

联合水务 (603291.SH)

持有 (首次评级)

深耕水务二十载，乘“一带一路”东风前行

目标价格: 12.25 元

投资要点:

► **中西合璧，打造水务标杆：**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2024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，其中供水协议规模210万立方米/日，建成规模90.5万立方米/日；污水协议规模60万立方米/日，建成规模48.3万立方米/日。

► **积极拓展海外优质市场，水处理稳步推进：**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。2020-2023年，公司年售水量合计分别为1.34亿吨、1.63亿吨、1.79亿吨、1.93亿吨，整体保持增长，其中2023年同比增长7.88%；公司年污水处理量合计分别为1.39亿吨、1.34亿吨、1.41亿吨、1.52亿吨，整体保持稳中有增，其中2023年同比增长8.16%。1H24公司污水处理业务毛利率为41.43%，与上年同期持平，供水业务成本管控良好，盈利能力保持稳定。

► **涨价预期叠加漏损率降低，仍具成长空间：**水务主要采取特许经营的模式，一般特许经营权周期在25-30年，因此水务运营具有地域属性及特许经营壁垒。2013年3月-2024年3月，36座重点城市居民用水价格由1.91元/吨提升至2.35元/吨，年均复合增长率约1.90%。与发达国家相比较而言，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。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%，仍具有改进的空间。

► **投资建议：**随着公司新项目投产及产能爬坡，供水及水处理费具备上涨预期，叠加公司项目运营管理水平逐步提升。我们预测24-26年公司营收分别为11.42亿元、12.51亿元、13.67亿元，归母净利润分别为1.77亿元、2.07亿元、2.39亿元，对应PE分别为25/22/19倍。我们采用PE估值，结合可比公司情况，给予2025年26倍估值，对应市值53.9亿元，给予公司目标价12.25元/股。首次覆盖，给予“持有”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；项目建设不及预期。

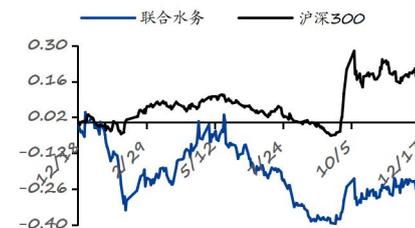
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,157	1,128	1,142	1,251	1,367
增长率	11%	-3%	1%	10%	9%
净利润(百万元)	130	159	177	207	239
增长率	-8%	23%	11%	17%	15%
EPS(元/股)	0.31	0.38	0.42	0.49	0.56
市盈率(P/E)	34.8	28.3	25.5	21.8	18.9
市净率(P/B)	3.3	2.6	2.5	2.3	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-12-17
收盘价:	10.66 元
总股本/流通股本(百万股)	423.22/129.94
流通A股市值(百万元)	1,385.19
每股净资产(元)	4.15
资产负债率(%)	51.04
一年内最高/最低价(元)	15.99/8.96

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)
 yjy30561@hfzq.com.cn
 分析师: 尚硕(S0210524050023)
 ss30574@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 行稳致远的综合性水务平台	3
1.1 中西合璧，打造水务标杆	3
1.2 打通水务全产业链，运营稳健	3
2 积极拓展海外优质市场，水处理稳步推进	6
2.1 全国布局，乘“一带一路”东风拓展海外优质市场	6
2.2 厚积薄发，后端水处理孕育第二成长曲线	7
3 涨价预期叠加漏损率降低，仍具成长空间	9
3.1 “准许成本+合理收益”，水价具备提升空间	9
3.2 严控漏损率，提升运营管理水平	11
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测假设与业务拆分	12
4.2 相对估值	13
5 风险提示	14

图表目录

图表 1: 联合水务股权结构图 (2024 年 9 月底)	3
图表 2: 2018-1H24 联合水务营业收入及增速	4
图表 3: 2018-1H24 联合水务归母净利润及增速	4
图表 4: 2012-2023 年全国新开工房屋面积情况	4
图表 5: 2018-1H24 联合水务整体毛利率、净利率走势	5
图表 6: 2018-1H24 联合水务应收账款情况	5
图表 7: 2018-1H24 联合水务现金流情况	5
图表 8: 联合水务项目分布图 (2023 年 2 月底)	6
图表 9: 2019-1H24 公司年售水量合计	6
图表 10: 2019-2023 年公司年污水处理量合计	6
图表 11: 公司污水无害化处理工艺流程图	7
图表 12: 2021 年新版《城镇供水价格管理办法》调整梳理	10
图表 13: 2013 年 3 月以来，36 座重点城市居民生活用水价格 单位: 元/吨	10
图表 14: 2012-2022 年全国城市、县城公共供水漏损率	11
图表 15: 2020 年全国供水产销差率分级区域图	11
图表 16: 公司业绩拆分预测表	12
图表 17: 分部成本预测	13
图表 18: 可比公司估值表	13
图表 19: 财务预测摘要	15

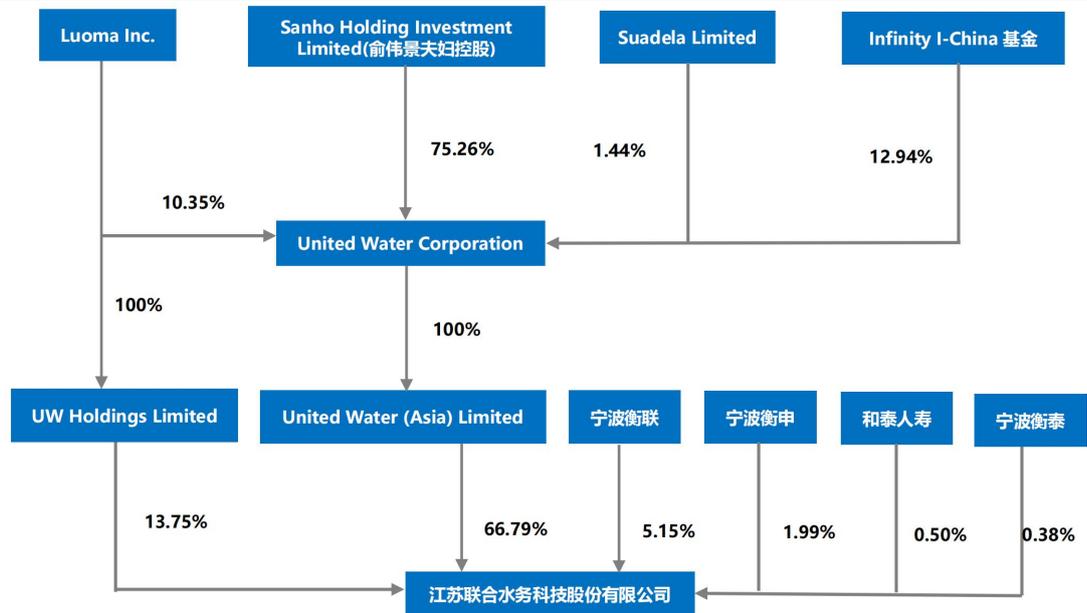
1 行稳致远的综合性水务平台

1.1 中西合璧，打造水务标杆

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2024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，其中供水协议规模210万立方米/日，建成规模90.5万立方米/日；污水协议规模60万立方米/日，建成规模48.3万立方米/日。

2023年3月，联合水务在主板挂牌上市。截至2024年9月底，联合水务亚洲持有公司66.8%股份，为控股股东，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。公司第二大股东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。

图表 1: 联合水务股权结构图（2024年9月底）



数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

1.2 打通水务全产业链，运营稳健

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



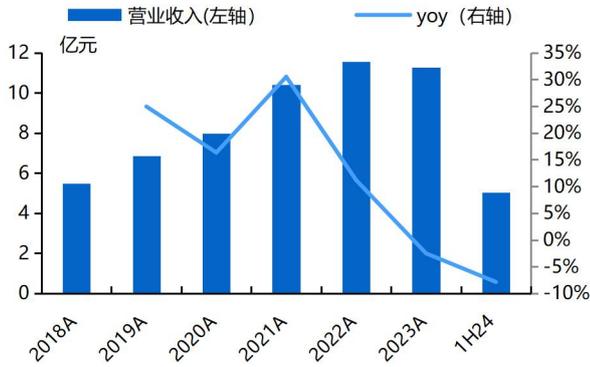
等水环境治理业务。

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

2018-2023年，公司营业收入保持增长，年均复合增长率为15.49%；但2020-2022年期间归母净利润未见明显增长，主要原因可能是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。

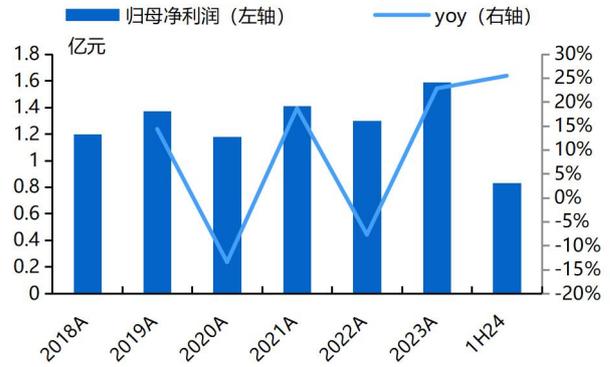
2023年以来，在市政、工业园区用水需求量提高及内部管理效能提升的双重推动下，公司售水量持续平稳增长，业绩有明显回升，2023年，公司实现归母净利润1.59亿元，同比增长22.80%。

图表 2: 2018-1H24 联合水务营业收入及增速



数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

图表 3: 2018-1H24 联合水务归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

图表 4: 2012-2023 年全国新开工房屋面积情况

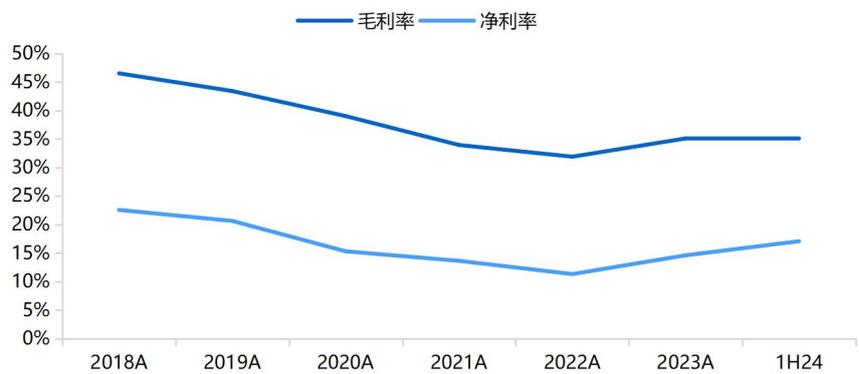


数据来源: 国家统计局, iFinD, 华福证券研究所

公司主营业务包括自来水生产与供应、污水处理与资源化利用、河湖流域水治理和水生态修复等业务。2023 年供水业务、污水处理业务、工程业务、水环境及生态修复营收分别为 6.17 亿元、2.97 亿元、1.50 亿元、0.45 亿元，占比分别为 54.71%、26.36%、13.30%、3.98%。供水及水处理运营类收入占比超 80%，资产稳定性较高。

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 年公司整体毛利率、净利率分别为 35.08%、14.58%，呈现上扬趋势。

图表 5: 2018-1H24 联合水务整体毛利率、净利率走势



数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

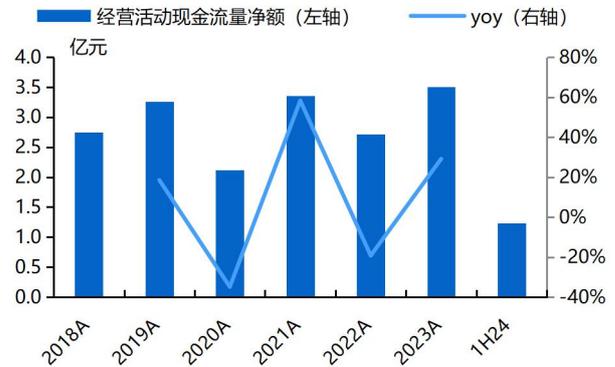
2018-1H24, 随着营收及利润规模的扩大, 公司应收账款由 1.60 亿元增长到 3.35 亿元, 经营活动现金流量净额均高于当期归母净利润, 其中 2023 年为 3.50 亿元, 是当期归母净利润的 2 倍以上, 主要由于固定资产折旧、无形资产摊销、存货、财务费用及经营性应收应付项目等的变动。供水业务现金流可靠, 盈利能力稳定, 整体体现出良好的现金流情况, 与公司业务模式及行业特征相符。

图表 6: 2018-1H24 联合水务应收账款情况



数据来源: 公司公告, iFinD, 福证券研究所

图表 7: 2018-1H24 联合水务现金流情况



数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

2 积极拓展海外优质市场，水处理稳步推进

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 2024 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。已在江苏、湖北、河南、浙江、江西、山西、宁夏、内蒙古等多个省份建设并拥有 26 个运营公司，以及孟加拉国首都达卡市 1 个供水运营公司。在建及筹建产能储备丰富，为公司业绩增长提供动力。

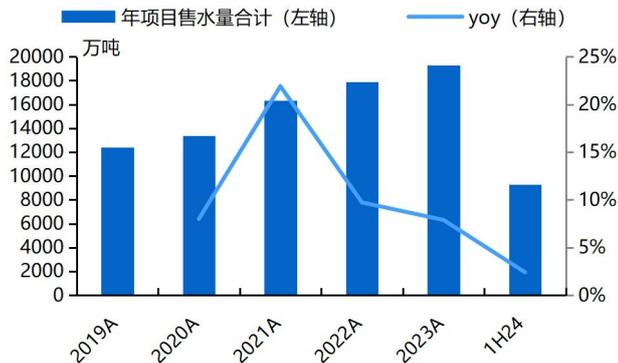
图表 8: 联合水务项目分布图 (2023 年 2 月底)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

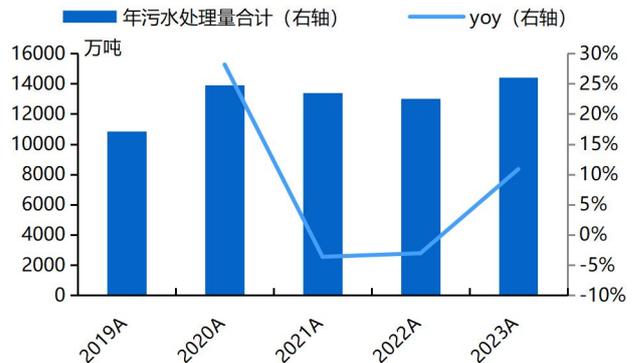
2020-2023 年, 公司年售水量合计分别为 1.34 亿吨、1.63 亿吨、1.79 亿吨、1.93 亿吨, 整体保持增长, 其中 2023 年同比增长 7.88%; 公司年污水处理量合计分别为 1.39 亿吨、1.34 亿吨、1.41 亿吨、1.52 亿吨, 整体保持稳中有增, 其中 2023 年同比增长 10.86%。

图表 9: 2019-1H24 公司年售水量合计



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 10: 2019-2023 年公司年污水处理量合计



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



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，宿迁市城市供水用水人口由 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 10.90%、11.28%，均高于全国 GDP 年均复合增速 9.35%。受益于这两个城市的快速发展，公司在宿迁和咸宁地区 21-23 年供水量复合增长率均超过 10%。

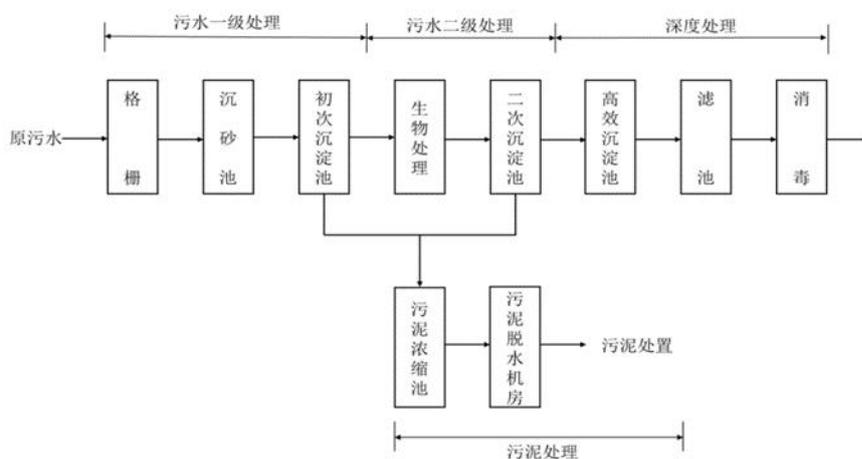
公司立足国内市场、积极开拓国际市场，在孟加拉国达卡市投资拥有一个供水运营公司，设计供水能力 34 万立方米/日，将为当地 200 万人口提供供水服务，推动孟加拉当地第一个水务 PPP 项目落地。根据世界银行数据统计，截至 2020 末，南亚和东南亚人口合计占全球 32.07%，但孟加拉、老挝、马来西亚等国家的水资源开发利用均不足 5%。南亚和东南亚具有广阔的市场空间和较大的回报空间，借助外资基因，追随“一带一路”倡议，公司有序布局南亚及东南亚市场，有望实现项目异地复制。

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。

图表 11：公司污水无害化处理工艺流程图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

截至 2024 年上半年，公司共有污水处理项目 11 座，污水协议规模 60 万立方米



日，污水建成规模 48.3 万立方米/日，服务范围主要包括市政污水处理、工业园区污水处理及中水回用，工业企业高难度废水治理以及城乡排水一体化，为桐乡、荆州、随州等全国 10 个城市提供服务。

2019-2022 年上半年，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。与 1H23 基本持平，1H24 公司污水处理业务毛利率为 41.43%，供水业务成本管控良好，盈利能力保持稳定。

3 涨价预期叠加漏损率降低，仍具成长空间

3.1 “准许成本+合理收益”，水价具备提升空间

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。

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明确了城镇供水价格的定价原则、定价方法、定调价程序，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。



图表 12: 2021 年新版《城镇供水价格管理办法》调整梳理

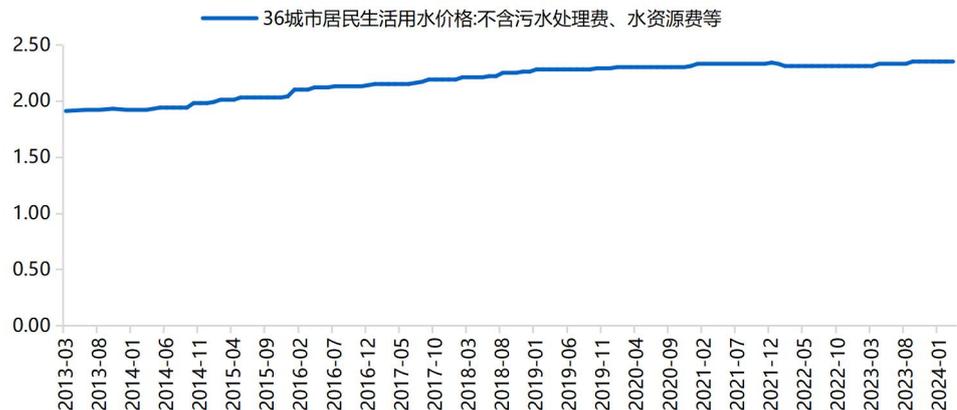
项目	《城市供水价格管理办法》(旧版)	《城镇供水价格管理办法》(新版)
供水价格	供水成本、费用、税金和利润构成	供水企业平均供水价格由准许收入、核定供水量、设计供水量决定,而准许收入由准许成本、准许收益和税金构成
水价分类	分为居民生活用水、工业用水、行政事业用水、经营服务用水、特种用水等五类	分为居民生活用水、非居民用水、特种用水三类
居民生活用水阶梯价格级差	阶梯式计量水价可分为三级,级差为 1:1.5:2	级差从 1:1.5:2 调整为 1:1.5:3
非居民用水及特种用水	两部制水价=容量水价+计量水价; 容量水价=容量基数+每户容量基数; 计量水价=计量基数*实际用水量	实行超定额累进加价制度,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。

数据来源:公司公告,华福证券研究所

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。

根据 iFinD 援引国家发改委数据,2013 年 3 月-2024 年 3 月,36 座重点城市居民用水价格由 1.91 元/吨提升至 2.35 元/吨,年均复合增长率约 1.90%,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。

图表 13: 2013 年 3 月以来,36 座重点城市居民生活用水价格 单位:元/吨



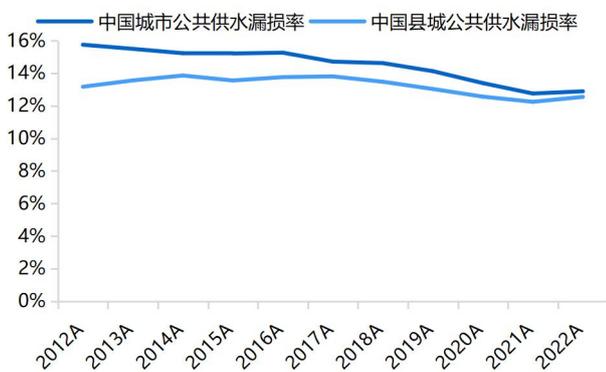
数据来源:国家发改委, iFinD, 华福证券研究所

3.2 严控漏损率，提升运营管理水平

2023年9月，国家发改委等多部门印发《关于进一步加强水资源节约集约利用的意见》，《意见》提出严格用水总量和强度双控：1) 农业用水方面，要求以水定地，发展节水农业，提高农村节水能力；2) 工业用水方面，要求以水定产，强化企业和园区集约用水，并实施节水改造，到2025年，规模以上工业用水重复利用率力争达到94%左右；3) 居民用水方面，要求以水定城定人，遏制用水浪费，到2025年，城市公共供水管网漏损率控制在9%以内；4) 生态景观用水方面，要求以水定绿，严控景观用水。同时，要求加强污水资源化利用，到2025年，全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到25%以上，黄河流域中下游力争达到30%，京津冀地区达到35%以上。

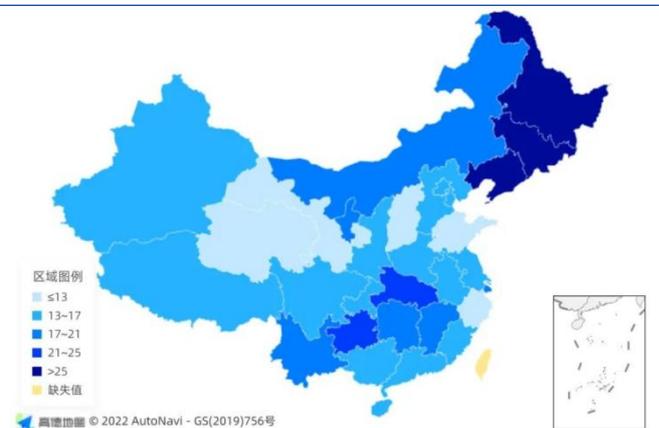
2012年以来，我国城市、县城公共供水漏损率稳中有降，2022年分别为12.9%、12.5%，整体与发达国家相比还有较大差距，比如日本、美国的供水管网漏损率保持8%以下。同时，各省、市管网漏损率差别较大，比如，2022年辽宁城市供水(公共供水)漏损率为16.7%，同期广东、浙江漏损率仅为12.0%、10.1%。主要由于早期城市快速扩张，多地存在资金分配不均、不到位等问题，供水管网改造往往是在原有管道的基础上使用钢筋混凝土管进行扩建，这类管网基础并不牢固，长期使用导致管网老化、腐蚀、漏损情况较为严重。2020年全国公共供水的产销差率是16.24%。

图表 14: 2012-2022 年全国城市、县城公共供水漏损率



数据来源：住建部，iFind，华福证券研究所
注：供水漏损率=(漏损水量/供水量) × 100%

图表 15: 2020 年全国供水产销差率分级区域图



数据来源：住建部，深圳市供排水行业协会，华福证券研究所
注：产销差率=[(供水量-售水量)/供水量] × 100



4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

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

- 1) 供水业务：随着项目逐步投运及所在地居民生活的改善，后续售水量有望实现缓慢增长，假设 24/25/26 年供水建成规模同比增长 0%/8%/8%，产能利用率分别为 74.5%/75.5%/76.0%，经测算售水量分别同比增长 1.89%/10.13%/9.39%，供水单价分别为 2.04/2.05/2.06 元/吨，供水运营外其他衍生收入分别同比增长 0/10%/10%。成本方面，考虑到最近几年公司项目运营降本增效效果明显，假设 24/25/26 年自来水销售成本均同比增长分别为 3%/6%/6%；供水运营外其他衍生成本分别同比增长 0/10%/10%。
- 2) 水处理业务：随着公司项目的投运及产能爬坡，水处理量仍有较大提升空间，假设 24/25/26 年水处理建成规模分别同比增长 2.0%/6.0%/6.0%，水处理产能利用率分别为 84.0%/85.0%/86.0%，经测算水处理量分别同比增长 4.76%/7.26%/7.25%；污水处理单价分别为 1.99/2.03/2.07 元/吨。成本方面，考虑到药剂等原材料成本的下跌及内部管理的精细化，假设 24/25/26 年供水成本分别同比增长 2%/5%/5.0%。
- 3) 工程业务板块：假设 24/25/26 年增速均为 0/10%/10%，毛利率分别为 8%/8%/8%。

图表 16: 公司业绩拆分预测表

	2023A	2024E	2025E	2026E
实际售水量	19303.06	19668.19	21661.44	23695.69
供水平均单价	2.03	2.04	2.05	2.06
其他衍生收入	22519.88	22519.88	24771.87	27249.06
供水及衍生业务	61705.09	62642.98	69177.82	76062.18
水处理结算量	15247.54	15104.96	16201.86	17376.02
水处理平均单价	1.95	1.99	2.03	2.07
污水处理收入	29727.13	30058.86	32889.78	35968.36
PPP 工程收入	14999.89	14999.89	16499.88	18149.86
水环境修复	4484.09	4500.00	4500.00	4500.00
其他收入	1864.67	2000.00	2000.00	2000.00
营业收入合计	112780.88	114201.73	125067.47	136680.41

数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所预测


图表 17: 分部成本预测

(万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
供水及衍生业务	37480.03	38219.72	41025.85	44051.64
yoy		1.97%	7.34%	7.38%
污水处理业务	18098.55	18460.52	19383.55	20352.72
yoy		2.00%	5.00%	5.00%
工程业务	14999.89	14999.89	16499.88	18149.86
yoy		0.00%	10.00%	10.00%
水环境修复	2736.68	3000.00	3000.00	3000.00
yoy		9.62%	0.00%	0.00%
其他业务	98.24	200.00	200.00	200.00
yoy		103.58%	0.00%	0.00%
其他	1079.24	800.00	800.00	800.00
yoy		-25.87%	0.00%	0.00%

数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所预测

4.2 相对估值

我们选取从事供水及水处理业务相关的兴蓉环境、重庆水务、上海洗霸三家企业。随着公司新项目投产及产能爬坡, 供水及水处理费具备上涨预期, 叠加公司项目运营管理水平逐步提升。我们预测 24-26 年公司营收分别为 11.42 亿元、12.51 亿元、13.67 亿元, 归母净利润分别为 1.77 亿元、2.07 亿元、2.39 亿元, 对应 PE 分别为 25/22/19 倍。我们采用 PE 估值, 结合可比公司情况, 给予 2025 年 26 倍估值, 对应市值 53.9 亿元, 给予公司目标价 12.25 元/股。首次覆盖, 给予“持有”评级。

图表 18: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	股 价 (元)	EPS (元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000598.SZ	兴蓉环境	7.16	0.62	0.69	0.77	0.84	10.87	10.40	9.33	8.49
601158.SH	重庆水务	4.99	0.23	0.18	0.19	0.20	64.68	27.72	26.26	24.95
603200.SH	上海洗霸	22.61	0.22	0.45	0.72	1.12	82.35	50.24	31.40	20.19
	中位数						64.68	27.72	26.26	20.19
603291.SH	联合水务	10.66	0.38	0.42	0.49	0.56	28.32	25.45	21.76	18.88

数据来源: iFind, 华福证券研究所 (截至 2024 年 12 月 17 日数据, 数据参考 iFinD 一致预期)



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) **项目建设不及预期**。若经济复苏不及预期，海外地缘政治冲突加剧，公司在建项目可能出现延期情况，项目是否能够如期完工仍存在不确定性。



图表 19: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	183	228	250	273	营业收入	1,128	1,142	1,251	1,367
应收票据及账款	322	322	341	368	营业成本	732	745	796	851
预付账款	4	4	4	4	税金及附加	10	10	11	12
存货	38	30	32	34	销售费用	38	39	43	46
合同资产	74	74	81	89	管理费用	124	128	140	153
其他流动资产	175	168	183	199	研发费用	2	2	2	2
流动资产合计	721	752	810	879	财务费用	44	31	32	32
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-8	-5	-5	-5
固定资产	694	727	758	786	资产减值损失	-4	0	0	0
在建工程	41	51	61	71	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	2,064	2,141	2,214	2,283	投资收益	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	47	52	52	52
其他非流动资产	114	115	117	119	营业利润	214	234	275	317
非流动资产合计	2,914	3,035	3,150	3,259	营业外收入	7	7	6	7
资产合计	3,635	3,787	3,961	4,138	营业外支出	3	3	3	3
短期借款	116	138	122	79	利润总额	218	238	278	321
应付票据及账款	310	298	318	341	所得税	54	57	66	77
预收款项	0	0	0	0	净利润	164	181	212	244
合同负债	80	80	88	96	少数股东损益	5	4	4	5
其他应付款	33	33	33	33	归属母公司净利润	159	177	208	239
其他流动负债	230	231	234	238	EPS (按最新股本摊薄)	0.38	0.42	0.49	0.56
流动负债合计	770	780	795	787					
长期借款	526	546	556	566					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	584	584	584	584					
非流动负债合计	1,110	1,130	1,140	1,150					
负债合计	1,880	1,910	1,936	1,937					
归属母公司所有者权益	1,706	1,824	1,968	2,139					
少数股东权益	49	53	57	62					
所有者权益合计	1,755	1,877	2,025	2,201					
负债和股东权益	3,635	3,787	3,961	4,138					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	350	379	406	439
现金收益	367	374	412	451
存货影响	-11	8	-2	-2
经营性应收影响	-1	0	-20	-27
经营性应付影响	-33	-12	20	22
其他影响	28	9	-4	-4
投资活动现金流	-307	-280	-283	-284
资本支出	-286	-282	-282	-282
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-21	2	-1	-2
融资活动现金流	-26	-53	-101	-132
借款增加	-165	42	-6	-33
股利及利息支付	-68	-101	-107	-111
股东融资	220	0	0	0
其他影响	-13	6	12	12

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-2.5%	1.3%	9.5%	9.3%
EBIT 增长率	12.3%	3.0%	15.1%	13.8%
归母公司净利润增长率	22.8%	11.3%	17.0%	15.2%
获利能力				
毛利率	35.1%	34.8%	36.4%	37.7%
净利率	14.6%	15.8%	16.9%	17.8%
ROE	9.1%	9.4%	10.2%	10.9%
ROIC	8.6%	8.4%	9.2%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	51.7%	50.4%	48.9%	46.8%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	100	100	95	93
存货周转天数	16	16	14	14
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.42	0.49	0.56
每股经营现金流	0.83	0.90	0.96	1.04
每股净资产	4.03	4.31	4.65	5.05
估值比率				
P/E	28	25	22	19
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	9	9	8	8

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn