

► **中西合璧，打造水务新秀：**公司是一家综合性的水务公司，业务范围包括自来水生产与供应、污水处理与污水资源化中水回用、市政工程业务，同时公司拓展河湖流域水治理和水生态修复等水环境治理业务。截至2023年6月，公司拥有自来水生产供应、污水处理与中水回用运营项目的协议和规划处理能力约为270万立方米/日，项目分布于国内9个省16个城市，拥有26个运营公司，以及孟加拉国首都达卡市1个供水公司。

► **国家水网建设宏图打开水务成长空间：**我国水资源区域和年际间分布不均，水资源总量丰富但人均偏低，被联合国列为13个贫水国家之一，对水旱灾害防控能力、水资源集约及再生利用能力、河湖生态环境防治提出更高的要求。关于供水，降低管道漏损率是水务运营提质增效的重要突破点，到2025年，全国城市公共供水管网漏损率力争控制在9%以内；“准许成本+合理收益”保障供水企业长期稳定收益，未来具备提价空间。我国经济已转向高质量发展阶段，相关水务基础设施短板有望补齐，《国家水网建设规划纲要》在国家水网布局、水资源和供水保障、河湖生态系统保护、智慧水网方面等提出建设目标，相关水务及水处理公司有望受益。

► **稳中求进，拓展海外市场：**截至2023年2月，公司在全国7个城市以及孟加拉达卡市提供供水服务，业务范围主要包括市政供水和工业园区供水两个部分，共有9个供水项目；共有污水处理在运营项目13个，服务全国10座城市。公司以发展潜力较大的城市为切入点，进行全国布局，同时积极开拓国际市场，在孟加拉国达卡市投资拥有一个供水运营公司，设计水处理能力34万立方米/日。借助外资基因，追随“一带一路”倡议，公司有序布局南亚及东南亚市场，有望实现项目异地复制。

► **投资建议：**作为水务行业新星，公司实现自来水生产与供应、污水处理与污水资源化中水回用、市政工程业务全产业链覆盖；我国经济已转向高质量发展阶段，《规划纲要》有望推动相关水务基础设施短板补齐；借助外资基因，追随“一带一路”倡议，公司有序布局南亚及东南亚市场，有望实现项目异地复制。预计公司23/24/25年EPS分别为0.39/0.49/0.61元/股，对应2024年2月8日收盘价PE分别为27/21/17倍。给予公司2024年25倍PE，目标价12.25元/股，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**行业政策风险；地方财政压力；原材料价格波动；项目拓展不及预期。

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

10.58元

目标价：

12.25元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 尚硕

执业证书：S0100122030008

邮箱：shangshuo@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,157	1,265	1,435	1,648
增长率(%)	11.2	9.4	13.4	14.8
归属母公司股东净利润(百万元)	130	163	209	257
增长率(%)	-7.7	25.9	27.9	23.0
每股收益(元)	0.31	0.39	0.49	0.61
PE	35	27	21	17
PB	3.3	2.6	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年02月08日收盘价）

目录

1 行稳致远的综合性水务平台	3
1.1 中西合璧，打造水务新秀.....	3
1.2 稳健经营，贯通水务全产业链.....	4
2 积极拓展海外优质市场，后端水处理孕育第二成长曲线	7
2.1 全国布局，乘“一带一路”东风拓展海外优质市场.....	7
2.2 厚积薄发，后端水处理孕育第二成长曲线.....	9
3 国家水网建设宏图打开水务成长空间	11
3.1 供水行业稳态增长，水价具备提升空间.....	11
3.2 人均水资源匮乏拉动水处理需求.....	16
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	22
4.2 估值分析.....	24
4.3 投资建议.....	25
5 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	29

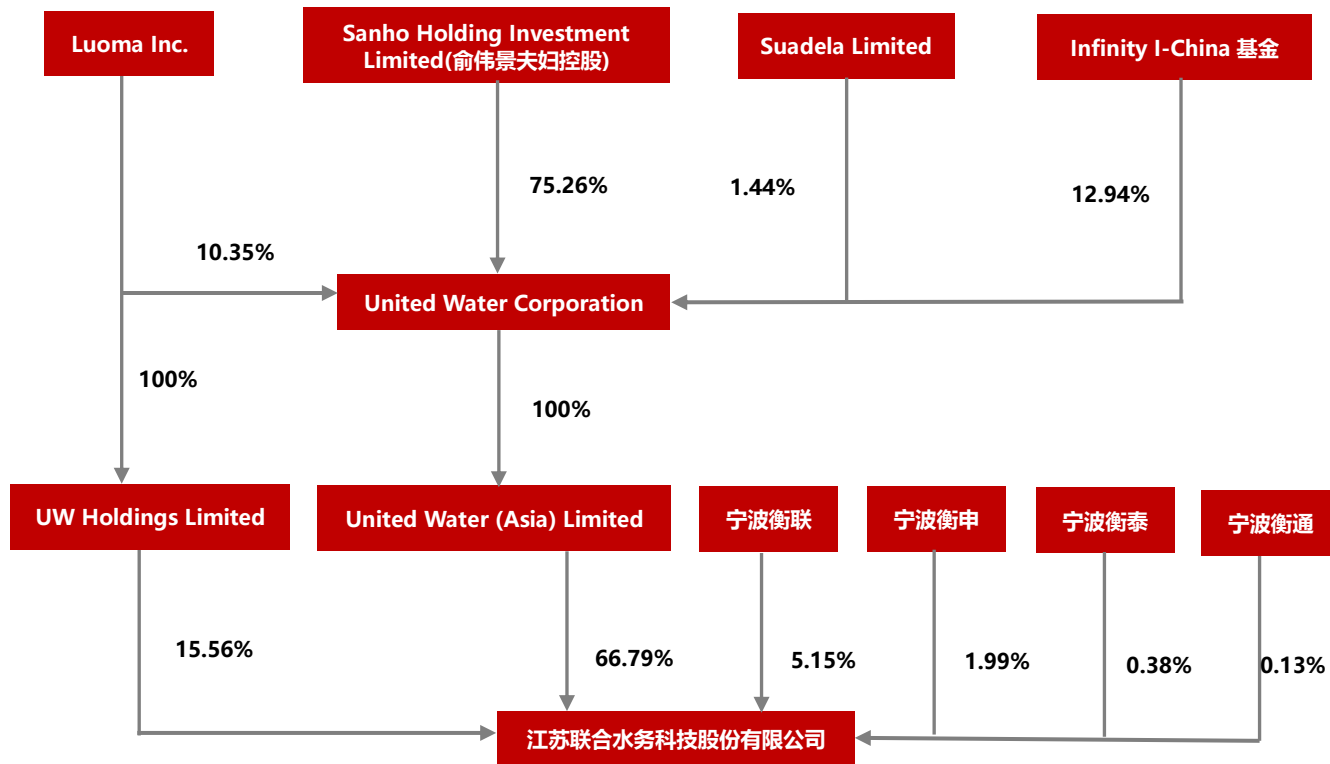
1 行稳致远的综合性水务平台

1.1 中西合璧，打造水务新秀

联合水务（以下简称“公司”）是一家综合性水务公司，前身为 2004 年 7 月注册成立的宿迁银控，2020 年 9 月，公司完成股改并更名为江苏联合水务科技股份有限公司。公司通过投资、建设和运营等方式，在水务领域从“水源头”到“水龙头”形成了完整的产业链。截至 2023 年 6 月，公司拥有自来水生产供应、污水处理与中水回用运营项目的协议和规划处理能力约为 270 万立方米/日，项目分布于 9 省 16 城，拥有 26 个运营公司，以及孟加拉国首都达卡市 1 个供水公司。

2023 年 3 月，联合水务在主板挂牌上市。截至 2023 年 9 月底，联合水务亚洲持有公司 66.8% 股份，为发行人控股股东，公司实际控制人为俞伟景、晋琰夫妇。实际控制人及其一致行动人通过联合水务（亚洲）、宁波衡申、宁波衡泰、宁波衡通合计控制公司 69.3% 的股权。公司董事长俞伟景先生曾任职澳大利亚小麦局亚太区域副经理，法国拉法基中国高级副总裁，在市场拓展、基础设施项目投资和建设等方面具有丰富的经验。持有公司 15.56% 股权的第二大股东 UW Holdings Limited 其控股股东 Luoma Inc. 设立于韩国，IMM Infra 7th Private Equity Fund 持有 Luoma Inc. 71.21% 的股份，IMM 是一家投资环保及可再生能源基础设施领域的投资基金。

图1：联合水务股权结构图（2023 年 9 月底）



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

1.2 稳健经营，贯通水务全产业链

公司是一家综合性的水务公司，业务范围包括自来水生产与供应、污水处理与污水资源化中水回用、市政工程业务，同时公司拓展河湖流域水治理和水生态修复等水环境治理业务。

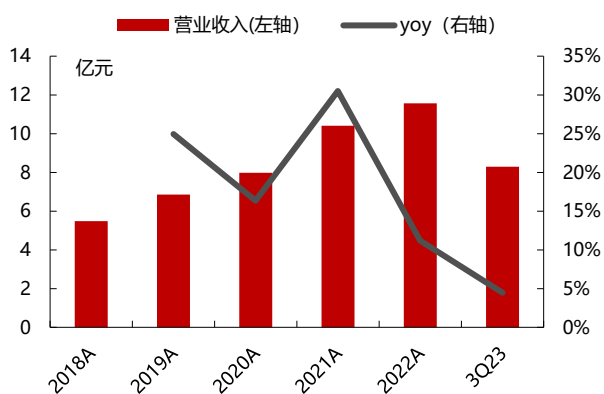
- 自来水生产与供应业务：主要涵盖国内外市政和工业园区的取水泵站、净水处理厂、输配水管线、加压提升泵站的投资、建设与运营，此外还包括客户服务、水费抄收、智慧水务，以及二次供水设施的运行及维护等。
- 污水处理业务：涵盖市政、工业园区和乡镇污水处理厂（站）的投资、建设和运营，主要负责对城市管网收集的污水进行集中处理后达标排放或作为再生水回用。
- 市政工程业务：主要是与供水相关的供水管网及远传水表安装、二次供水泵房建设等，业务模式主要包括项目设计、工程施工总承包、设备采购、安装调试等，部分项目还包括后期运营维护。

从水源头到水龙头，公司主要通过 BOT、BOO、TOT、ROT、EPC 和委托运营等模式构建完整的水务产业链。

2018-2022 年，公司营业收入保持增长，年均复合增长率分别为 20.5%；但 2020-2022 年期间归母净利润未见明显增长，主要原因可能有：一方面受公共卫生事件影响，为落实政府减税降费政策，部分地区水价阶段性下调；另一方面，2020 年起，房地产新开工面积增速转负，对供排水工程业务新增量造成负面影响。

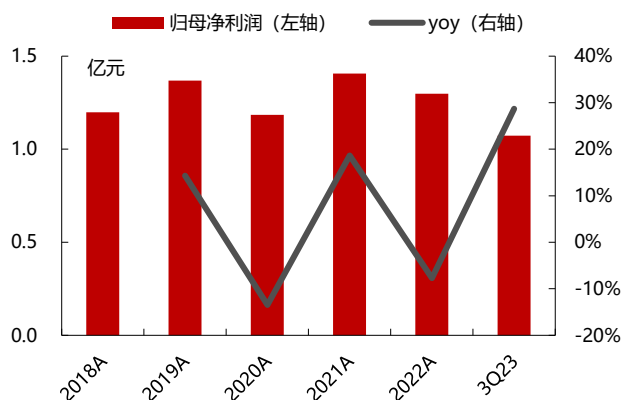
2023 年，在市政、工业园区用水需求量提高及内部管理效能提升的双重推动下，公司售水量持续平稳增长，产销差同比下降，业绩有明显回升，3Q23，公司实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 28.7%。

图2：2018-3Q23 联合水务营业收入及增速

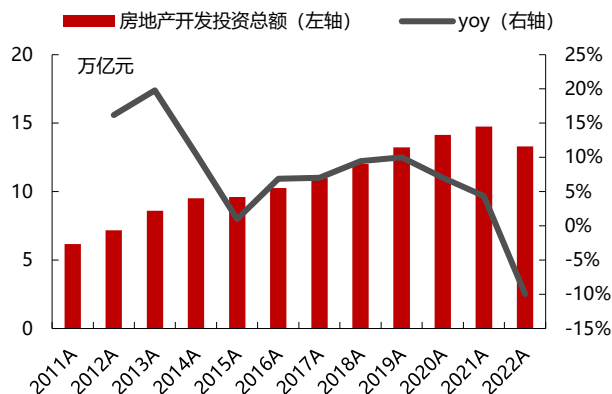


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

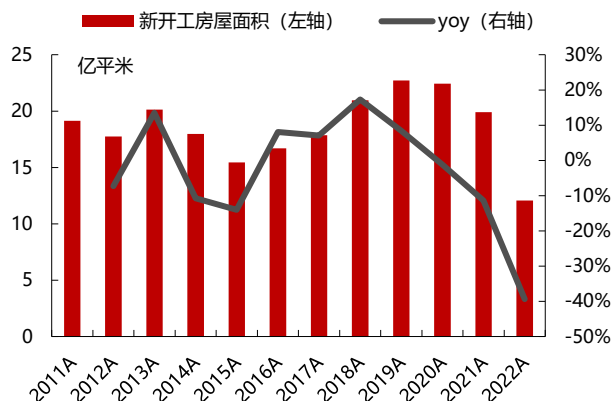
图3：2018-3Q23 联合水务归母净利润及增速



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图4：2011-2022 年房地产开发投资完成额及增速


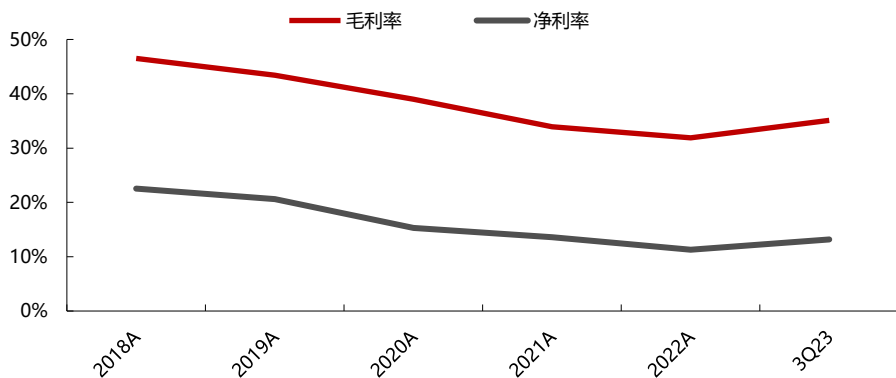
资料来源：国家统计局，Wind，民生证券研究院

图5：2011-2022 年房地产新开工面积及增速


资料来源：国家统计局，Wind，民生证券研究院

公司主营业务包括供水业务、污水处理业务、工程业务等，已构建完整的水务产业链。2023 年上半年，供水业务、污水处理业务、工程业务营收、其他业务（含水环境修复及其他）营收分别为 3.92 亿元、1.45 亿元、0.79 亿元、1.20 亿元，占比分别为 72.0%、26.6%、14.5%、22.0%（超出 100%部分，分部抵消约 1.91 亿元）。2023 年上半年，供水业务占比有所提升，工程业务占比有所收窄，资产稳定性进一步提升。

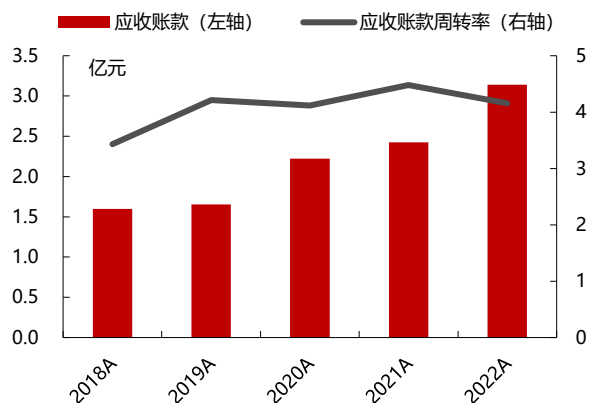
随着运营类资产比重提升，供水业务、污水处理业务内部管理效能提升，产销差有进一步下降，项目整体盈利能力进一步增强。2023 年前三季度公司整体毛利率、净利率分别为 35.1%、13.2%，呈现上扬趋势。

图6：2018-3Q23 年联合水务整体毛利率、净利率走势


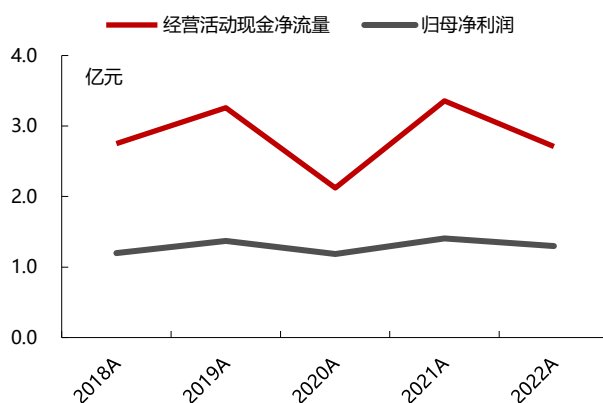
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院整理

2018-2022 年，公司应收账款由 1.60 亿元增长到 3.14 亿元，应收账款周转率整体保持稳定，其中 2022 年为 4.16 次，高于 2018 年的 3.43 次，回款能力整体较优。经营活动现金流量净额均高于当期归母净利润，其中 2022 年为 2.71 亿元，是当期归母净利润的 2 倍以上，主要由于固定资产折旧、无形资产摊销、存货、财务费用及经营性应收应付项目等的变动。供水企业现金流可靠，盈利能力稳定，整体体现出良好的现金流情况，与公司业务模式及行业特征相符。2018-3Q23

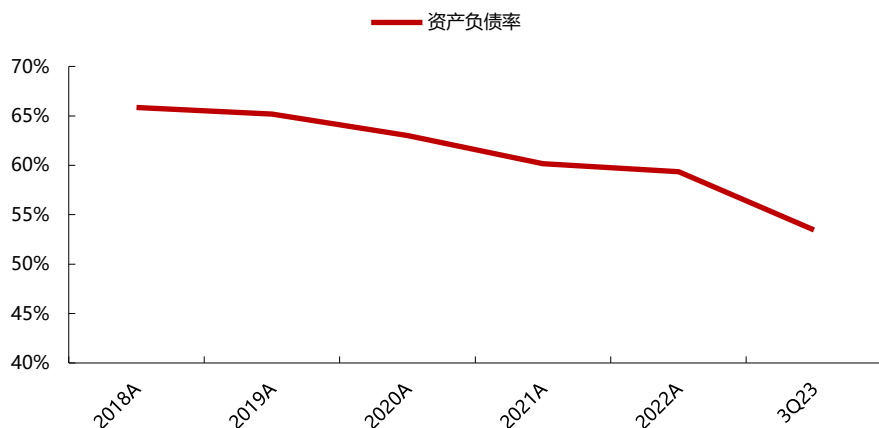
年，公司资产负债率稳步降低，由 2018 年的 65.9% 下降至 3Q23 的 53.5%，整体管控良好。

图7：2018-2022 年联合水务应收账款情况


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图8：2018-2022 年联合水务现金流情况


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图9：2018-3Q23 年联合水务资产负债率


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院整理

2 积极拓展海外优质市场，后端水处理孕育第二成长曲线

2.1 全国布局，乘“一带一路”东风拓展海外优质市场

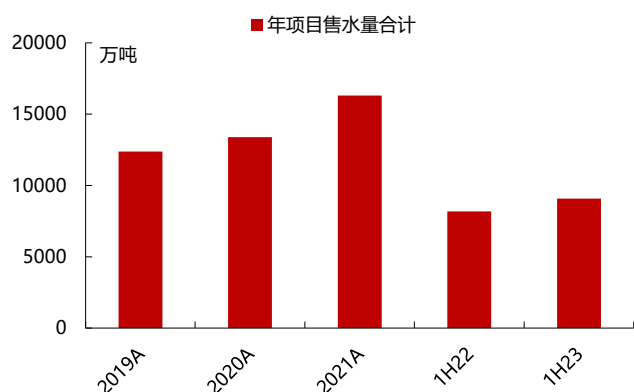
自 2004 年创立以来，公司深耕水务行业 20 年，截至 2023 年 6 月，公司拥有自来水供应、污水处理与中水回用运营项目的协议和规划处理能力约为 270 万立方米/日。项目分布于长三角、长江流域、黄河流域、黄河金三角等国家重点发展战略区域，区位优势明显。已在江苏、湖北、河南、浙江、江西、山西、宁夏、内蒙古等多个省份以及南亚地区建设并拥有 26 个运营公司，水务运营总协议和规划处理能力约为 270 万立方米/日。截至 2023 年 2 月，已建成运营供水规模 84.17 万立方米/日，建成污水处理及中水回用规模 51.30 万立方米/日。在建及筹建产能储备丰富，为公司业绩增长提供动力。

图10：联合水务项目分布图（2023年2月底）

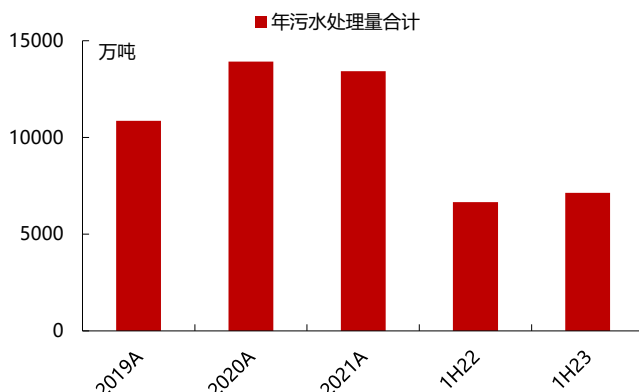


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

2019-1H23，公司年售水量合计分别为 1.24 亿吨、1.34 亿吨、1.63 亿吨、0.82 亿吨、0.91 亿吨，整体保持增长，其中 1H23 同比增长 11.1%；公司年污水处理量合计分别为 1.09 亿吨、1.39 亿吨、1.34 亿吨、0.67 亿吨、0.71 亿吨，整体保持稳重有增，其中 1H23 同比增长 7.1%。

图11：2019-1H23 公司年售水量合计


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：2019-1H23 公司年污水处理量合计


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司以发展潜力较大的城市为切入点，进行全国布局，于2004年和2009年分别取得宿迁市和咸宁市两个主要供水项目，2022年在这两个城市的供水市场占有率分别高达78.18%和96.55%。2004-2020年，宿迁市城市供水用书人口由21.50万人增长至87.70万人。2010-2022年，咸宁、宿迁GDP年均复合增速分别为11.3%、11.9%，均高于全国GDP年均复合增速9.4%。受益于这两个城市的快速发展，公司在宿迁和咸宁地区近三年供水量复合增长率均超过10%。

公司在全国9个城市以及孟加拉达卡市提供供水服务，业务范围主要包括市政供水和工业园区供水两个部分。其中，宿迁供水项目现有供水能力为43万立方米/日，两个水厂深度处理率达100%，公司拥有DN100口径以上市政供水管网近600公里，服务区域包括宿迁市中心城区、宿城区、宿豫区、洋河新区、市经济开发区、宿城经济开发区、苏州宿迁工业园区、运河宿迁港产业园等区域。

2019-2022年，公司供水平均售水单价为2.08元/立方米、2.06元/立方米、2.03元/立方米和2.02元/立方米，剔除历史水费影响后，公司自来水销售业务毛利率分别为41.89%、42.43%、38.33%和35.88%。

表1：公司部分供水项目情况 (截至2023年2月)

序号	运营单位名称	运营方式	服务区域	投运污水处理能力 (万吨/日)	项目状态
1	联合水务	TOO/BOT	宿迁市中心城区、宿城区、宿豫区、洋河新区、等区域	43	运营
2	咸宁联合水务	TOO/BOT	咸宁市区	26	运营
3	咸宁思源	TOO	官埠桥镇部分区域、横沟桥镇全镇域等区域	2.4	运营
4	三门峡联合水务	BOO	三门峡城乡一体化示范区	5	运营
5	新绛晋华	BOT/委托运营	新绛县煤化产业循环经济示范园区、高义钢铁、轻纺园区企业	6.27	运营
6	稷山联合水务	ROT	稷山县城	1.5	运营

7	襄汾联合水务	TOO/BOT	襄汾县域工业企业、襄陵镇、邓庄镇等区域	6.35	合同已签署
8	新密联合水务	委托运营	新密银基国际旅游度假区规划范围	5	在建
9	联合德尔考特	PPP	孟加拉国达卡市 Purbachal 新城	34	在建

资料来源：招股说明书，民生证券研究院整理

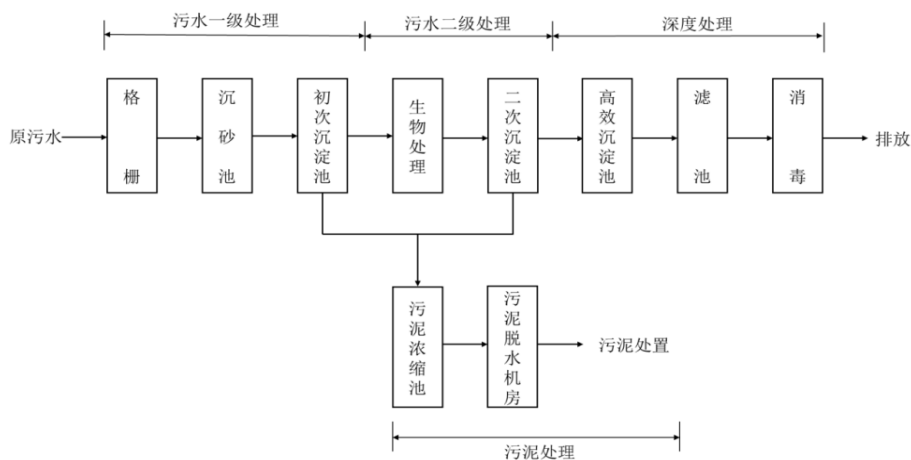
公司立足国内市场、积极开拓国际市场，在孟加拉国达卡市投资拥有一个供水运营公司，设计供水能力 34 万立方米/日，将为当地 200 万人口提供供水服务，推动孟加拉当地第一个水务 PPP 项目落地。根据世界银行数据统计，截至 2020 末，南亚和东南亚人口合计占全球 32.07%，但孟加拉、老挝、马来西亚等国家的水资源开发利用率均不足 5%。南亚和东南亚具有广阔的市场空间和较大的回报空间，借助外资基因，追随“一带一路”倡议，公司有序布局南亚及东南亚市场，有望实现项目异地复制。

为提升管理效率，降低管道漏损率，达到降本增效的目的，公司践行智慧水务。公司引入 DCS、GIS、SCADA、远传水表计量系统和营收系统、报装系统、设备管理智慧云平台等科技手段，建立了集团化数字管理平台，对关键生产运营数据进行钻取、整理和分析，提升公司管理效率。

2.2 厚积薄发，后端水处理孕育第二成长曲线

公司的污水处理与中水回用业务涵盖市政、工业园区和乡镇污水处理厂（站）的投资、建设和运营，主要负责对城市管网收集的污水进行集中处理后达标排放或作为再生水回用，污水处理分无害化处理系统和再生处理系统两类。前者一般系由一级处理和二级处理组成，后者一般系在前者的基础上，再增加深度处理

图13：公司污水无害化处理工艺流程图



资料来源：招股说明书，Wind，民生证券研究院

截至 2023 年 2 月，公司共有污水处理项目 13 个，服务全国 10 座城市。其中，2006 年，公司以 BOO 模式签署桐乡市经济开发区污水处理项目特许经营权，

负责污水处理厂的投资、建设和运营，处理能力为 10 万立方米/日，采用 CASS 和 AAO 生化处理工艺，出水水质达到《城镇污水处理厂污染物排放标准》(GB18918-2002) 一级 A 排放标准。该项目以工业废水处理为主，同时还为桐乡 8 个乡镇街道居民提供水处理服务。

2019-2022 年，公司污水处理平均结算单价为 1.27 元/立方米、1.71 元/立方米、1.84 元/立方米和 1.84 元/立方米；2019-1H22 公司污水处理业务毛利率分别为 30.12%、36.15%、31.64%和 28.73%。1H23 公司污水处理业务毛利率为 41.5%，同比增加约 12 个 pct；主要由于污水处理业务的药剂成本较去年同期下降 18.3%，成本控制较好，带动毛利率明显上升。

表2：公司在运营的 13 个污水处理项目（截至 2023 年 2 月）

序号	运营单位名称	运营方式	服务区域	建成污水处理能力 (万吨/日)	项目状态
1	耿车污水	BOT	宿迁宿城经济开发区西区、耿车镇等区域	2.5	运营
2	随州联合玉龙	BOT	随州市中心城区	10	运营
3	荆州申联环境	TOO	荆州经济技术开发区	5	运营
4	荆州申联水务	TOT	荆州经济技术开发区	3	运营
5	桐乡申和	BOO/自主运营	桐乡经济开发区及桐乡市域 8 个乡镇街道	10	运营
6	瑞昌金达莱	BOT	瑞昌市城区	2.5	运营
7	托克托联合水务		托克托工业园区	2	运营
8	贺兰联合水务	BOT	宁夏生态纺织产业示范园区 和贺兰县城	5	运营
9	新绛国龙	BOT	新绛县煤化产业循环经济示 范园区	0.5	运营
10	曲沃净水	BOT/委托运营	曲沃县城及工业园区	2.8	运营
11	曲沃县城及工业园区	ROT	稷山县城	3	运营
12	宁夏鸿泽	委托运营	贺兰县洪广镇及暖泉工业区	2.5	运营
13	瑞昌金达莱	委托运营	瑞昌市城区	2.5	运营

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

3 国家水网建设宏图打开水务成长空间

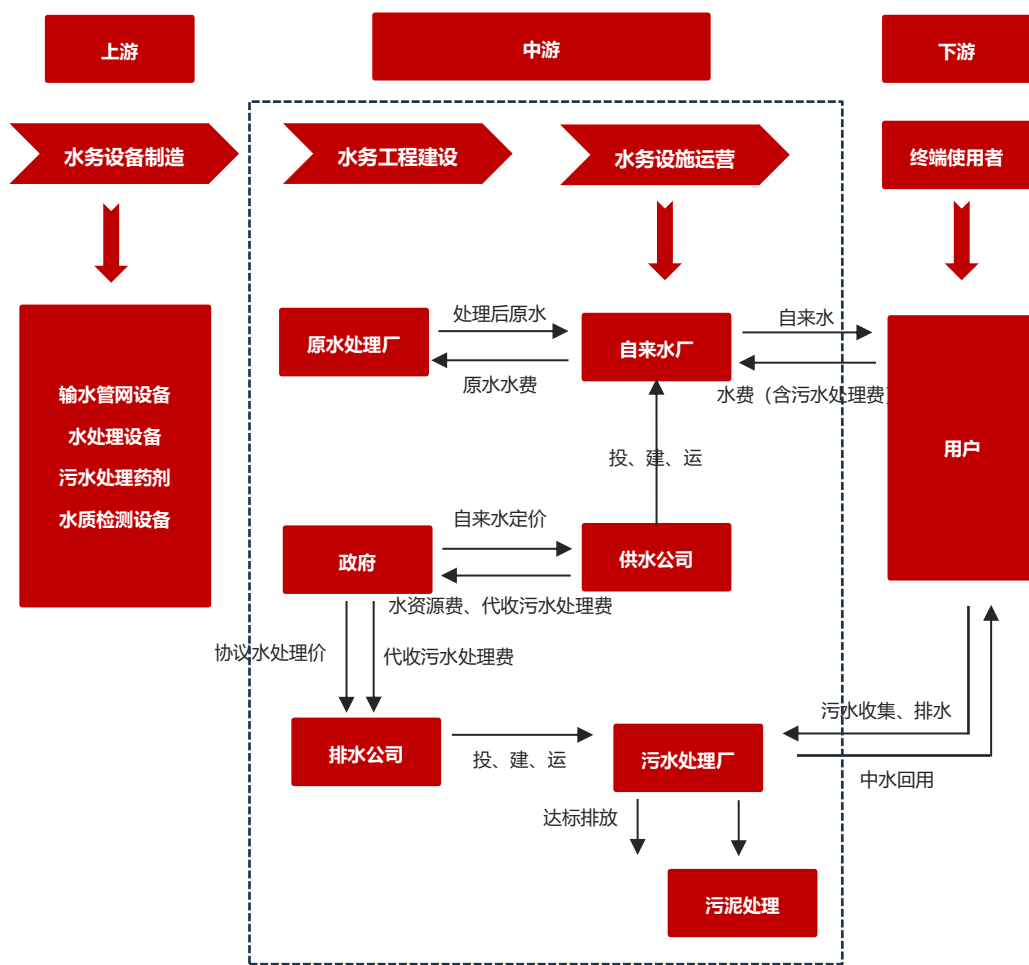
3.1 供水行业稳态增长，水价具备提升空间

3.1.1 供水量及供水能力有序提升

水务行业是涵盖水处理技术、水资源管理、供水管网和排水系统建设、污水处理、生活供水等方面的综合性行业。上游包括设备制造、工程建设；中游以水务设施运营为主；下游包括相关的企业用户和居民用户。其中，水务设施运营由原水供应、自来水生产、排水、污水处理及水资源回收利用等环节构成。

水务运营项目一般由政府招标，对于项目运营、水价等方面有严格的要求，主要采取特许经营的模式，一般特许经营权周期在 25-30 年，供水管网和污水收集管网的建设一般在特许经营服务区域内，因此水务运营具有地域属性及特许经营壁垒。

图14：水务行业全景图

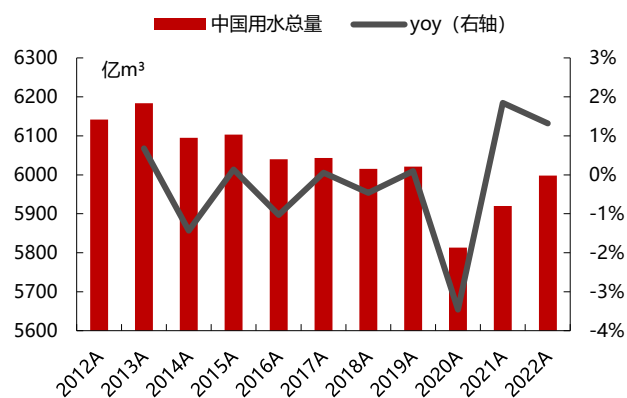


资料来源：民生证券研究院整理

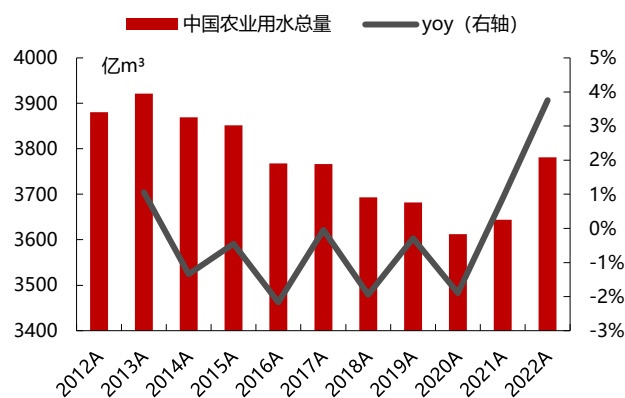
2022 年，全国用水总量为 5998.20 亿立方米，同比增长 1.3%，2020 年以来呈现增长趋势。其中，2022 年农业用水总量、工业用水总量、生活用水总量分别为 3781.30 亿 m³、968.40 亿 m³、905.70m³，占比分别为 63.0%、16.1%、15.1%。农业用水占比最高；工业用水量整体呈现逐年递减，主要由于环境监管趋

严,水资源再生及有效利用受到重视;生活用水量整体逐年递增,与城市化进程和居民生活水平提升相关。

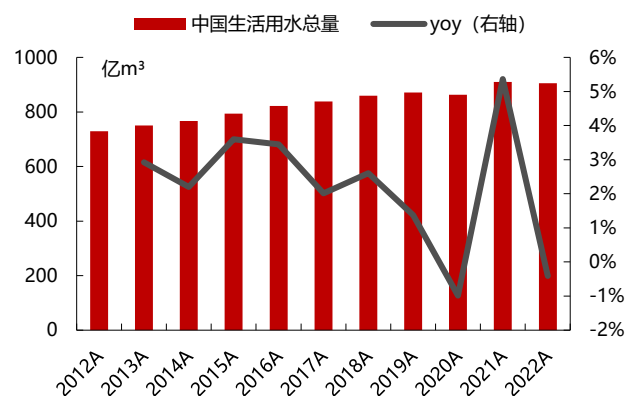
降低管道漏损率,是水务运营提质增效的重要突破点。2012年以来,我国城市、县城公共供水漏损率稳中有降,2022年分别为12.9%、12.6%,整体与发达国家相比还有较大差距,比如日本、美国的供水管网漏损率保持8%以下。同时,各省、市管网漏损率差别较大,比如,2022年辽宁城市供水(公共供水)漏损率为16.7%,同期广东、浙江漏损率仅为12.0%、10.1%。主要由于早期城市快速扩张,多地存在资金分配不均、不到位等问题,供水管网改造往往是在原有管道的基础上使用钢筋混凝土管进行扩建,这类管网基础并不牢固,长期使用导致管网老化、腐蚀、漏损情况较为严重。2022年2月,住建部、国家发改委发布《关于加强公共供水管网漏损控制的通知要求》,提出到2025年,全国城市公共供水管网漏损率力争控制在9%以内。

图15: 2012-2022年全国用水总量


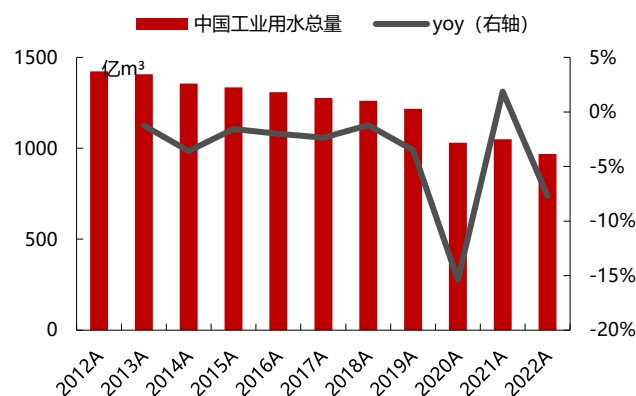
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图16: 2012-2022年全国农业用水总量


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

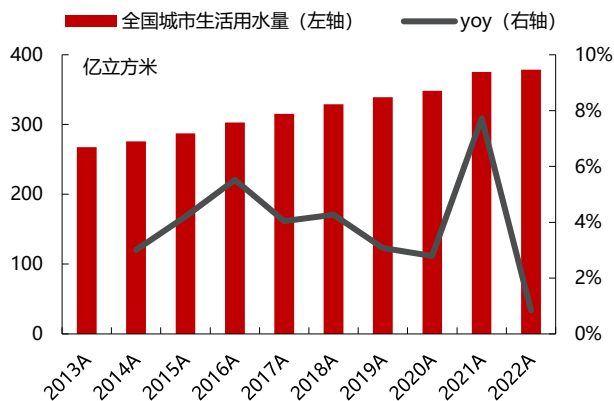
图17: 2012-2022年全国生活用水总量


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

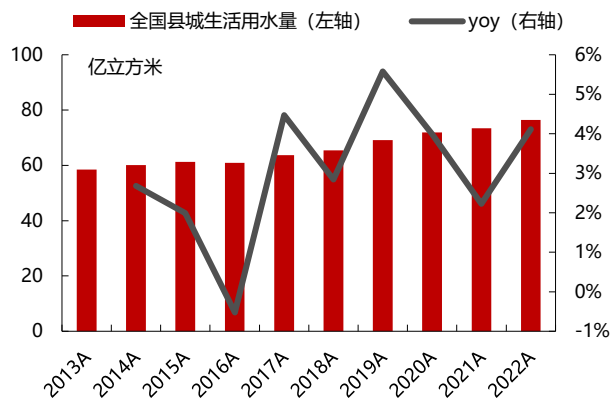
图18: 2012-2022年全国工业用水总量


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

从量的角度，我国城市、县城用水量及污水年处理量均保持增长趋势。根据住建部数据，2022年，全国城市、县城生活用水量分别为378.55亿立方米、76.48亿立方米，同比分别增长0.8%、4.1%；城市、县城污水处理量分别为626.89亿立方米、111.41亿立方米，同比分别增长2.5%、6.0%；城市、县城排水管道长度分别为91.35万公里、25.17万公里，分别同比增长4.7%、5.6%。

图19：全国城市生活用水量情况


资料来源：住建部，民生证券研究院

图20：全国县城生活用水量情况


资料来源：住建部，民生证券研究院

3.1.2 “准许成本+合理收益”，水价具备提升空间

关于供水业务，城镇供水价格主要采取分级管理的模式，由地方政府管理定价，水务企业供水业务定价包括水资源费、自来水费、污水处理费三个部分，一般直接面向终端客户收费，由政府核定供水企业成本后制定，整体回款情况良好。此前，根据《城市供水价格管理办法》规定，供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率8-10%。

2021年6月，国家发展改革委、住房城乡建设部修订印发《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，自2021年10月1日起施行。相较于《城市供水价格管理办法》（1998年印发，2004年修订），本次《城镇供水价格管理办法》在原先基础上进一步明确了城镇供水价格的定价原则、定价方法、调价程序，并对水价分类、计价方式等进行了调整：

- 供水企业供水业务的准许收入由准许成本、准许收益和税金构成。
- 关于准许收益率的计算公式：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。其中，权益资本收益率不超过前一年国家10年期国债平均收益率加4个百分点，债务资本收益率，参考前一年贷款市场报价利率(LPR)确定。
- 关于核定供水价格：1) 当实际供水量不低于设计供水量的65%时，供水企业平均供水价格=准许收入÷核定供水量；2) 当实际供水量低于设计供水量的65%时，供水企业平均供水价格=准许收入÷{核定供水量÷[(实

际供水量÷ (设计供水量×65%)]}。

- 关于核定供水量公式: 核定供水量=取水量×(1-自用水率)×(1-漏损率)。
取水量、自用水率、漏损率通过成本监审确定。

表3: 2021 年新版《城镇供水价格管理办法》调整梳理

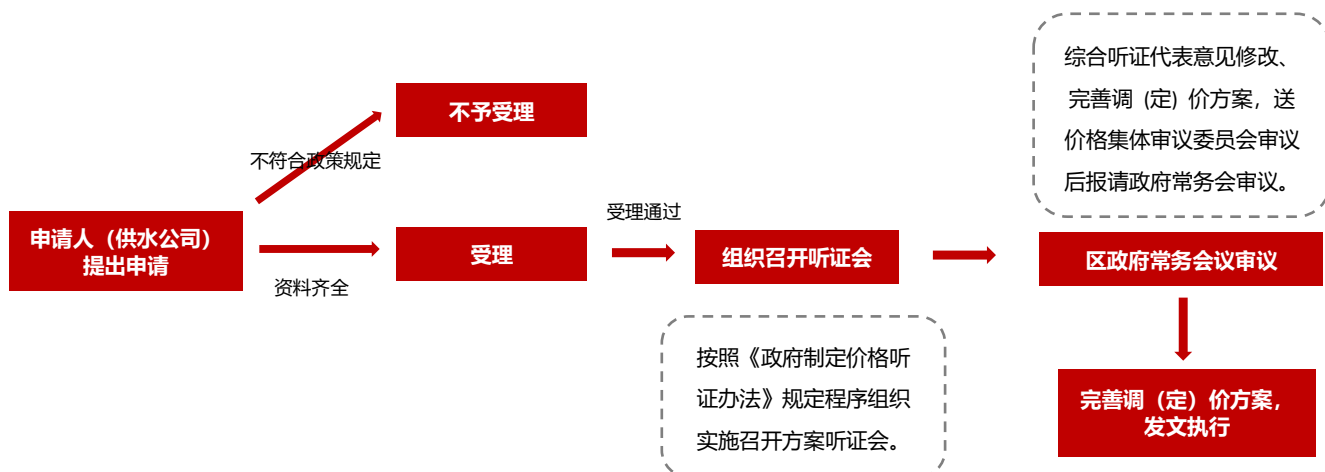
项目	《城市供水价格管理办法》(旧版)	《城镇供水价格管理办法》(新版)
供水价格	供水成本、费用、税金和利润构成	供水企业平均供水价格由准许收入、核定供水量、设计供水量决定, 而准许收入由准许成本、准许收益和税金构成
水价分类	分为居民生活用水、工业用水、行政事业用水、经营服务用水、特种用水等五类	分为居民生活用水、非居民用水、特种用水三类
居民生活用水阶梯价格级差	阶梯式计量水价可分为三级, 级差为 1:1.5:2	级差从 1:1.5:2 调整为 1:1.5:3
非居民用水及特种用水	两部制水价=容量水价+计量水价; 容量水价=容量基价+每户容量基数; 计量水价=计量基价*实际用水量	实行超定额累进加价制度, 原则上水价分档不少于三档, 二档水价加价标准不低于 0.5 倍, 三档水价加价标准不低于 1 倍
调整不到位的政府补偿	只提到了供水企业在政府给予补贴后仍有亏损的可以提出调价申请, 对政府补贴补偿的规定不够明确	考虑当地经济社会发展水平和用户承受能力等因素, 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

资料来源: 招股说明书, 国家发改委《城镇供水价格管理办法》, 民生证券研究院

自两项《办法》颁布至今, 多地积极推进供水价格新规施行工作, 水务公司低水价有望得以边际改善。上海、深圳、福安、安阳、来宾和邵阳等城市调整了当地水价; 西安市、常德市、云南宜良县等已召开调价听证会。

城镇供水价格调整需以成本监审为基础, 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。城镇供水价格监管周期原则上为 3 年, 经测算需要调整供水价格的, 将组织召开听证会, 综合听证代表意见修改、完善调价方案, 送价格集体审议委员会审议后报请政府常务会审议, 之后完善调价方案并发文执行。

图21: 城镇供水价格审批事项简化流程图



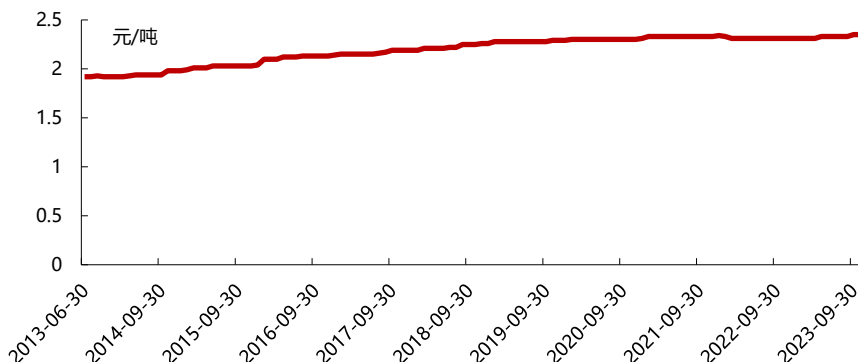
资料来源: 贵州省发改委、住建厅《贵州省城镇供水价格管理办法》, 民生证券研究院整理

以 2021 年 8 月上海水价调整方案为例，调整涉及范围为上海市市属供排水企业服务区域内，即上海城投水务、上海浦东威立雅 2 家市属供排水企业服务区域内的居民用户水价。涉及到黄浦区、静安区、普陀区、徐汇区、杨浦区、虹口区、长宁区、闵行区、宝山区，浦东新区和嘉定区等部分区域。

- 关于居民阶梯水价标准：1) 第一阶梯综合水价从现行的每立方米 3.45 元调整为 4.09 元（其中供水价格为每立方米 2.27 元，应缴纳污水处理费为每立方米 1.82 元）；2) 此外，根据国家发展改革委《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》规定，一、二、三级阶梯水价原则上不低于 1:1.5:3，上海市供水价格阶梯比价关系从原先的 1:1.7:2.2，调整为 1:1.7:3；) 二、三阶梯综合水价也由此做相应调整，第二阶梯综合水价从现行的每立方米 4.83 元调整为 5.72 元，第三阶梯综合水价从现行的每立方米 5.83 元调整为 8.63 元，涨幅为 48%。用水越多，成本差距进一步扩大。
- 居民阶梯水量保持不变：第一阶梯水量对应为户均每年 0-220 立方米（含）；第二阶梯水量对应为户均每年 220-300 立方米（含）；第三阶梯水量对应为户均每年 300 立方米以上。如果按照每户每月生活用水量 15 立方米测算，每户每月水费支出约 61.35 元，比调价前多支出 9.6 元，根据 2020 年上海市统计数据测算，**增加的水费支出占户均可支配收入约万分之六。**

继 2021 年上海城投水务、上海浦东威立雅 2 家企业服务区域内的居民用户水价调整后。2023 年下半年，上海金山区、松江区、青浦区、浦东临港等地已发布水价调整方案，价格向市属供排水企业服务区域看齐，并将于 2024 年执行。

根据国家发改委数据，2013 年 6 月-2023 年 10 月，36 座重点城市居民用水价格由 1.92 元/吨提升至 2.35 元/吨，年均复合增长率约 2%，按照世界银行公布的中国城市化报告称，按照国际标准，中国的水价仍偏低，北京的用水成本不到柏林或哥本哈根等欧洲城市的 1/10。在悉尼、新加坡、伦敦和巴黎等其他全球化都市，水价和废水处理成本是北京的 6 至 7 倍。相比较而言，**我国的水价仍然具备较大的上涨空间**，虽然水费定价相对谨慎，但水价调整或是未来的大势所趋。

图22：2013年6月以来36座重点城市居民用水价格情况


资料来源：国家发改委，民生证券研究院

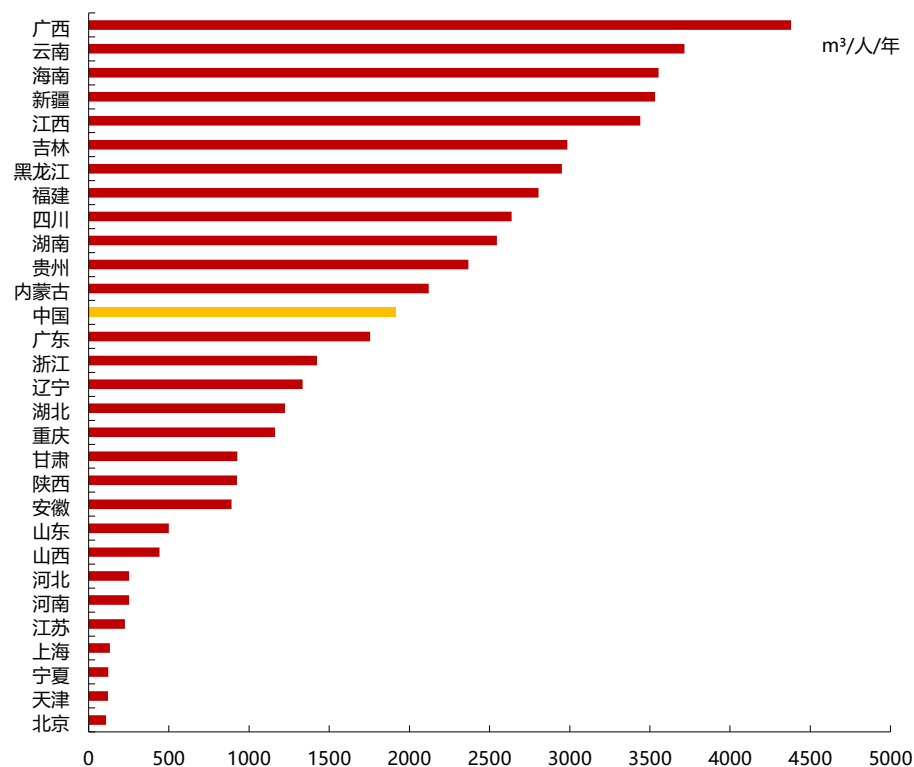
3.2 人均水资源匮乏拉动水处理需求

3.2.1 我国整体水资源较为匮乏

按照国际标准，2022年我国有25个省处于缺水状态(人均水资源 $< 3000\text{m}^3$)，其中轻度缺水($2000\text{m}^3 \leq \text{人均水资源} < 3000\text{m}^3$)的7个，中度缺水($1000\text{m}^3 \leq \text{人均水资源} < 2000\text{m}^3$)的6个，严重缺水($500\text{m}^3 \leq \text{人均水资源} < 1000\text{m}^3$)的4个，极度缺水(人均水资源 $< 500\text{m}^3$)的8个。其中，2022年北京、上海人均水资源占有量分别仅为 108.39m^3 、 133.36m^3 ，同比分别下降61.3%、38.4%，处于极度缺水水平。整体上，我国水资源相对短缺，人均水资源量仅为世界平均水平的35%左右，接近三分之二的城市出现不同程度缺水。同时，我国水资源区域和年际间分布不均，被联合国列为13个贫水国家之一。根据国家统计局发布的数据，近年来我国人均水资源占有量持续保持低位水平，2022年为 1918.18 立方米，同比下降8.6%，水资源形势较为严峻。

根据国家气候中心数据，2023年汛期(5—9月)，全国平均降水量447.1毫米，较常年(1991—2020年)同期偏少4.3%；主汛期(6—8月)全国平均降水量320.1毫米，较常年同期偏少3.5%。连续两年大旱之后，对于水资源安全的关注度日益提升，有望对水务及水处理行业带来新的发展机遇。

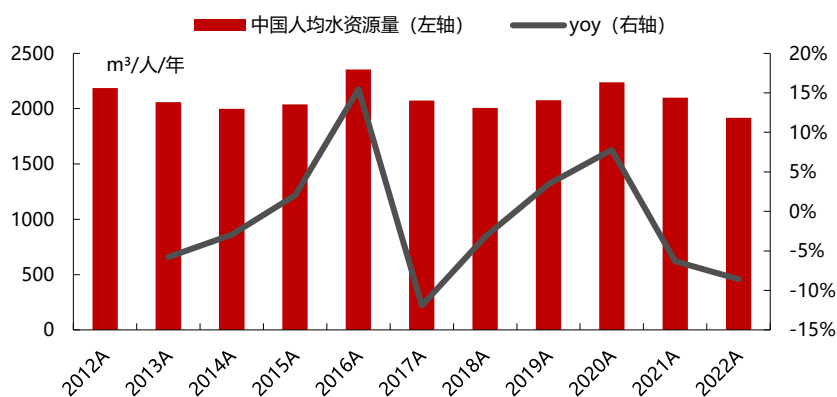
图23：2022年，我国各地人均水资源占有量



资料来源：国家统计局，民生证券研究院；

注：西藏、青海人均水资源占有量均超 10000m³/人/年，未展示

图24：2012-2022年我国人均水资源占有量



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3.2.2 常见水环境治理技术

废水的来源主要包括工业源、农业源、生活源和集中式污染治理设施四类排放源。根据《排放源统计调查制度》确定的统计调查范围内，2021年：

- 化学需氧量排放量中工业源、农业源、生活源、集中式污染治理设施占

比分别为 1.7%、66.2%、32.1%、0.04%；

- 氨氮排放量中四者占比分别为 2.0%、31.0%、66.9%、0.1%；
- 总氮排放量中四者占比分别为 3.2%、53.2%、43.6%、0.1%。

表4：2021 年全国及分源主要水污染物排放情况

项目	合计	工业源	农业源	生活源	集中式污染治理设施
全国及分源化学需氧量排放量/万吨	2531.0	42.3	1676.0	811.8	0.9
占比%		1.7	66.2	32.1	0.04
全国及分源氨氮排放量/万吨	86.8	1.7	26.9	58	0.1
占比%		2.0	31.0	66.9	0.1
全国及分源总氮排放量/万吨	316.7	10.0	168.5	138.0	0.2
占比%		3.2	53.2	43.6	0.1

资料来源：生态环境部，民生证券研究院

目前，国内水处理技术较为成熟，从原理上，水处理技术大致可分为生物技术、物理技术、化学技术、物理化学技术等类型，各类技术可用于不同场景的水污染治理。相关技术的基本原理和细分技术类型如下：

表5：四类主要水处理技术的基本原理和细分技术类型

序号	技术种类	基本原理	细分技术类型
1	生物技术	利用微生物的新陈代谢功能，使污水中呈溶解和胶体状态的有机污染物被降解并转化为无害物质，使污水得以净化。	活性污泥法、生物膜法、生物接触氧化法、速分生物处理技术等。
2	物理技术	利用物理原理和方法，分离、去除污水中主要呈悬浮状态的污染物，在处理过程中不改变水的化学性质。	物理沉淀、过滤、隔油、蒸发、离心分离等。
3	化学技术	利用化学原理和方法，分离、去除污水中的污染物。	中和、氧化还原、化学沉淀、电解处理、消毒等。
4	物理化学技术	利用物理作用和化学反应综合过程处理污水的系统或指单项的物理操作和化学单元过程的污水处理方法。	磁混凝、高效沉淀、气浮、孢子转移技术等。

资料来源：科净源招股说明书，民生证券研究院

关于生物技术，应用较多的有活性污泥法工艺、生物膜法、生物接触氧化法：

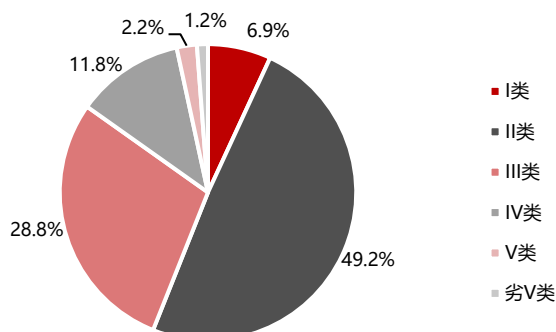
- 活性污泥法工艺：活性污泥法历史悠久、工艺成熟，在水量相对稳定、水质相对简单的大水量生活污水处理厂中适用性良好。随着技术的发展和市场需求的变化，活性污泥法演进形成了氧化沟法、A/O 法、A/A/O 法、SBR 法多种改良工艺，在现代污水处理中发挥了重要作用。截至目前，活性污泥法及其衍生改良工艺已成为应用最广泛的水处理技术之一。
- 生物膜法：生物膜法处理污水的基本工艺流程为，待处理的污水首先进入初沉池，在此去除大部分的悬浮物及固体杂质，其出水进入生物膜反应器进行生化处理，反应过程产生的脱落的生物膜随已处理水进入二沉

池，二沉池可以沉淀脱落的生物膜使出水澄清，提升水质。生物膜法处理污水具有占地面积小、污水处理效果好、污泥产生量小、耐冲击负荷适应性好等工艺优势。

- 生物接触氧化法：该技术通过在接触氧化池内放入填料，众多填料被淹没于池内的污水中，被充分曝气的污水流经挂膜的填料表面，其中的有机污染物因接触生物膜被净化处理。生物接触氧化技术的耐冲击负荷能力强、污泥产量低、管理简便、工艺成熟，适用于处理含有大量有机物的生活污水和工业废水。

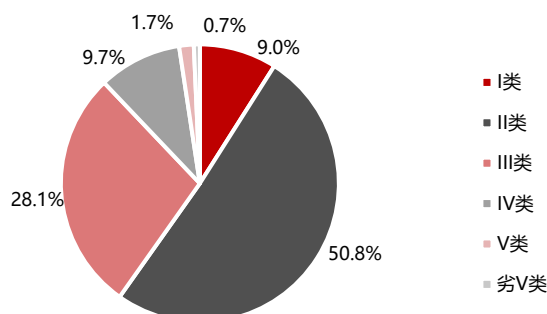
经过多年治理，我国水环境整体状况有所改善。根据生态环境部统计，2022年3641个国家地表水考核断面中，水质优良（I-III类）断面比例为87.9%，同比上升3.0个百分点；劣V类断面比例为0.7%，同比下降0.5个百分点。主要污染指标为化学需氧量、高锰酸盐指数和总磷等。我国城市水环境污染趋势已得到有效控制，大部分地区水环境质量有所改善，但考虑到我国整体水资源缺乏，污染物排放总量仍然较大，同时城市用水量的增加导致排水量的上升，我国水环境治理依然面临较大挑战。

图25：2021年全国地表水水质类别比例



资料来源：生态环境部，民生证券研究院

图26：2022年全国地表水水质类别比例



资料来源：生态环境部，民生证券研究院

3.2.3 水环境治理重视度日益提升

2023年以来，水务及水治理政策密集发布，旨在补齐城市和县城污水处理能力缺口，提升水资源化利用水平，建立合理回报机制等。5月25日，中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》：

- 关于水资源配置和供水保障，《纲要》提出：1) 坚持先节水后调水、先治污后通水、先环保后用水，增强流域间、区域间水资源调配能力和城乡供水保障能力；2) 优化农村供水工程布局，强化水资源保护和水质保障，提升农村供水标准和保障水平。

- 关于河湖生态系统保护治理,《纲要》提出:1) 加强河湖监管巡查,巩固城市黑臭水体治理成效;2) 推进大江大河河口生态修复与综合治理。加强重大引调水工程水源区及输水干渠、集中式饮用水水源地保护。
- 关于水价改革,《纲要》提出:1) 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;2) 深化农业水价综合改革,健全节水激励机制;3) 落实水价标准和收费制度,建立合理回报机制。
- 关于国家水网高质量发展,《纲要》提出:1) 加强水网数字化建设,推进水网工程与相关行业数字化平台衔接,实现信息共享;2) 提升水网调度管理智能化水平;3) 完善水网监测体系,推动新一代通信技术、高分遥感卫星、人工智能等新技术新手段应用。

10月24日,经十四届全国人大常委会第六次会议表决通过,明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元。资金用途包含重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动等,对水域治理和排水管网建设等起到促进作用。

表6: 2023年以来,水务及水治理相关政策梳理

发布时间	政策名称	发布部门/省	重点内容
2023年9月	《关于进一步加强水资源节约集约利用的意见》	国家发改委等七部委	提出“最严格水资源管理制度”,包括严格用水总量和强度双控、强化取水管理、严格节水管理。加强省、市、县三级行政区域用水总量和强度控制指标管理。
2023年8月	《环境基础设施建设水平提升行动(2023—2025年)》	国家发改委、生态环境部、住建部	1) 加快补齐城市和县城污水处理能力缺口;2) 结合现有污水处理设施提标升级扩能改造,推进污水资源化利用;3) 提升污泥无害化处理和资源化利用水平。
2023年6月	《关于印发国务院2023年度立法工作计划的通知》	国务院办公厅	提请全国人大常委会审议矿产资源法修订草案、能源法草案,制定生态保护补偿条例、节约用水条例。
2023年5月	《国家水网建设规划纲要》	中共中央、国务院	1) 坚持先节水后调水、先治污后通水、先环保后用水,增强流域间、区域间水资源调配能力和城乡供水保障能力;2) 优化农村供水工程布局,强化水资源保护和水质保障,提升农村供水标准和保障水平;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。
2023年2月	《关于开展2023年农村黑臭水体治理试点工作的通知》	财政部、生态环境部	中央财政对纳入支持范围的城市,根据项目投资额和申报治理的农村黑臭水体总面积,给予2亿元、1亿元、5000万元的分档定额奖补。
2023年2月	《关于落实党中央国务院2023年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》	农业农村部	统筹推进农村生活污水和垃圾治理。推动农村生活污水治理与改厕有机衔接。加力推进农村生活污水处理,因地制宜探索集中处理、管网截污、分散处置、生态治污等技术模式。
2023年1月	《关于推进建制镇生活污水处理设施建设和管理的实施方案》	国家发改委、住建部、生态环境部	提高生活污水收集处理能力:合理选择污水收集处理模式;科学确定污水处理标准规范;高质量推进厂网建设。到2035年,基本实现建制镇建成区生活污水收集处理能力全覆盖和生活垃圾全收集、全处理。
2023年4月	《四川省打好长江保护修复攻坚战实施方案》	四川省生态环境厅等16部门	目标到2025年,四川省长江流域总体水质保持优良,70%以上国控断面水质达到Ⅱ类,干流水质稳定保持Ⅱ类,饮用水安全保障水平持续提升,重要河湖生态用水得到有效保障,水生态环境质量明显提升。

2023年1月 《重庆市城乡建设领域碳达峰实施方案》 重庆住建委、发改委 提高水资源利用效率，到2030年城市建成区平均可渗透面积占比达到45%；力争到2030年城市公共供水管网漏损率控制在8%以内，城市平均再生水利用率达30%。

资料来源：国务院、国家发改委、生态环境部、住建部、农业农村部等网站，民生证券研究院

结合相关政策目标，我们预计“十四五”期间，我国水处理行业市场增量主要来自四个方面：

- 针对乡镇地区污水处理能力不足，管网建设困难等问题，环保市场有望持续下沉，乡镇污水处理难题有望得到缓解；
- 小流域治理，特别是黑臭水体治理，有望持续推进，解决污水垃圾直排等环境问题；
- 现有城镇污水处理提质增效，比如老旧污水收集处理设施的建设改造等；
- 工业端污水资源化再生利用，以达到近零排放的目标。

表7：污水处理能力发展目标

规划名称	指标	发展目标
《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》	城市生活污水集中收集率	70%以上
	县城污水处理率	95%以上
	新增污水处理能力	2000 万立方米/日
《十四五“黄河流域城镇污水垃圾处理实施方案》	黄河流域新增城镇污水处理能力	350 万立方米/日
	建制镇污水处理能力	明显提升
《农业农村污染治理攻坚战行动方案(2021-2025 年)》	农村生活污水处理率	东部地区、中西部城市近郊区等有基础、有条件的地区:55%左右； 中西部有较好基础基本具备条件的地区:25%左右； 地处偏远、经济欠发达地区:水平有新提升
	农村黑臭水体	基本消除较大面积
	黑臭水体	到2022年、2023年、2024年县级城市黑臭水体消除比例分别达到40%、60%、80%到2025年县级城市建成区黑臭水体消除比例达到90%，京津冀、长三角和珠三角等区域力争提前1年完成。
《深入打好城市黑臭水体治理攻坚战实施方案》	城市生活污水处理厂规模	到2025年进水BOD浓度高于100毫克/升的城市生活污水处理厂规模占比达90%以上。

资料来源：政府网站，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务包括供水业务、污水处理业务、工程业务，分别根据规模、产能利用情况、价格等假设条件进行测算。

4.1.1 供水业务

假设 2023-2025 年，新增供水规模分别为 9.85 万吨/日、5 万吨/日、25 万吨/日，由于预计海外项目联合德尔考特可逐步实现投运，2025 年新增供水规模较高；单位平均供水价格维持在 2.03 元/吨；随着项目逐渐成熟，产能利用率整体呈现增长趋势。

表8：供水业务盈利预测

指标	单位	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
供水项目投运产能	万吨/日	84.17	84.17	88.27	98.12	103.12	128.12
售水量	万吨/年	13,377.31	16,308.01	17,990.43	19,740.73	21,868.17	26,466.29
平均售水价格	元/吨	2.06	2.03	2.02	2.03	2.03	2.03
二次供水运行维护收入	万元	2244.50	2496.17	3104.82	3570.54	4106.12	4722.04
营业收入	万元	29790.54	35680.74	39516.66	43571.62	48459.79	58438.48
YOY	%	-7.49%	19.77%	10.75%	10.26%	11.22%	20.59%
营业成本	万元	16478.90	21034.45	22319.78	24768.15	26917.40	32632.38
YOY	%	6.12%	27.64%	6.11%	10.97%	8.68%	21.23%
毛利率	%	44.68%	41.05%	43.52%	43.16%	44.45%	44.16%
毛利润	万元	13311.64	14646.29	17196.88	18803.47	21542.38	25806.11

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：2022 年，因为公司业务未拆分，均为测算值

4.1.2 污水处理业务

假设 2023-2025 年，新增水处理投运产能分别为 9 万吨/日、15 万吨/日、20 万吨/日；新增产能利用率分别为 25%、55%、65%；单位平均水处理价格为 2.00 元/吨；随着经济复苏及发展，在运营项目产能利用率逐年提升。

表9：污水处理业务盈利预测

指标	单位	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
水处理业务投运产能	万吨/日	48.80	51.30	51.30	62.50	68.50	73.50
污水处理量	万吨	12,685.96	12,990.82	14,099.95	15,398.99	18,408.05	20,683.46
平均水处理价格	元/吨	2.01	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
营业收入	万元	23,821.00	26,759.19	28,148.53	31,866.62	38,987.01	44,817.90
YOY	%	57.06%	12.33%	5.19%	13.21%	22.34%	14.96%

营业成本	万元	15209.88	18293.42	17852.42	20134.01	23927.25	26471.99
YOY	%	43.52%	20.27%	-2.41%	12.78%	18.84%	10.64%
毛利率	%	36.15%	31.64%	36.58%	36.82%	38.63%	40.93%
毛利润	万元	8,611.12	8,465.77	10,296.11	11,732.61	15,059.76	18,345.91

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

注: 2022 年, 因为公司业务未拆分, 均为测算值

4.1.3 工程业务

水务工程业务受宏观经济环境及水务行业发展影响, 部分三线、四线城市下沉市场仍有较高的供水及污水处理需求, 假设 2023-2025 年, 营收增速分别为 5%、10%、10%; 毛利率均为 20%。

表10: 工程业务盈利预测

指标	单位	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	万元	24549.98	39315.86	47223.50	49584.68	54543.15	59997.46
YOY	%	22.23%	60.15%	20.11%	5.00%	10.00%	10.00%
营业成本	万元	16194.70	28843.51	38795.96	39667.74	43634.52	47997.97
YOY	%	32.75%	78.10%	34.50%	2.25%	10.00%	10.00%
毛利率	%	34.03%	26.64%	17.85%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利润	万元	8355.28	10472.35	8427.55	9916.94	10908.63	11999.49

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

注: 2022 年, 因为公司业务未拆分, 均为测算值

综上所述, 结合其他业务经营情况, 得到公司整体盈利预测如下:

表11: 公司整体盈利预测情况

指标	单位	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	万元	79744.24	104065.53	115657.58	126,522.92	143,489.94	164,753.85
YOY	%	16.33%	30.50%	11.18%	9.36%	13.41%	14.82%
营业收入-其他主营	万元	1,243.65	540.41	268.88	500	500	500
营业收入-其他		339.07	1769.33	500	1000	1000	1000
营业成本	万元	48642.98	68760.05	78809.71	85,069.90	94,979.18	107,602.33
YOY	%	25.35%	41.36%	14.62%	7.94%	11.65%	13.29%
营业成本-其他主营	万元	716.42	210.91	100	300	300	300
营业成本-其他	万元	43.08	377.76	100	200	200	200
毛利 (总体)	万元	31101.26	35305.48	36888.29	41453.02	48510.77	57151.51
毛利率 (总体)	%	39.00%	33.93%	31.88%	32.76%	33.81%	34.69%
归母净利润	万元	11849.44	14060.16	12973.48	16339.92	20897.36	25705.91
YOY	%	-13.5%	18.7%	-7.7%	25.95%	27.89%	23.01%
EPS	元	0.33	0.37	0.34	0.39	0.49	0.61

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

4.2.1 相对估值

从同业对比的角度，选取三家水务及水处理相关企业上海洗霸、德林海、碧水源。以 2024 年 2 月 8 日收盘价计算，预计三家可比公司 2023、2024、2025 年 PE 均值分别为 30.7、23.1、16.1 倍。公司追随“一带一路”倡议，有序布局南亚及东南亚市场，海外业务有望贡献业绩，业绩有望保持持续稳定增长，给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应股价 12.25 元/股。

表12：联合水务与 A 股可比公司估值对比

股票代码	公司简称	股价		EPS (元)			PE (倍)			
		2024/2/8	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603291.SH	联合水务	10.58	0.31	0.39	0.49	0.61	34.5	27.4	21.4	17.4
	均值						37.6	30.7	23.1	16.1
603200.SH	上海洗霸	15.35	0.24	0.31	0.50	1.03	64.0	49.5	30.7	14.9
688069.SH	德林海	16.10	0.68	0.72	0.74	0.85	23.7	22.4	21.8	18.9
300070.SZ	碧水源	5.03	0.20	0.25	0.30	0.35	25.2	20.1	16.8	14.4

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司中上海洗霸、德林海、碧水源数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 2 月 8 日；

4.2.2 绝对估值

采用 DCF 法进行估值，关键假设如下，测算得到公司每股价值为 14.60 元，对应 2024 年 PE 为 29.8 倍。

表13：公司 DCF 假设参数

参数	参数值	参数	参数值
无风险利率	2.60%	风险溢价 (Rm-Rf)	5.4%
公司β系数	0.80	Ke	8.92%
Kd	5.5%	T	25%
E/ (D+E)	87.48%	D/ (D+E)	12.52%
WACC	8.32%	永续增长率	3.00%
公司特质性风险溢价 Rc	2.00%		

资料来源：Wind，民生证券研究院

表14：公司 DCF 模型 (单位：百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	1,156.98	1,265.23	1,434.90	1,647.54	1,893.91	2,142.75	2,425.61	2,747.27	3,113.19
YoY	11.18%	9.36%	13.41%	14.82%	14.95%	13.14%	13.20%	13.26%	13.32%
EBIT	233.95	283.22	350.54	425.25	507.75	558.48	636.91	726.70	829.53
所得税税率	26.95%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
息前税后利润(NOPAT)	170.90	212.42	262.91	318.93	380.81	418.86	477.68	545.03	622.14
加：折旧与摊销	154.96	156.85	163.52	171.58	181.20	184.35	193.73	204.59	215.88
减：营运资金的增加	75.92	17.33	12.29	15.22	19.59	5.62	15.14	17.42	20.18

减: 资本性投资	-276.51	-379.41	-380.89	-387.56	-395.63	-405.24	-415.35	-424.73	-435.59
公司自由现金流量 FCFF	-26.56	-27.48	33.25	87.73	146.79	192.34	240.92	307.46	382.26
FCFF 预测期现值	849.66								
FCFF 过渡期现值	1,227.36								
FCFF 永续价值现值	5,337.92								
企业价值	7,414.94								
加: 非核心资产负债及盈 余现金	-312.46								
减: 付息债务	875.78								
减: 少数股东权益	45.69								
股权价值	6,181.00								

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

表15: 联合水务估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
6.82%	17.51	19.13	21.13	23.65	26.93	31.38	37.74
7.32%	15.21	16.48	18.02	19.91	22.30	25.40	29.61
7.82%	13.30	14.31	15.52	16.97	18.76	21.02	23.96
8.32%	11.69	12.51	13.47	14.60	15.98	17.68	19.81
8.82%	10.31	10.98	11.76	12.66	13.74	15.05	16.65
9.32%	9.12	9.68	10.31	11.05	11.91	12.93	14.16
9.82%	8.09	8.55	9.08	9.68	10.37	11.19	12.16

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

4.3 投资建议

作为水务行业新星, 公司实现自来水生产与供应、污水处理与污水资源化中水回用、市政工程业务全产业链覆盖; 我国经济已转向高质量发展阶段, 《规划纲要》有望推动相关水务基础设施短板补齐; 借助外资基因, 追随“一带一路”倡议, 公司有序布局南亚及东南亚市场, 有望实现项目异地复制。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.39/0.49/0.61 元/股, 对应 2024 年 2 月 8 日收盘价 PE 分别为 27/21/17 倍。给予公司 2024 年 25 倍 PE, 目标价 12.25 元/股, 首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业政策风险

污水处理处置受政策波动影响较大,具有一定的政策周期性,政策的延续性和后续变化有待进一步观察和确认。

2) 地方财政压力

环境治理需要大量资金投入,地方财政情况对污水治理影响较大,同时影响公司回款。

3) 原材料价格波动

原材料价格的波动对供水和污水治理业务毛利均产生直接影响。

4) 项目拓展不及预期

供水及污水治理项目具有公用属性和区域属性,项目拓展受各地方政策影响较大,存在不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,157	1,265	1,435	1,648
营业成本	788	851	950	1,076
营业税金及附加	10	11	13	15
销售费用	33	35	40	46
管理费用	101	127	129	140
研发费用	1	0	0	0
EBIT	234	262	327	398
财务费用	54	41	45	51
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	180	220	282	346
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	179	219	281	345
所得税	48	55	70	86
净利润	131	165	210	259
归属于母公司净利润	130	163	209	257
EBITDA	389	419	490	570

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	162	246	140	226
应收账款及票据	316	340	385	442
预付款项	4	5	6	6
存货	27	27	31	35
其他流动资产	176	187	203	222
流动资产合计	686	805	764	932
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	507	589	666	788
无形资产	2,064	2,165	2,265	2,365
非流动资产合计	2,804	3,018	3,242	3,463
资产合计	3,491	3,823	4,006	4,395
短期借款	158	158	158	158
应付账款及票据	336	350	390	442
其他流动负债	420	350	219	246
流动负债合计	914	858	768	846
长期借款	570	620	720	820
其他长期负债	588	593	593	593
非流动负债合计	1,158	1,213	1,313	1,413
负债合计	2,072	2,071	2,080	2,259
股本	381	423	423	423
少数股东权益	44	46	47	49
股东权益合计	1,419	1,752	1,926	2,137
负债和股东权益合计	3,491	3,823	4,006	4,395

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.18	9.36	13.41	14.82
EBIT 增长率	-3.26	12.17	24.59	21.78
净利润增长率	-7.73	25.95	27.89	23.01
盈利能力 (%)				
毛利率	31.88	32.76	33.81	34.69
净利润率	11.21	12.91	14.56	15.60
总资产收益率 ROA	3.72	4.27	5.22	5.85
净资产收益率 ROE	9.44	9.57	11.12	12.31
偿债能力				
流动比率	0.75	0.94	1.00	1.10
速动比率	0.56	0.73	0.74	0.85
现金比率	0.18	0.29	0.18	0.27
资产负债率 (%)	59.35	54.17	51.93	51.39
经营效率				
应收账款周转天数	99.10	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	12.72	12.00	12.00	12.00
总资产周转率	0.35	0.35	0.37	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.39	0.49	0.61
每股净资产	3.25	4.03	4.44	4.93
每股经营现金流	0.64	0.82	0.99	1.14
每股股利	0.07	0.07	0.07	0.07
估值分析				
PE	35	27	21	17
PB	3.3	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	13.51	12.53	10.71	9.22
股息收益率 (%)	0.66	0.66	0.66	0.66

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	131	165	210	259
折旧和摊销	155	157	164	172
营运资金变动	-77	-25	-16	-18
经营活动现金流	271	349	418	481
资本开支	-277	-379	-381	-388
投资	0	-41	0	0
投资活动现金流	-280	-362	-381	-388
股权募资	14	198	0	0
债务募资	91	-27	-52	100
筹资活动现金流	52	97	-143	-7
现金净流量	43	84	-106	86

插图目录

图 1: 联合水务股权结构图 (2023 年 9 月底)	3
图 2: 2018-3Q23 联合水务营业收入及增速	4
图 3: 2018-3Q23 联合水务归母净利润及增速	4
图 4: 2011-2022 年房地产开发投资完成额及增速	5
图 5: 2011-2022 年房地产新开工面积及增速	5
图 6: 2018-3Q23 年联合水务整体毛利率、净利率走势	5
图 7: 2018-2022 年联合水务应收账款情况	6
图 8: 2018-2022 年联合水务现金流情况	6
图 9: 2018-3Q23 年联合水务资产负债率	6
图 10: 联合水务项目分布图 (2023 年 2 月底)	7
图 11: 2019-1H23 公司年售水量合计	8
图 12: 2019-1H23 公司年污水处理量合计	8
图 13: 公司污水无害化处理工艺流程图	9
图 14: 水务行业全景图	11
图 15: 2012-2022 年全国用水总量	12
图 16: 2012-2022 年全国农业用水总量	12
图 17: 2012-2022 年全国生活用水总量	12
图 18: 2012-2022 年全国工业用水总量	12
图 19: 全国城市生活用水量情况	13
图 20: 全国县城生活用水量情况	13
图 21: 城镇供水价格审批事项简化流程图	14
图 22: 2013 年 6 月以来 36 座重点城市居民用水价格情况	16
图 23: 2022 年, 我国各地人均水资源占有量	17
图 24: 2012-2022 年我国人均水资源占有量	17
图 25: 2021 年全国地表水水质类别比例	19
图 26: 2022 年全国地表水水质类别比例	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司部分供水项目情况 (截至 2023 年 2 月)	8
表 2: 公司在运营的 13 个污水处理项目 (截至 2023 年 2 月)	10
表 3: 2021 年新版《城镇供水价格管理办法》调整梳理	14
表 4: 2021 年全国及分源主要水污染物排放情况	18
表 5: 四类主要水处理技术的基本原理和细分技术类型	18
表 6: 2023 年以来, 水务及水治理相关政策梳理	20
表 7: 污水处理能力发展目标	21
表 8: 供水业务盈利预测	22
表 9: 污水处理业务盈利预测	22
表 10: 工程业务盈利预测	23
表 11: 公司整体盈利预测情况	23
表 12: 联合水务与 A 股可比公司估值对比	24
表 13: 公司 DCF 假设参数	24
表 14: 公司 DCF 模型 (单位: 百万元)	24
表 15: 联合水务估值敏感性分析表	25
公司财务报表数据预测汇总	27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026