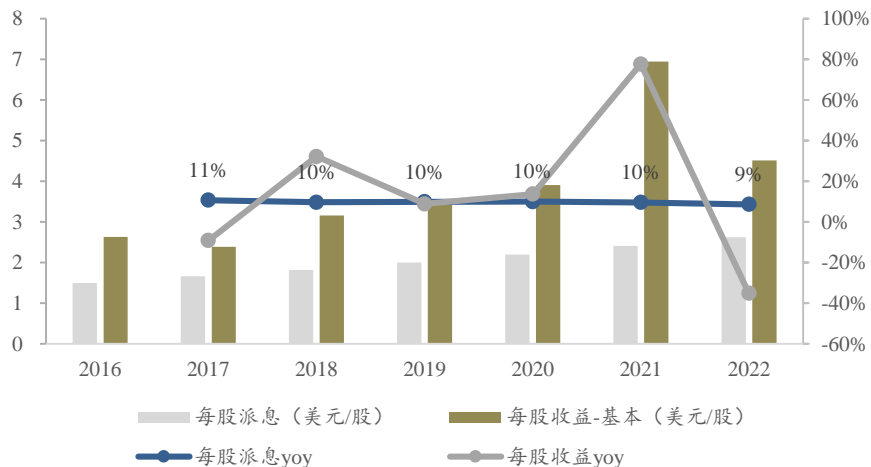
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

板块现金流改善+高分红+低估值，运营资产价值重估

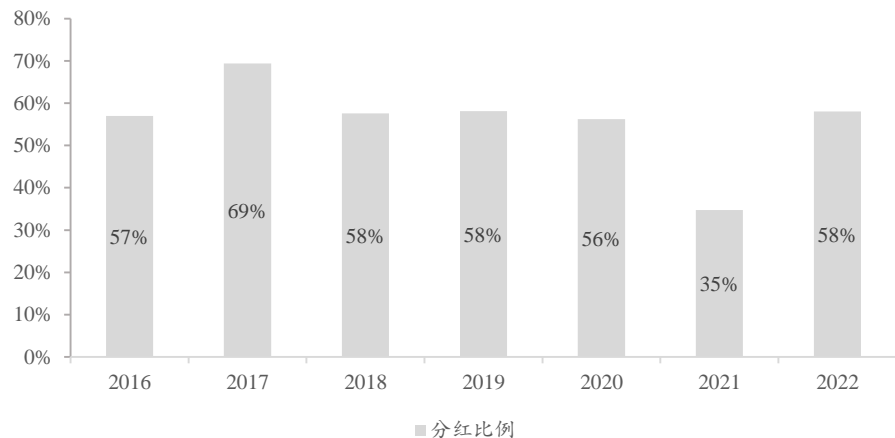
对标美股环保龙头，期待高分红+稳定增长标的市值估值双升

✓ 美国水业：每股派息保持10%稳定增长，分红比例基本维持60%左右，PE (TTM) 介于20-40倍且呈上升趋势。

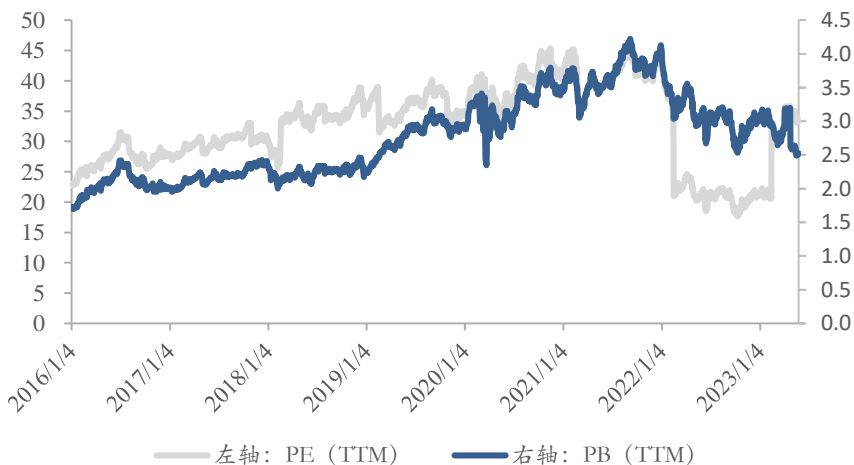
图：美国水业每股派息2016-2022复增10%



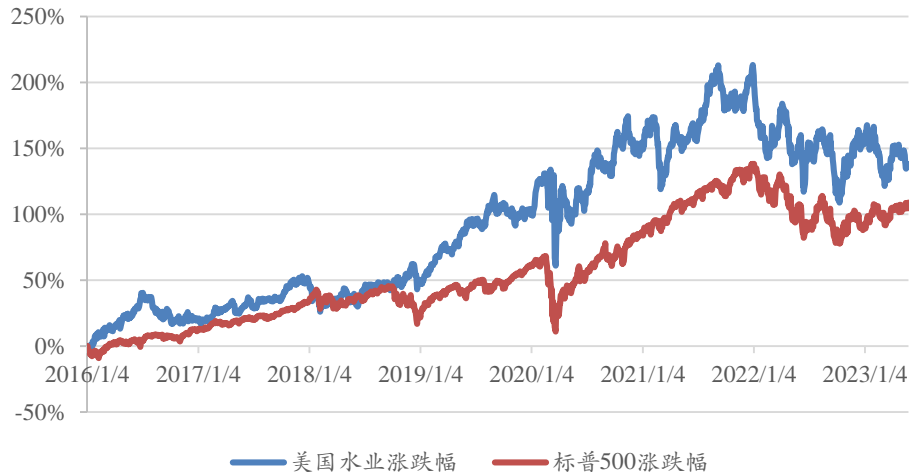
图：美国水业分红比例基本维持60%左右



图：2016-2023年美国水业PE估值介于20-40倍



图：美国水业及标普500收盘价相较于2016/1/4涨跌幅



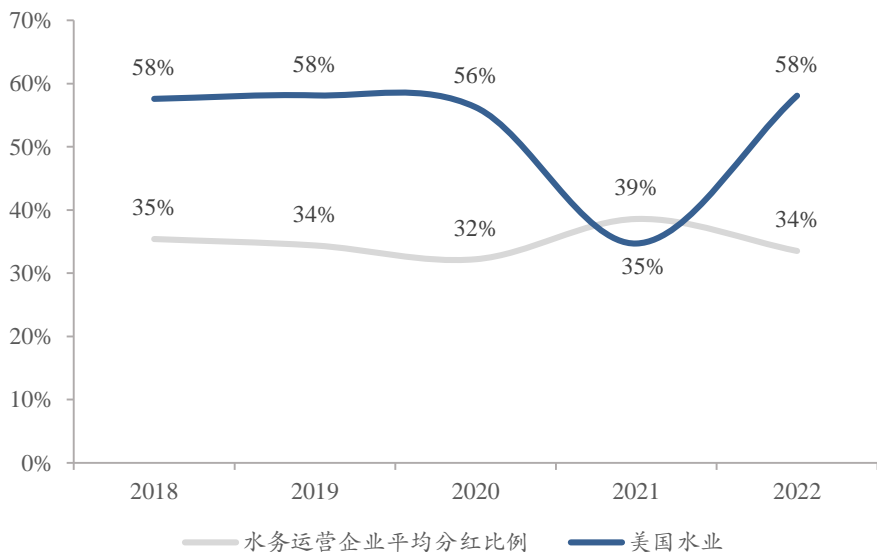
对标美股环保龙头，期待高分红+稳定增长标的市值估值双升

✓ 对标美国水业：

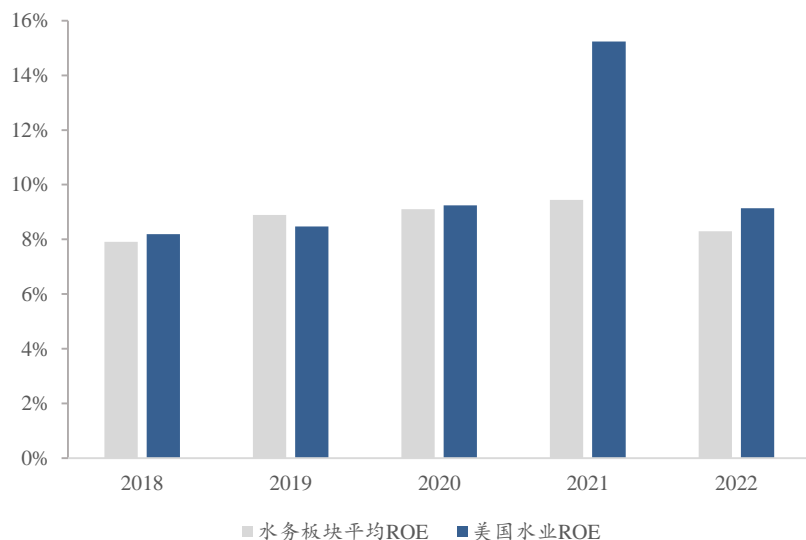
1) **分红角度**：2022年水务运营企业平均分红比例34%，美国水业分红比例58%，截至2023/5/31，洪城环境、首创环保、兴蓉环境、中山公用PE (TTM) 处于10倍以下，美国水业PE (TTM) 为34倍。水务板块估值存翻倍空间。

2) **PB/ROE角度**：2022年水务运营企业平均ROE为8.29%，美国水业ROE为9.14%，截至2023/5/31水务及水治理板块PB为1.20，美国水业PB (TTM) 为2.52，以PB/ROE水平对标海外龙头，水务板块PB有望从当前1.20提至2.29倍。

图：2018-2022年水务运营企业及美国水业分红比例



图：2018-2022年水务运营企业及美国水业ROE



目录

CONTENTS

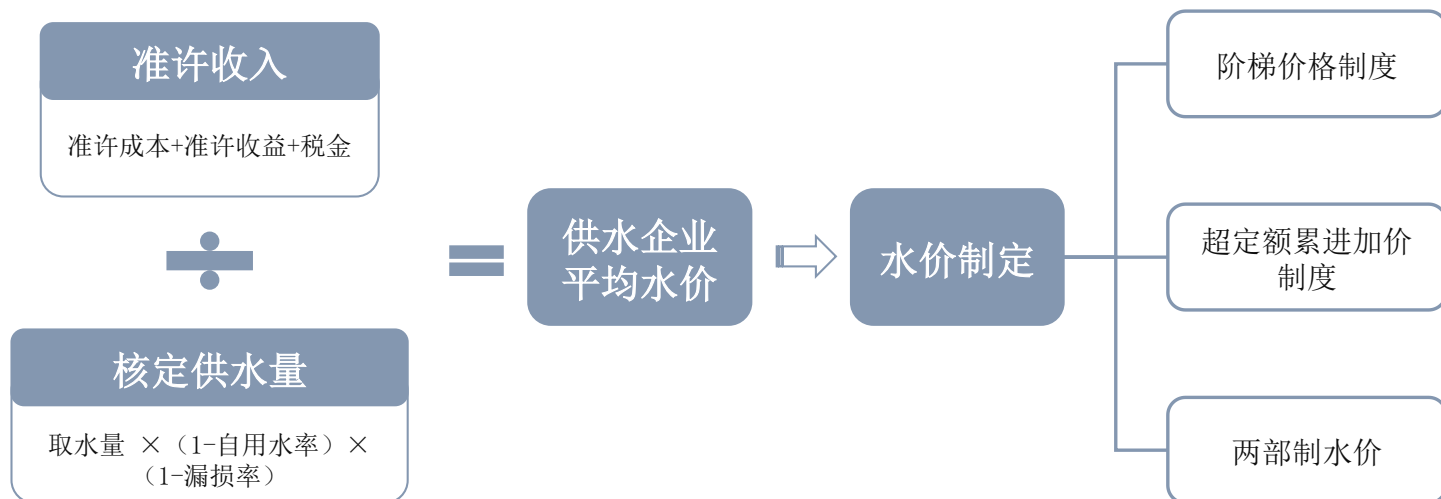
- 01 供水污水稳步增长，直饮打开新空间，重视管网收集
- 02 低估值+高分红+现金流改善，优质水务资产价值重估
- 03 水价新政强化市场机制和回报稳定性，污水顺价改善商业模式
- 04 投资建议及风险提示

供水价格新政预期明确，强化市场机制和资产回报稳定性

水价新政施行，准许收益明确市场化回报，三年调价周期回报确定性增强

- ✓ 新办法施行水价实现市场化，水务资产回报稳定价值重估。《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》自2021年10月1日起施行，按照“准许成本加合理收益”的方法核定用水价格。
- ✓ 准许收益率： $\text{权益资产收益率} \times (1 - \text{资产负债率}) + \text{债务资本收益} \times \text{资产负债率}$ ，其中权益资产收益率不高于10年期国债+400bp，债务资本收益率按LPR确定。
- ✓ 明确供水价格监管周期为3年，回报市场化同时确定性增强。

图：《城镇供水价格管理办法》定价流程



供水价格新政预期明确，强化市场机制和资产回报稳定性

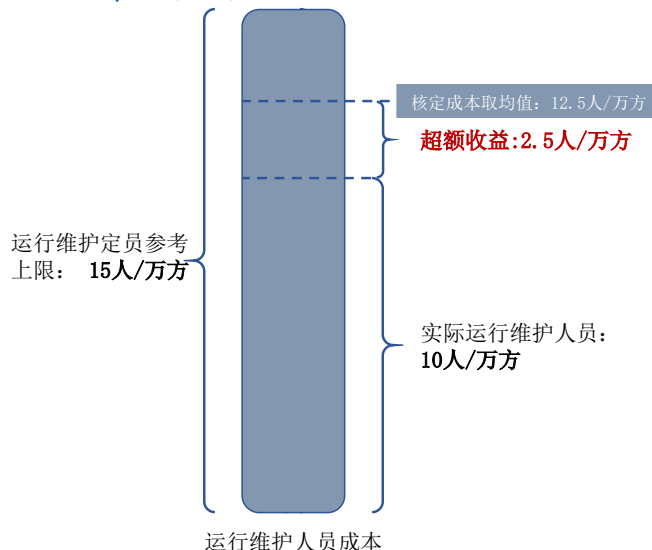
准许成本监审更具操作性，优秀运营能力有望获超额收益

- ✓ 准确成本项包括固定资产折旧费、无形资产摊销和运行维护费。核定供水量考虑自用水率和漏损率。
- 1) 通过减少运行维护费获得超额收益。按照成本核定要求，15人/万方（日生产能力）作为运行维护人员定员参考上限，假设每万方的运行维护人员只需要10人，则核定成本按10人/万方与15人/万方平均值12.5人/万方计算，企业可以获得2.5人/万方人工成本的超额收益。

表：新旧《城镇供水价格管理办法》收益率规定对比

发布单位	发改委/住建部	国家计委/建设部
施行时间	2021年10月1日	1998年9月23日-2021年10月1日
收益/利润	准许收益按照有效资产乘以准许收益率计算确定。	利润按净资产利润率核定。
收益率	<p>准许收益率=权益资本收益率×(1-资产负债率)+债务资本收益率×资产负债率。</p> <p>权益资本收益率按照监管周期初始年前一年国家10年期国债平均收益率加不超过4个百分点核定；</p> <p>债务资本收益率参考监管周期初始年前一年贷款市场报价利率(LPR)确定；</p> <p>资产负债率参照监管周期初始年前3年企业实际资产负债率平均值核定，首次核定价格的，以开展成本监审时的前一年度财务数据核定。</p>	<p>供水企业合理盈利的平均水平是净资产利润率8-10%。</p> <p>主要靠政府投资的，企业净资产利润率不得高于6%；</p> <p>主要靠企业投资的，包括利用贷款、引进外资、发行债券或股票等方式筹资建设供水设施的供水价格，还贷期间净资产利润率不得高于12%。还贷期结束后，供水价格应按本条规定的平均净资产利润率核定。</p>

图：人员减少反应运营效率，优秀运营企业有望获超额收益



准许成本监审更具操作性，优秀运营能力有望获超额收益

2) 通过减少管网漏损获得超额收益。核定供水量时，按照取水量* (1-自用水量) * (1-漏损率)。漏损率按《城镇供水管网漏损控制及评定标准》(CJJ92) 分为两级，一级为10%，二级为12%，原则上按照一级评定标准计算。我们测算2019年一个年供水量处于行业平均水平的企业，漏损率每增加2%，收入减少145万元。

图：漏损率减少反应运营效率，优秀运营企业企业有望获超额收益

	实际情况			成本监审结果
	企业①	企业②	企业③	
年供水量 (万立方米)	2594	2594	2594	2594
漏损率 (%)	8%	10%	12%	10%
年售水量 (万立方米)	2387	2335	2283	2335
供水单价 (元/立方米)	2.8	2.8	2.8	2.8
收入 (万元)	6682	6537	6392	6537
核定定价总成本 (万元)	6537	6537	6537	6537
企业盈亏 (万元)	145	0	-145	0
与企业②比较盈亏 (万元)	145	—	-145	—

注：以2019年数据为基础测算

数据来源：国家统计局，《城镇供水定价成本监审办法》，东吴证券研究所测算

《国家水网建设规划纲要》印发，理顺价格机制推动加快国家水网建设

- ✓ 理顺价格机制，以市场化改革推动加快水网工程建设。管网投资给水务行业带来增量成长空间，国家水网工程建设规模大，投资需求高，在投资安排上，1) 保持中央预算内投资合理强度，2) 深化投融资改革，加快水网供水价格改革。我们认为落实水价市场化政策，理顺投资回报模式，有利于企业积极参与水网建设，水资源价值提升，匹配真实收入。

图：《国家水网建设规划纲要》主要内容

主要内容

发展目标	1) 到2025年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进，省市县水网有序实施，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智能化等短板和薄弱环节，国家水安全保障能力明显增强。 2) 到2035年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善。数字化、网络化、智能化调度运用基本实现。
总体布局	加快构建国家水网主骨架，畅通国家水网大动脉，建设骨干输排水通道，加强国家骨干网、省市县水网之间的衔接。
重点任务	1) 完善水资源配置和供水保障体系，实施重大引调水工程建设、完善区域水资源配置体系，推进水源调蓄工程建设。 2) 完善流域防洪减灾体系：提高河道泄洪能力，增强洪水调蓄能力，确保分蓄洪区分蓄洪功能，提升洪水风险防控能力。 3) 完善河湖生态系统保护治理体系：加强河湖生态保护治理，加快地下水超采综合治理，推进水源涵养与水土保持。 4) 推动国家水网高质量发展：推进安全、绿色发展，加快智慧发展，统筹融合发展，完善体制机制。
价格机制改革导向	1) 坚持多轮驱动，发挥政府和市场、中央和地方、国有资本和社会资本等多方面作用。创新国家水网建管体制和投融资机制，更好发挥水价杠杆作用。 2) 健推进水权水市场改革，规范明晰用水权，完善用水权市场化交易制度。 3) 加快水网供水价格改革，创新完善公益性与经营性供水相结合的价格形成机制，建立健全有利于促进水资源节约和水利工程良性运行、与水利投融资体制机制改革相适应的水价形成机制。 4) 深化农业水价综合改革，健全节水激励机制。

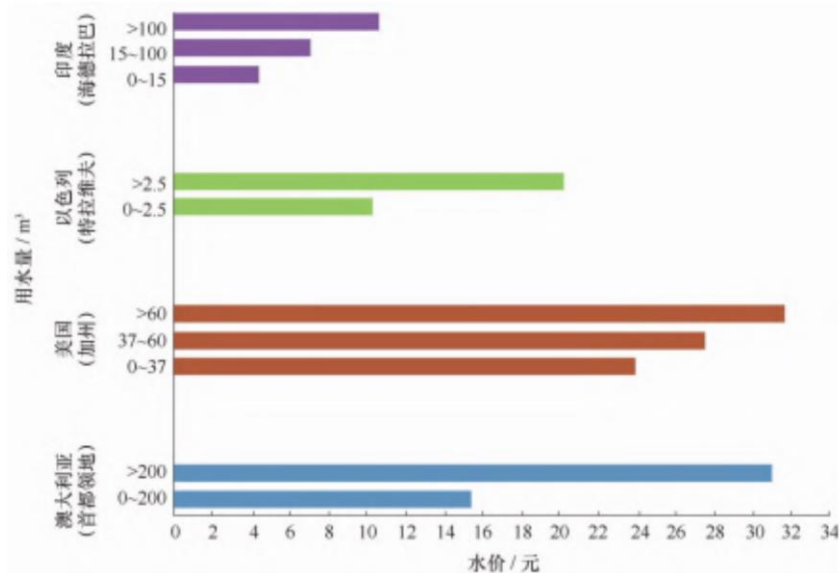
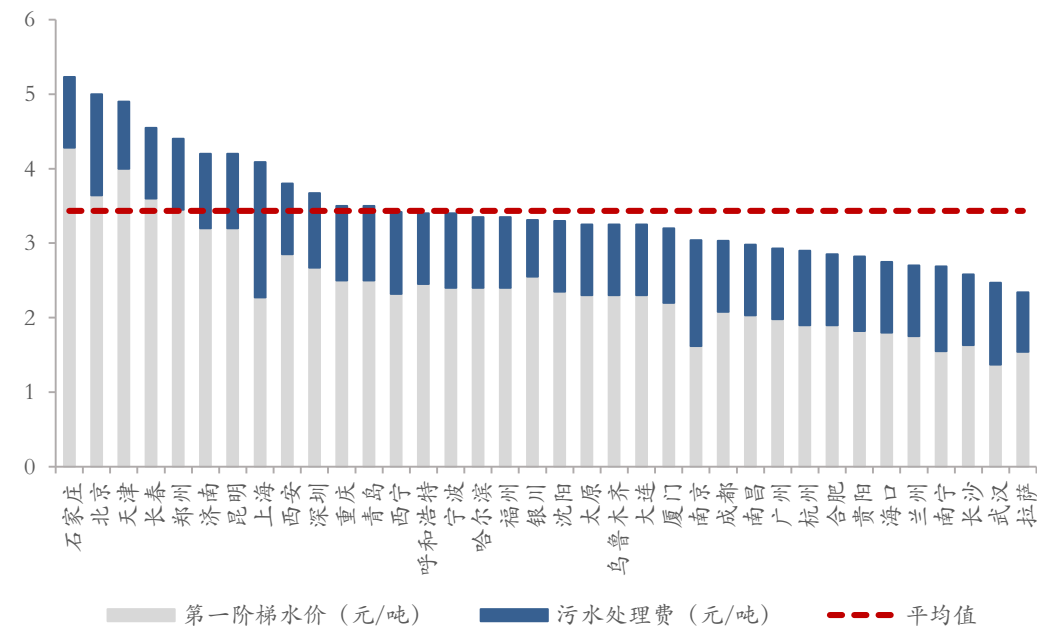
供水价格新政预期明确，强化市场机制和资产回报稳定性

我国水价不及发达国家的1/4，未充分体现其资源属性和稀缺程度

- ✓ 水价：截至2022年底，我国36个重点城市第一阶梯终端水价处于2.34~5.23元/m³。
- 对标国际水价：美国和中国水资源世界排名分别为第四和第五，美国加州第一阶梯价格超过20元/吨，北京水价5元/吨，不到美国加州的1/4。
- 从水价负担来看，根据水利部发展研究中心，2020年我国36个重点城市水费支出占可支配收入比例介于0.21%~0.67%之间。《水利建设项目经济评价规范》(SL72—2013)规定，城市居民人均水费支出占可支配收入比例在1.5%~3%以内时，为用水户可接受范围。

图：36个重点城市第一阶梯终端水价情况（截至2023H1）

图：不同国家的阶梯水价设计



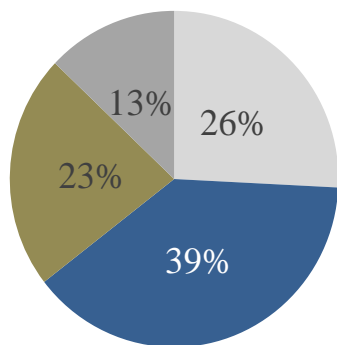
2021年10月前5年内未调价区域占比35%，水价有望提升供水公司受益明显

- ✓ 2021年10月前，5年内调价为主要调价频率，占比65%。梳理22个省会城市（未考虑台湾省台北市），5个自治区首府、4个直辖市，合计31个城市，可以发现近3年调价8个，占比26%，3-5年内调价12个，占比39%，5-10年间调价7个，占比23%，10年内未调价4个，占比13%。

图：截至2021年10月全国主要城市供水价格调整情况梳理（元/吨）

序号	省份	省会（城市）	调价时间	一级用水调价前价格	一级用水调价后价格	污水调价前价格	污水调价后价格
1	山西	太原	2021	2.30	2.30	0.50	0.95
2	云南	昆明	2021	2.45	3.20	1.00	1.00
3	上海	上海	2020	1.92	2.27	1.70	2.20
4	福建	福州	2020	2.10	2.40	0.95	0.95
5	海南	海口	2020	1.77	1.80	0.80	0.80
6	河北	石家庄	2019	3.79	4.28	0.95	0.95
7	内蒙古	呼和浩特	2018	2.35	2.35	0.65	0.95
8	江西	南昌	2018	0.78	1.58	0.80	0.80
9	辽宁	沈阳	2017	2.35	2.35	0.65	0.95
10	吉林	长春	2017	3.80	3.60	0.40	0.95
11	江苏	南京	2017	1.95	1.62	1.15	1.42
12	安徽	合肥	2017	1.90	1.90	0.76	0.95
13	河南	郑州	2017	3.45	3.45	0.65	0.95
14	湖南	长沙	2017	1.63	1.93	0.95	0.95
15	四川	成都	2017	2.08	2.08	0.90	0.95
16	贵州	贵阳	2017	2.70	1.82	1.00	1.00
17	宁夏	银川	2017	1.70	2.15	0.95	0.95
18	新疆	乌鲁木齐	2017	2.00	2.25	0.50	0.95
19	湖北	武汉	2016	1.52	1.37	1.10	1.10
20	西藏	拉萨	2016	1.00	1.54		
21	浙江	杭州	2015	1.35	1.90	0.50	1.00
22	山东	济南	2015	3.20	3.20	0.90	1.00
23	陕西	西安	2015	2.75	2.85	0.65	0.95
24	广西	南宁	2013	1.48	1.55	0.80	1.14
25	广东	广州	2012	1.32	1.98	0.90	0.95
26	青海	西宁	2012	1.43	1.83	0.52	0.82
27	重庆	重庆	2011	2.10	2.50	0.70	1.00
28	天津	天津	2011	4.00	4.00	0.90	0.90
29	黑龙江	哈尔滨	2011	2.40	2.40	0.95	0.95
30	北京	北京	2011	3.64	3.64	1.36	1.36
31	甘肃	兰州	2011	1.75	1.75		

图：5年内调价为主要调价频率，占比65%



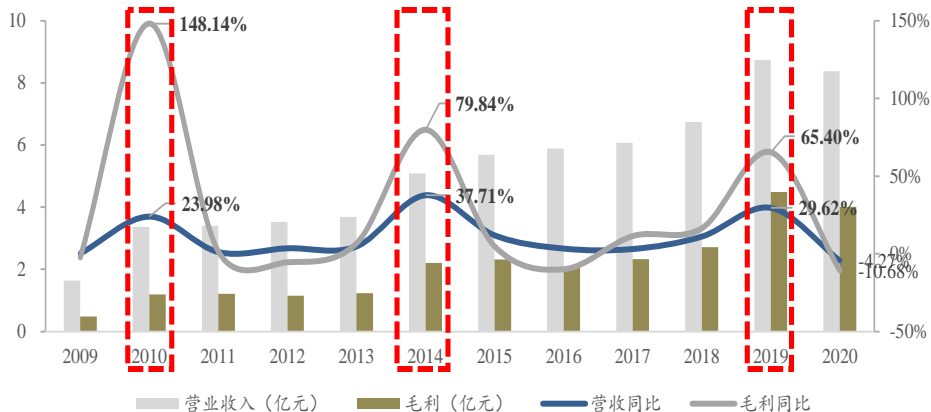
■ 3年内调价 ■ 3至5年内调价 ■ 5至10年内调价 ■ 10年内未调价

数据来源：Wind，政府网站，东吴证券研究所
 注：统计最早时间截止2011，调价项目前后价格一致说明未改变，空值相关数据未披露，统计口径为居民生活用水，部分用水价格仅包含水费和水资源费

2021年10月前5年内未调价区域超1/3，水价有望提升供水公司受益明显

- ✓ 供水公司受益地区水价提升，营收利润率双升。以洪城环境为例，供水业务布局扎根南昌市，水价调整周期一般为5年，复盘2009、2013、2018年三次调价，水价的提升均带动公司供水业务营业收入与毛利双升。2018年11月，南昌市各类水水价相较于调价前平均涨幅28.5%，2019年公司供水业务整体营收/毛利同比增长29.62%/65.40%。

图：水价提价带来公司供水业务营业收入和毛利同比大幅上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：公司供水业务毛利率随水价调升呈现出周期性抬升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

供水价格新政预期明确，强化市场机制和资产回报稳定性

水价调价测算：参考重庆市自来水公司，水价调整带来翻倍利润弹性

- ✓ **重庆水价机制：**重庆主城区居民生活用水第一阶梯到户综合水价3.50元/m³，其中自来水价格2.50元/m³，污水处理费1元/m³，第二、三阶梯较第一阶梯分别高0.72、2.40元/m³，重庆水务于重庆主城区平均水价2.72元/m³。

图：2022年重庆市主城区城市供水价格

类别	用水阶梯	自来水价格（元/m ³ ，含水资源费0.1元/m ³ ）	污水处理费（元/m ³ ）	综合水价（元/m ³ ）
居民生活用水	第一阶梯（每户每年260m ³ 及以下）	2.50	1.00	3.50
	第二阶梯（每户每年261-360m ³ [含]）	3.22	1.00	4.22
	第三阶梯（每户每年361m ³ 及以上）	4.90	1.00	5.90
	合表居民用户	2.50	1.00	3.50
非居民生活用水		3.25	1.30	4.55
特种用水	洗车行业	5.70	1.30	7.00
	洗浴（含浴足）、高尔夫球场	9.35	1.30	10.65

注：自2016/1/1起实施，人口较多的居民家庭，人数超过4人，每增加1人每户每年各阶梯基础水量增加60 m³

数据来源：重庆市发改委，东吴证券研究所

图：2022年重庆水务自来水供应板块分地区、分客户平均水价及调价机制

类别	平均水价（元/m ³ ）	调价机制（如有）
分地区	重庆市主城区	因物价水平上升导致公司供水成本上升，而不能达到供水企业合理利润水平时，公司可向政府主管部门提出水价调整申请，并接受政府有关部门审核。水价的调整依照法定程序，由本公司事先提出调价申请履行听证程序后，由政府批准执行。
	重庆市合川区	
	重庆市万盛经济技术开发区	
	重庆市江津区	
分客户	居民用水	因物价水平上升导致公司供水成本上升，而不能达到供水企业合理利润水平时，公司可向政府主管部门提出水价调整申请，并接受政府有关部门审核。水价的调整依照法定程序，由本公司事先提出调价申请履行听证程序后，由政府批准执行。
	非居民生活用水	
	特种用水	

数据来源：重庆水务2022年报，东吴证券研究所

供水价格新政预期明确，强化市场机制和资产回报稳定性

水价调价测算：参考重庆市自来水公司，水价调整带来翻倍利润弹性

- ✓ 水价调价测算：2022年重庆水务全资子公司重庆市自来水公司的ROA水平为2.73%，参考2023/5/31的10年期国债收益率和1年期贷款市场报价利率，按新管理办法要求算得，供水企业准许收益率为5.71%。假设ROA水平达到准许收益率，自来水均价需从2.72元/m³调增0.48元/m³至3.20元/m³，调增幅度18%，调价带来的利润弹性为109%。

表：重庆市自来水公司供水调价弹性测算

	指标	2022年
重庆市自来水公司	总资产 (亿元)	60.31
	净资产 (亿元)	40.44
	营业收入 (亿元)	11.93
	净利润 (亿元)	1.65
	ROE	4.08%
	ROA	2.73%
	资产负债率	33%
	所得税税率	15%
新管理办法下 准许收益率 (参照2023/5/31)	10年期国债收益率+400bp	6.72%
	1年期贷款市场报价利率	3.65%
	政策要求的准许收益率	5.71%
水价调价测算	达到政策标准带来的利润弹性	109%
	重庆主城区自来水均价 (元/吨)	2.72
	水价调增幅度	18%
	水价调增数额 (元/吨)	0.48
	调整后自来水平均单价 (元/吨)	3.20

表：重庆水务上市公司供水调价业绩弹性测算

指标	2022年
重庆水务-自来水销售收入 (亿元)	17.50
重庆水务-自来水售水量 (亿吨)	6.43
重庆水务-自来水均价 (元/吨)	2.72
重庆水务-归母净利润 (万元)	19.09
水价调整幅度	18%
水价调整带来的利润增量 (亿元)	2.63
重庆水务利润弹性	14%

注1：重庆市自来水公司为重庆水务全资子公司，主要在重庆市主城区范围内从事自来水的生产与供应

注2：假设上市公司供水板块调价幅度与重庆市自来水公司调价幅度保持一致，去测算上市公司业绩弹性

数据来源：重庆水务2022年报，Wind，东吴证券研究所

政策要求污水处理收费标准提高至补偿污水处理和污泥无害化处置成本并合理盈利

- ✓ 污水处理收费不足以弥补污水处理服务费，政策要求构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制。根据发改委2020年调研，全国36个大中城市居民用水污水处理费收费标准平均1.0元/立方米，非居民用水污水处理费收费标准平均1.52元/立方米，特种用水污水处理费收费标准平均2.0元/立方米。污水处理政府承担兜底责任，以财政资金弥补服务费缺口，地方政府相关部门表示在污水处理收支方面存在压力。

表：污水处理收费标准相关政策要求

时间	发布机构	政策	主要内容
2015年1月	国家发改委、财政部、住建部	《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》	收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。2016年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于0.95元，非居民不低于1.4元；县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民不低于0.85元，非居民不低于1.2元。 已经达到最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准。 未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于2015年底前开征，并在3年内建成污水处理厂投入运行。
2018年7月	国家发改委	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	加快构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制，推进污水处理服务费形成市场化，逐步实现城镇污水处理费基本覆盖服务费用。 2020年底前实现城市污水处理费标准与污水处理服务费标准大体相当。
2020年4月	国家发改委、财政部、住建部、生态环境部、水利部	《关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见》	健全污水处理费调整机制。 长江经济带省份各城市（含县级市）应尽快将污水处理费标准调整至补偿成本的水平，一步到位有困难的要制定分步调整方案。 到2025年底，各地（含县城及建制镇）均应调整至补偿成本的水平。 加大污水处理费征收力度。 长江经济带11省市所有城市、县城、建制镇均应具备污水处理能力，并按规定开征污水处理费。已建成污水处理设施，未开征污水处理费的县城和建制镇，原则上应于2020年底前开征。重点加强对自备水用户管理，实行装表计量，确保污水处理费应收尽收。
2021年5月	国家发改委	《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》	进一步完善污水处理收费机制。 结合污水处理排放标准提高情况， 将收费标准提高至补偿污水处理和污泥无害化处置成本且合理盈利的水平，并建立动态调整机制。 鼓励通过政府购买服务，以招投标等市场化方式确定污水处理服务费水平，建立与处理水质、污染物削减量等挂钩的污水处理服务费奖惩机制。鼓励已建成污水集中处理设施的农村地区，探索建立农户付费制度。

污水顺价测算：重庆污水处理服务费缺口近60%，顺价至C端污水处理费需从1元/m³调至2.53元/m³

- ✓ 以重庆主城区为例：重庆市居民端污水处理费1元/m³，重庆水务2020-2022年第五期政府采购污水处理服务结算价格为2.98元/m³。按85%的折污系数测算，污水处理服务费缺口61%，需由地方财政承担。若污水处理服务费完全顺价至C端，对应污水处理费调增额度为1.53元/m³，居民端污水处理费需由此前1元/m³提至2.53元/m³。

表：污水处理服务费顺价至C端调价测算

	重庆市
居民端现行污水处理费（元/m ³ ）	1.00
折污系数	85%
单吨污水对应前端处理费（元/m ³ ）	1.18
污水处理厂服务费（元/m ³ ）	2.98
污水处理服务费缺口	61%
完全顺价C端时需代收污水处理费（元/m ³ ）	2.53
污水处理收费提价额度（元/m ³ ）	1.53

数据来源：重庆市物价局，重庆水务2022年报，东吴证券研究所

调价后综合水价增幅54%，增量支出占人均可支配收入0.29%

调价承受力测算：调价后综合水价需调增54%，增量支出占比可支配收入0.29%

✓ 以重庆主城区为例：考虑自来水提价&污水处理服务费顺价，C端平均水价需从3.72元/m³调增54%至5.73元/m³，其中自来水价格从2.72元/m³增至3.20元/m³，增幅18%，C端收缴的污水处理费价格需从1.00元/m³增至2.53元/m³，增幅153%。居民生活人均用水量140元/L，调价&顺价后增量支出为103元/年，占人均可支配收入的比例为0.29%。

表：自来水提及&污水处理服务费顺价至C端的承受力测算

原方案	居民端平均水价 (元/m ³)	3.72
	生活用水价格 (元/m ³)	2.72
	代收污水处理费 (元/m ³)	1.00
调价后	居民端平均水价 (元/m ³)	5.73
	相较于原方案增量	2.01
	增幅	54%
	生活用水价格 (元/m ³)	3.20
	水价增量	0.48
	增幅	18%
	代收污水处理费 (元/m ³)	2.53
污水处理费增量	1.53	
	增幅	153%
居民负担率分析	居民生活人均日用水量 (升)	140
	原方案下水费支出 (元/年)	190
	调价&顺价后水费支出 (元/年)	293
	居民自来水费用增量 (元/年)	25
	居民污水处理费增量 (元/年)	78
	居民人均可支配收入 (元/年)	35666
	水价+污水处理费增量占人均可支配收入比例	0.29%

注：居民生活人均用水量参考2021年重庆市水平，人均可支配收入数据参考2022年重庆市水平
数据来源：重庆市物价局，重庆水务2022年报，东吴证券研究所

目录

CONTENTS

- 01 供水污水稳步增长，直饮打开新空间，重视管网收集
- 02 低估值+高分红+现金流改善，优质水务资产价值重估
- 03 水价新政强化市场机制和回报稳定性，污水顺价改善商业模式
- 04 投资建议及风险提示

重点推荐【洪城环境】，建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【首创环保】【中山公用】等

洪城环境：高分红兼具稳定增长，综合公用事业平台价值重估

- **稳定增长+优质现金流，低估值+高分红有安全边际。**公司2018-2022年归母净利润复合增速30%，水务运营资产提供优质现金流，2022年净现比提升至2.31。2018-2022年公司分红比例分别为40%、50%、60%、63%、50%，公司承诺2021-2023年分红不低于50%，2022年股息率5.31%，对应2023年PE8.5倍，有安全边际（对应2023/6/27）。
- **固废项目顺利并表，综合环保公用平台稳健发展。**公司实控人为南昌市市政公用投资控股集团有限公司，控股股东为南昌水业集团有限责任公司。公司环保资产覆盖江西全境，2022年固废资产成功并表，已经形成涵盖供水、污水、天然气、固废四大业务的综合环保公用平台。2022年底公司供水产能为194万立方米/日，供水管网7933公里、服务人口400万，新建管网32.65公里，改造28.9公里。2022年底公司取得的污水特许经营权项目总设计规模为371.05万立方米/日，省内市占率超80%。
- **南昌市管网投资+直饮水，打开业务空间。**1) **厂网一体化：**根据公司2022半年报披露，南昌市为彻底解决污水管网建设和改造缺乏系统性等问题，政企联合总投入近200亿元，公司借力控股股东水业集团（南昌市水环境治理雨污管网改造工程业主单位）先发优势，积极拓展污水管网工程和运维服务，打开新空间。2023Q1公司厂网一体化订单陆续落地。2) **直饮水：**供水产业链延伸拓展直饮水，计划完成南昌50个管道直饮水项目。
- **盈利预测：**固废资产并表，综合环保公用平台稳健发展，南昌市管网投资&直饮水打开业务空间。我们预计2023-2025年归母净利润为10.47/11.90/12.71亿元，同比+11%/14%/7%，对应2023-2025年PE 8.5/7.5/7.0倍（估值日期：2023/6/27），维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险、市场拓展风险、项目进展不达预期等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园