

水务

估值优势明显，量价齐升望价值重估

水务板块估值优势明显。水务板块目前的 PE (ttm)、PB 分别为 22X、1.9X，估值优势明显。①**对比历史估值：**估值水平位于 2010 年以来历史底部；②**对比其他公用事业板块：**相比较其他公用事业板块，水务板块的 PE、PB 均偏低；③**对比国际水务公司：**美国 5 家水务公司 PE、PB 均值分别为 28X、2.9X，高于 A 股水务板块估值。

十三五期间，水务投资继续提升。①**污水端：**根据《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，到 2020 年底前我国大部分污水处理设施均要升级到一级 A 标准，十三五望迎来新的投资建设周期，新增投资额预计 5644 亿元，相比十二五增加 1483 亿元。从区域上看，江西、四川等区域由于前期建设落后，十三五望迎来新的建设高峰；②**供水端：**我国当前城市用水普及率已达到 98.4%，预计十三五期间新增供水投资额达 2295 亿元（十二五投资额 3230 亿元），我们认为供水设施建设的高峰期已过，未来设施的投资建设会逐步趋缓。

水价有望提升，盈利有望回暖。目前供水/污水企业毛利率在 25% 左右，而净利润率均不到 8%，行业盈利能力偏弱，但今年水源地环保督查的开展及《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》的出台都有望将供水、污水价格市场化，未来 2-3 年或是水价提升的高峰期，水价低的地区如南昌（自来水价格 1.58 元/吨）、武汉等均有望率先提价。此外，从国际对比角度来看，中国居民的水费支出占人均可支配收入仅为 0.74%（美国占比 1.8%），提升空间大。

国企改革持续推进，水务板块望受益。①**政策端：**2015 年 9 月出台的《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》明确提出公用事业国企改革采用混合所有制，并鼓励非国有企业参与；②**历史成效：**2000-2017 年，全国供水公司管理费下降 6PCT，企业治理不断完善，国企改革初见成效。③**改革预期：**水务企业大多是国企，将充分受益国企改革，资产整合、员工激励等均值得期待。

行业估值与投资建议。今年水源地环保督察的展开以及《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》的出台，我们认为将有效推动水价的市场化改革，企业盈利能力望提升，而十三五新的污水提标改造周期的到来也将利好水务企业。此外，当前水务板块估值位于历史底部，与国外水务公司和其他公用事业相比估值均有优势，我们给予水务“增持”评级。重点推荐【洪城水业】、【兴蓉环境】。

风险提示：估值受宏观因素影响进一步下跌，国企改革进度不及预期。

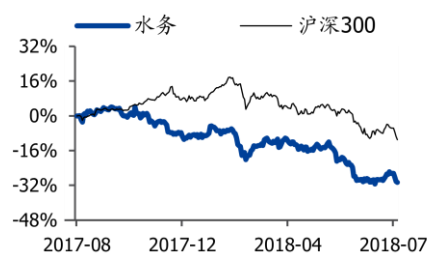
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000598	兴蓉环境	买入	0.30	0.34	0.39	0.44	18.10	13.16	11.43	10.09
600461	洪城水业	买入	0.35	0.41	0.52	0.63	17.31	15	12	10

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所
注：兴蓉环境估值采用 wind 一致预期

增持（首次）

行业走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

联系人 余露

邮箱：sheqian@gszq.com



内容目录

一、水务板块估值优势明显	4
1.1 横向对比，估值历史底部	4
1.2 纵向对比，估值优势明显	5
1.3 与海外对比，估值并不高	5
二、污水迎提标扩容新周期，供水增速趋缓	7
2.1 污水业务：十三五提标扩容新周期，投资望加速	7
2.2 供水业务：建设高峰期已过，增速趋缓	9
三、行业盈利能力偏弱，水价望提升	10
3.1 盈利能力弱，区域分化明显	10
3.2 对标国外，水费具备上涨空间	12
3.3 政策发力，未来 2-3 年或是提价高峰期	14
四、国有水务企业改革有望加速	16
4.1 国改政策日趋完善，公用事业类改革方向明确	16
4.2 水务企业国改历程久远，近年来逐步加速	18
五、投资推荐	19
5.1 推荐【洪城水业】	19
六、风险提示	20

图表目录

图表 1: 水务板块走势对比	4
图表 2: 水务板块历史估值	4
图表 3: 公用事业板块估值对比 (ttm)	5
图表 4: 各细分板块涨跌幅 (%)	5
图表 5: 板块间估值对比 (ttm)	5
图表 6: 对标美国 5 家水务公司	6
图表 7: A 股水务公司 PB 低于美股水务公司	6
图表 8: A 股水务公司 PE 低于美股水务公司	6
图表 9: 城市/县城污水处理能力及处理率	7
图表 10: 2020 年规划污水处理/再生水设施规模	7
图表 11: 十三五投资规划明细	8
图表 12: 十二、十三五污水处理的固定资产投资/亿元	8
图表 13: 十三五规划污水处理固定资产投资占比	8
图表 14: 各水务公司污水处理量 (万吨)	8
图表 15: 各水务公司污水处理量增速	9
图表 16: 我国历年城市、县城供水量及增速	9
图表 17: 我国供水城市、县城供水固定资产投资及增速	9
图表 18: 水务企业售水量 (万吨)	9
图表 19: 水务企业售水量增速	10
图表 20: 自来水行业盈利状况	10
图表 21: 各地区自来水价格 (元/吨)	11
图表 22: 各公司供水业务 2017 年毛利率	11

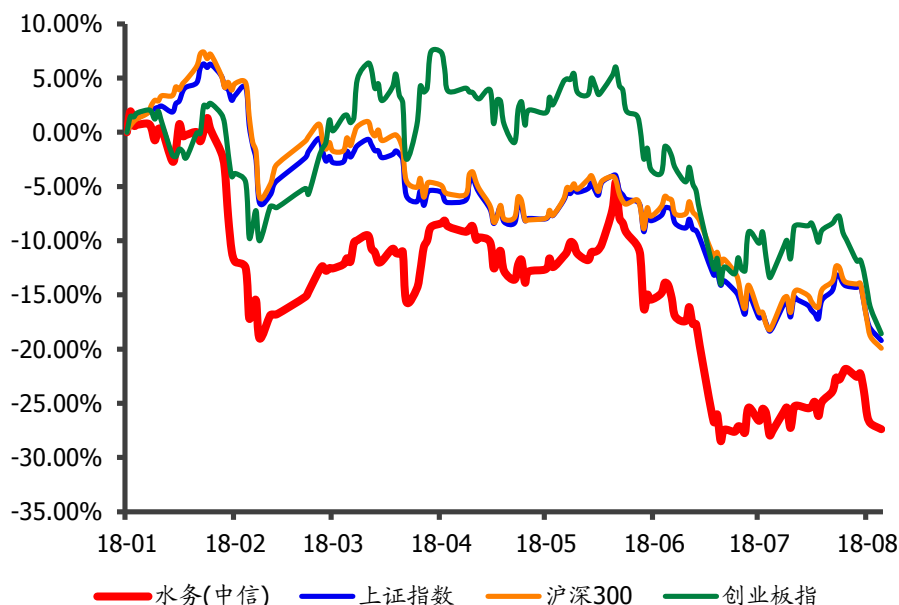
图表 23: 各地区污水处理费 (元/吨)	12
图表 24: 污水行业盈利状况	12
图表 25: 各水务公司污水业务 2017 年毛利率对比	12
图表 26: 2000-2018H, 84 个城镇居民供水价格 (元/吨)	13
图表 27: 2000-2018H, 84 个城镇居民污水处理价格 (元/吨)	13
图表 28: 美国 2010-2018 年居民生活水费 (美元/月)	13
图表 29: 中国人均可支配收入增幅大幅超美国	14
图表 30: 水费占比人均可支配收入 (美国居民&中国城市居民)	14
图表 31: 中国 2013-2017 年城市人均水费占人均可支配收入核算	14
图表 32: 2018 年水源地专项督察	15
图表 33: 截至 2018 年 6 月, 江西、河南自来水水价最低	16
图表 34: 国企改革顶层设计及其配套政策	17
图表 35: 部分国有水务企业改革一览	19
图表 36: 南昌市南昌县 2018 年 7 月供水提价 0.39 元/吨	19

一、水务板块估值优势明显

1.1 横向对比，估值历史底部

板块跌幅较大。今年以来，水务板块（申万）指数下跌 **27.4%**，相比沪深 **300** 指数（下跌 **19.9%**）、创业板指（下跌 **18.6%**），跌幅较大。

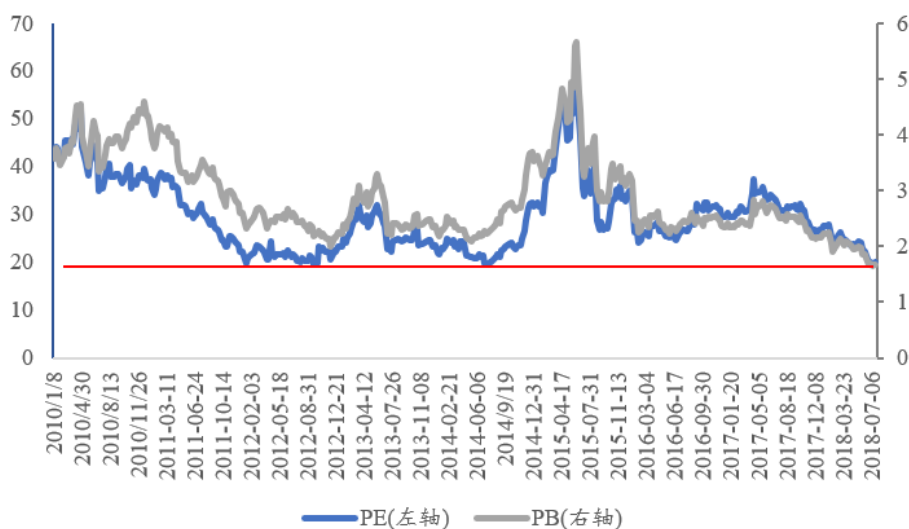
图表 1：水务板块走势对比



资料来源：wind、国盛证券研究所

当前水务板块估值水平位于 **2010** 年以来的历史底部。当前水务板块（中信）PE（ttm）为 **20X**，PB 为 **1.8X**，是近十年来的估值底部。

图表 2：水务板块历史估值

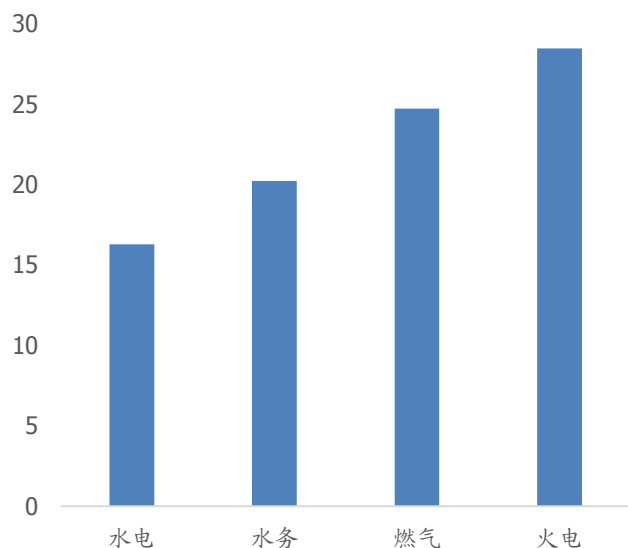


资料来源：wind、国盛证券研究所

1.2 纵向对比，估值优势明显

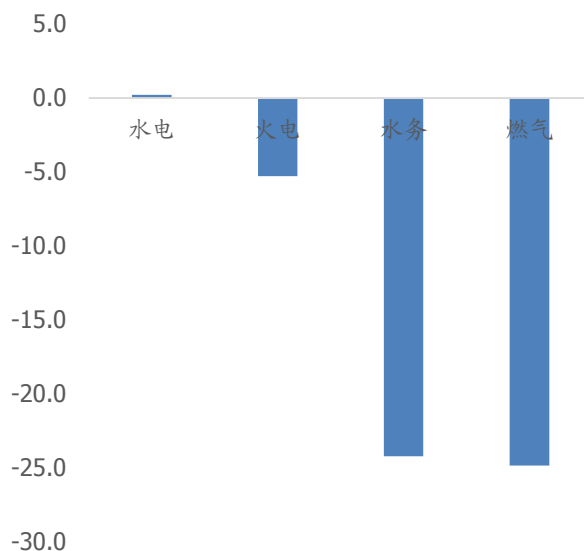
与其他公用事业细分子行业对比，水务估值优势仍较为明显。1、水务板块当前 PE(ttm) 为 20X，仅高于水电的 16X，低于火电及燃气；2、水务今年跌幅仅略微优于燃气板块，较水电（0.2%）、火电（-5.3%）差距较大。此外，跟所有行业对比，水务估值也位于较低水平。

图表 3: 公用事业板块估值对比 (ttm)



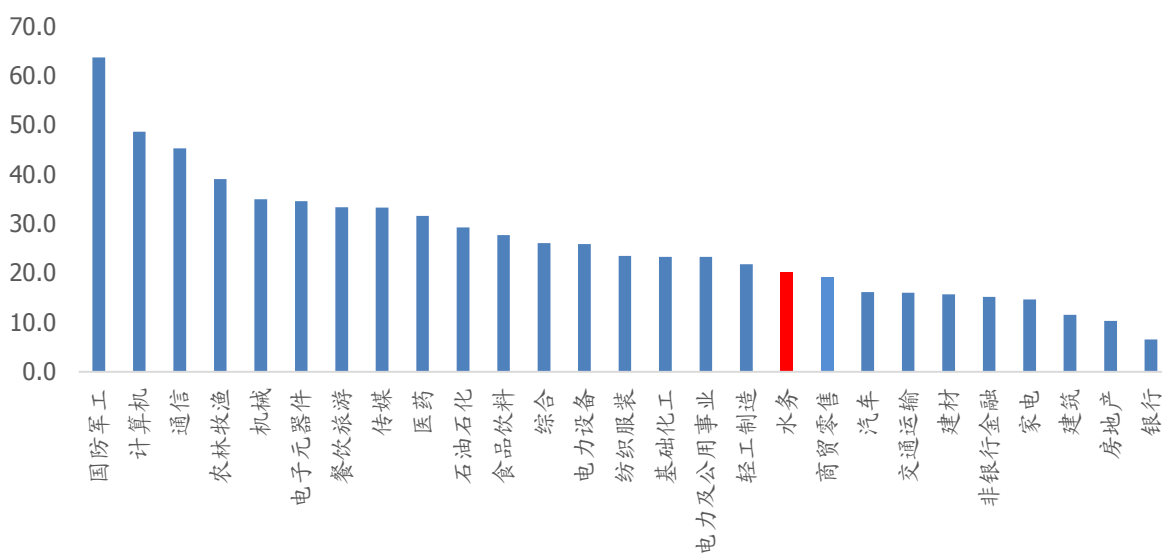
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 4: 各细分板块涨跌幅 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 5: 板块间估值对比 (ttm)



资料来源: wind、国盛证券研究所

1.3 与海外对比，估值并不高

对比美股，我们发现 A 股水务估值并不高。我们选取标普 500 中的 5 家水务龙头公司，即美国自来水公司 (AWK)、美国水务 (WTR)、Connecticut Water Service, Inc. (CTWS)、米德尔赛克斯水务公司 (MSEX)、自流资源公司 (ARTNA)。这五家公司都以供水、污水

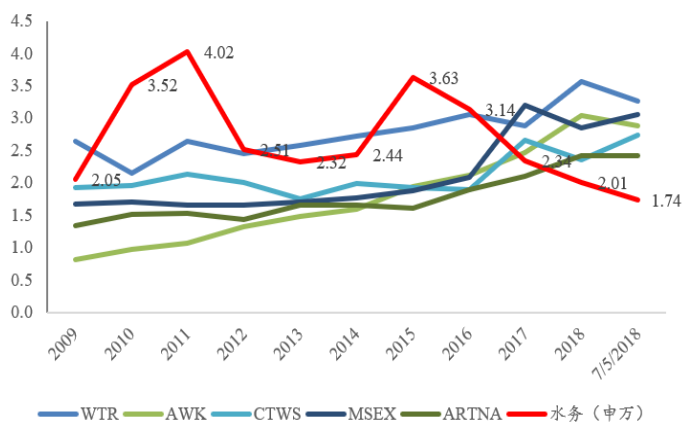
处理运营业务为主。商业模式与国内水务可比性较强。A 股水务板块 PE (ttm) 为 20X, 美国 5 家水务公司 PE 均值为 28X; A 股水务板块 PB 为 1.8X, 美国 5 家水务公司均值 PB 为 2.9X。A 股水务板块估值并不高。

图表 6: 对标美国 5 家水务公司

名称	代码	市值(亿)	市盈率	行业板块	上市地
美国自来水公司	AWK	154.7	33.2	供水/污水处理	纽约交易所
美国水务	WTR	63.9	27.2	供水/污水处理	纽约交易所
Connecticut Water Service, Inc.	CTWS	8.1	32.1	供水/污水处理	纳斯达克
米德尔赛克斯水务公司	MSEX	7.0	31.0	供水/污水处理	纳斯达克
自流资源公司	ARTNA	3.6	27.5	供水/污水处理	纳斯达克

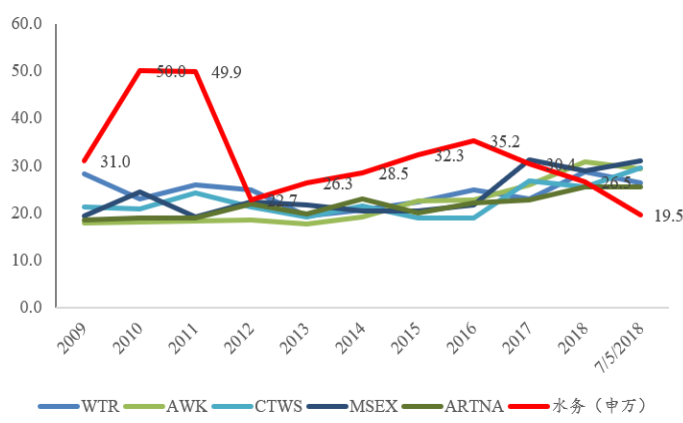
资料来源: bloomberg、国盛证券研究所

图表 7: A 股水务公司 PB 低于美股水务公司



资料来源: bloomberg、国盛证券研究所

图表 8: A 股水务公司 PE 低于美股水务公司



资料来源: bloomberg、国盛证券研究所

二、污水迎提标扩容新周期，供水增速趋缓

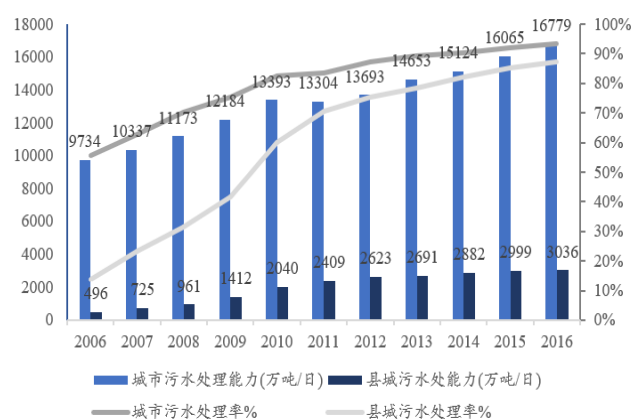
2.1 污水业务：十三五提标扩容新周期，投资望加速

过去十年，市政污水处理能力大幅提升。过去十年，我国城市污水处理能力由 2006 年的 9734 万吨/日增长至 2016 年的 16779 万吨/日（年化 5.6% 增速），县城污水处理能力由 496 万吨/日增长至 2016 年的 3036 万吨/日（年化 19.9% 增速），城乡污水处理率分别由 56%、14% 增长至 2016 年的 93%、87%，市政污水处理能力大幅提升。

十三五进入提标扩容新周期：水十条规定“现有城镇污水处理设施 2020 年底前达到相应排放标准或再生利用要求。建成区水体水质达不到地表水 IV 类标准的城市，新建城镇污水处理设施要执行一级 A 排放标准。到 2020 年，全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力，县城、城市污水处理率分别达到 85%、95% 左右”。我们认为到 2020 年底前，大部分污水处理设施均要升级到一级 A 标准，十三五望迎来新的投资建设周期。

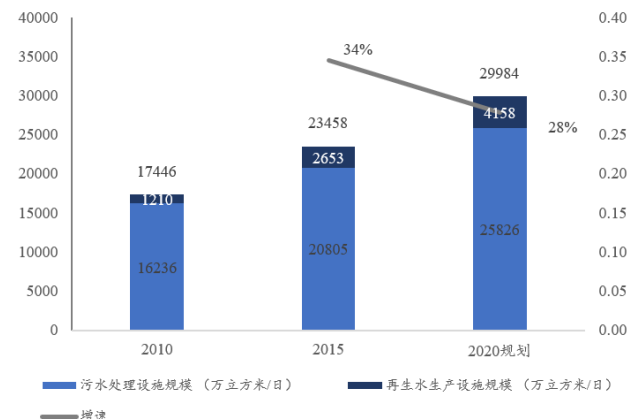
✓ **十三五期间污水处理规模继续提升，年化增长率 4.9%。**根据《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》的规划，十三五期间污水及再生水处理规模由 2.43 亿吨/日，提升至 3.09 亿吨/日，年化增长率 4.9%，其中，污水处理、再生水生产规模分别新增 5022 万吨/日、1505 万吨/日。

图表 9：城市/县城污水处理能力及处理率



资料来源：城乡统计年鉴、国盛证券研究所

图表 10：2020 年规划污水处理/再生水设施规模



资料来源：生态环境部、国盛证券研究所

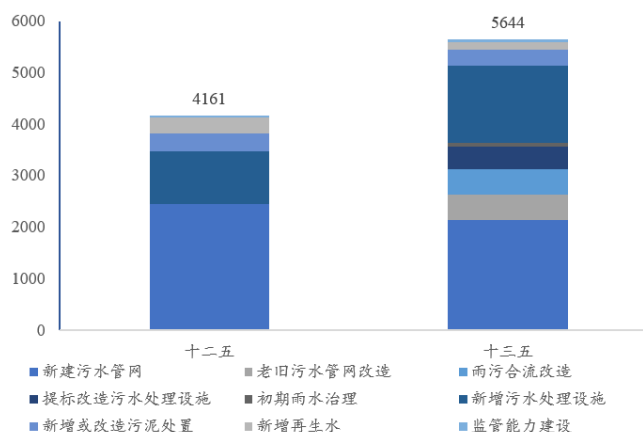
✓ **十三五投资加大，水务公司受益明显。**十二五期间城镇污水固定资产投资共计 4161 亿元，而根据规划，十三五城镇污水处理及再生利用设施建设预计投资 5644 亿元，这里面还未包含黑臭河、河流治理等投资，投资治理力度继续加大，直接利好水务运营企业。

图表 11: 十三五投资规划明细

项目	投资金额（亿元）
新建配套污水管网	2134
老旧污水管网改造	494
雨污合流管网改造	501
新增污水处理设施	1506
提标改造污水处理设施	432
新增或改造污泥无害化处理处置设施	294
新增再生水生产设施投资	158
初期雨水污染治理设施	81
监管能力建设	44
总投资规划	5644

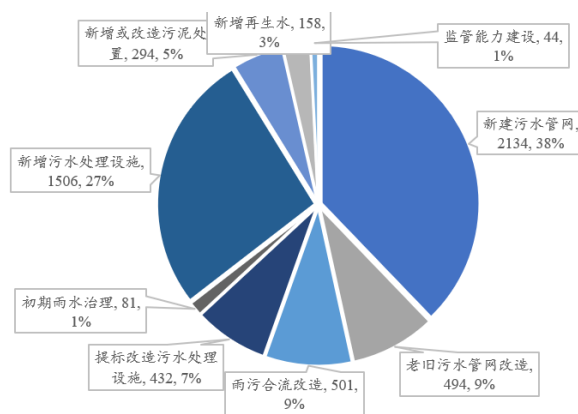
资料来源：发改委、国盛证券研究所

图表 12: 十二、十三五污水处理的固定资产投资/亿元



资料来源：生态环境部、国盛证券研究所

图表 13: 十三五规划污水处理固定资产投资占比



资料来源：生态环境部、国盛证券研究所

微观层面看，区域分化明显，江西、四川迎建设高峰：十二五期间，我们发现水务上市公司的污水处理量均能保持 7%以上的增长，而江西、四川区域由于建设滞后、新城区开发等原因（去年生态环境部公布水十条建设进度情况时，点名天津、江西、内蒙等省份投资滞后），污水处理量增速超过 **10%**，随着十三五体标扩容新周期的来临，有望继续保持高增长。

图表 14: 各水务公司污水处理量（万吨）

	2014	2015	2016	2017
洪城水业	48,465	52,707	57,472	63,658
兴蓉环境	64,464	77,240	82,031	90,751
武汉控股	48,319	52,524	56,254	60,283
重庆水务	-	80,852	85,517	91,437
绿城水务	-	30,864	33,396	34,466
海峡环保	-	20,668	21,891	19,914

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 15: 各水务公司污水处理量增速

	2015	2016	2017
洪城水业	8.8%	9.0%	10.8%
兴蓉环境	19.8%	6.2%	10.6%
武汉控股	8.7%	7.1%	7.2%
重庆水务		5.8%	6.9%
绿城水务		8.2%	3.2%
海峡环保		5.9%	-9.0%

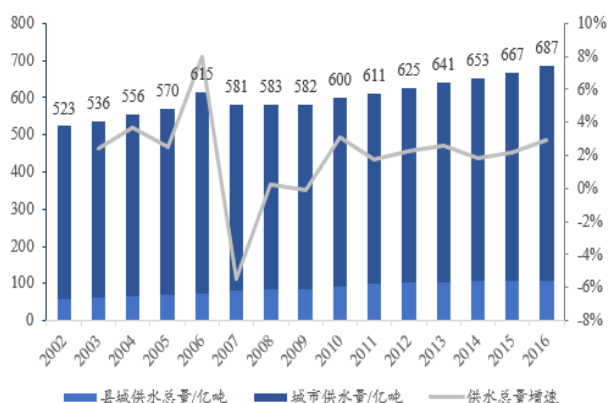
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2.2 供水业务: 建设高峰期已过, 增速趋缓

过去 10 年, 我国供水量增速在 0-3.1% 之间窄幅震荡。截至 2016 年底, 城市用水普及率已达到 98.4%, 县城用水普及率也达到 90.5%, 全国城镇供水总量保持基本稳定, 保持 0%-3% 的增长速度。

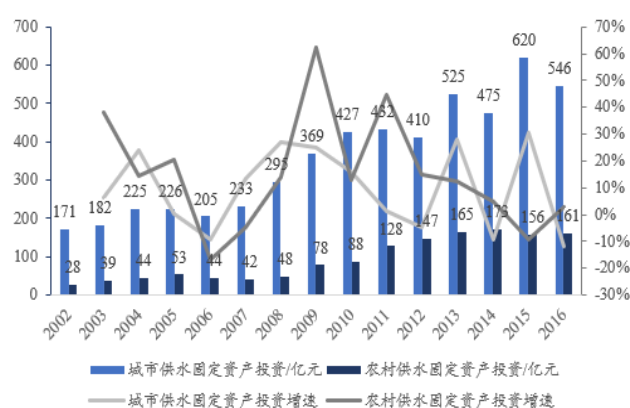
十三五期间供水投资额略有下滑, 增速趋缓。根据生态环境部《水利改革十三五规划》, 十三五期间预计新增供水量 270 亿立方米, 较十二五新增能力 380 亿立方米略有下滑, 我们预计十三五期间新增供水投资额达 2295 亿元 (十二五投资额 3230 亿元)。

图表 16: 我国历年城市、县城供水量及增速



资料来源: 生态环境部、国盛证券研究所

图表 17: 我国供水城市、县城供水固定资产投资及增速



资料来源: 生态环境部、国盛证券研究所

微观层面看, 处理量增速趋缓: 除兴蓉环境因为新区建设的原因外, A 股水务企业过去四年的售水量增速均 4% 以下, 我们认为供水设施建设的高峰期已过, 未来设施的投资建设会逐步趋缓。

图表 18: 水务企业售水量 (万吨)

	2014	2015	2016	2017
洪城水业	30,664	30,783	31,386	32,056
兴蓉环境	62,619	65,183	70,724	76,968
武汉控股	31,739	32,217	32,697	31,669
江南水务	23,182	23,795	24,807	25,186
重庆水务	-	40,032	42,077	44,653
绿城水务	-	36,578	37,892	39,243

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 19: 水务企业售水量增速

	2015	2016	2017
洪城水业	0.4%	2.0%	2.1%
兴蓉环境	4.1%	8.5%	8.8%
武汉控股	1.5%	1.5%	-3.1%
江南水务	2.6%	4.3%	1.5%
重庆水务	-	5.1%	6.1%
绿城水务	-	3.6%	3.6%

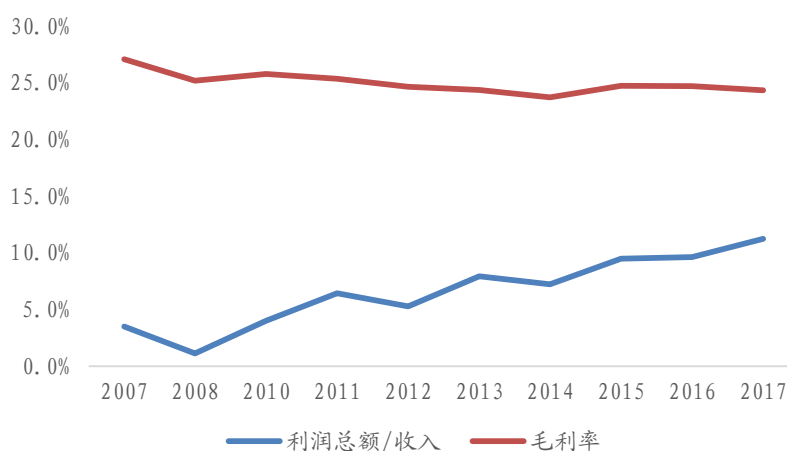
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

三、行业盈利能力偏弱，水价望提升

3.1 盈利能力弱，区域分化明显

供水行业毛利率稳定，盈利能力偏弱。从 2007 年至 2017 年我们发现自来水行业毛利率较为稳定，一直维持在 25% 左右，而随着水价的提升、折旧摊销的减少等，行业利润总额/营业收入的比重则提升较明显，但这一比值在 2016 年也仅有 9.6%，扣除掉所得税后，净利润率不到 8%，盈利能力偏弱。

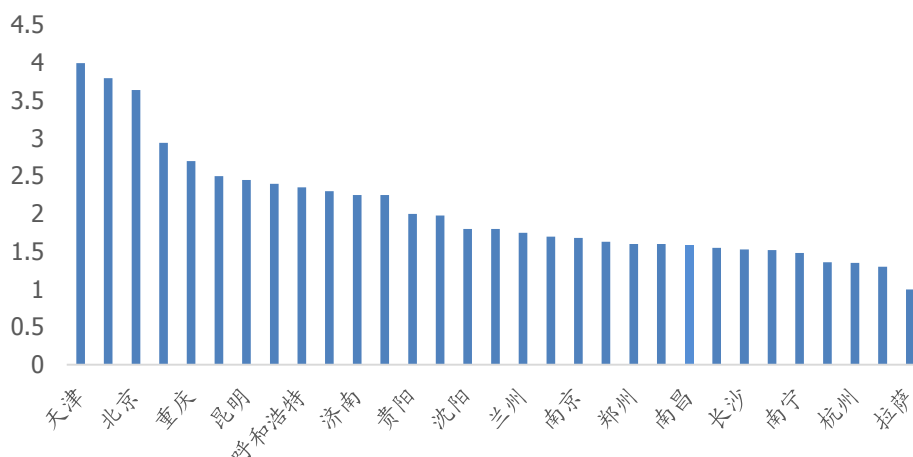
图表 20: 自来水行业盈利状况



资料来源: wind、国盛证券研究所

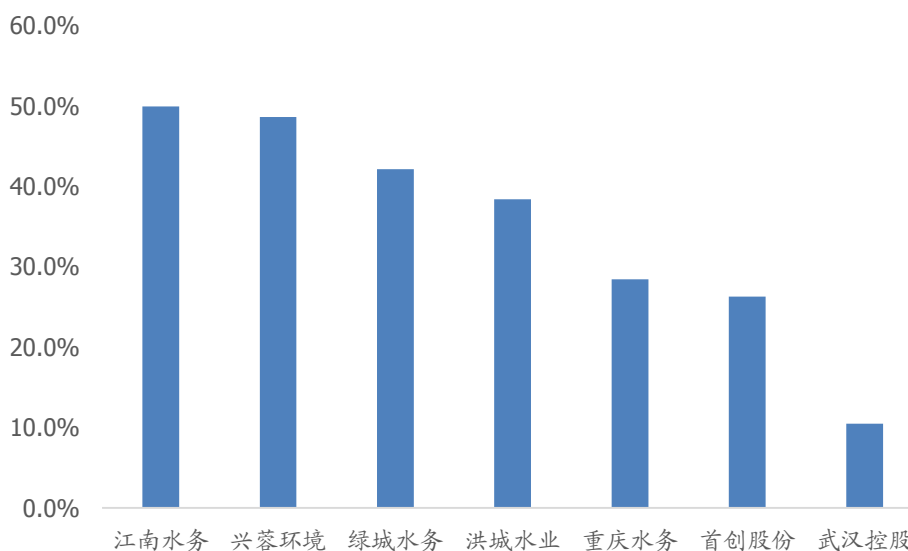
- ✓ **区域分化明显:** 我国各地区自来水价格差异较大，这也使得区域性水务企业的毛利率差异非常大，像自来水价高的江南水务（地处江阴）、兴蓉环境（地处成都）毛利率超 50%，而水价偏低的武汉控股（地处武汉）毛利率仅 10%。根据国家统计局数据，2018 年 6 月全国 84 个主要城镇的水价均值为 2.16 元/吨，低于平均值的武汉、南昌等地区自来水价格均有望提升，从而提高行业整体盈利水平。

图表 21: 各地区自来水价格 (元/吨)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 22: 各公司供水业务 2017 年毛利率

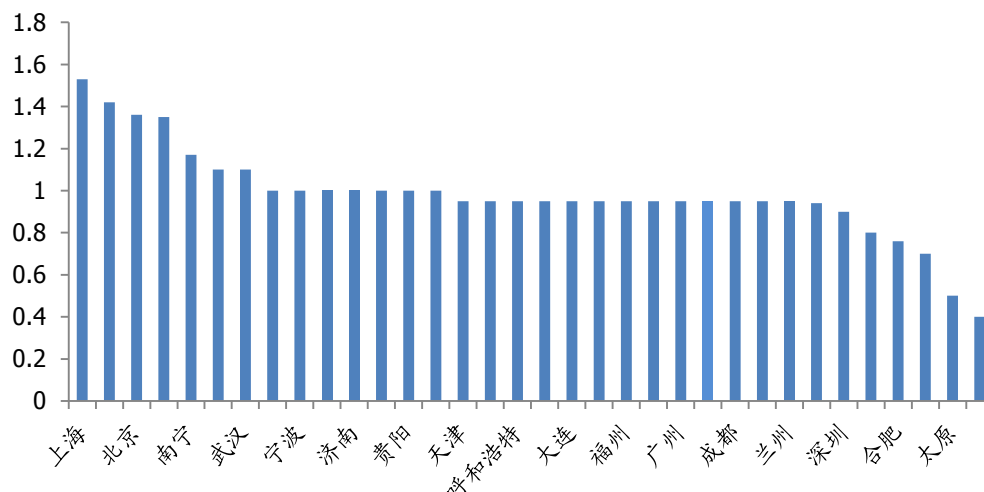


资料来源: wind、国盛证券研究所

污水毛利率有望进一步提升: 污水行业经过过去 10 年的快速发展, 毛利率逐步提升, 近两年由于增值税的调整(原增值税即征即退, 但 2015 年的 78 号文要求仅返回 70%)、提标改造影响(污水价格提升的影响滞后于提标费用的影响), 毛利率有一定下滑, 但预计随着水十条的执行, 各区域污水厂排放标准的提高将带来污水结算价格的提高, 未来几年毛利率望继续提升。

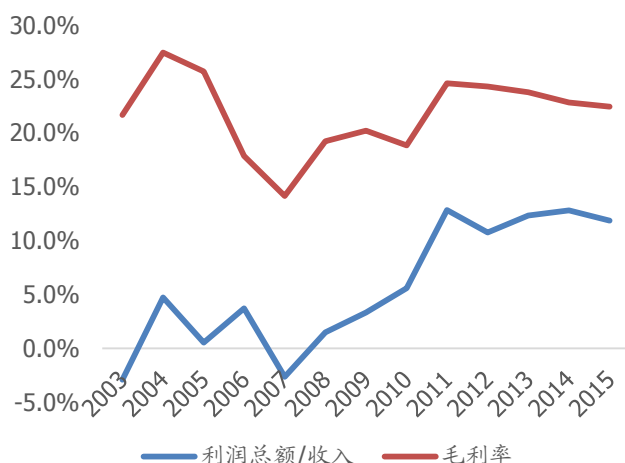
- ✓ **区域性同样明显:** 各个地区由于排放标准要求的不同、污水处理费的不同、处理工艺的不同、来水水质的差异等, 使得各区域污水厂的毛利率有较大差异, 如重庆水务毛利率超 50%, 而地处江西的洪城水业毛利率仅 30% 左右。未来随着提标改造的进行, 污水处理费较低区域的污水厂均有望通过提升污水处理结算价格从而提升毛利率, 比如江西(对应公司洪城水业)、合肥等地区。

图表 23: 各地区污水处理费 (元/吨)



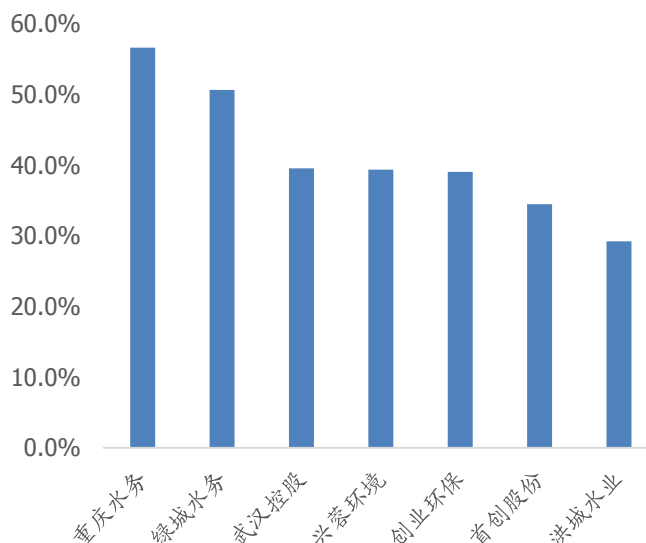
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 24: 污水行业盈利状况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 25: 各水务公司污水业务 2017 年毛利率对比



资料来源: wind、国盛证券研究所

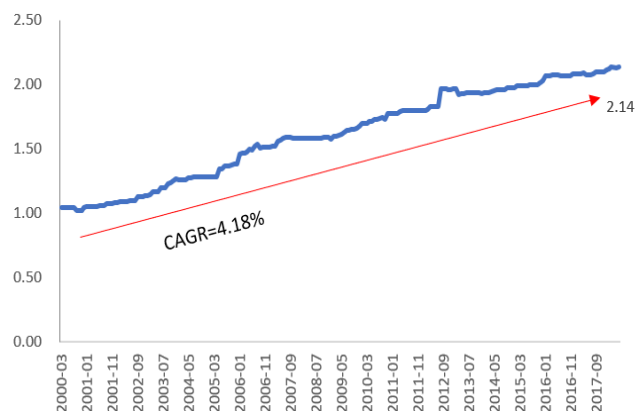
3.2 对标国外，水费具备上涨空间

1) 我国水价处于偏低位置:

- ✓ 供水价格: 根据国家统计局数据, 全国 84 个主要城镇的自来水均价从 2000 年的 1.04 元/吨增长至 2018 年 6 月的 2.14 元, CAGR=4.2%。随着物价上涨、成本提升等, 自来水价格稳定提高。从提价周期来看, 各城市之间提价时间节点不同, 大约每 4-5 年水价会上调一次。
- ✓ 污水价格: 我国污水处理费征收率较低, 根据国家统计局数据, 全国 84 个主要城镇的污水处理均价从 2000 年的 0.26 元/吨增长至 2018 年 6 月的 0.93 元/吨,

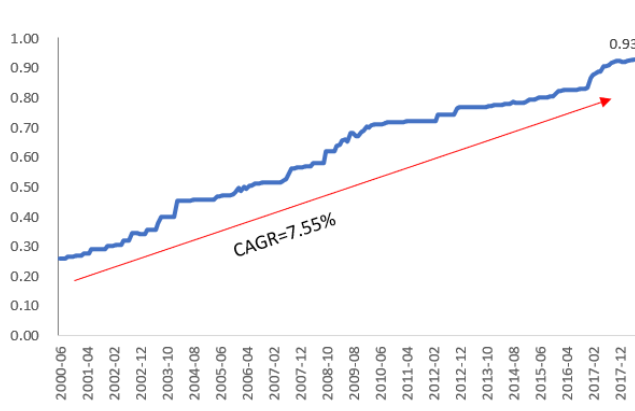
CAGR=7.6%。随着提标改造的深入，污水处理费的提升空间更大。

图表 26: 2000-2018H, 84 个城镇居民供水价格 (元/吨)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 27: 2000-2018H, 84 个城镇居民污水处理价格 (元/吨)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

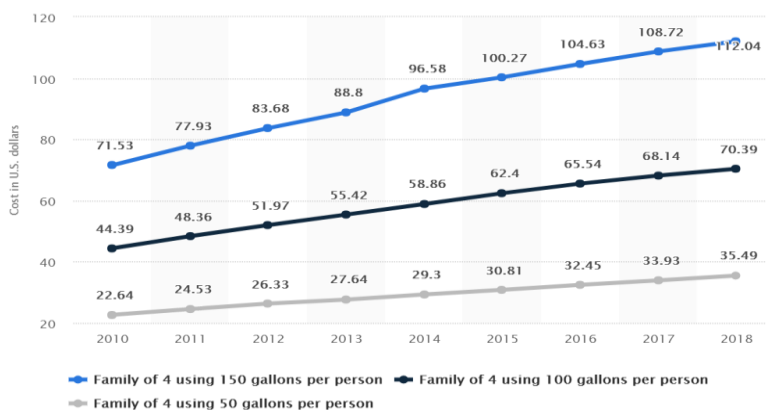
2) 与美国相比, 我国的水费占人均可支配收入比重较少

仿效美国, 中国阶梯水价制度已全面实行。根据美国统计局的统计, 美国居民水费标准实行的阶梯水价分 0-50 加仑, 50-100 加仑, 100-150 加仑三档, 截至 2018 年按使用水量三档的居民人均每月水费进行统计, 分别消费 35.5 美元, 70.4 美元, 112.0 美元。

2013 年至 2017 年, 美国居民水费占比可支配收入由 1.70% 提高至 1.85%。我们按照中间档的价格与中国对比。从 2013 至 2017 年, 美国居民水费占比可支配收入由 1.70% 提高至 1.85%, 而中国则由 1.68% 下降至 1.31%。中国水费投入相比于人均收入的增幅明显偏低。

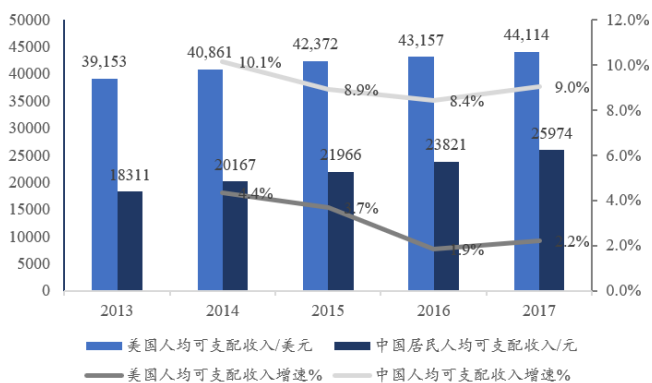
2013 年至 2017 年, 中国城市居民水费占人均可支配收入比例由 0.92% 下降至 0.74%。根据国家统计局数据, 2013-2017 年, 我国城市居民用水量 (吨/月) 由 5.15 元增长至 5.53 元。由此计算的 2013 至 2017 年城市人均水费用由 168 (元/年) 增长至 191 (元/年), 城市居民水费占人均可支配收入由 2013 年 0.92% 下降至 2017 年 0.74%。中国水费投入相比于人均收入的增幅明显偏低, 水费提价有望增速。

图表 28: 美国 2010-2018 年居民生活水费 (美元/月)



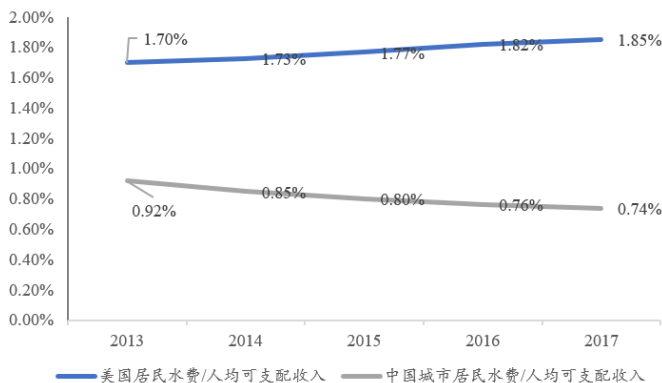
资料来源: www.statista.com、国盛证券研究所

图表 29: 中国人均可支配收入增幅大幅超美国



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 30: 水费占比人均可支配收入 (美国居民&中国城市居民)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 31: 中国 2013-2017 年城市人均水费占人均可支配收入核算

年份	全国居民人均可支配收入	人均水费占人均可支配收入比例	人均水费/元	供水量吨/月	人均水费单价 (供水加污水)	平均供水价格 (元/吨)	平均污水价格 (元/吨)
2013	18311	0.92%	168.2	5.15	2.72	1.95	0.77
2014	20167	0.85%	171.2	5.21	2.74	1.96	0.78
2015	21966	0.80%	175.7	5.21	2.81	2.01	0.8
2016	23821	0.76%	182.1	5.23	2.9	2.07	0.83
2017	25974	0.74%	191.6	5.31	3.01	2.1	0.91

资料来源: wind、国盛证券研究所

3.3 政策发力, 未来 2-3 年或是提价高峰期

1、价格机制新的意见:《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》出台, **资源品提价箭在弦上**。2018 年 7 月发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》, 要求建立有利于节约用水的价格机制, **建立充分反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制**。逐步将居民用水价格调整至不低于成本水平, 非居民用水价格调整至补偿成本并合理盈利水平。

✓ 《绿色价格机制的出台》是以资源费的形式将污水、固废的末端治理成本向产废者转移, 用于解决市政水务、固废治理成本不足的问题。**政策提出在地方政府高债务、降杠杆的背景下, 提升资源品价格成为必然之选。**

2、水源地督查带动改造: 2018 年水源地专项督察查出 146 个环境问题, 问题率 9.2%。生态环境部 5 月 20 日正式启动全国集中式饮用水水源地环保专项第一轮督查, 并从全国抽调执法骨干力量组成 273 个组, 对所有涉及到的 212 个地级市及 1069 个县, 1586 个水源地 (全国共 4002 个水源地) 的环境问题进行督查, 其中共有 146 个水源地存在环境问题, 问题率为 9.2%。水源地的环境问题主要如下:

- ✓ 一级保护区内: 河流型水源地附近存在沿岸建筑物、居民点、工业及生活排污口等。湖库周围存在农村居民点、规模化畜禽养殖、农业种植、旅游度假村、宾馆等。生活、农业和养殖污染是影响湖库型水源地水环境质量的主要因素。
- ✓ 二级保护区内: 河流型水源地附近存在工业污染源、生活污染及污水处理厂排放等; 湖库型水源地主要的环境问题是面源污染, 包括农村生活污染、农业面源和养殖面源 (包括分散式畜禽养殖及水产养殖) 污染。

《全国城市饮用水水源地环境保护规划（2008-2020 年）》提出到 2020 年，我国将全面改善集中式饮用水水源环境质量状况。城市饮用水水源环境污染状况得到全面控制，水质得到有效保障；提升水源应急监测及应急供水能力，建立比较完善的饮用水水源环境管理技术及方法体系。面对如此高要求的水源地环境质量标准，以及点面源的控制措施，需要水价的持续提升来满足资金层面的需求。

图表 32：2018 年水源地专项督察

督察时间	批次 序号	督察省份	涉及环境问题的 水源地个数	问题具体情况
2018/5/23	第一批	陕西、广西、山西、湖南、黑龙江、河南、广东、山东、浙江、江苏、辽宁、河北	25	生活污水无组织排放、一级保护区内存在工业企业、二级保护区内存在散养家禽、农药化肥等非电源污染。
2018/5/26	第二批	贵州、云南、山东、陕西、辽宁、河北、福建、浙江、江苏、内蒙、广东、黑龙江、河南	22	二级保护区内存在固体废物、生活垃圾堆放未处理、生活污水无组织排放、一级保护区内存在工业企业、二级保护区内存在散养家禽。
2018/5/28	第三批	河南、湖北、安徽、湖南、广东、北京、浙江、山东、江西、云南、江苏、四川、贵州	31	二级保护区内由危废废物、二级保护区内存在固体废物、生活垃圾堆放未处理、生活污水无组织排放、一级保护区内存在工业企业、二级保护区内存在散养家禽。
2018/5/29	第四批	河北、安徽、浙江、山西、内蒙、云南、辽宁、湖南、广东、四川、贵州、山西、陕西、河南	22	一级保护区内有鱼塘、驾校、旅行等项目、二级保护区内有工业企业及生活污水排放口。
2018/5/30	第五批	广东、河北、江西、四川、云南、贵州、吉林、江苏、贵州、重庆、浙江、北京、山西、内蒙、辽宁、福建、山东、河南、广西	32	二级保护区内存在旅游项目及工业企业、一级保护区内存在共租房、生活污水无组织排放
2018/6/4	第六批	黑龙江、湖南、安徽、北京、吉林、浙江、江西、湖北、广东、四川、贵州、云南	14	一级保护区内存在工业企业、二级保护区内存在散养家禽、生活垃圾堆放未处理、生活污水无组织排放

数据来源：环保部官网、国盛证券研究所

水源地督察利好水价低的江西、河南省份。根据国家统计局数据 2018 年 6 月全国 84 个主要城镇的水价均值为 2.16 元/吨，其中江西、河南水价分别为 1.15、1.30 元/吨。在生态环境部的高压水源地督察下，江西、河南有望率先提升水价。

图表 33: 截至 2018 年 6 月, 江西、河南自来水水价最低



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

四、国有水务企业改革有望加速

4.1 国改政策日趋完善, 公用事业类改革方向明确

国企改革顶层设计 2015 年出台, 目前形成“1+N”的政策总体系。2015 年 9 月 13 日, 国企改革顶层设计——《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》出台, 《意见》要求推进国有企业改革, 切实破除体制机制障碍, 坚定不移做强做优做大国有企业。分类推进国有企业改革, 完善现代企业制度, 完善国有资产管理体制。截至目前, 已经形成“1+N”政策总体系: 除了顶层设计之外, 中央部委层面出台了 102 个配套文件, 各个地方为落实“1+N”文件出台了 926 个配套文件, 中央企业和各地方国有企业也根据自己改革的要求, 制定了很多实施方案和操作细则, 分类监管、所有制改革、投资体系、监管体系等操作细节日趋成熟。

公用事业国企改革: 积极改造混合所有制改革, 推进购买服务方式鼓励非国有企业参与。2015 年 9 月 24 日, 国务院发布《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》, 要求引导公益类国有企业规范开展混合所有制改革。在水电气热、公共交通、公共设施等提供公共产品和服务的行业和领域, 根据不同业务特点, 加强分类指导, 推进具备条件的企业实现投资主体多元化。通过购买服务、特许经营、委托代理等方式, 鼓励非国有企业参与经营, 公用事业国企改革方式明确, 水务国企改革有望加速。

图表 34: 国企改革顶层设计及其配套政策

政策目标	时间	发布部门	政策名称	主要内容
顶层设计	2015/9/13	国务院	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	①目标: 到 2020 在重要领域和关键环节取得决定性成果 ②分类监管: 将国有企业分为商业和公益 ③积极引入各类投资者实现股权多元化, 大力推动国有企业上市。 ④混合所有制改革坚持因地制宜、不设时间表 ⑤继续强调国资委“以管资本为主”, 划清经营权和所有的界限
党的领导	2015/9/20	中办	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》	对在深化国有企业改革中坚持党的领导、加强党的建设提出要求、作出部署
所有制改革	2015/9/24	财政部	国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见	分类推进国有企业混合所有制改革、分层推进国有企业混合所有制改革、鼓励各类资本参与国有企业混合所有制改革
厘清责任	2015/11/4	国务院	《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	真正确立国有企业的市场主体地位, 推进国有资产监管机构职能转变
企业治理	2015/11/4	国务院	《院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见作的意见》	推进国有资产监管机构职能转变; 改革国有资本授权经营体制
资产监管	2015/11/10	国务院	《加强和改进企业国有资产监督防范流失的意见》	强化企业内部、外部监督; 实施信息公开加强社会监督; 强化国有资产损失和监督工作责任追究
所有制改革	2016/7/1	国务院	《企业国有资产交易监督管理办法》	明确企业转让的审批交易制度
所有制改革	2016/8/17	国务院	《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》	要求拓宽合作领域, 完善引资方式
资产监管	2016/8/23	国务院	《国有企业经营投资责任追究制度的指导意见》	在集团管控、购销管理、工程承包建设、转让产权、上市公司股权和资产、固定资产投资、投资并购、资金管理等方面进行追责
企业治理	2016/9/26	国资委	《中央企业分类考核实施细则》	根据中央企业功能定位, 考核资本运营质量、效率和效益, 以经济增加值为主, 将转型升级、创新驱动、合规经营、社会责任等纳入考核指标体系。
整合清退	2016/11/23	国务院	《中央企业结构调整与重组方案》	巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批
资产监管	2016/12/5	国务院	《关于深化国有企业和国有资本审计监督的若干意见》	围绕国有企业、国有资本、境外投资以及国有企业领导人员履行经济责任情况, 做到应审尽审、有审必严。
企业治理	2017/5/3	国务院	《进一步完善国有企业法人治理结构方案》	理顺出资人职责, 转变监管方式; 加强董事会建设, 落实董事会职权; 维护经营自主权, 激发经理层活力。
工资机制	2018/5/25	国务院	《关于改革国有企业工资决定机制的意见》	坚持国有企业工资分配市场化方向

数据来源: wind、公司官网、国盛证券研究所

4.2 水务企业国改历程久远，近年来逐步加速

国有水务企业通过引入社会资本改变管理层或者设立二级子公司的方式进行国企改革。中央的指导原则是“宜改则改，稳妥推进”，贸然全部私有化风险较大。从所有权角度来说，目前中国已有的模式主要采用国资控股，民企、投资资金参与并利用 A 股、港股的资本市场，快速并购，做大资产规模。从管理角度来说，水务公司主要由国资控股，通过完善的经理人制度，提高管理团队的积极性，释放企业管理潜能。从所有权和管理的角度出发，形成了主要两种国企改革方式：①引入民营资本，所有权变化带动管理层变化②通过国有企业设立二级子公司的方式实现股权控制与经营管理的分离。

所有权与经营权分离，水务行业管理层经营动力提升。目前，北控水务、北排集团、云南水务、洪城水业、重庆水务都初步完成了国有企业改革。改革时间从北控水务 1993 港股上市开始，历时漫长。所有权从 100% 国资控股，变成了民营、外资、社会资本多种类型参与。洪城水业、北控水务也通过股权激励实现利益绑定。在多种类型资本进入水务行业的同时，优秀的经营管理人才也进入到了地方国企的高管层当中，传统的水务行业竞争力逐渐提高。

兴蓉环境、洪城水业等水务公司国改进程有望加速。

- **洪城水业在 2015 年后资本运作步伐加快：**2016 年，公司收购南昌燃气 51%、公用新能源 100% 和二次供水公司 100% 股权。2017 年完成高管持股，利益充分绑定，管理层锐意进取，公司治理有望持续改善。
- **兴蓉环境 2020 年资产规模有望达到 1000 亿，改革进程加速。**2015 年，兴蓉环境就成为成都市国企改革 3 家试点企业之一。2017 年 8 月，成都市委办公厅和市政府联合下发《优化市属国有资本布局的工作方案》，要求加快 11 家成都市市属国企改革进程。同时，兴蓉环境控股股东兴蓉集团更名为“成都环境投资集团有限公司”，吸收整合公用事业领域资源，上市公司平台优势显著。根据成都市国资委公布的改革目标，兴蓉环境争取到 2022 年资产总规模达到 1000 亿元，在后续改革进程有望加速。

图表 35: 部分国有水务企业改革一览

公司	改革时间	所有权、管理经营变动	激励措施	管理层变化
重庆水务	2002 年, 2014 年	2002 年苏伊士和社会资本成立合资公司, 进入重庆水务; 外资 (苏伊士) 与社会资本通过苏渝实业混改进入	暂无	/
洪城水业	2015 注入水务、燃气资产	洪城水业是大股东南昌水业集团的子公司	2017 年股权激励	2015 年董事长、总经理、董事均有人员变化
云南水务	2011 与碧水源混改	与碧水源设立的云南水务产业发展有限责任公司	2015 年港股上市	高管层主要是 2011 年进入公司的水务方面人才
北控水务	1993 港股上市, 管理层改革主要在 2008 年	北控水务是大股东北控集团的二级公司主要是控股关系	2008 年之后股权激励	董事会由中科成环保原高管、以及在政府、燃气、固废等公用事业从事的顶尖人才
北排集团	2014 年与社会资本混改	与国投创新投资管理污水处理、再生水利用和污泥处置等板块的核心资产作价 70 亿元, 装入北排水环境, 国投创新则以 30 亿元现金入股	/	/
兴蓉环境	2017 年, 成都市下发《优化市属国有资本布局的工作方案》	/	暂无	/

数据来源: wind、公司管网、国盛证券研究所

五、投资推荐

5.1 推荐【洪城水业】

南昌市南昌县水价提升落地, 其他地区提价可期。在南昌市水价改革小组的工作下, 目前已经有南昌市的南昌县 (南昌市共 3 个县, 南昌县、安义县、进贤县) 于 2018 年 7 月 1 日实现了涨价 0.39 元/吨 (2018 年 7 月 1 日)。南昌县涨价完成后, 供水价格已经十分接近南昌市的水价, 考虑到城乡物价差距, 我们认为县城涨价之后, 南昌市水价提升预期有望加速落地。

图表 36: 南昌市南昌县 2018 年 7 月供水提价 0.39 元/吨

南昌县水价			南昌市水价	
2018 年 6 月水价	调整后用水类别	调整后水价	现行水价级别	现行水价
1.15	一级	1.54	一级	1.58
	二级	2.31	二级	2.37
	三级	4.62	三级	4.74
执行之间	2018 年 7 月		2014 年 4 月	

资料来源: 南昌县供水有限责任公司、国盛证券研究所

公司是江西环保公用平台, 内生驱动空间大。公司主营江西省的供水、污水、天然气业务, 盈利增长稳定 (过去 4 年收入、利润复合增速 31.4%、28.8%), 我们认为未来空

间依旧广阔：1、供水看提价。公司供水业务的毛利率&水价均处于行业偏低水平（南昌市已成立水价改革小组，南昌县涨价已经落地），今明两年提价可能性较大（假设水价提升 0.5 元/吨，预计税后利润增加 1.2 亿元）；2、污水看提标扩容。根据水十条规定，公司现有污水厂均需提标到一级 A 标准，对应工程量约 60 亿元（2017 年给排水工程收入 4.9 亿元），收入弹性大，且公司还积极布局省外（2017 年底中标营口 6.8 亿元 PPP 项目），未来订单值得期待。3、燃气看南昌气化率提升。当前南昌气化率仅 65%，政策规划到 2019 年实现城区气化率达到 90%以上，仍有较大发展空间。

管理层思路灵活，背靠集团“好乘凉”。2014 年到现在，集团、上市公司完成管理层的更换，新一批管理团队年轻、思路灵活：1、集团层面，大股东水业集团提出“32111”（总资产 300 亿，证券化资产总值 200 亿，净资产 100 亿，总收入 100 亿，利润总额 10 亿）的发展目标，要转型“环境产业综合运营商”，公司作为集团唯一上市平台，是实现集团环保公用资产证券化的突破口；2、公司层面，上市公司董事长 2015 年上任不久便启动集团资产的注入，完成一次高速增长；2017 年底还联合多名高管一起增持 3000 万元股票（成本 6.318 元/股），彰显管理团队对于公司未来发展的信心，公司未来的产业整合、项目开拓均值得期待。

盈利预测：公司是江西环保公用平台，未来在水价提升、污水提标扩容&气化率提升背景下，内生业务成长空间较大。此外，洪城的新一批高管年富力强、思路灵活，去年底的高管增持（成本 6.318 元/股）彰显对于未来发展的信心，且作为集团下属唯一上市平台，未来产业整合、项目开拓等均值得期待，预计 2018/2019/2020 年 EPS 为 0.41/0.52/0.63 元，对应 PE 为 15/12/10X，给予 2018 年 20X，对应目标价 8.2 元/股。

六、风险提示

1、估值受宏观因素影响进一步下跌

水务行业受环保板块信用紧缩的影响，估值进一步下跌。

2、国企改革进度不及预期

国企改革进入深水区，体制重构、新管理层引入、激励机制等不确定因素导致改革不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com