

环保工程及服务

供水管理办法施行水价实现市场化，水务资产回报稳定迎价值重估

增持（维持）

2021年10月08日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 任逸轩

renyx@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：**近日，《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》经国家发改委和住建部签审公布，自2021年10月1日起施行。
- **新办法施行水价实现市场化，水务资产回报稳定价值重估。**新版管理办法中，企业端供水价格由**准许收入与核定供水量**计算得出，其中**准许收入**考虑**准许成本、准许收益和税金**，**核定供水量**则考虑**自用水率和漏损率**。新办法下，**1)从收益角度：**水务资产明确市场化回报，三年调价周期明确回报确定性增强。**2)从成本角度：**成本监审更具操作性，优秀运营能力有望获超额收益。水务资产有望迎价值重估。
- **准许收益：明确市场化回报，三年调价周期回报确定性增强。**准许收益绑定市场利率，供水价格更加市场化。供水企业准许净资产收益率为**权益资产收益率*(1-资产负债率)+债务资本收益*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**。新管理办法下权益资本收益率对应无风险利率和400bp上浮，增强水务资产回报吸引力。债务资本受益率对应LPR，随行就市回报合理。首次明确城镇供水价格监管周期原则上为3年，明确调价预期收入确定性增强。
- **准许成本：本监审更具操作性，优秀运营能力有望获超额收益。**成本监审办法细化标准操作性增强。**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**。企业运营效率高于成本核定标准，如**较低的运营维护费和较低的漏损率**，优质运营企业有望获得超额收益。
- **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。**梳理省会城市、自治区首府、直辖市水价情况可以发现，**5年内调价为主要趋势，占比64.5%**。考虑长期未调价地区近期迎来调价可能性加大，以城市代表对应省级行政区，我们认为近10年未调价的**天津、哈尔滨（黑龙江）、北京和兰州（甘肃）**可能为未来调价地域，其次考虑5年内未调过价的**杭州（浙江）、济南（山东）、西安（陕西）、南宁（广西）、广州（广东）、西宁（青海）和重庆**的可能性较大。地区水价上涨将同时带动供水公司**营业收入和利润率的显著提升，受益明显**。以**洪城环境及南昌**为例，复盘南昌市2009年、2014年、2018年的三次自来水提价，水价的提升均带动公司供水业务**营业收入与毛利双升，毛利率也随调价周期上行，盈利能力持续提升**。
- **投资建议：**碳中和战略目标下，强调市场化机制和资本回报的稳定性，绿色产业价值凸显。水务细分赛道下，新供水价格管理办法施行，水价实现市场化，三年价格监管周期明确价格调整预期，回报市场化同时确定性增强，我们积极关注水务板块，关注水务资产价值重估，重点推荐：**洪城环境（高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估）**，建议关注：**中国水务、北控水务集团、首创环保、重庆水务、兴蓉环境**。建议关注水务技术方案提供：**金科环境**。
- **风险提示：**政策推广不及预期，融资环境改善不及预期，财政支出不及预期

行业走势



相关研究

- 1、《环保工程及服务：碳战略视角关注生态资产价值重估》2021-09-28
- 2、《环保工程及服务行业周报：生态环境部开展碳监测评估试点工作，积极关注动力电池再生周期高景气赛道》2021-09-26
- 3、《环保工程及服务行业周报：生态保护补偿制度改革意见出台，“十四五”鼓励再生塑料同极化利用》2021-09-20

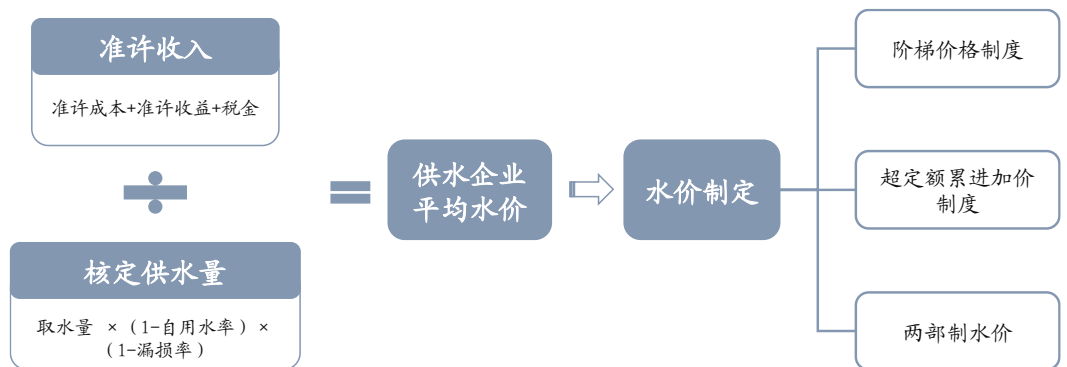
事件：近日，《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》经国家发改委和住建部签审公布，自2021年10月1日起施行。

1. 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。新版管理办法中，以成本监审为基础，按照“**准许成本加合理收益**”的方法，先核定供水企业供水业务的准许收入，再以准许收入为基础分类核定用户用水价格，即在**1) 企业端：供水价格由准许收入与核定供水量**计算得出，其中准许收入考虑**准许成本、准许收益和税金**，核定供水量则考虑**自用水率和漏损率**。2) 居民端：水价制定以当地用水结构为基础，分用户类别制定供水价格，按照**居民生活用水保本微利、其他用水合理盈利**等原则制定水价。居民生活用水实行**阶梯价格制度**，非居民用水及特种用水实行**超定额累进加价制度**，各地可以根据当地实际情况实行容量水价和计量水价相结合的两部制水价。

新办法下，**1) 从收益角度：**水务资产明确市场化回报，三年调价周期明确回报确定性增强；**2) 从成本角度：**成本监审更具操作性，优秀运营能力有望获超额收益。**水务资产有望迎价值重估。**

图1：《城镇供水价格管理办法》定价流程



数据来源：《城镇供水管理办法》，东吴证券研究所

1.1. 准许收益明确市场化回报，三年调价周期回报确定性增强

准许收益绑定市场利率，供水价格更加市场化。新管理办法下，供水企业准许净资产收益率为**权益资产收益率 × (1 - 资产负债率) + 债务资本收益 × 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**。新管理办法下权

益资本收益率对应无风险利率和 400bp 上浮，增强水务资产回报吸引力。债务资本受益率对应 LPR，随行就市回报合理。

表 1: 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>

数据来源：《城镇供水价格管理办法》，东吴证券研究所

三年供水价格监管周期明确价格调整预期，回报市场化同时确定性增强。首次明确城镇供水价格监管周期原则上为 3 年，建立供水价格与原水价格等上下游联动机制的，监管周期年限可以适当延长，具体价格监管周期年限由定价部门结合当地实际明确，减少了政府换届、领导人变更等人为因素的干预。对于经测算需要调整供水价格的：调整幅度较小的，及时调整到位；调整幅度较大的，分步调整到位。由于价格调整不到位导致供水企业难以达到准许收入的，当地人民政府应当予以相应补偿。供水企业在供水价格监管周期内的收入确定性增强。

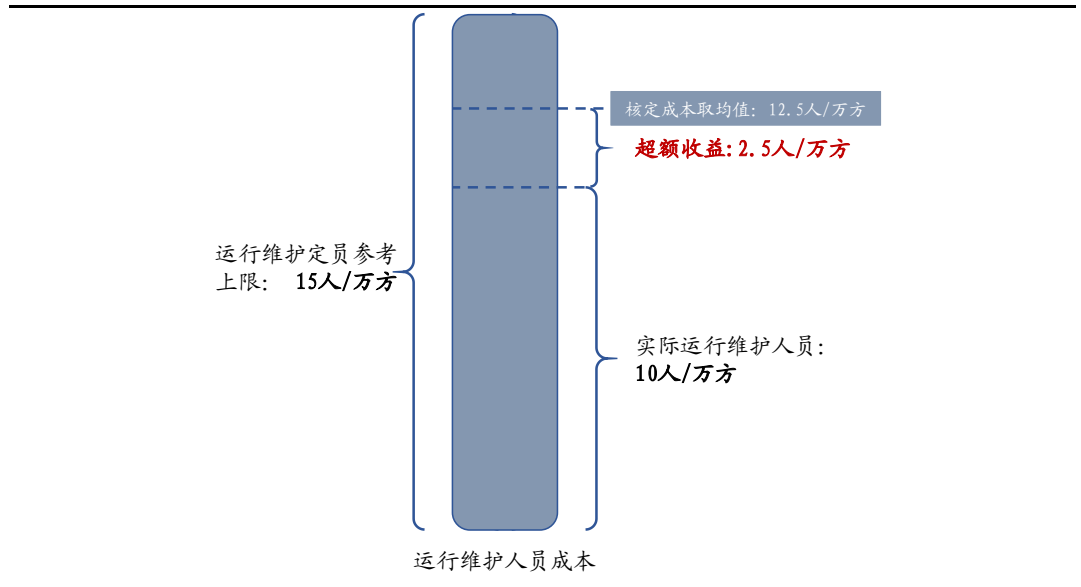
1.2. 准许成本监审更具操作性，优秀运营能力有望获超额收益

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。对于供水项目运营企业，运营效率高于成本核定标准，如**较低的运营维护费和较低的漏损率**，**优质运营企业有望获得超额收益**。

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，如果企业管理水平差，需要超过15人/万方的运营投入，超过的人工部分产生的运营成本则不能被准许成本覆盖，导致利润率下滑；如果企业管理水平好，需要的运行维护人员少于15人/万方，将获得超额收益。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。

图2：人员减少反应运营效率，优秀运营企业有望获超额收益



数据来源：《城镇供水管理办法》，东吴证券研究所

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，漏损率高于一级评定标准的，超出部分不得计入成本。我们测算漏损率对供水企业收入造成的影响，结果发现，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**。

对三家企业运营参数进行假设如下：

1) 三家企业的年供水量为2594万立方米（2019年全国供水量628.3亿吨，水的生产和供应业规模以上工业企业单位数2422个）；

2) 供水企业①、②、③，漏损率分别为8%、10%、12%，其他参数均属于制定水价的临界水平（即企业②盈亏平衡）；

3) 年售水量=年供水量*(1-漏损率);

4) 供水单价按照国家规定的居民生活用水价格: 2.80 元/立方米。

表 2: 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

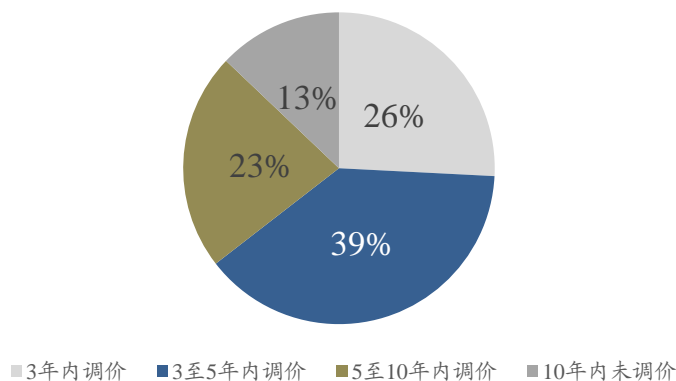
	实际情况			成本监审结果
	企业①	企业②	企业③	
年供水量 (万立方米)	2594	2594	2594	2594
漏损率 (%)	8%	10%	12%	10%
年售水量 (万立方米)	2387	2335	2283	2335
供水单价 (元/立方米)	2.8	2.8	2.8	2.8
收入 (万元)	6682	6537	6392	6537
核定定价总成本 (万元)	6537	6537	6537	6537
企业盈亏 (万元)	145	0	-145	0
与企业②比较盈亏 (万元)	145	—	-145	—

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

2. 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

5 年内调价为现阶段主要调价频率, 占比 64.5%。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 25%, 3-5 年内调价 12 个, 占比 38.7%, 5-10 年间调价 7 个, 占比 22.6%, 10 年内未调价 4 个, 占比 12.9%。5 年内调价为主要趋势, 占比 64.5%。

图 3: 5 年内调价为现阶段主要调价频率, 占比 64.5%



数据来源: Wind, 政府官网, 东吴证券研究所

图 4: 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		

数据来源: Wind, 政府网站, 东吴证券研究所

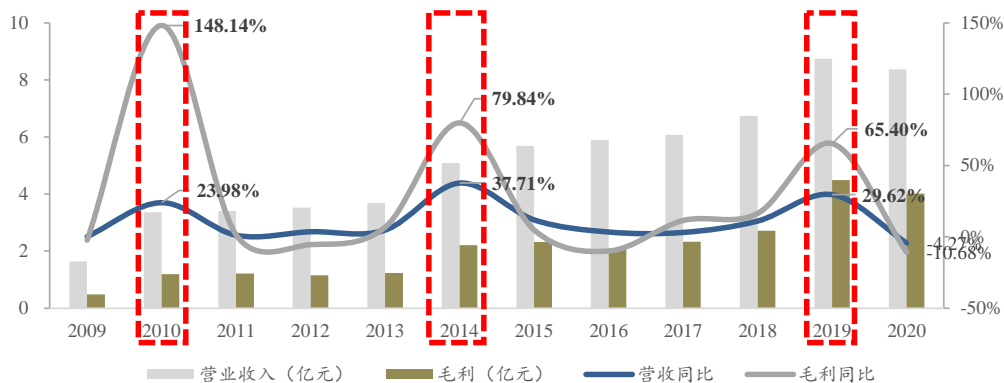
注: 统计最早时间截止 2011, 调价项目前后价格一致说明未改变, 空值相关数据未披露, 统计口径为居民生活用水, 部分用水价格仅包含水费和水资源费

调价可能性: 考虑长期未调价地区近期迎来调价可能性加大, 以城市代表对应省级行政区, 我们认为近 10 年未调价的天津、哈尔滨(黑龙江)、北京和兰州(甘肃)可能为未来调价地域, 其次考虑 5 年内未调过价的杭州(浙江)、济南(山东)、西安(陕西)、南宁(广西)、广州(广东)、西宁(青海)和重庆的可能性较大。

供水公司受益地区水价提升, 营收利润率双升。地区水价上涨将同时带动供水公司营业收入和利润率的显著提升, 受益明显。以洪城环境及南昌为例, 截至 2020 年年底, 洪城环境在手供水规模达 189.5 万吨/日, 供水业务布局扎根南昌市, 在当地具有强区域垄断性。南昌市水价调整周期一般为 5 年, 复盘南昌市 2009 年、2014 年、2018 年的三次自来水提价, 水价的提升均带动公司供水业务营业收入与毛利双升。2009 年 9 月水

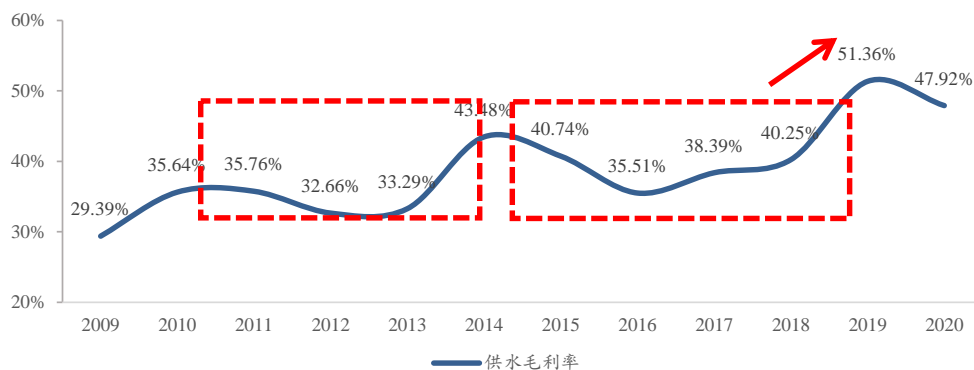
价调高执行后，2010年供水营业收入/毛利同比增长23.98%/148.14%；2014年4月水价调高执行后，2014年供水营业收入/毛利同比增长37.71%/79.84%；2018年11月，南昌市水价再次迎来调升，各类水水价平均涨幅28.5%，供水2019年营业收入/毛利同比增长29.62%/65.40%。公司供水业务毛利率也随调价周期攀升，盈利能力提升。

图 5：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：公司公告，东吴证券研究所

图 6：供水毛利率随水价调升呈现出周期性抬升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 投资建议

碳中和战略目标下，强调市场化机制和资本回报的稳定性，绿色产业价值凸显。水务细分赛道下，新供水价格管理办法施行，水价实现市场化，三年价格监管周期明确价格调整预期，回报市场化同时确定性增强。我们积极关注水务板块，关注水务资产价值重估，重点推荐：**洪城环境**（高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估），建议关注：**中国水务、北控水务集团、首创环保、重庆水务、兴蓉环境**。建议关注水务技术方

案提供：金科环境。

图 7：推荐及建议关注公司

代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）/归母净利润YOY			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
重点推荐								
600461.SH	洪城环境	80.40	8.18	10.95	12.75	9.8	7.3	6.3
			23.19%	33.86%	16.44%			
建议关注								
0855.HK	中国水务	155.89	19.37	21.33	23.21	8.0	7.3	6.7
			14.45%	10.12%	8.81%			
0371.HK	北控水务集团	357.53	44.55	48.99	54.96	8.0	7.3	6.5
			6.49%	9.97%	12.19%			
600008.SH	首创环保	284.08	21.23	23.93	28.63	13.4	11.9	9.9
			44.42%	12.72%	19.61%			
601158.SH	重庆水务	306.24	18.95	20.28	22.44	16.2	15.1	13.6
			6.82%	7.04%	10.66%			
000598.SZ	兴蓉环境	174.69	14.42	16.06	17.98	12.1	10.9	9.7
			11.03%	11.38%	11.99%			
688466.SH	金科环境	24.97	-	-	-	-	-	-
			-	-	-			

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：中国水务、北控水务集团市值及归母净利润单位为（亿港元）

注：洪城环境归母净利润来自东吴证券研究所外发报告，金科环境无 Wind 盈利预测一致预期，其余标的归母净利润均来自 Wind 盈利预测一致预期

注：估值日为（2021/10/8）

4. 风险提示

1) 政策推广不及预期:

政策推广执行过程中面临不确定的风险，可能导致政策执行效果不及预期。

2) 融资环境改善不及预期:

融资环境虽有改善，但与国内总体经济情况、宏观调控、外围市场变化息息相关，可能导致融资环境改善不及预期。

3) 财政支出低于预期:

财政支出受国家宏观调控影响，存在变化的可能，且不同地方政府财政情况不同，可能导致财政支出实际执行效果不及预期。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

