

导语：自来水每吨涨价 3 毛钱，公司利润将增长 10%。

作者：市值风云 App：萧瑟

自来水涨价概念股，赚钱稳，分红壕！江西水务龙头洪城环境：独占地方 9 成市场，资本开支是核心关注点

5 月 9 日，广州市政府召开了一场关于调整中心城区自来水价格的听证会。

听证代表共计 17 人，由 9 名普通居民消费者，3 名非居民消费者，1 名经营者，1 名其他利益相关方，1 名代表，1 名政协委员以及 1 名专家学者构成。

价格调整共有两套方案，每立方米平均价格均将自 2.53 元增长至 3.40 元，增幅约 34.4%，区别在于居民还是非居民生活用水的涨幅更高。

序号	用水类别	现行价格	方案一	方案二	
			调整价格	调整价格	
1	平均供水价格	2.53	3.40	3.40	
2	居民生活用水	第一阶梯	2.60	2.46	
3		第二阶梯	3.90	3.69	
4		第三阶梯	7.80	7.38	
5		执行居民水价的非居民用户(合表水价)	1.98	2.86	2.71
6		低收入居民优惠水价	0.70	0.70	0.70
7		非居民生活用水	3.46	4.56	4.81
8	特种用水	20	25	25	

(来源: 广州市发改委)

从最终结果来看, 17 名听证代表全部支持水价上调, 其中 9 位支持方案一, 7 位支持方案二, 还有 1 位认为调价幅度可以更加合理。

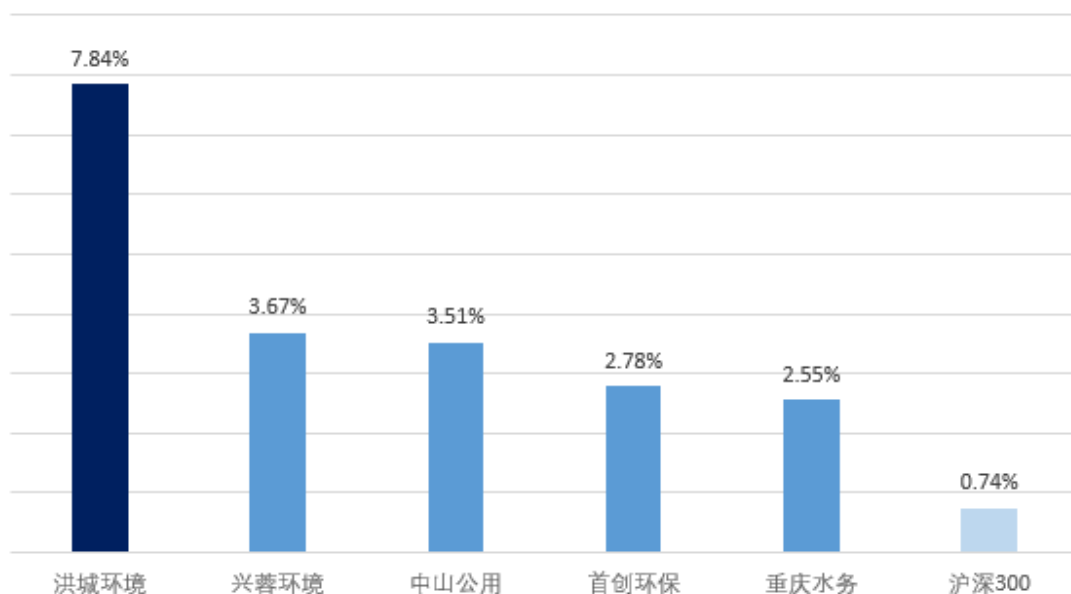
这场看似是政府工作日常的听证会, 却受到了市场的广泛关注, 水务行业相关上市公司股价也出现了明显上涨。

风云君统计了市值在 100 亿以上的水务公司行情, 发现在听证会当日及之后 3 个交易日内, 这些公司均实现了不同幅度的上涨, 其中有一家公司更是实现了接近 8% 的涨幅。

作为对比同期内沪深 300 的涨幅仅 0.74%。

这家公司便是洪城环境（600461.SH）。

2024.5.9-5.13期间股价涨幅



(制图：市值风云 APP)

一、地方国资背景，水务贡献 6 成收入

洪城环境的前身可追溯至 1936 年筹建的南昌水电厂，利用电厂冷却水为水源，同时经营水、电业，至今已有 80 余年的供水行业经验。

2001 年，洪城环境由江西省股份制改革和股票发行联审小组批准，由南昌水业集团有限责任公司等 5 家公司发起设立，并在 2004 年登录上交所，成立仅三年便完成上市。

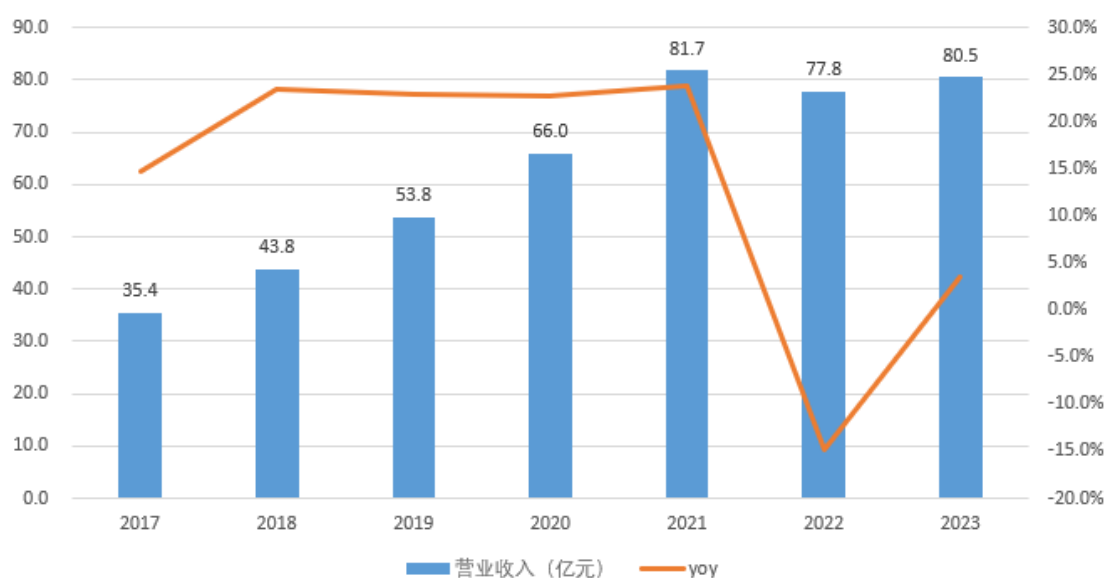
截至 2024 年 4 月 18 日，南昌水业集团作为大股东持有洪城环境 33.01% 的股权，背后的实际控制人则是南昌市国有资产监督管理委员会。

上市之后，洪城环境分别在 2005 年、2016 年和 2022 年通过并购的方式，新增污水处理、燃气销售、固废处理三大业务，形成了如今的业务格局。

从总营收来看，2018-2021 年间由于各类工程业务带来的增量，洪城环境的总营收规模出现了明显增长。

此后的 2022-2023 年，工程类业务收入出现明显下滑，洪城环境的营收增长停滞。

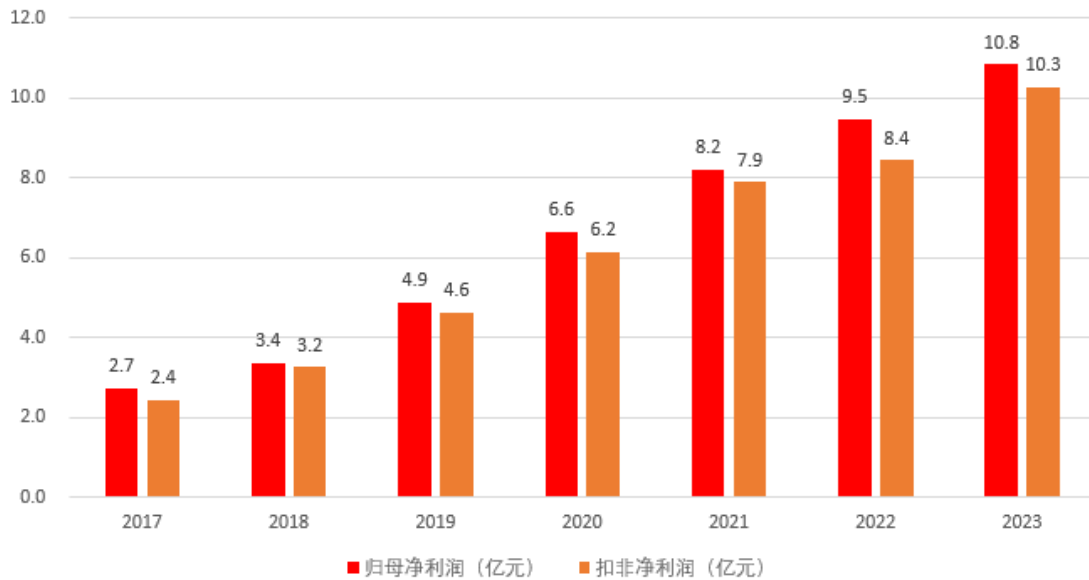
其 2023 年其总营收为 80.48 亿，同比增长 3.4%。2024 年一季度总营收 21.51 亿，同比增长 3.9%。



(来源: Choice 金融终端, 制图: 市值风云 APP)

不过在利润端, 洪城环境整体仍旧保持增长, 2018 至 2023 年间归母净利润自 4.18 亿增长至 10.83 亿, CAGR 约 21%。

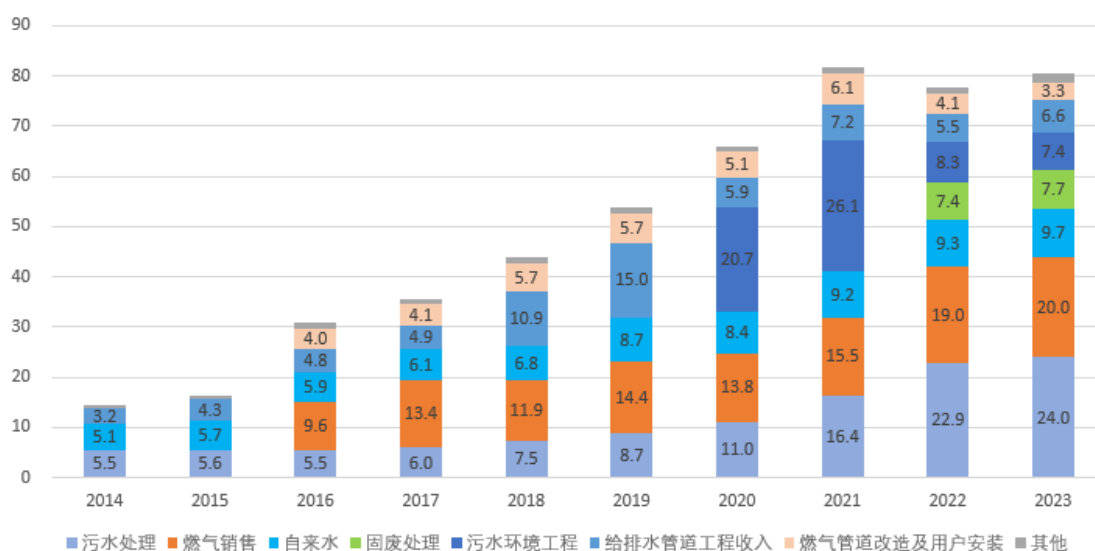
2024 年一季度实现归母净利润 3.23 亿, 同比增幅为 8.7%。



(来源: Choice 金融终端, 制图: 市值风云 APP)

从业务结构看, 2023 年水务业务仍是洪城环境的主要收入来源, 具体由污水处理、自来水供应、污水环境工程以及管网工程四类细分业务构成, 合计实现营收 47.69 亿, 贡献了接近 6 成的收入。

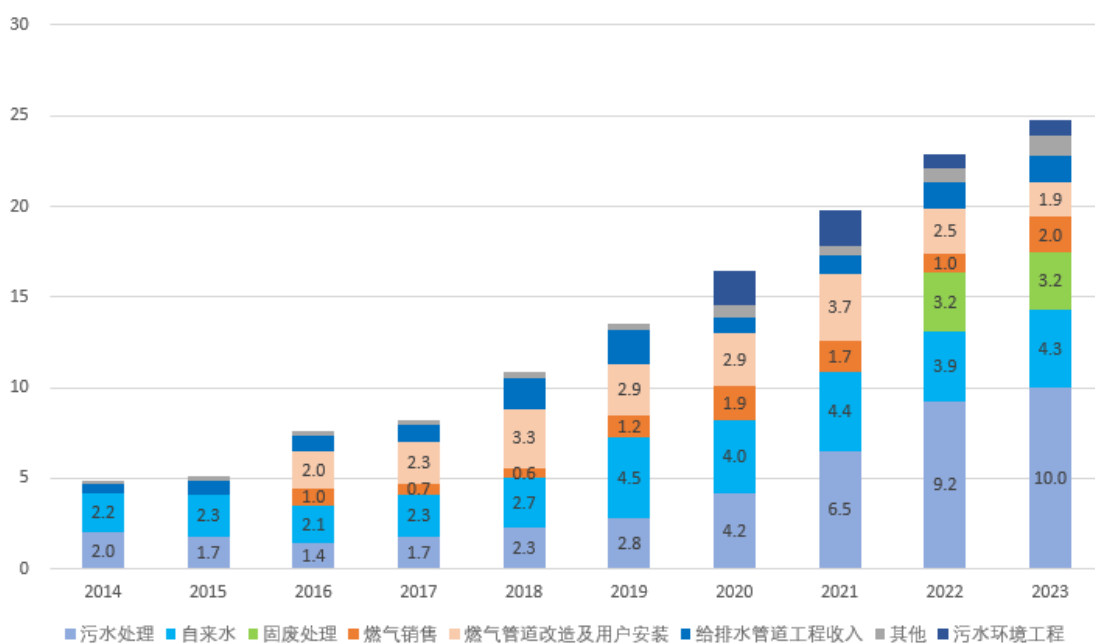
洪城环境收入构成 (亿元)



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

当年水务业务实现毛利润 16.60 亿, 在整体毛利中的贡献更是接近 7 成。

洪城环境毛利构成 (亿元)



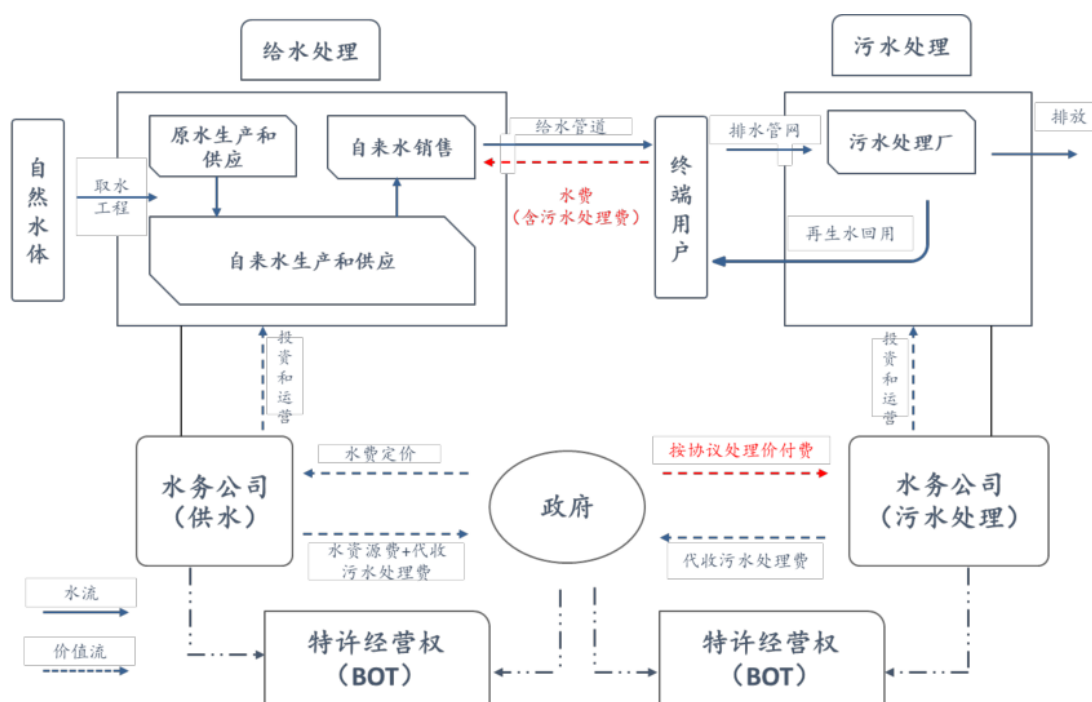
(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

因此要进一步了解洪城环境的业务，对水务行业的研究是必不可少的。

二、水务行业存量市场特征显著

水务产业链可以看作是“从自然水体来，到自然水体中去”。产业链前半段中将自然水体加工为自来水的流程，即为自来水供水；将使用后的自来水经处理后排放回自然水体，这一过程即为污水处理。

在国内，供水和污水处理业务还有一个显著的差别，后者的收益来自财政支付，前者则直接来自终端用户，但定价权仍在政府手中。



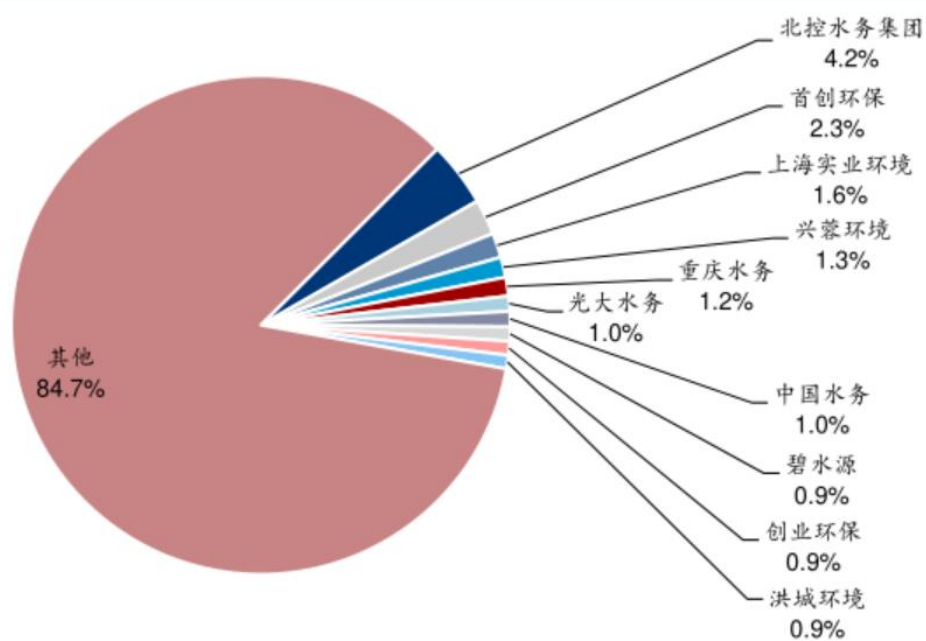
(来源：东吴证券研究所)

作为典型的公用事业，无论是供水还是污水处理，都遵循特许经营制度，取得当地特许经营权是展业的前提。

可想而知，这样的制度下水务行业整体呈现出明显的属地特征，水务公司在其特许经营区域内有着绝对的垄断地位，但异地扩张也受到限制。

因而水务行业的市场格局极为割裂，2022年CR10仅为15%。

图表2：2022年整体水务行业（供水+污水）市占率



注：北控水务集团数据为大陆地区数据

资料来源：2022年城乡统计年鉴，华泰研究

行业的第一梯队为诸如北控水务集团 (0371.HK)、首创环保 (600008.SH) 为全国性生活水公司，2022年二者的市占率分别为4.2%、2.3%。

第二梯队则是规模较大的地方性水务公司，市占率约为1%，包含兴蓉环境(000598.SH)、

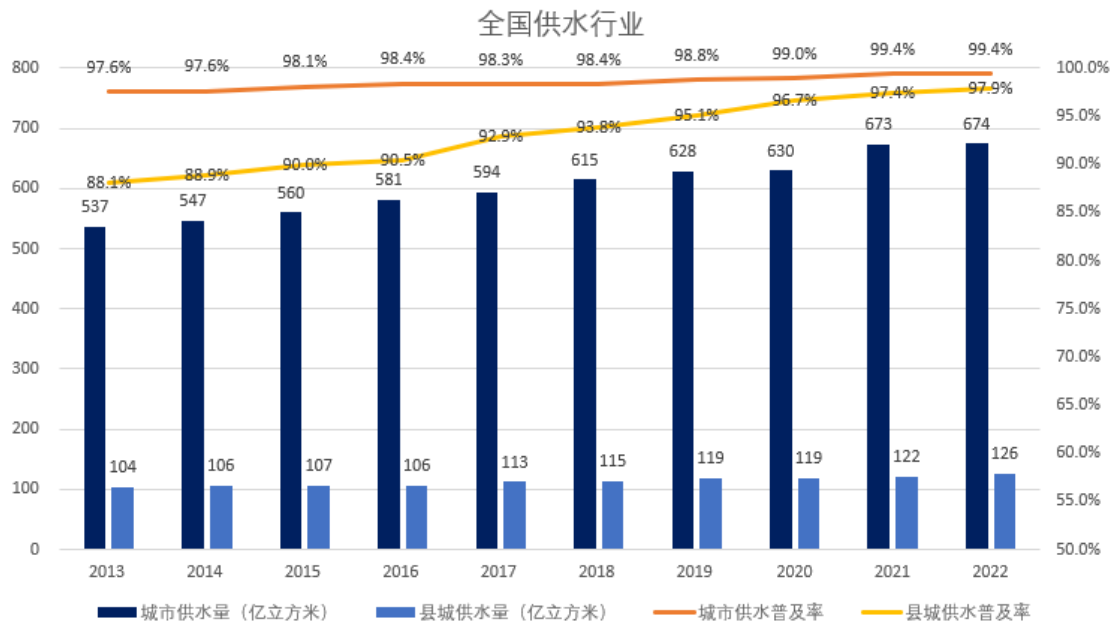
重庆水务 (601158.SH) 等, 洪城环境也位居此列。



(来源：市值风云 APP)

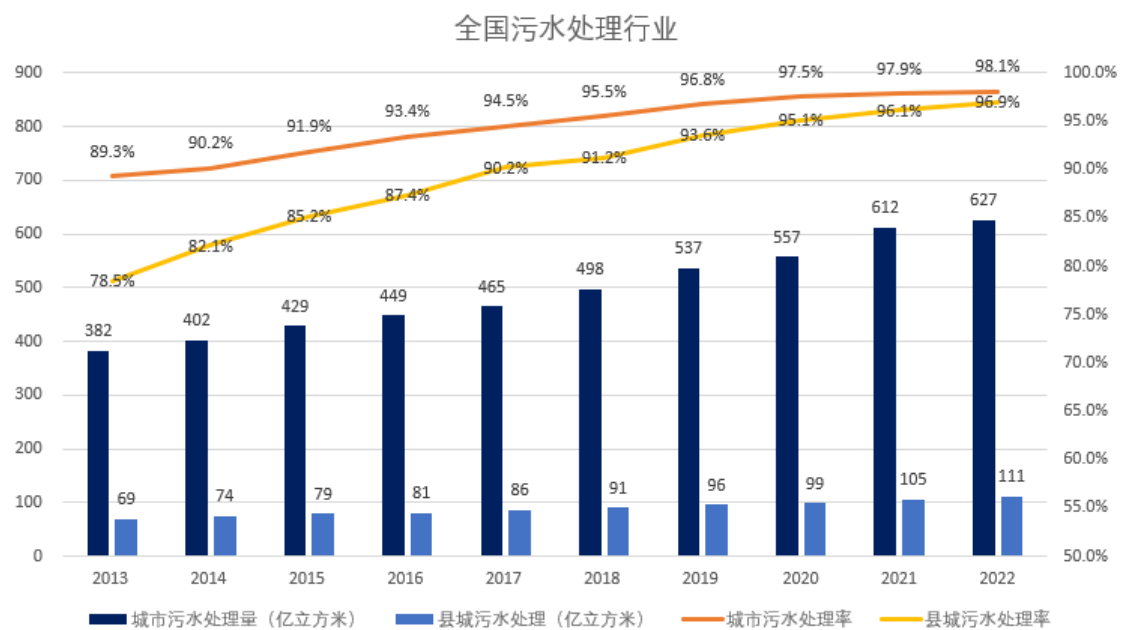
从市场前景的角度看，当前水务行业的增长空间已经十分有限。

根据住建部公布的数据，2017-2022 年间，城市和县城供水总量的 CAGR 分别为 2.6%和 2.3%，同时 2022 年末供水普及率分别为 99.4%和 97.9%，均很难再有大增量。



(来源: 住建部, 制图: 市值风云 APP)

污水处理行业的情况稍好些, 2017-2022 年间, 城市和县城污水处理量的 CAGR 分别为 6.1%和 5.4%, 2022 年末污水处理率分别为 98.1%和 96.9%。



(来源：住建部，制图：市值风云 APP)

污水处理来自供水，结合二者的数据，2022 年城市污水处理量已经能够占据供水总量的 93.0%，县城的这一比例也能够达到 88.3%。

无论是特许经营制度带来的地域限制，还是行业经营数据增长的停滞，水务行业的存量市场特征十分明显。

这样来看，也不难理解市场对广州水价上调事件的广泛关注，这就相当于向一潭死水中扔进一块石头，“量增”有限的情况下，“价升”带来了新的增长来源。

实际上不仅是广州一座城市，根据中信证券的不完全统计，自 2022 年至 2024 年 5 月期间，国内已有 24 个市级城市开展过自来水调价。

此轮自来水涨价潮与 2021 年 8 月国家发改委发布的两部重磅文件——《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》相关。

简单来说，两部文件明确了“准许成本加合理收益”为核心的新版本定价机制。相较于旧版本最大的变化就是，**将水厂收益率与宏观经济指标挂钩，也就是所谓的市场化。**

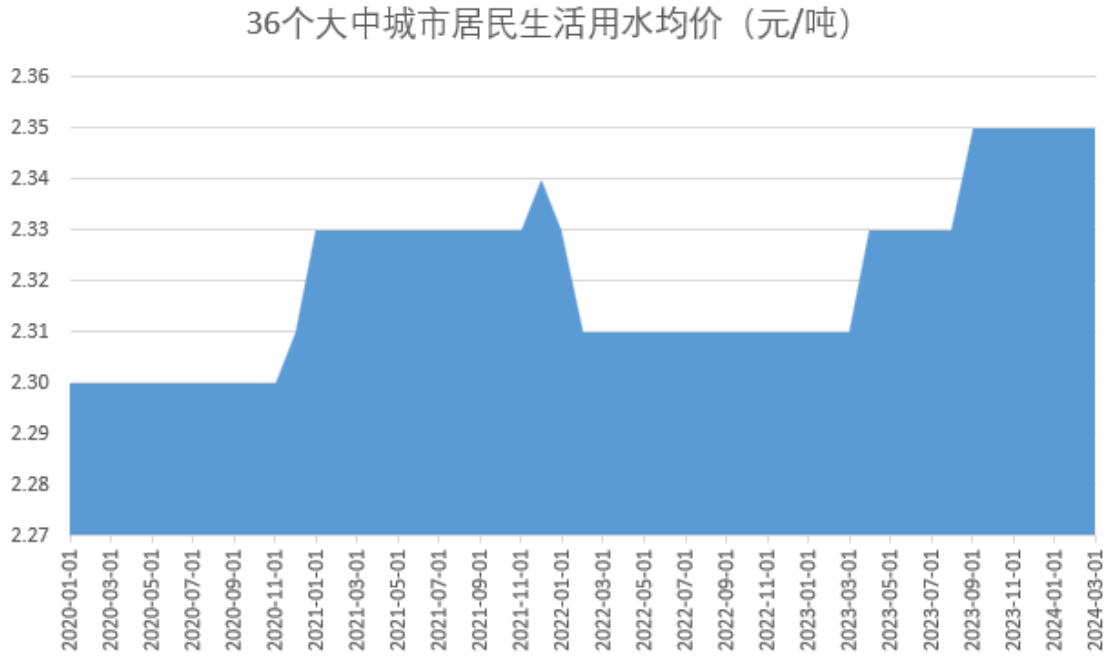
其中权益资本收益率与 10 年期国债收益率相关，债务资本收益率则按照 LPR 确定。



(来源：中泰国际研究部)

不过政策的效果并不是立竿见影的，2022 年全国主要城市的居民用水价格反而出现了下滑，直至 2023 年方才开始上行。

截止 2024 年 3 月，居民用水价格为每吨 2.35 元，较 2020 年增长约 2.2%，整体涨价效果尚不明显。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

三、江西省水务绝对龙头，但后续增长乏力

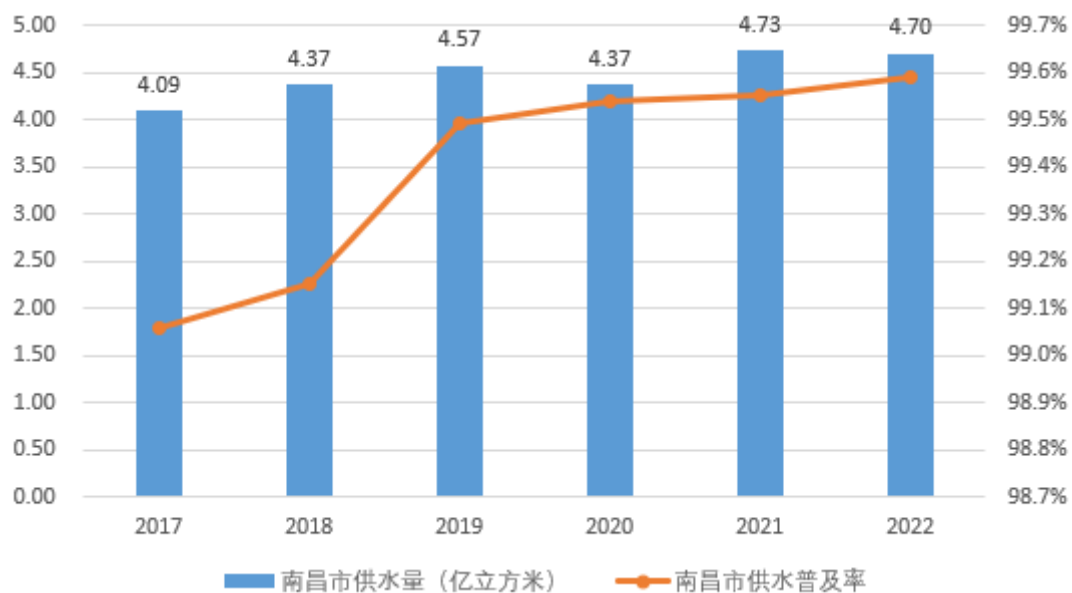
说完了行业情况，我们将视角转回洪城环境。

1、污水处理省内市占率已接近 9 成

洪城环境自来水供水业务的特许经营权范围，覆盖南昌市除南昌县和进贤县以外的全部区域，污水处理业务的特许经营权则已覆盖江西全省。

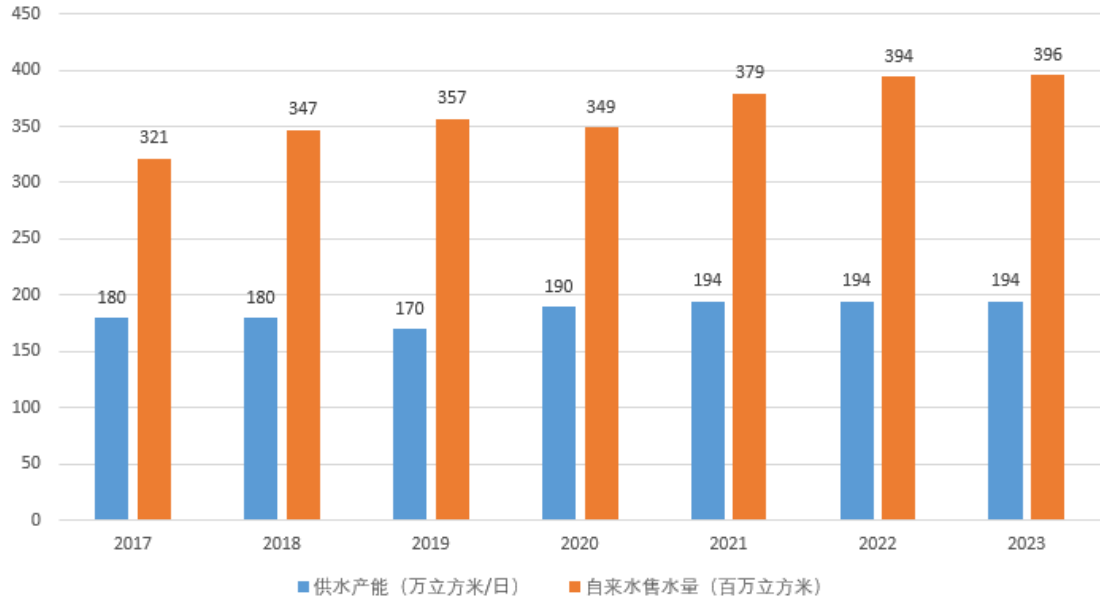
其中供水特许经营期限自 2010 年至 2039 年，污水特许经营期限则未统一披露，期限一般为 25-30 年。

南昌市地处长江中下游流域,拥有赣江作为水源地,近年全市供水总量较为稳定,2022 年为 4.70 亿吨,供水普及率已达 99.6%。



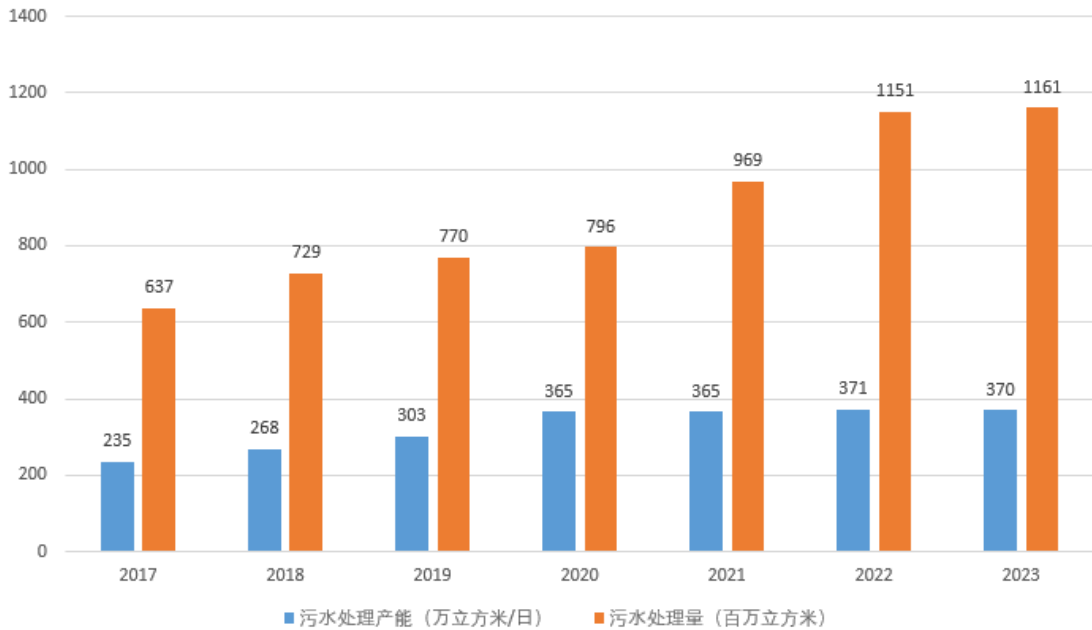
(来源: 住建部, 制图: 市值风云 APP)

与南昌市的情况类似,近年来洪城水业的自来水供水产能以及售水量均未有明显增长,2017-2023 年间售水量 CAGR 约仅为 3.5%。

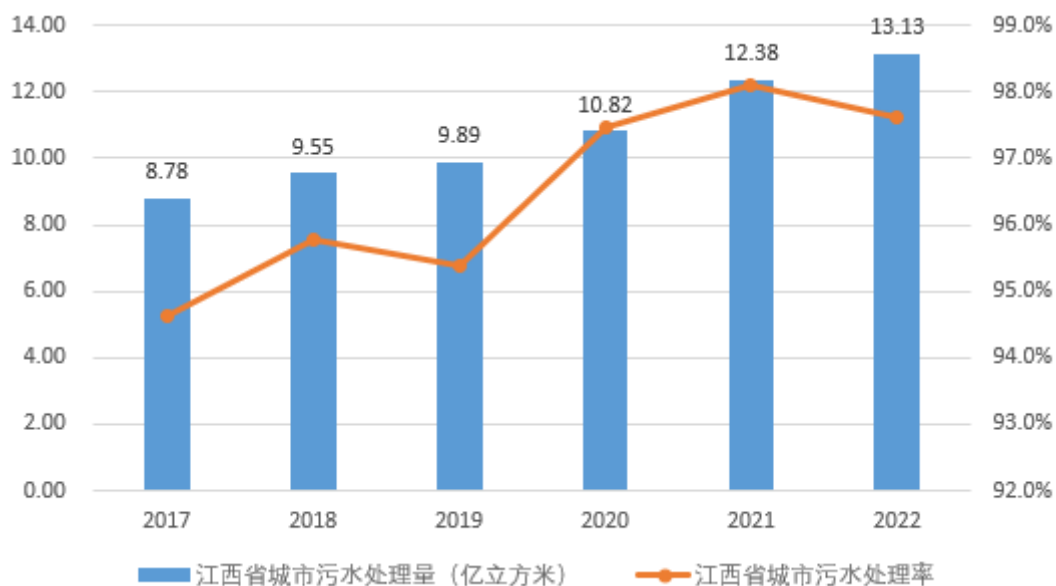


(来源：洪城环境公告，制图：市值风云 APP)

相比之下污水业务的处理量近年来增长较为明显，2017-2023 年间的 CAGR 能够达到 10.5%。

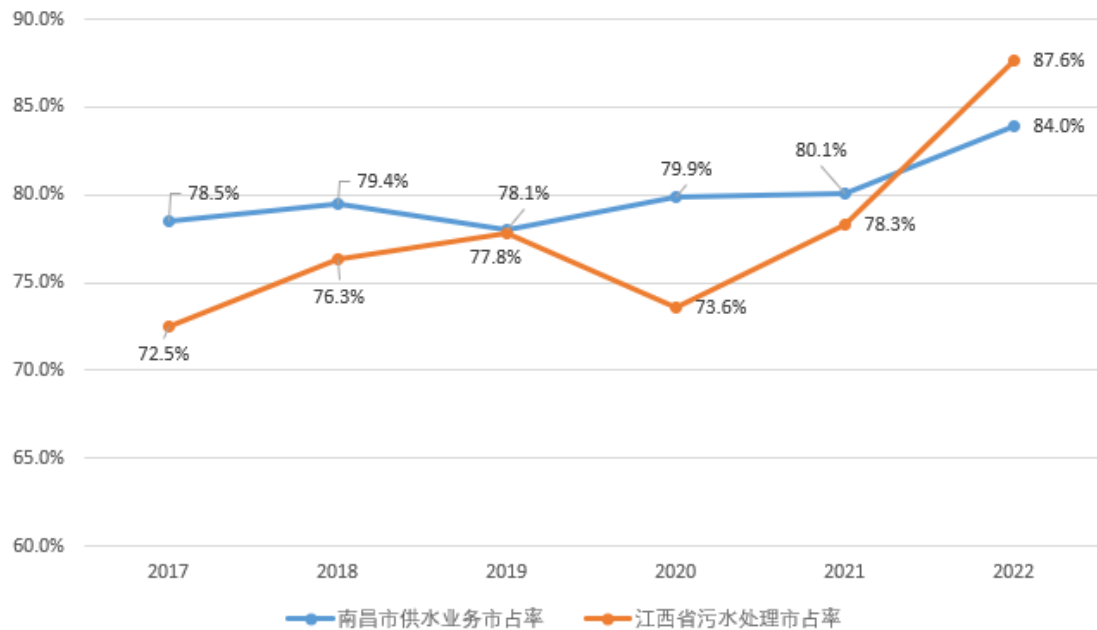


增长背后的原因自然与江西省污水处理量的增长相关，2017-2022 年间 CAGR 约为 8.4%，污水处理率也自 95%提升至 98%。



(来源：住建部，制图：市值风云 APP)

以 2022 年的数据测算，洪城环境的供水业务在南昌市的市占率为 84%，污水处理业务在江西省内的市占率更是高达 88%，是名副其实的区域龙头。



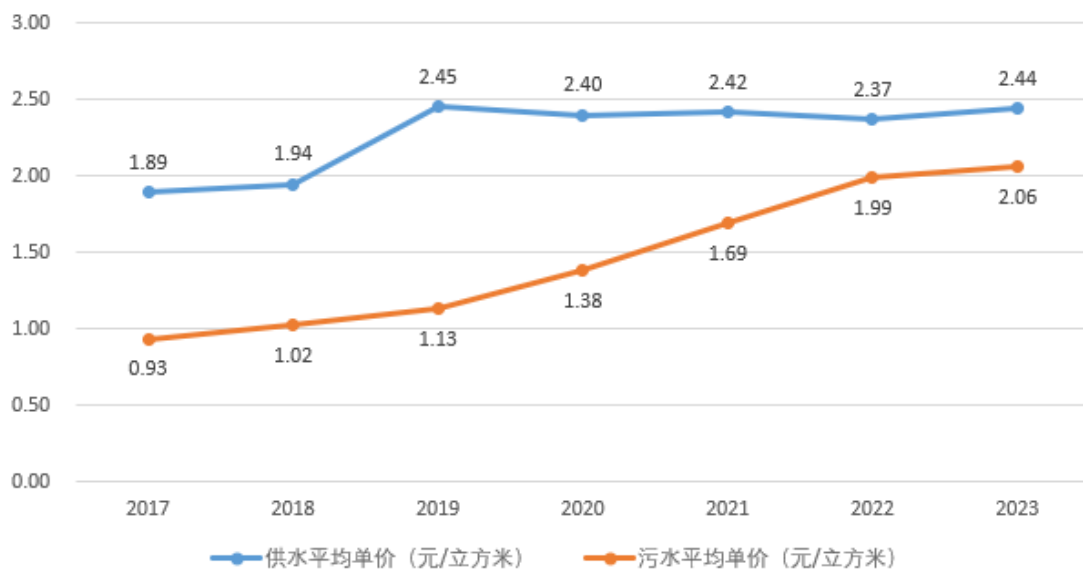
(来源：住建部、洪城环境公告，制图：市值风云 APP)

但如果我们从增长的角度看，与水务行业整体面临的问题相同，洪城环境特许经营权覆盖区域内供水普及率、污水处理量均已接近 100%，此外在已有 80%以上市场份额的前提下，进一步提升市占率的空间也不大。

那么长期内洪城环境的增长来源何在呢？

2、水价上涨带来的业绩弹性有限

先来看下市场热议的水价上涨，近年来洪城环境无论是供水单价，还是污水处理单价，都有显著提升。



(来源：洪城环境公告，制图：市值风云 APP)

污水处理单价的上涨来自洪城环境对旗下污水厂的提标改造工作，供水单价的上涨主要来自 2018 年末南昌市对城市供水价格的上调。

5 年时间过去，如今横向对比其他城市，南昌市的水价已处于较低水平，股价的上涨或来市场对自来水再度提价的预期。

根据广州自来水调价方案中展示的数据，截至 2024 年 3 月，南昌市包含污水处理费的居民水价为每吨 2.98 元，在 36 个重点城市中排在 25 位，较 36 城均值降低约 0.3 元。

表2 全国36个重点城市自来水价格(含污水处理费)对比表

单位:元立方米

城市	居民		非居民		特种	
	价格	排名	价格	排名	价格	排名
石家庄	5.23	1	8.94	2	49.73	2
北京	5	2	9.5	1	160	1
天津	4.9	3	7.9	4	22.3	5
长春	4.55	4	6.8	6	15.2/22.2	6
郑州	4.4	5	5.95	11	18.15	16
济南	4.2	6	6.05	8	16.3	20
昆明	4.2	6	6.05	8	20	11
上海	4.05	8	5.99	10	7.16/9.54/14.29/19.04	13
西安	3.8	9	5.8	12	20.11	10
深圳	3.67	10	5.31	15	19.17	12
广州听证方案一	3.55	11	5.96	11	27	5
重庆	3.5	11	4.55	23	7.00/10.65	26
青岛	3.5	11	5.4	14	17.4	18
西宁	3.42	13	4.57	22	13.45	23
广州听证方案二	3.41	14	6.21	8	27	5
呼和浩特	3.4	14	7.4/8.9	3	30.9	4
宁波	3.4	14	6.12/6.92	5	13.8	22
银川	3.4	14	4.85	20	22.15	7
哈尔滨	3.35	17	5.7	13	11.40/17.80	17
福州	3.35	17	4	30	6.8	32
沈阳	3.3	19	5.25	16	8.00/18.40	15
大连	3.25	20	4.6/4.15	21	22	8
厦门	3.2	21	3.2/4.1	27	8.8	30
乌鲁木齐	3.2	21	4.69/6.43	7	18.85	14
南京	3.04	23	3.82	32	4.8	36
成都	3.03	24	4.43	25	15.13/10.13/2.53	21
南昌	2.98	25	4.45	24	11.55	24
广州	2.93	26	4.86	19	22	8
杭州	2.9	27	4.4/4.70/5.10	17	5.35	35
合肥	2.85	28	3.4	35	9	29
贵阳	2.82	29	4.04	29	10.49	27
太原	2.8	30	4.5/4.8/5	18	49	3
兰州	2.7	31	4.09	28	17.35	19
南宁	2.69	32	2.99	36	6.47	33
海口	2.6	33	4.33	26	11.15	25
长沙	2.58	34	3.89	31	7.16	31
武汉	2.47	35	3.49	34	9.47	28
拉萨	2.34	36	3.1/3.8	33	6.2	34

注:数据截至2024年3月,供水价格包括基本水价、水资源费、水利工程费、相关附加费、污水处理费等,不包含垃圾处理费等费用。

(来源:大河报)

但风云君暂时还没看到相关新闻。

此外，我们可以简单测算一下，如果南昌市水价每立方米上涨 0.3 元，以 2023 年的售水量以及 15%的企业所得税率计算，对归母净利润的影响约为 1 亿，也就是不到 10%的增长。

3、燃气业务也已接近饱和

在水务业务之外，燃气业务也能够贡献近 3 成的收入。

洪城环境的燃气业务由子公司南昌市燃气集团有限公司运作，持股比例为 51%，后者是江西省用户规模最大的燃气运营商，其拥有南昌市主要行政区域的管道燃气特许经营权，2022 年在南昌市燃气市场市占率接近 9 成。

但与水务业务的情况相似，2022 年南昌市的燃气普及率已有 99.3%，市场很难进一步增长。

其他业务方面，全资子公司江西鼎元生态环保有限公司作为固废处理平台，覆盖生活垃圾焚烧发电、污泥焚烧、餐厨垃圾处理、垃圾渗滤液处理等业务，每年有近两亿的净利润贡献。

洪城环境计划采用并购的方式进一步扩大固废处理业务规模，此外其还在积极拓展直饮水业务和“水务+光伏”项目，但均处于起步阶段。

四、分红力度大，资本开支值得重点关注

总的来看，风云君对洪城环境的评价是一家**业务稳定但增长受限的公司**。对于这类公司，投资价值更多取决于分红能力。

近年来其分红率均维持在 50%的水平，2023 年的分红金额为 5.42 亿，以当下约 137 亿的市值计算，股息收益率约为 4%。



(来源：市值风云 APP)

分红的背后还要考虑现金流，2018-2023 年间，洪城环境每年经营性现金净流入规模在 10 亿至 20 亿的区间内，各期都远高于净利润，这为公司分红提供了坚实的保障。

不过当前公司仍有持续的大规模资本开支，导致期间自由现金流合计净流出超 14 亿。



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
● 经营现金流 (元)	11.2亿	12.0亿	13.7亿	18.7亿	21.9亿	17.3亿	2.4亿



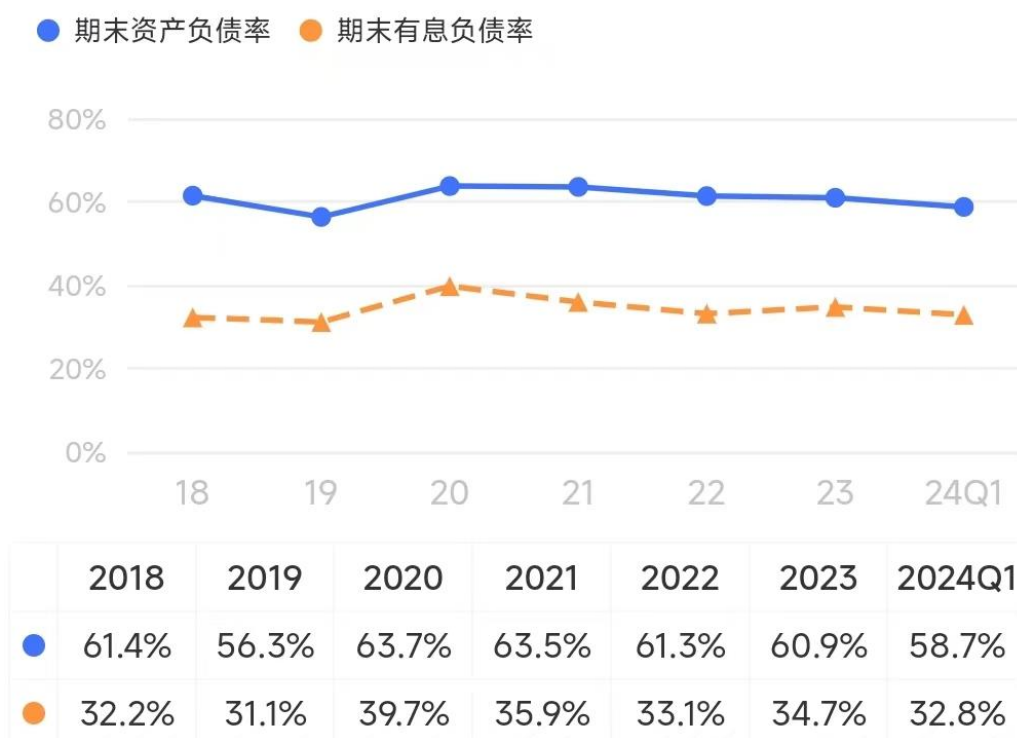
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
● 自由现金流 (元)	-4.7亿	1379.3万	-9.2亿	-4.4亿	5.6亿	-1.4亿	-5.0亿

(来源: 市值风云 APP)

在特许经营区域内市场近乎饱和的背景下, 若未来资本开支规模缩减, 以上情况有望缓解, 分红的可持续性也将大幅增强。

2022 年以来，洪城环境的资本开支规模已有下降，自由现金流情况也在改善。

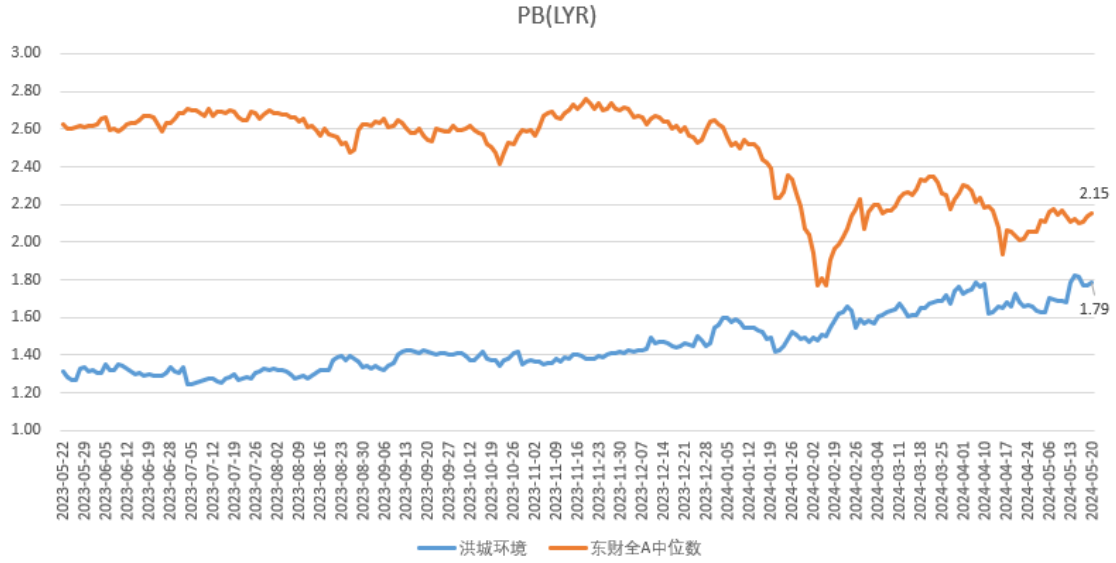
同其他水务公司类似，截至 2023 年末，洪城环境有息负债率偏高，为 32.8%，账上有约 65 亿的长短期贷款。



(来源：市值风云 APP)

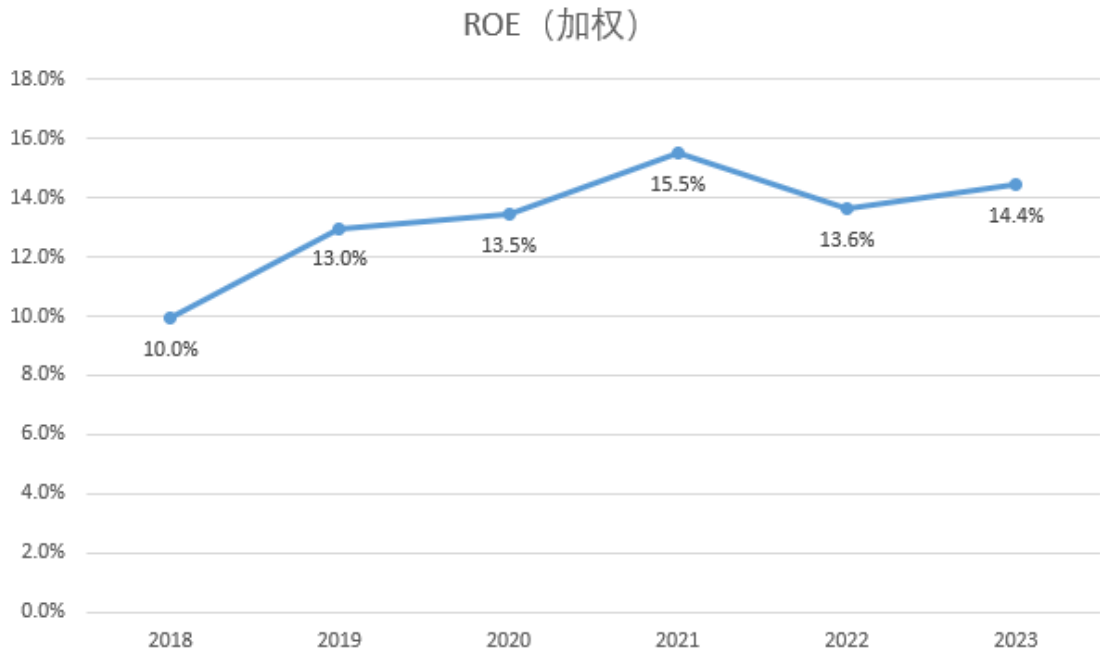
这和公司的商业模式息息相关，因为未来现金流的高度可预测性，所以负债空间较高，实际的财务风险还是高度可控的。

最后看下估值，近一年洪城环境的市净率在持续上行，截至 2024 年 5 月 20 日来到 1.79 倍的水平，但仍低于东方财富全 A 指数的中位数。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

自 2019 年来, 洪城环境的 ROE 均在 13% 以上, 2023 年更是高达 14.4%。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)