

原水股份 (600649)

首次评级

增持

钱宏伟

qianhongwei@csc.com.cn
021-64450038-758当前股价: 4.99 元
目标价格 6 个月: 6.20 元
分析日期: 2006年10月20日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)		
1 个月	3 个月	12 个月
-2.8/-6.6	-1.9/-9.4	31.6/-25.3
12 月最高/最低价 (元)		6.13/4.00
总股本 (万股)		188,440
流通 A 股 (万股)		188,440
近 3 月日均成交量 (万)		588
主要股东		
上海市国有资产管理委员会		45.87%

股价表现



公司动态

2006-8-30	公布半年报
2006-6-12	披露资产置换进度
2006-4-26	公布一季报

相关研究报告

上市公司简评报告

水价提升和资产注入预期强烈

从原水供应商转变为自来水供应商

为了提高上市公司盈利能力,公司将拥有的长江和黄浦江原水系统资产与控股股东拥有的上海市自来水闵行有限公司和市南有限公司 100%股权进行置换。其中闵行公司已于 5 月底完成交易,市南公司上报待批,预计 10 月底交割。

资产置换完成后,公司主营业务将从原水供应和污水处理,转变为自来水生产销售和污水处理。

集团存在进一步资产注入预期

控股股东除了置换入公司的自来水资产外,还有市北公司和浦东威立雅 50% 的股权,该等资产权益日供水能力 358 万立方米/日,是换入公司供水能力 1.1 倍。大股东已承诺在适当时候注入上市公司。水务资产盈利能力一般,加上后续注入需要负债或者股权融资配合,因此注入难以明显增厚业绩,意义还在于注入后水价提升带来的规模效应。

未来水价上涨是公司最大看点

上海市自来水价格在全国大中城市中处于较低水平,同时上海市居民平均收入较高,水价承受力较强。因此上海市自来水价格存在较大的上涨空间,只是时间和节奏难以把握。

公司置出原水资产,是因为其不断提高的成本压力影响了获利能力,未来自来水提价后,一部分转移支付原水成本的提高,一部分提升公司业绩。按照测算,以置换后两自来水厂供水能力,自来水价格每提高 0.10 元/吨,在 15% 所得税下,每股收益可以提高 0.027 元,在 33% 所得税下,每股收益可提高 0.02 元。公司今后仍执行 15% 所得税率可能较大。

盈利预测及投资建议

国内外水务公司合理 PE 在 20-25 左右。在不提升水价的假设下,公司目前股价处于合理位置。如果自来水价有所提升,则价值大增。若提高 0.30 元/吨,则每股收益提高 0.08 元,明后两年每股收益达到 0.31 和 0.35 元。而这种可能较大。考虑提价预期,给与半年内增持评级,目标价位 6.20 元。一旦提价确定,目标价将更上台阶。

风险分析

市南自来水厂占公司供水能力的 80%,其原水需外购,与集团仍然存在关联交易并可操控公司利润;资产置换后公司的所得税率也将对公司业绩产生较大影响,如果不能享受 15% 所得税,则对利润有较大负面影响。

预测和比率

	2,005A	2,006E	2,007E	2,008E
主营收入 (万元)	101,060	95,255	98,711	102,427
主营收入增长率	4.30%	-5.74%	3.63%	3.76%
净利润 (万元)	37,711	38,004	44,281	51,701
净利润增长率	-9.38%	0.78%	16.52%	16.76%
ROE	6.22%	5.89%	6.42%	6.97%
EPS (元)	0.20	0.20	0.23	0.27
P/E	24.95	24.74	21.24	18.19
P/B	1.55	1.46	1.36	1.27

注:未考虑水价提价,2007 年以后仍然执行 15% 所得税率

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在 -5—5% 之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

各种指标的使用说明

1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$

2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$

3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$

4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ (只考虑核心业务, 扣除非经常性损益)

5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$

6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$

7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$

8、 $WACC = [(Ke \times Ve) + (Kd \times Vd)] / (Ve + Vd)$

9、 $Kd = \text{债务成本} = \text{债务利率} (1 - \text{税率})$

10、 $Ve = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $Vd = \text{债务价值}$

11、 $Ke = Rf + (Rm - Rf)$

12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负}$

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行或者财务顾问服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为中信建投证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
 追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
 强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
 注重研究、沟通、推介能力的全面发展
 发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投研究所

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
 第一家与保险公司签约的证券研究机构
 第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
 第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构

2004年宏观经济预测所有机构第一名
 2003-2005年连续三年证券研究机构宏观经济预测第一名
 2003年证券研究机构上市公司业绩预测第二名
 2003年中国证券业协会研究成果评比获奖最多的研究机构
 2003年投资组合收益率为47.91%，超越上证综合指数37个百分点
 2004年华夏50组合收益率为3.56%，超越上证综合指数13个百分点

.....

地址

北京

中信建投证券研究所

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：（8610）6518-3888

传真：（8610）6518-0322
 上海

中信建投证券研究所

中国 上海 200025

徐家汇路550号宝鼎大厦1001

电话：（8621）6445-0038

传真：（8621）5490-5471