

公用事业行业深度报告

万家中证全指公用事业 ETF 投资价值分析

增持（维持）

2024年08月27日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

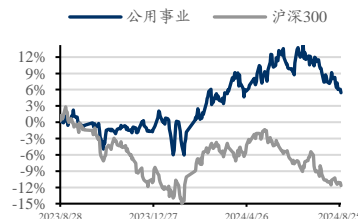
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

投资要点

- **万家中证全指公用事业 ETF**（基金代码：560620，场内简称：全指公用ETF）于2024年8月27日发行。基金经理为贺方舟。基金紧密跟踪标的指数（指数代码：000995.CSI），追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。基金管理费率0.50%，托管费率0.10%。
- **中证全指公用事业指数**（CSI All Share Utilities Index，指数代码：000995.CSI，指数简称：全指公用）从中证一级行业中选取50只业务涉及公用事业的上市公司作为指数样本，以反映公用事业行业内较具代表性与可投资性的上市公司证券的整体表现。
- **公用事业稳健增长，高质量发展迎转型机遇。**公用事业包括电力、燃气、水务、交通等基础设施服务领域，是国家经济发展的重要支柱，是保障民生的重要基础设施。受益于人口、城镇化率、居民生活水平、社会经济发展等多因素推动，中国公用事业行业持续成长。细分行业看，**1) 电力**：全社会用电持续提升，构建新型电力系统；**2) 水务**：供水污水产能增速放缓，直饮水+厂网一体化提供增量；**3) 燃气**：清洁能源转型，渗透率提升具备长期成长性。
- **格局集中收益稳定。**由于公用事业服务的民生保障、经济发展支持的特殊属性，竞争格局较为集中，项目获取及运营中，政府、央企竞争力较强。以**特许经营的模式开展项目运营，获取合理的收益回报，收入来源来自消费者与政府，项目收益确定性强。**
- **价格要素改革启航开启新成长周期。**随着公用事业行业持续发展，居民民生与经济发展对于公用事业服务提出更高要求，公用事业价格机制现状与行业可持续发展之间的矛盾暴露，财政补助缺口增大、交叉补贴、资源价值扭曲等问题，正驱动公用事业迎来新一轮市场化价格要素改革。改革背景下，**1) 公用事业盈利长期可持续得到提振，并驱动新一轮成长；2) 现金流得到改善，纯正红利资产特性得到进一步彰显；3) 市场化鼓励超额收益，优质公用事业公司 Alpha 得到体现。**
- **指数成分股权重相对集中，电力行业权重过半。**截至2024年8月16日，指数平均自由流通市值为203.4亿元，前十大成分股权重合计为62.35%，指数成分股权重相对集中。指数覆盖了10个申万三级行业，其中水力发电5只、火力发电17只，两个行业权重(2024/8/16)占比分别为28.74%、27.00%，合计达55.74%。
- **指数年化收益和夏普比率均高于同期宽基和同类行业指数。**指数基日2004/12/31至2024/8/16的投资区间内，累计收益率为171.28%。对比市场其他指数近5年风险收益，中证全指公用事业指数年化收益达6.21%，收益表现远优于市场主要宽基指数和行业指数。年化夏普比率0.33，大幅领先于其他指数，说明中证全指公用事业指数单位风险下的收益能力较强。
- **PE估值下降+高增速凸显配置价值。**截至2024年8月16日，中证全指公用事业指数指数的市盈率为18.30倍，市净率为2.00倍，两者中值(2011/9/5-2024/8/16)分别为18.93倍、1.72倍，当前PE估值低于中值，PB则高于中值。指数PE估值水平自2022年高点后持续下降至较低位置，凸显配置价值。
- **风险提示：**1) 本报告对于基金产品、指数的研究分析均基于历史公开信息，可能受指数样本股的变化而产生一定的分析偏差；此外，基金管理人的历史业绩与表现不代表未来；指数未来表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险。2) 公用事业要素价格市场化改革进度不及预期；3) 经济增长不及预期；4) 竞争加剧。

行业走势



相关研究

- 《核电核准提速&四代核电推进，2024M1-7全社会用电量同增7.7%》
2024-08-26
- 《核电核准提速+四代核电推进，彰显核电长期成长性》
2024-08-20

内容目录

1. 公用事业稳健增长，高质量发展迎转型机遇	4
1.1. 电力：全社会用电持续提升，构建新型电力系统。	4
1.2. 水务：供水污水产能增速放缓，直饮水+厂网一体化提供增量	6
1.3. 燃气：清洁能源转型，渗透率提升具备长期成长性	9
2. 格局集中收益稳定，价格要素改革启航开启新成长周期	10
3. 中证全指公用事业指数	12
3.1. 优选电力行业公司	12
3.2. 电力行业权重过半	13
3.3. 年化收益、夏普比率双高	14
3.4. PE 估值下降+高增速	15
4. 万家中证公用事业主题 ETF	17
5. 基金管理人信息	17
5.1. 基金管理人简介	17
5.2. 基金经理简介	18
6. 风险提示	18

图表目录

图 1:	2013-2023 年中国全社会用电量与 GDP (不变价) 增速	4
图 2:	中国全社会用电量结构 (2023 年)	5
图 3:	中国各电源发电量结构占比 (2013-2023 年)	5
图 4:	新型电力系统建设“三步走”发展路径	6
图 5:	2010-2022 年中国城市公共供水售水量	6
图 6:	中国城市供水售水结构 (2022 年)	7
图 7:	2010-2022 年中国人均日生活用水量	7
图 8:	中国直饮水市场空间测算	7
图 9:	2010-2022 年中国城镇污水排放量与处理量	8
图 10:	2011-2022 年中国城镇污水、雨水、雨污合流管道长度	8
图 11:	2019-2023 年中国天然气消费量 (亿立方米)	9
图 12:	2020-2023 年天然气消费量 (分下游, 亿立方米)	9
图 13:	2023-2030 年中国天然气消费量测算	9
图 14:	公用事业价格机制改革对于公用事业企业、财政收支、使用者的影响测算	11
图 15:	价格市场化改革对使用者支付影响测算	11
图 16:	价格市场化改革对企业增收/财政减支影响测算	11
图 17:	公用事业要素市场化改革加速, 电力、燃气、水务、固废等行业有望受益	12
图 18:	指数成分股自由流通市值分布(亿元)	13
图 19:	指数成分股自由流通市值分布范围统计(只)	13
图 20:	前十大权重股总市值及数量分布	14
图 21:	指数成分股权重%、数量分布(申万三级行业)	14
图 22:	指数基日起与其他指数走势对比	14
图 23:	2019 年起各指数年度收益率对比	15
图 24:	指数发布日以来历史市盈率和市净率走势	16
图 25:	指数营业收入预测	16
图 26:	指数归母净利润预测	16
表 1:	公用事业类型及服务内容	4
表 2:	不同类型项目回报机制	10
表 3:	指数前十大权重股	13
表 4:	指数基日起各指数累计收益及近 5 年风险收益对比	15
表 5:	产品基本信息	17
表 6:	万家基金旗下股票 ETF	17

1. 公用事业稳健增长，高质量发展迎转型机遇

需求持续增长，高质量发展迎转型。公用事业包括电力、燃气、水务、交通等基础设施服务领域，是国家经济发展的重要支柱，是保障民生的重要基础设施。受益于人口、城镇化率、居民生活水平、社会经济发展等多因素推动，中国公用事业行业持续成长。

表1: 公用事业类型及服务内容

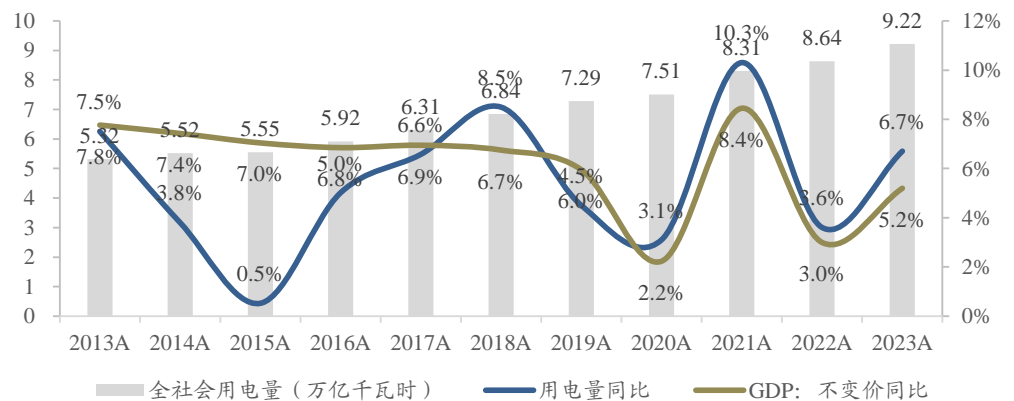
公用事业类型	公用事业服务内容
电力供应	发电、输电、配电和售电业务，为家庭、商业和工业客户提供稳定的电力资源
自来水供应及污水处理	生活生产用水的净化、输送以及污水的收集、处理和排放，确保水质安全和生态环境保护
天然气供应	提供居民、工商业用天然气的输送和分配服务
垃圾处理与回收	涉及城市固体废物的收集、转运、处理和回收利用，以及环境卫生服务

数据来源：东吴证券研究所整理

1.1. 电力：全社会用电持续提升，构建新型电力系统。

用电需求增长，新需求持续推动。2023年中国全社会用电量达到9.22万亿千瓦时，同比提升6.7%，中国用电需求持续提升。从用电结构来看，2023年第一产业/第二产业/第三产业/城乡居民生活占比分别为1%/66%/18%/15%，工商业仍为社会用电主力。随着以新能源汽车渗透率提升为代表的终端电气化率的提升以及以AI算力等需求为代表的新需求的推动，我们预计全社会用电量有望持续高增。

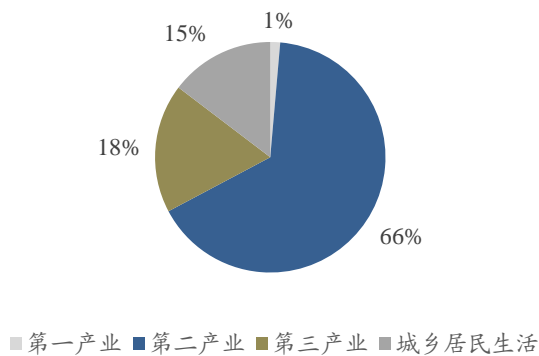
图1: 2013-2023年中国全社会用电量与GDP（不变价）增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

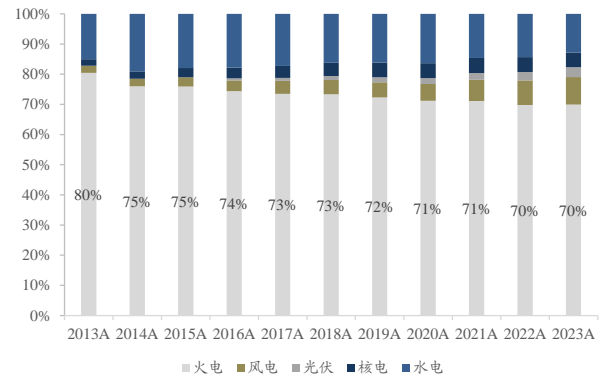
火电仍为电源侧主力，坚定新能源转型。稳妥推进中国能源绿色低碳转型过程中，火电将继续起到托底、“压舱石”的作用，先立后破，非化石能源有序替代化石能源，2023年火电依然为中国发电主力，发电量占比达70%。政策持续重申到2030年非化石能源消费占25%，大力发展非化石能源。2023年，中国水电、风电、光伏、核电发电量占比分别已经13%/9%/3%/5%。绿色电力维持快速增长。

图2：中国全社会用电量结构（2023年）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

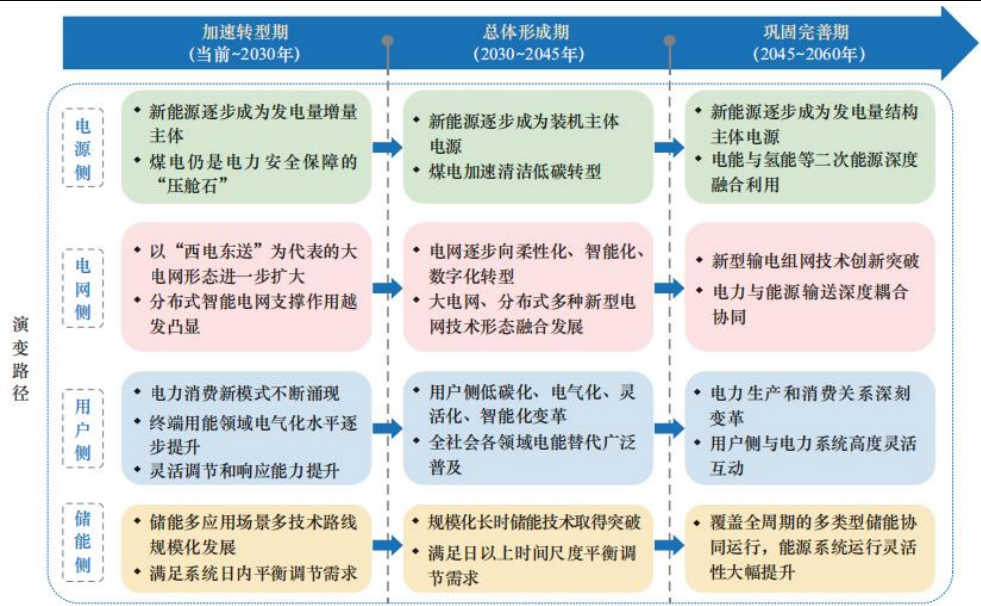
图3：中国各电源发电量结构占比（2013-2023年）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

构建新型电力系统，源网荷储发展新机遇。2021年3月，习总书记对能源电力发展作出了系统阐述，首次提出构建新型电力系统。新型电力系统是新型能源体系的重要组成部分和实现“双碳”目标的关键载体，具备安全高效、清洁低碳、柔性灵活、智慧融合四大重要特征。构建新型电力系统，满足新的时代发展要求，是复杂且艰巨的系统工程，**电源侧、电网侧、用户侧、储能侧**需要协同发展。**电源来看**，火电仍然为发电量主体，但受限燃料成本高企以及能源结构转型，火电新建投资意愿不强。核电、水电每年的新增贡献较为有限，风电光伏维持高增成为新增装机容量的主体，但新能源出力不稳定。**从负荷来看**，用电负荷进一步多元化，用电需求呈现出“日内双峰、夏冬双峰”特点，尖峰负荷持续走高，对于电源及系统提出更高要求。**电力系统变革，新需求新模式爆发持续成长。**

图4：新型电力系统建设“三步走”发展路径

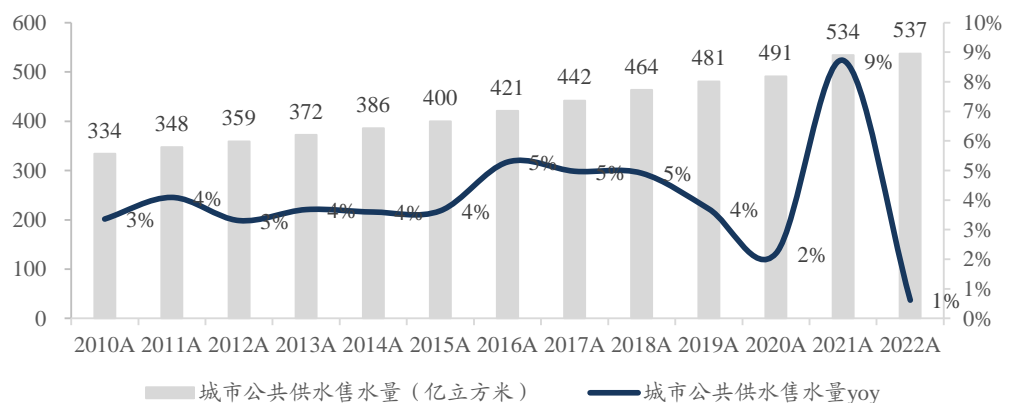


数据来源：《新型电力系统发展蓝皮书》，东吴证券研究所

1.2. 水务：供水污水产能增速放缓，直饮水+厂网一体化提供增量

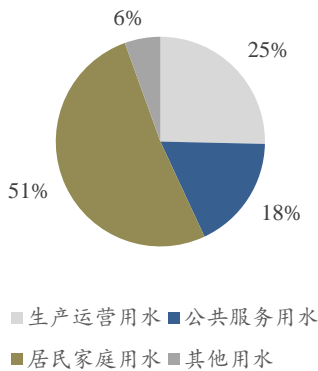
公共供水已基本实现全部覆盖，“十四五”增速放缓。2022年中国城市公共供水售水量537亿立方米，同比增长1%。2022年城市/县城公共供水普及率已经达到99%/98%，基本实现全部覆盖。从用水结构来看，2022年中国城市供水中居民家庭/公共服务/生产运营/其他用水分别占51%/18%/25%/6%，用水需求过半来自居民家庭，2010年以来人均日生活用水量稳步提升。

图5：2010-2022年中国城市公共供水售水量



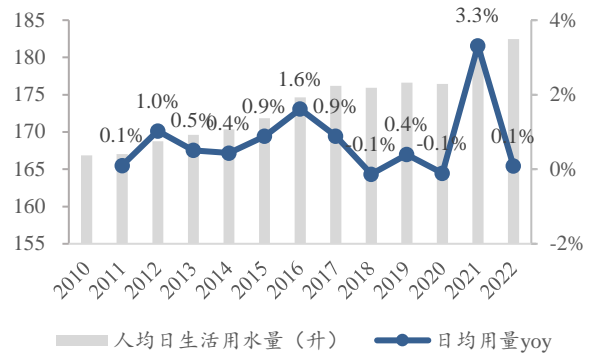
数据来源：住建部，东吴证券研究所

图6：中国城市供水售水结构（2022年）



数据来源：住建部，东吴证券研究所

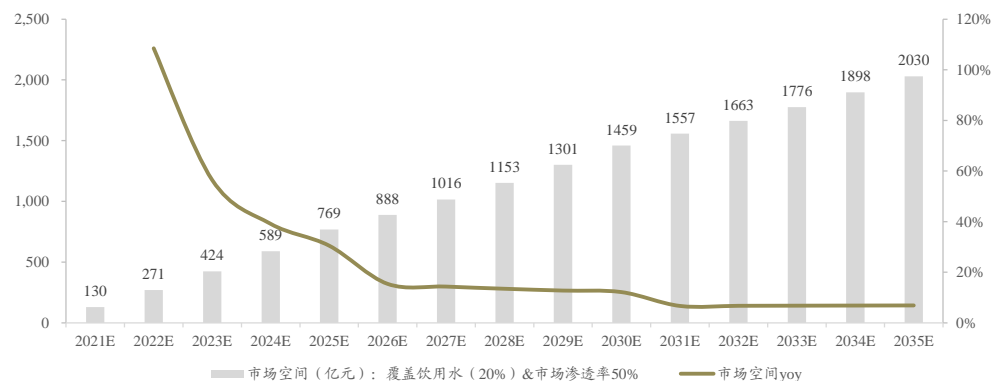
图7：2010-2022年中国人均日生活用水量



数据来源：住建部，东吴证券研究所

政策支持+用水安全+消费升级，驱动饮用水深度处置新空间。 1) **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。2) **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。3) **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。我们预计2025/2030/2035年直饮水售水空间分别为769/1459/2030亿元，2021-2035年CAGR约20%。2022年城镇供水总量801亿m³，按供水均价2元/m³测算得2022年市政供水市场约1600亿元。到2035年直饮水售水市场较2022年市政供水市场提供翻倍以上增长空间。

图8：中国直饮水市场空间测算

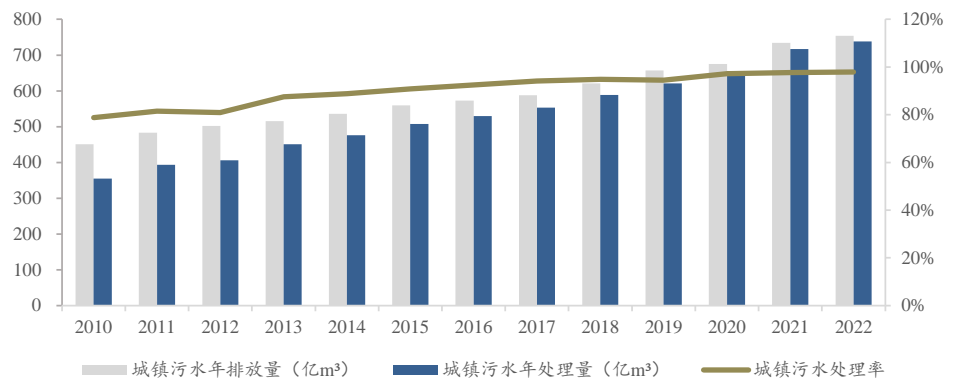


数据来源：住建部，东吴证券研究所

注：市场空间=Σ【各地区直饮水占比*各城市用水人口*各地人均生活用水量*直饮水价格】*市场渗透率

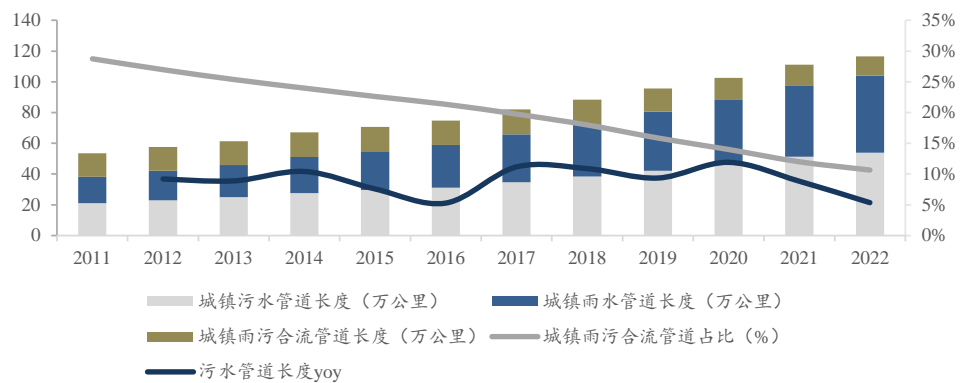
污水处理率已达 98%，污水收集体系仍需完善。2022 年城镇污水年排放量/处理量分别已达 754 亿立方米/738 亿立方米，处理率达到 98%，但污水收集率与处理量之间仍存在差值，污水收集体系仍需完善。管网的建设及接驳，管网塌陷及跑冒滴漏问题的修复，将有效提升污水收集率及污水厂进水浓度。根据 2021 年 6 月发布的《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》，“十四五”期间要新增和改造污水收集管网 8 万公里。2024 年 3 月，住建部发布《关于加强城市生活污水管网建设和运行维护的通知》，要求到 2027 年城市生活污水集中收集率达到 73% 以上。对此，我们测算管网投资需求，假设 2022 年城市生活污水集中收集度同比提升 1.5pct 至 70%，对应当年新增管网约 5 万公里，单公里造价 200-300 万元，总投资约 1000~1500 亿元。从当前 70% 到目标值 73% 后续难度逐步加大，预计未来三年每年提升 1%，年化投资 1000 亿元，2024-2026 年投资需求约 3000 亿元。

图9：2010-2022 年中国城镇污水排放量与处理量



数据来源：住建部，东吴证券研究所

图10：2011-2022 年中国城镇污水、雨水、雨污合流管道长度

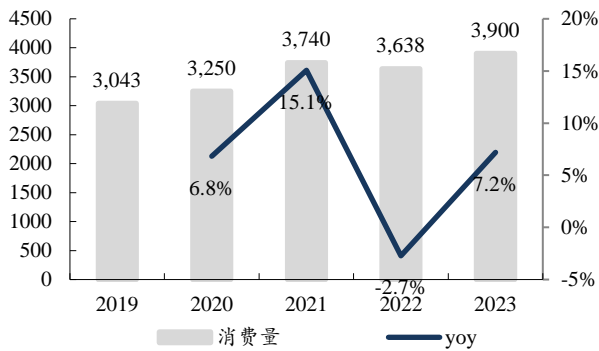


数据来源：住建部，东吴证券研究所

1.3. 燃气：清洁能源转型，渗透率提升具备长期成长性

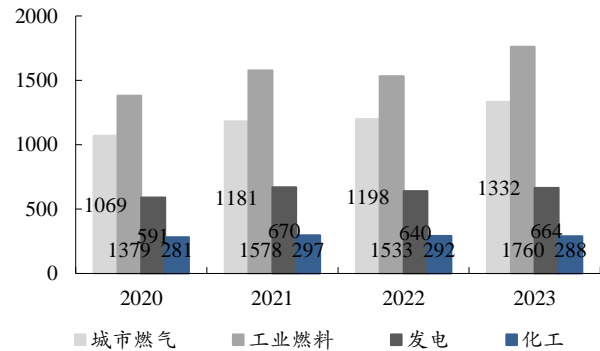
2023年天然气消费量回归成长。2023年我国天然气表观消费量达3900亿方，同增7.2%，增速同比+9.9pct。2023年，随我国经济复苏，天然气消费量回归增长。从2023年龙头城燃公司各领域的消费量来看，工业/商业/居民修复幅度分别达到10.4%/9.4%/6.8%。

图11：2019-2023年中国天然气消费量（亿立方米）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2020-2023年天然气消费量（分下游，亿立方米）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2023-2030年天然气消费量复合增速为9.0%。2016年12月，国家发改委、能源局发布的《能源生产和消费革命战略（2016—2030）》中提到，2030年天然气占能源消费总量达到15%左右。2023年12月，国务院印发《空气质量持续改善行动计划》提到持续增加天然气生产供应，新增天然气优先保障居民生活和清洁取暖需求，积极稳妥推进以气代煤；进一步强调天然气在能源结构中的地位，政策利好下天然气具有良好的发展前景。根据《碳达峰碳中和愿景下中国能源需求预测与转型发展趋势》的预测，我国一次能源消费量2030年前后达峰，峰值约为60.1×108t标准煤；碳排放量2025年前后达峰，峰值约为107×108t；2030年天然气能源结构占比为15.0%。按照1亿吨标准煤对应799亿方天然气进行换算，2030年天然气消费量为7203亿方。

图13：2023-2030年中国天然气消费量测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
能源消费总量（亿吨标准煤）	44.1	45.6	47.2	48.7	49.8	52.4	54.1	57.6	58.2	58.8	59.4	59.6	59.8	60.0	60.1
能源消费总量yoy		3.2%	3.5%	3.3%	2.2%	5.2%	3.2%	6.6%	1.0%	1.0%	1.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%
天然气占能源消费总量比例（%）	6.1%	6.9%	7.6%	8.0%	8.4%	8.9%	8.5%	8.6%	9.4%	10.2%	11.0%	11.8%	12.9%	14.0%	15.0%
天然气消费量（亿吨标准煤）	2.7	3.1	3.6	3.9	4.2	4.7	4.6	4.9	5.4	6.0	6.5	7.0	7.7	8.4	9.0
天然气消费量（亿方）	2078	2394	2817	3060	3340	3726	3663	3939	4352	4773	5201	5600	6145	6693	7203
天然气消费量yoy		15.2%	17.7%	8.6%	9.2%	11.6%	-1.7%	7.5%	10.5%	9.7%	9.0%	7.7%	9.7%	8.9%	7.6%

数据来源：Wind，政府网站，东吴证券研究所

2. 格局集中收益稳定，价格要素改革启航开启新成长周期

竞争格局集中，特许经营收益稳定。中国公用事业体现出垄断性、区域性等特征，项目早期的投资与经营由政府、央国企等主导，随着公用事业市场化改革推进，部分行业部分环节已经允许多元资本跨地区、跨行业参与公用事业经营，以特许经营的模式开展公用事业服务的提供。由于公用事业服务的民生保障、经济发展支持的特殊属性，竞争格局较为集中，项目获取及运营中，政府、央国企竞争力较强。以特许经营的模式开展项目运营，获取合理的收益回报，收入来源来自消费者与政府，项目收益确定性强。

表2：不同类型项目回报机制

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、优惠政策的形式惠贷款和其他,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性付费、,使用量付主要包括可用费和绩效服务费	非经营性项目(市政道路、环境治理等)

数据来源：政府网站，东吴证券研究所整理

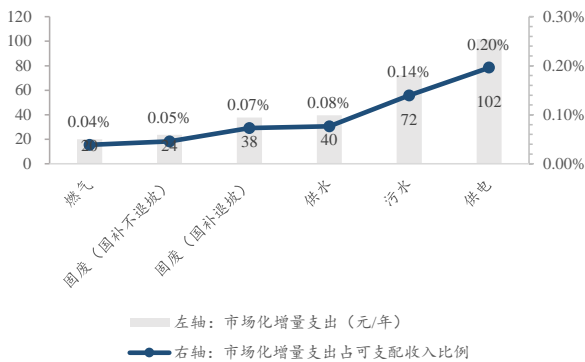
全面推进公用事业要素价格市场化改革，企业增收&政府减支。部分公用事业环节仍存在政府支付的情形，比如部分污水处理费、部分垃圾处理费的收取，并没有充分向终端使用者实现顺价。部分公用事业环节严格按照使用者付费的情况，但依然存在交叉补贴的情况，比如居民电价较为刚性，但工商业电价市场化实现，存在工商业对于居民的交叉补贴。要素价格机制的不完全市场化，影响公用事业的现金流、盈利性和成长性。我们假设公用事业要素价格（自来水费、污水处理费、垃圾处理费、电费、天然气费）实现全部市场化，有望带来行业企业增收 2026 亿元，政府减少支出 1278 亿元，同时需要向居民涨价带来的增量约为 272 元/人/年，仅占人均可支配收入的 0.52%。

图14：公用事业价格机制改革对于公用事业企业、财政收支、使用者的影响测算

	供水	燃气	供电	污水	固废	
涨价					固废	
当前单价 (元/m ³ 、元/kwh)	2.35	2.70	0.53	2.23	70	70
涨幅	25%	7%	20%	0.97	0	0
涨幅 (元/m ³ 、元/kwh)	0.59	0.20	0.11	1.26	70	112
调整后单价 (元/m ³ 、元/kwh)	2.94	2.90	0.64	2.23	70	112
企业增收测算					财政减支测算	
年用量 (亿m ³)	801	610	13524	738	3.11	3.11
企业增收 (亿元)	471	122	1434	930	218	348
C端支付压力测算					C端支付压力测算	
人均用量 (m ³ /日、kwh/日)	0.19	0.27	2.63	0.16	0.001	0.001
人均年用量 (m ³ /年、kwh/年)	68	100	959	57	0.34	0.34
人均可支配收入 (元/年)	51821	51821	51821	51821	51821	51821
当前支出 (元/年)	159	270	508	56	0	0
占人均可支配收入比例	0.31%	0.52%	0.98%	0.11%	0.00%	0.00%
当前支出合计 (元/年)		937			56	
占人均可支配收入比例		1.81%			0.11%	
涨价增量支出 (元/年)	40	20	102	72	24	38
占人均可支配收入比例	0.08%	0.04%	0.20%	0.14%	0.05%	0.07%
涨价增量支出合计 (元/年)		161			96~110	
占人均可支配收入比例		0.31%			0.19%~0.21%	
涨价后支出 (元/年)	198	290	610	128	24	38
占人均可支配收入比例	0.38%	0.56%	1.18%	0.25%	0.05%	0.07%
涨价增量支出合计 (元/年)		1099			152~166	
占人均可支配收入比例		2.12%			0.29%~0.32%	

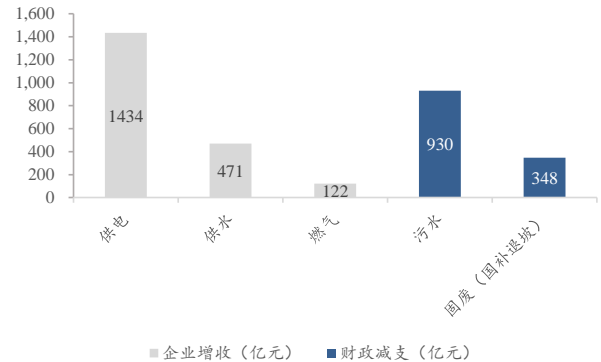
数据来源：国家统计局，住建部，东吴证券研究所

图15：价格市场化改革对使用者支付影响测算



数据来源：国家统计局，住建部，东吴证券研究所

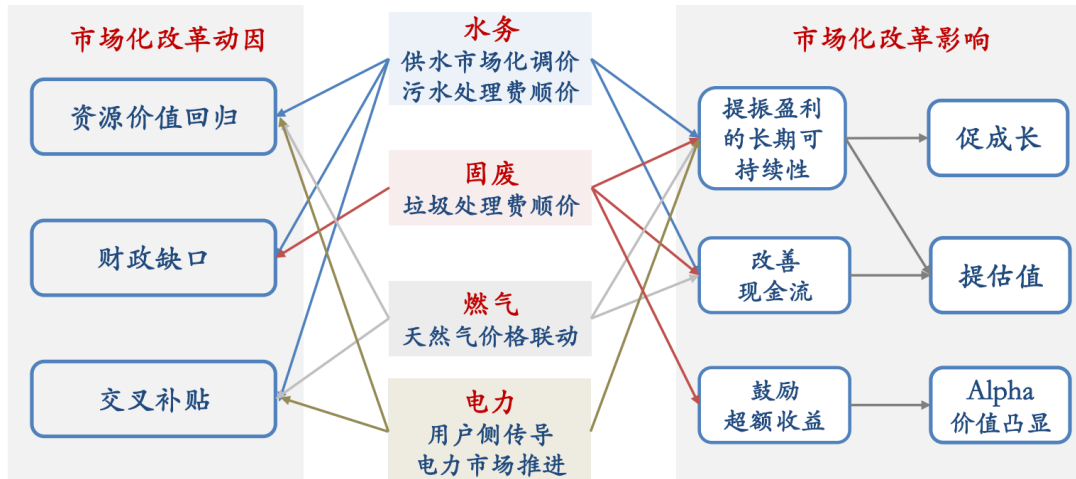
图16：价格市场化改革对企业增收/财政减支影响测算



数据来源：国家统计局，住建部，东吴证券研究所

价格要素改革启航，促进可持续成长+现金流改善+鼓励超额收益。随着公用事业行业持续发展，居民民生与经济发展对于公用事业服务提出更高要求，公用事业价格机制现状与行业可持续发展之间的矛盾暴露，财政补助缺口增大、交叉补贴、资源价值扭曲等问题，正驱动公用事业迎来新一轮市场化价格要素改革。改革背景下，1) 公用事业盈利长期可持续得到提振，并驱动新一轮成长；2) 现金流得到改善，纯正红利资产特性得到进一步彰显；3) 市场化鼓励超额收益，优质公用事业公司 Alpha 得到体现。

图17: 公用事业要素市场化改革加速, 电力、燃气、水务、固废等行业有望受益



数据来源: 东吴证券研究所整理绘制

3. 中证全指公用事业指数

3.1. 优选电力行业公司

中证全指公用事业指数 (CSI All Share Utilities Index, 指数代码: 000995.CSI, 指数简称: 全指公用) 由中证指数有限公司于 2011 年 08 月 02 日发布。指数基日为 2004 年 12 月 31 日。中证全指一级行业优选指数系列从中证一级行业中选取符合一定流动性与市值筛选条件的上市公司作为指数样本, 形成 10 条中证全指行业指数, 以反映一级行业内较具代表性与可投资性的上市公司证券的整体表现。中证全指公用事业指数为该指数系列之一。

中证全指公用事业指数编制方法如下:

1) 样本空间: 同中证全指指数的样本空间

2) 选样方法: 将样本空间证券按中证行业分类方法分类, 如果公用事业行业内证券数量少于或等于 50 只, 则全部证券作为相应全指行业指数的样本; 如果行业内证券数量多于 50 只, 则依次剔除行业内全部证券成交金额排名后 10% 的证券以及累积总市值占比达行业内全部证券 70% 以后的证券, 剔除过程中优先确保剩余证券数量不少于 50 只, 将剩余证券作为相应行业指数的样本。

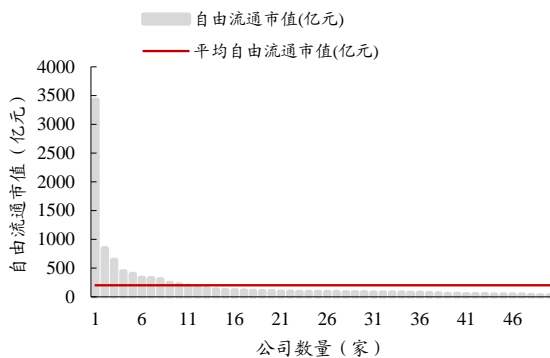
3) 权重上限: 中证公用事业行业的单个样本权重不超过 15%, 前五大样本权重合计不超过 60%。

4) 指数调整: 中证全指公用事业指数样本每半年调整一次, 样本调整实施时间分别为每年 6 月和 12 月的第二个星期五的下一交易日。

3.2. 电力行业权重过半

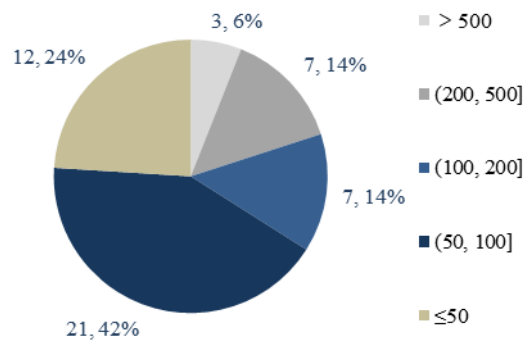
截至 2024 年 8 月 16 日，中证全指公用事业指数成分股共 50 只，平均自由流通市值为 203.4 亿元。从成分股自由流通市值分布来看，500 亿元以上的成分股有 3 只，长江电力(3424 亿)居首；自由流通市值介于 200-500 亿元的成分股有 7 只；总市值在 100-200 亿元之间的成分股有 7 只；自由流通市值在 50-100 亿元之间的成分股有 21 只；自由市值小于 50 亿元的成分股有 12 只。

图18: 指数成分股自由流通市值分布(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

图19: 指数成分股自由流通市值分布范围统计(只)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

指数前十大成分股权重 (2024/8/16) 合计为 62.35%，指数成分股权重相对集中。权重排名前三的股票依次为长江电力、中国核电和三峡能源，权重分别为 16.28%、11.17%、7.46%。指数前十大权重股中水电 4 家、火电 3 家、核电 2 家、风电 1 家。

表3: 指数前十大权重股

序号	代码	简称	权重	总市值(亿)	自由流通市值(亿)	申万三级行业
1	600900.SH	长江电力	16.28%	7,247.49	3,424.33	水力发电
2	601985.SH	中国核电	11.17%	2,086.60	839.73	核力发电
3	600905.SH	三峡能源	7.46%	1,353.79	640.51	风力发电
4	600886.SH	国投电力	5.44%	1,264.23	394.63	水力发电
5	600795.SH	国电电力	5.32%	988.09	437.66	火力发电
6	003816.SZ	中国广核	3.95%	2,439.08	325.05	核力发电
7	600674.SH	川投能源	3.92%	891.08	306.47	水力发电
8	600011.SH	华能国际	3.75%	1,160.09	323.38	火力发电
9	600023.SH	浙能电力	2.86%	882.29	236.59	火力发电
10	600025.SH	华能水电	2.21%	2,136.60	213.66	水力发电
合计			62.35%	20,449.34	7,142.01	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

指数覆盖了 10 个申万三级行业，其中水力发电 5 只、火力发电 17 只，两个行业权重(2024/8/16)占比分别为 28.74%、27.00%，合计达 55.74%。其他权重占比 2%以上的行业依次为核力发电(15.12%)、风力发电(10.63%)、电能综合服务(5.8%)、光伏发电(4.42%)、燃气(3.38%)、水务及水治理(2.98%)。

图20: 前十大权重股总市值及数量分布

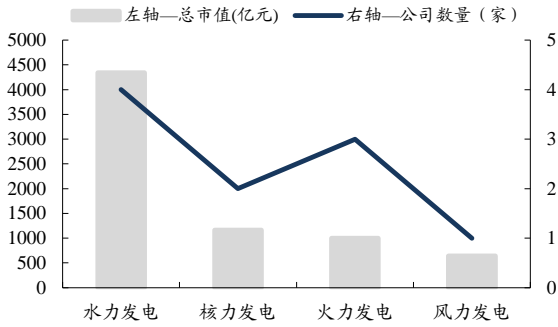
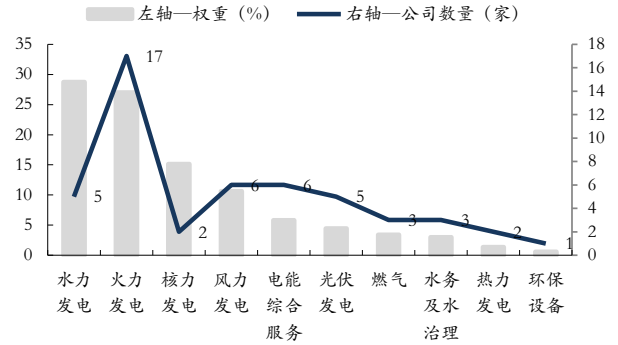


图21: 指数成分股权重%、数量分布(申万三级行业)



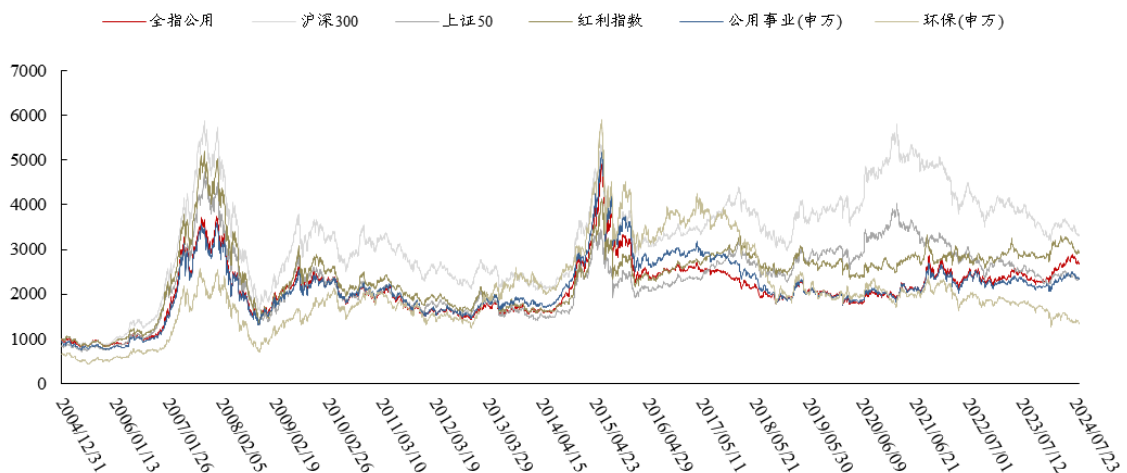
数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

3.3. 年化收益、夏普比率双高

指数基日 2004/12/31 至 2024/8/16 的投资区间内，累计收益率为 171.28%。对比市场其他指数近 5 年风险收益，中证全指公用事业指数年化收益达 6.21%，收益表现远优于市场主要宽基指数：沪深 300(年化收益-2.02%)，上证 50(年化收益-3.59%)和红利指数 500(年化收益 2.80%)，而且领先同期两只行业指数（公用事业申万和环保申万）。指数近 5 年年化夏普比率 0.33，大幅领先于其他指数，说明中证全指公用事业指数单位风险下的收益能力较强。

图22: 指数基日起与其他指数走势对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

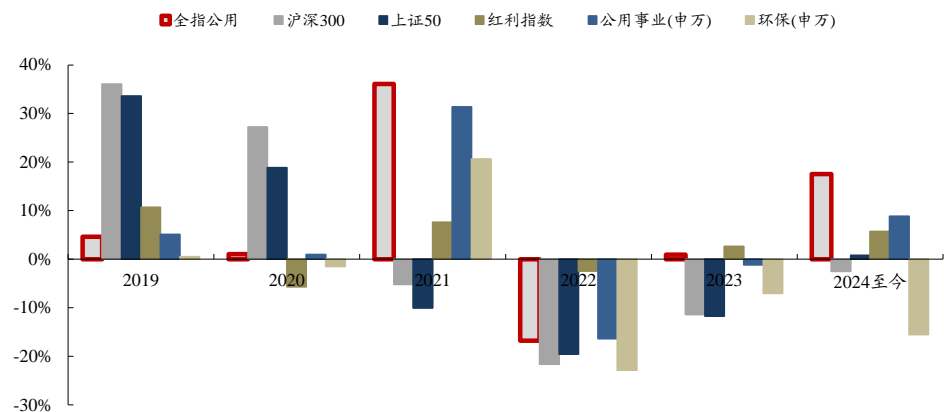
表4: 指数基日起各指数累计收益及近5年风险收益对比

	全指公用	沪深300	上证50	红利指数	公用事业(申万)	环保(申万)
累计收益%	171.28%	234.56%	178.27%	195.78%	152.76%	112.44%
近5年累计收益%	33.99%	-9.43%	-16.68%	14.36%	19.80%	-27.32%
近5年年化收益率%	6.21%	-2.02%	-3.59%	2.80%	3.79%	-6.36%
近5年年化波动率%	19.83%	18.05%	18.05%	17.11%	18.75%	22.37%
近5年年化夏普比率	0.33	-0.12	-0.22	0.15	0.20	-0.26

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

从历年指数收益率来看, 中证全指公用事业指数在 2021 年和 2024 年表现出色, 当年收益率大幅领先沪深 300、中证 50 和红利指数, 跑赢公用事业(申万)和环保(申万), 指数高弹性特征显著。

图23: 2019年起各指数年度收益率对比

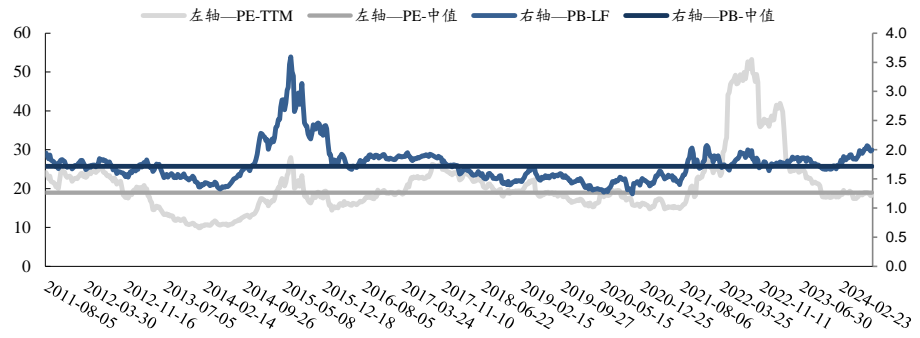


数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

3.4. PE 估值下降+高增速

截至 2024 年 8 月 16 日, 中证全指公用事业指数的市盈率为 18.30 倍, 市净率为 2.00 倍, 两者中值(2011/9/5-2024/8/16)分别为 18.93 倍、1.72 倍, 当前 PE 估值低于中值, PB 则高于中值。指数 PE 估值水平自 2022 年高点后持续下降至较低位置, 凸显配置价值。

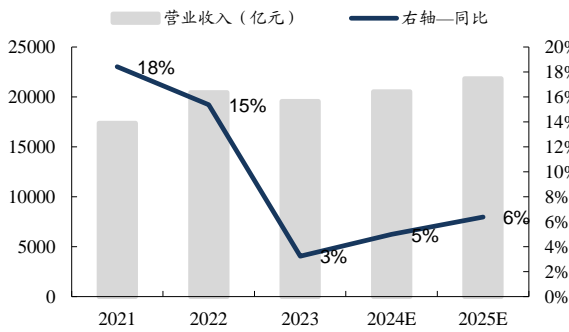
图24: 指数发布日以来历史市盈率和市净率走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

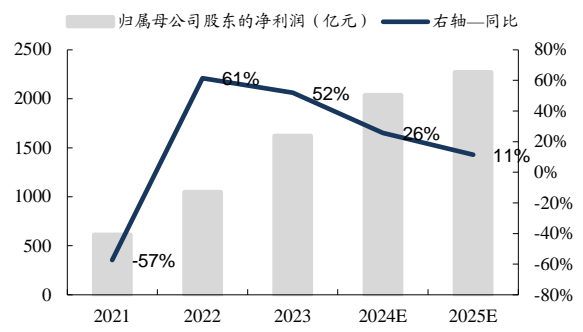
2023年, 指数营业收入达到 19555.12 亿元, 归母净利润为 1620.16 亿元。根据 wind 一致预期, 预计 2024 年、2025 年指数营业收入将分别达到 20529.76 亿元、21837.42 亿元, 24、25 年增速预计将达 4.98%、6.37%。指数归母净利润预计 2024、2025 年分别为 2035.98 亿元、2269.18 亿元, 24、25 年增速将达 25.66%、11.46%。

图25: 指数营业收入预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

图26: 指数归母净利润预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 截至 2024/8/16

4. 万家中证公用事业主题 ETF

万家中证全指公用事业 ETF(基金代码: 560620, 场内简称: 全指公用 ETF)于 2024 年 8 月 27 日发行。基金经理为贺方舟。基金紧密跟踪标的指数(指数代码: 000995.CSI), 追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。基金管理费率 0.50%, 托管费率 0.10%。

表5: 产品基本信息

基金全称	万家中证全指公用事业主题交易型开放式指数证券投资基金		
基金简称	万家中证全指公用事业 ETF	基金代码	560620
基金管理公司	万家基金管理有限公司	场内简称	全指公用 ETF
基金托管人	中国建设银行股份有限公司	基金经理	贺方舟
业绩比较基准	中证全指公用事业指数收益率	跟踪指数代码	000995.CSI
投资目标	紧密跟踪标的指数, 追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化		
发行日期	2024/8/27		
管理费率	0.50%	托管费率	0.10%

数据来源: 基金募集说明书, 东吴证券研究所

5. 基金管理人信息

5.1. 基金管理人简介

万家基金管理公司成立于 2002 年, 是一家综合性资产管理公司, 旗下权益、固收、量化、组合投资四大业务均衡发展, 依托资本市场, 通过专业化运作, 为境内外各类投资者提供综合性资产管理解决方案。公司立足长期, 坚定普惠金融担当, 全力为合作伙伴和投资者提供完善的服务和陪伴, 通过“光耀万家”、“光耀计划”等系列活动, 全面打造渠道服务品牌, 不断优化投资人的持基体验。

表6: 万家基金旗下股票 ETF

代码	名称	基金类型	规模 (亿元)	成立年限 (年)	管理费 (%)	托管费 (%)
161907.OF	万家中证红利联接 A	被动指数型基金	31.20	13.45	0.5	0.1
159628.OF	万家国证 2000ETF	被动指数型基金	7.45	2.15	0.5	0.1
519180.OF	万家上证 180	被动指数型基金	6.41	21.46	1	0.2
159333.OF	万家中证港股通央企红利 ETF	被动指数型基金	3.92	0.01	0.5	0.1
159327.OF	万家中证半导体材料设备主题 ETF	被动指数型基金	3.12	0.08	0.5	0.1
560860.OF	万家中证工业有色金属主题 ETF	被动指数型基金	2.90	1.50	0.5	0.1
560360.OF	万家中证软件服务 ETF	被动指数型基金	2.64	0.19	0.5	0.1

159541.OF	万家创业板综合 ETF	被动指数型基金	1.63	0.85	0.5	0.1
510680.OF	万家上证 50ETF	被动指数型基金	1.56	10.82	0.5	0.1
159656.OF	万家沪深 300 成长 ETF	被动指数型基金	1.30	1.65	0.5	0.1
159581.OF	万家中证红利 ETF	被动指数型基金	0.87	0.47	0.5	0.1
020271.OF	万家创业板综合联接 A	被动指数型基金	0.63	0.43	0.5	0.1
018120.OF	万家北证 50 成份指数 A	被动指数型基金	0.48	1.30	0.5	0.1
016788.OF	万家国证 2000 联接 A	被动指数型基金	0.13	1.87	0.5	0.1
018379.OF	万家国证新能源车电池 指数 A	被动指数型基金	0.09	1.33	0.5	0.1
018182.OF	万家中证软件服务联接 A	被动指数型基金	0.08	1.41	0.5	0.1
018489.OF	万家中证工业有色金属 主题联接 A	被动指数型基金	0.06	1.21	0.5	0.1
017996.OF	万家沪深 300 成长联接 A	被动指数型基金	0.06	1.48	0.5	0.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 基金经理简介

贺方舟先生，复旦大学工商管理硕士，曾任汇添富基金管理股份有限公司基金营运部营运经理，大成基金管理有限公司指数与期货投资部研究员等职。2022年6月入职万家基金管理有限公司，现任量化投资部基金经理，历任量化投资部基金经理助理。现任万家 180 指数证券投资基金、万家上证 50 交易型开放式指数证券投资基金、万家沪深 300 成长交易型开放式指数证券投资基金、万家沪深 300 成长交易型开放式指数证券投资基金发起式联接基金、万家国证新能源车电池指数型发起式证券投资基金、万家中证半导体材料设备主题交易型开放式指数证券投资基金的基金经理。截止 2024/8/23，在管 9 只股票型 ETF，规模合计 12.71 亿元。

6. 风险提示

1) 本报告对于基金产品、指数的研究分析均基于历史公开信息，可能受指数样本股的变化而产生一定的分析偏差；此外，基金管理人的历史业绩与表现不代表未来；指数未来表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险。

2) 公用事业要素价格市场化改革进展不及预期。

3) 经济增长不及预期。

4) 市场竞争加剧。

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>