

深度报告

公用事业

水务

蓝星清洗 (000598)
推荐

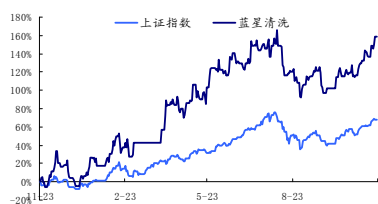
目标价: 15.0 元 昨收盘: 12.0 元 (首次评级)

2009 年 11 月 24 日

本报告的独到之处

- 分析了污水资产可能超预期的原因
- 详细分析了后续可能注入的自来水资产

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	302/220
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	3512/2558
上证综指/深圳成指	3308/13695
12 个月最高/最低(元)	12.36/4.12

财务数据

净资产值(百万元)	647.31
每股净资产(元)	1.84
市净率	6.32
资产负债率	70.96%
息率	0

相关研究报告:

分析师: 谢达成

电话: 021-60933161

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

分析师: 徐颖真

电话: 021-60875162

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

重组后业绩或超预期

供水资产有望注入

●即将变身西部污水处理龙头, 新大股东“内外兼修”

公司重组已进入最后环节, 预计年底或明年初完成。置换后公司从化工企业变身西部污水处理龙头, 拥有成都排水公司 8 个污水厂(约 130 万立方米/日产能), 负责成都中心城区污水处理, 资产清晰。

置换后兴蓉投资公司持股 52.3% (总股本 4.6 亿), 成为新大股东。旗下水务资产规模大, 技术运营实力突出, 规模和盈利能力均在水务上市公司中处于前列; 同时其发展受政府大力支持。我们看好置换后公司作为成都市国资委唯一资本运作平台的成长空间。

●所注污水资产高盈利、业绩稳定增长, 增速或将超预期

污水处理量面临“10%-15% 年均增长”和“中心城区外 55% 扩展空间”, 单位毛利率基本维持 55% 的高水平, 甚至可能提升。污泥处理项目 2010 年底投产, 年贡献净利有望达 3000-4000 万。受益管网瓶颈解决、注入后外延扩张力度加大, 未来两年业绩增速有望超出预期, 达 20% 左右增长。

●水价上调将加大后续资产注入预期

兴蓉公司旗下还拥有自来水、固废处理资产; 自来水面临“供水量年均 10% 增长”和“60% 市内扩张空间”, 考虑当前水价大范围上调、垃圾处理费征收趋势以及成都国资委对公司定位, 注入预期将加大。而一旦注入又将促进外延扩张。

●污水资产合理价值为 15.0 元/股, 给予“推荐”评级

若重组年内完成且不考虑后续资产注入, 预计 2010-2011 年摊薄 EPS 分别为 0.50 和 0.60 元, 管网瓶颈彻底解决将提高增速。公司污水处理、自来水业务均面临很大的外延拓展空间, 预计重组完成后将加大扩张力度; 考虑公司在西部水务市场的地位及后续注入预期, 给予公司 2010 年 30 倍 PE 水平, 合理价值约为 15.0 元/股, 首次给予“推荐”评级。投资风险主要是资产重组停滞。

盈利预测和财务指标(成都排水公司)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	362	538	591	650	702
(+/-%)	21.4%	48.5%	10.0%	10.0%	8.0%
净利润(百万元)	51	203	231	275	315
(+/-%)	21.1%	301.4%	13.6%	19.2%	14.5%
每股收益(元)	0.51	0.44	0.50	0.60	0.68
EBIT Margin	21.1%	50.6%	52.8%	55.0%	56.6%
净资产收益率(ROE)	4.9%	17.0%	16.7%	17.2%	17.0%
市盈率(PE)	22.9	26.4	23.2	19.5	17.0
EV/EBITDA					
市净率(PB)					

投资摘要

估值与投资建议

预计 2010-2011 年摊薄后 EPS 分别为 0.50 和 0.60 元（不考虑污泥项目和后续资产注入），目前股价（12.0 元）对应动态市盈率分别是 24.0 倍和 20.0 倍。结合相对估值，公司合理价值约为 15.0 元/股，若管网瓶颈彻底解决价值将更高，给予公司“推荐”评级。鉴于公司对于最终控制人成都国资委的定位，我们认为后续可能的资产注入（包括自来水和固废处理业务）将成为其价值不断提升的催化剂。

核心假设或逻辑的变化

（1）业务假设：成都排水集团 09-11 年污水产能利用率为 70%、77% 和 84.7%，对应实际处理量增速分别为 2.7%、10% 和 10%；营业成本增长-14.1%、4.99% 和 5.03%。

（2）公司于年内或明年初完成交割，暂不考虑自来水资产注入。

与市场预期的差异之处

市场认为公司污水处理量由于管网滞后、近期外延扩张不明显，未来两年将放缓至 7% 左右水平。我们认为未来几年反而有望达 10%-15% 的较高增速，基于：

（1）处理量内生增速按规划理论上可达 13%；（2）管网建设权已移交兴蓉投资公司，建设动力加强，与政府努力协商下有望突破管网建设瓶颈；（3）近期污水外延扩张不明显与公司正处于重组期有关，一旦此次重组完成扩张速度将加快；鉴于排水公司的运营实力，兴蓉目前承建的污水厂都可能直接成为收购的目标。

市场认为 09 年实施特许经营后公司污水资产毛利率可能是未来较长一段时间的高点。我们认为根据协议毛利率将维持高水平，甚至随着运营水平改善而提升。

市场部分观点认为水务等公用事业公司业绩增长相对平稳，对应较低估值水平。我们认为我国水务行业一方面发展处于成长阶段（尤其是污水处理行业），行业整合可带来较高增速；另一方面水价长期上涨趋势仍存在，享有估值溢价。

股价变化的催化因素

1、管网建设加快；2、重组后扩张力度加大；3、成都自来水价上调带来资产注入预期

核心假设或逻辑的主要风险

1、重组进程因其他原因而搁置

2、管网建设没有跟上

内容目录

资产重组：即将完成，变身西部污水处理龙头	4
从“化工”到“水务”，资产清晰	4
重组进入最后环节，年内有望完成	4
大股东兴蓉投资公司：“运营实力”、“政府支持”	5
所注入污水及配套资产：稳定增长、高盈利	6
污水处理量：年均有望维持 10%-15% 增长	6
单位毛利：稳定在较高水平，毛利率达 55%	8
污泥处理：2010 年底投产，年贡献净利 3000-4000 万	9
后续可能注入资产分析：不断增值的催化剂	9
自来水项目：有望直接受益于水价上调	9
其他项目	11
盈利预测：污水资产业绩增速达 15%-20%	11
估值：15.0 元/股	12
核心判断的主要风险	12
附表 1：成都排水公司财务预测与估值	13

图表目录

图 1：蓝星清洗重组示意图	4
图 2：兴蓉投资公司发展历程	5
图 3：兴蓉排水盈利能力在水务上市公司中居前	6
图 4：兴蓉公司在水务上市公司中产能规模居前	6
图 5：四川省 08 年底污水处理设计产能及产能利用率	7
图 6：08 年排水公司营业成本构成	8
图 7：09 年排水公司营业成本构成	8
图 8：成都市供水规模增长	9
图 9：07 年成都供水综合生产能力分布（单位：万吨/日）	9
表 1：兴蓉排水资产一览	4
表 2：蓝星清洗重组进展	5
表 3：成都排水公司污水处理量增速测算	7
表 4：成都排水有限责任公司 09 年盈利大幅增长贡献	8
表 5：成都行政区域划分	9
表 6：成都自来水公司资产一览	10
表 7：蓝星清洗盈利预测（百万）	11
表 8：国内外水务公司估值一览（2009.11.11）	12

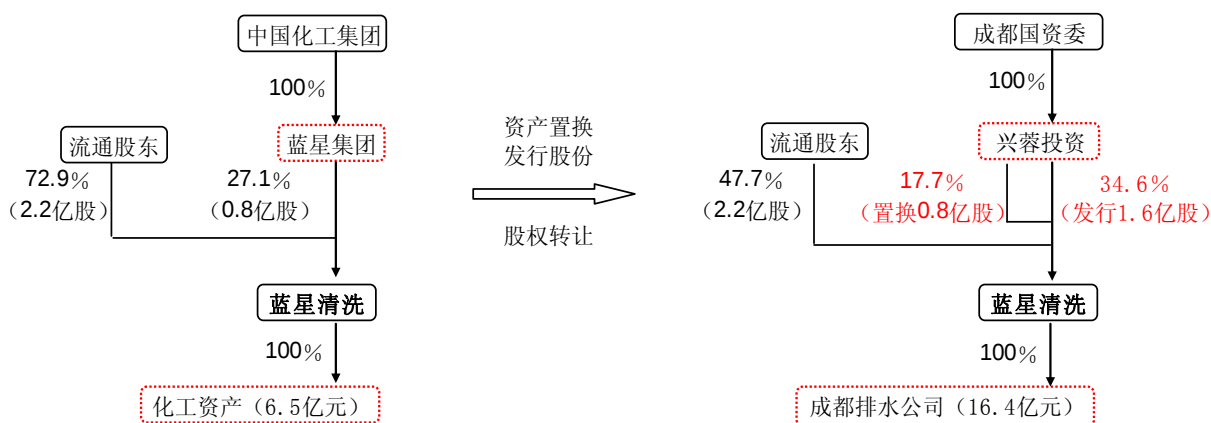
资产重组：即将完成，变身西部污水处理龙头

从“化工”到“水务”，资产清晰

内容：（1）兴蓉公司以所持股 100% 的成都排水有限责任公司（16.4 亿）与蓝星清洗全部资产负债（6.5 亿）置换，差额（9.9 亿）由蓝星清洗向其发行 1.6 亿股购买；（2）兴蓉公司以置换得到的化工资产为对价换取“蓝星集团所持蓝星清洗的 0.8 亿股股份”。二者同时进行，最终结果是蓝星清洗从“化工企业”变身为“西南污水处理龙头”，总股本变为 4.6 亿股，而兴蓉公司持有其 52.3% 股权，共 2.4 亿股。

成都排水有限责任公司目前拥有 8 个污水处理厂，总产能达 130 万立方米/日，负责成都中心城区的污水处理。该资产清晰，具有较高同质性。

图 1：蓝星清洗重组示意图



资料来源：国信证券经济研究所

表 1：成都排水有限责任公司资产一览

	设计产能 (万立方米/日)	投产时间	实际负荷 (万立方米/日)	产能利用率
一厂	40	1991 (10) 1999 (30)	38.0	95%
二厂	30	2004	27.0	90%
三厂	10	2004	8.0	80%
四厂	10	2004	7.5	75%
天回	10	2008.3	2.0	20%
龙潭	10	2008.3	2.0	20%
武侯	10	2008.3	2.0	20%
江安河	10	2008.8	2.0	20%
合计	130		88.5	68%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

重组进入最后环节，年内有望完成

整个重组活动从 6 月份开始，公司已经于 8 月份向证监会提交了相关材料。目前只待获得证监会核准，并豁免兴蓉公司的要约收购义务。预计年内将获批，乐观估计资产交割于年内完成。

表 2: 蓝星清洗重组进展

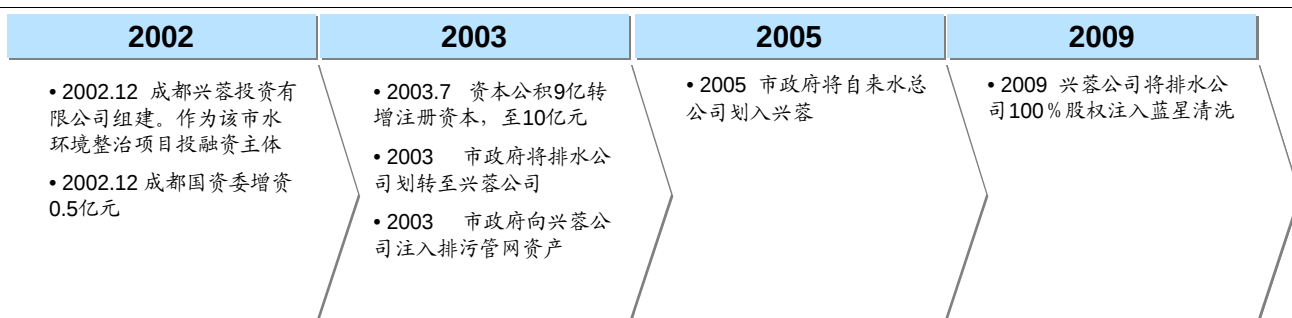
时间	进展
2009-6-5	与置入资产、置出资产相关的评估报告依照国有资产评估管理的相关规定完成备案并取得备案表
2009-8-4	蓝星集团转让存量股份获得国务院国资委的批准
2009-8-6	成都兴蓉投资有限公司拟对公司重大资产重组获四川省国资委批复公告
2009-8-19	09 年第一次临时股东大会通过重组议案
2009 年 8 月	向证监会提交公司重大资产置换的申请材料

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

大股东兴蓉投资公司：“运营实力”、“政府支持”

本次资产置换的股份受让方兴蓉投资公司，2002 年 12 月作为成都水环境整治项目投融资主体成立，是成都市推进投融资体制改革以来，按照市场化机制运作的第一家政府性投资公司，是成都市国资委直接管理的市属企业集团。我们看好公司作为成都市国资委资本运作平台的成长空间。

- (1) 受政府大力支持，供排一体。2003-2005 年，市政府先后注入成都市排水公司和自来水总公司，使其成为国内大中城市里为数不多的供排一体化水务公司。除城市水务资产的投融资、建设和日常经营外，兴蓉投资公司还承担了其他城市基础设施建设项目如中心城水环境综合整治工程，停车场、农贸市场、公共厕所和垃圾中转站项目，农村中小学标准化建设工程，成都技师学院及分院建设，灾后重建项目等。
- (2) 水务资产规模大。污水和供水资产当前处理能力分别达 130 万立方米/日和 138 万立方米/日（包含成都自来水六厂 B 厂 BOT 项目的 40 万立方米/日），是西部地区的水务龙头，规模在水务上市公司中处于中上水平。
- (3) 运营实力强。排水公司技术和运营实力突出，自污水一厂建成 20 年来，排水公司下属污水厂曾多次获得“全国十佳城市污水处理厂”及“全国优秀污水处理厂”称号。08 年及以前，污水处理主要靠政府补贴，08 年净利率和 ROE 分别为 14% 和 4.9%，09 年开始实施特许经营，污水结算价格大幅提升至 1.62 元/立方米，预计全年净利率和 ROE 将分别达到 39.7% 和 12%，在水务上市公司中处于前列。

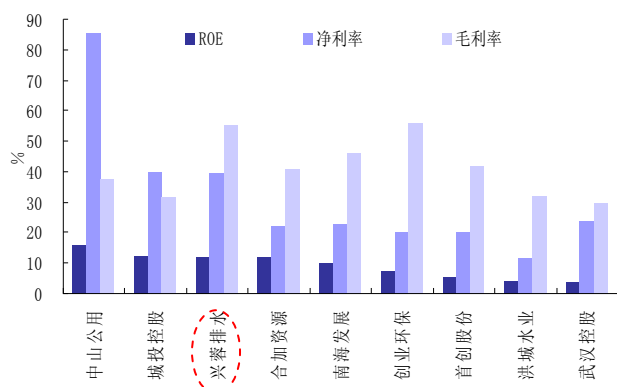
图 2: 兴蓉投资公司发展历程


资料来源：国信证券经济研究所

表 3：兴蓉投资公司旗下资产一览

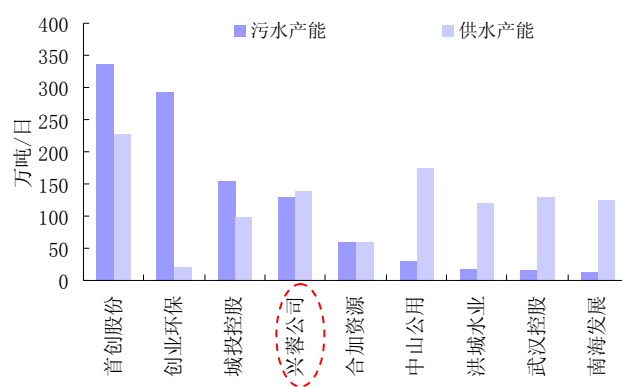
	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
成都市排水有限责任公司	100000	100%	污水处理厂的投资、建设和运营
成都市自来水有限责任公司	100000	100%	自来水生产、供应；工程建设、服务
成都市全城镇水务投资有限公司	10000	100%	成都乡镇供、排水项目的投融资建设
成都市汇锦水业发展有限公司	4000	100%	供水设施、设备的设计、制造、销售及技术服务
成都市污水处理厂	10111		无具体生产经营业务
成都市城市排水监测站	10		对排入城市排水设施的水量、水质进行监测

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所。阴影部分是兴蓉投资公司目前主要业绩贡献点

图 3：兴蓉排水盈利能力在水务上市公司中居后


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

注：中山公用盈利能力如此高主要是参股券商投资收益所致，城投控股则主要受益于盈利能力较高的地产业务

图 4：兴蓉公司在水务上市公司中产能规模居后


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

注：首创股份不含参股和在建项目

所注入污水及配套资产：稳定增长、高盈利

污水处理量：年均有望维持 10%-15% 增长

成都排水公司近几年污水处理量达 10% 以上增长，08 年由于新项目投产增速高达 17%。08 年成都中心城区污水处理率为 82.75%，但排水公司产能利用率仅为 68%，产能足够，关键在于管网建设未跟上。市场认为一方面受致于管网建设，另一方面公司近期几乎没有外延扩张，处理量增速将放缓至 7% 左右。

我们认为未来几年公司污水处理量反而得以较快提升，增速可达 10%-15%，源于：（1）处理量内生增速按规划理论上可达 13%；（2）随着兴蓉公司成为管网承建方，建设速度有望加快；（3）外延扩张力度将加大。

短期内生增长：“用水量”、“污水处理率”驱动，维持 10%-15% 增长

（1）城区人口增加等因素带来的“用水量增加”。成都中心城区近几年用水量呈 8% 左右的增长，预计今后几年将维持该增速；污水排放量一般为用水量的 0.9 左右，也将保持相同增速。

（2）管网建设加快带来的“污水处理率”提升。污水处理率（污水实际处理量/污水排放量）提升有赖于污水处理产能增大和雨污管网配套。4Q08 起市政府将管网建设任务交给兴蓉公司，并且每年（2009-2028）从城建资金中安

排 7.6 亿用于供排水基础设施建设等,这将加快管网建设,提高污水处理率。根据 08 年成都市人民政府颁布的《关于加强全市城镇污水处理厂建设和管理的实施意见》,2010 年底前中心城区和郊区(市)县城镇污水处理率分别达 90%和 70%以上。若污水处理率按期达标,用水量维持 8%增速,则 2009-2010 年实际处理量将维持 13%左右增长。

表 4: 成都排水公司污水处理量增速测算

	2008	2009E	2010E	2020E
用水量	118.89	128.40	138.67	263
产污率	0.90	0.90	0.90	0.90
污水排放量	107.00	115.56	124.80	236.70
污水处理率	82.75%	86%	90%	95%
实际处理量	88.54	99.84	112.32	224.87
污水处理量增速		12.77%	12.50%	年均 8.08%

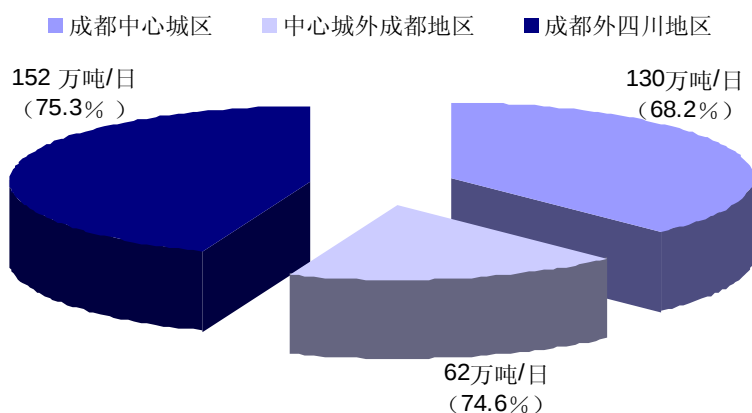
资料来源: 中国建设统计年鉴, 国信证券经济研究所

外延增长: 中心城区成长空间 55%, 区外更大

兴蓉投资公司近期污水产能外延扩张不明显,但这与公司正处于重组期有关。事实上公司有意通过 BOT 等方式加大成都市污水业务的整合,我们认为一旦此次重组完成扩张速度将加快;鉴于排水公司的运营实力,兴蓉目前承建的污水厂都可能直接成为收购的目标,从而带来业绩的超预期增长。

- (1) 中心城区。按照成都市政府规划,到 2020 年中心城区人口会发展到 600 万-800 万,污水排放量和实际处理量分别有望达到 210 和 200 万立方米/日。污水处理能力将在现在基础上增长 55%,2011-2020 年污水处理量年均增速可达 8%。
- (2) 区外拓展。首先,09 年 5 月国务院已经正式批复《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》,并允许在 9 大方面先行先试,其中重要一项就是实现城乡基本公共服务均等化,这将为公司实现整个成都水务业务整合创造条件;其次,成都以外的四川地区污水处理率很低,若项目合适也有整合可能。

图 5: 四川省 08 年底污水处理设计产能及产能利用率



资料来源: 国信证券经济研究所

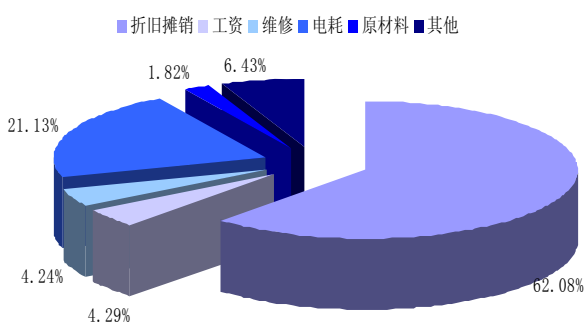
单位毛利：稳定在较高水平，毛利率达 55%

08 年成本构成：折旧摊销占 6 成、电耗占 2 成

排水公司固定成本包括折旧摊销、工资、维修等，基本占据 7 成；变动成本包括电耗、原材料等，其中电耗占据大部分，并达到总成本的 2 成。由于每吨污水处理耗电量基本稳定，电价成为影响成本的关键。

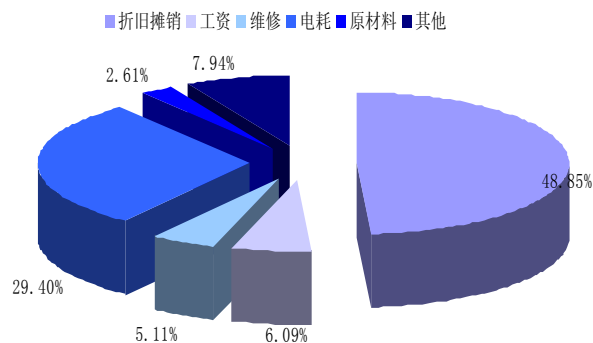
排水公司置入前盈利水平不高，毛利率仅达 25%（08 年）。

图 6：08 年排水公司营业成本构成



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 7：09 年排水公司营业成本构成



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

09 年盈利大幅提升：得益于“特许经营实施”和“管网折旧减少”

09 年 3 月，排水公司获得成都市中心城区特许经营权（2009.1-2038.12），污水处理结算价格 3 年核定一次，首期为 1.62 元/立方米，较 08 年提升 45%；保底污水处理量为设计产能的 70%，即 91 万吨/日，较 08 年实际处理量提升 2.78%。

08 年 10 月，排水公司将旗下雨污管网资产（净资产约 21 亿）无偿划转至兴蓉公司，这块资产不产生收益但产生折旧，将其划转可使排水公司 09 年折旧减少 0.54 亿，也大幅降低了成本中折旧占比。

这充分反映了政府和兴蓉方面对此次重组的大力支持。通过此举，排水公司资产盈利能力大幅提升，毛利率达 55%，单位毛利接近 0.9 元/立方米；09 年 ROE 为 12%，销售净利率达到 37%，在上市公司中处于前列。

表 5：成都排水有限责任公司 09 年盈利大幅增长贡献

	2008	2009	变动幅度	净利润增加（亿元）	净利润相对 08 年增幅
污水处理结算价格（元/立方米）	1.12 *	1.62	44.6%	1.37	268.6%
雨污管网折旧（亿元）	0.54	0.00	-100.0%	0.46	90.2%
污水处理量（万立方米/日）	88.54	91.00	2.8%	0.12	23.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所 注：*所示价格为根据收入和实际处理量算出的模拟价格

以后各年度单位毛利稳定于高水平，甚至可能提升

09 年实施特许经营后污水资产毛利率达到较高水平，市场认为这可能是未来很长一段时间的高点，我们认为毛利率将维持高水平，甚至随着运营水平改善而进一步提升。

首先，固定成本中折旧摊销、维修费用将与 09 年接近，分别维持 1 亿、0.11 亿的水平，或随着固定、无形资产增加而小幅增加；工资近 2 年由于人员增加及改制而增速较大，之后将呈现稳定增长。

其次，电耗尽管作为变动成本主要影响因素，其变动却通过特许经营协议的临时调价机制有效对冲。特许经营协议中规定每 3 年进行例行调整，而电价、增值税若大幅变动将可启动临时调价机制。

再次，公司通过经营改善而导致的成本节约并不会导致污水处理协议价下调。

因此，单位毛利将稳定于 0.9 元/立方米左右的较高水平，并可能随产能利用率提升或技术改进而进一步提高。

污泥处理：2010 年底投产，年贡献净利 3000-4000 万

排水公司目前正在建设的污泥处理项目，处理能力达 400 吨/天，总投资 4 个亿。09 年初开工建设，预计 2010 年底投产。按照成都市中心城区污水处理厂日产生污水污泥近 200 吨算，届时产能利用率在 50% 以上，将采取政府采购的方式进行。如果按照总投资回报率 8%-10% 来算，每年可贡献净利润 3000-4000 万。

后续可能注入资产分析：不断增值的催化剂

自来水项目：有望直接受益于水价上调

售水量未来几年维持 10% 左右增速

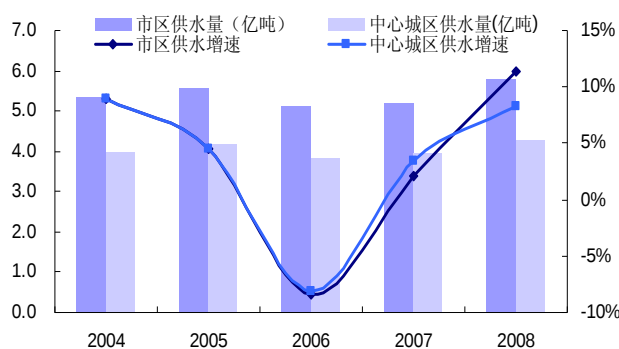
成都当前市辖 9 个市辖区、6 个县，代管 4 个县级市。其中市区分为中心城区（5 个区）和非中心城区（4 个区）两部分。市区 08 年供水量达到 5.8 亿吨，其中中心城区约占 3/4，由兴蓉旗下的自来水公司供应；其它四区约占 1/4，由各区当地自来水公司供应。

表 6：成都行政区划划分

市区	中心城区	青羊区、锦江区、金牛区、武侯区、成华区
	非中心城区	龙泉驿区、青白江区、新都区、温江区
4 个县级市		都江堰市、彭州市、邛崃市、崇州市
6 个县		金堂县、郫县、新津县、双流县、蒲江县、大邑县

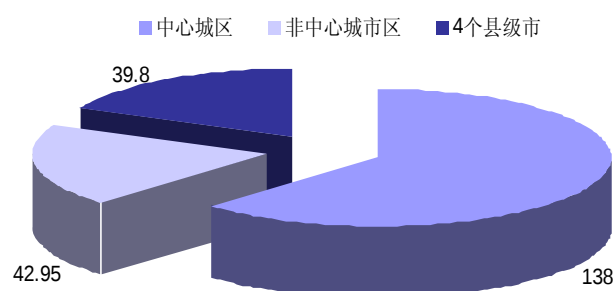
资料来源：成都市统计年鉴，国信证券经济研究所

图 8：成都市供水规模增长



资料来源：中国城市建设统计年鉴，国信证券经济研究所

图 9：07 年成都供水综合生产能力分布（单位：万吨/日）



资料来源：中国城市建设统计年鉴，国信证券经济研究所

首先，成都中心城区将保持稳定的用水自然增长。从市区供水规模增速看，过去 5 年呈现先降后升的过程，06 年出现下降甚至降幅达到 8%，主要是产业调整下东郊许多工业用户外迁所致；近两年供水逐年上升，08 年市区和中心城区供水量分别增长 11.3% 和 8.3%，我们认为市区的产业调整基本到位，未来几年自来水公司供水和售水量增速将维持在 10% 左右。

中心城区 08 年用水量曾一度达到 142 万吨/日，自来水公司当前 138 万吨/日产能（包括向六厂 B 厂所采购部分），已经无法满足其用水需求。目前正在建设六厂 C（产能 40 万吨/日），预计 2010 年底投产，届时产能将达到 178 万吨/日。除了六厂 B 的 40 万吨/日水量由自来水公司向其采购外，其余水厂都拥有从取水、制水、输水到终端售水的完整产业链，拥有管网。

其次，自来水业务的市内整合，空间为自来水公司现有产能的 60%。体现在：（1）周边四区约 43 万吨/日产能，新都、龙泉驿等区由当地自来水厂供水，高峰时期也向兴蓉自来水公司购水，随着近几年这些地区工业以及房地产的迅猛发展，对相关公用基础设施及水质的要求大大提高，加大了整合可能性；（2）四个县级市约 40 万吨/日产能以及 6 个县供水产能，成都作为统筹城乡综合配套试验区，也将为其整合县城、乡镇地区的自来水业务提供良机。

表 7：成都自来水公司资产一览

供水厂	设计产能（万吨/日）	投产时间	产能利用率	投资	盈利模式	销售价格（元/吨）
自来水公司	40				购水（向六厂 B 采购）、输水、售水	1.35
二厂	23		95%	自来水公司	制水、输水、售水；	1.6
二厂	23		95%	自来水公司	制水、输水、售水；	1.6
五厂	15		95%	自来水公司	制水、输水、售水	1.6
六厂 A	60		95%	自来水公司	制水、输水、售水	1.6
六厂 C	40	2010 年底	95%	自来水公司	制水、输水、售水	1.6

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

水价有望上调

（1）自来水公司向六厂 B 厂购水亏损严重。六厂 B 厂是 1997 年 1 月经国家计委批准立项的国内首家自来水 BOT 试点项目，中标方是法国通用水务集团-日本丸红株式会社的投标联合体。1999 年 8 月正式签署了《特许经营权协议》，工程总投资 1.065 亿美元，于 2002 年 2 月投产。《购水协议》上规定成都市自来水总公司以一定价格采购六厂 B 所生产的水，第一年为 0.96 元/m³，最后一年为 1.56 元/m³，在十五年半的运营期间将向项目公司累计支付的水费约达 31.27 亿人民币，同时优先保证供应这 40 万吨水，以确保 B 厂的收益。因此，当前自来水公司在该项目上采购价接近 1.6 元/立方米，而售价仅为 1.35 元/立方米，出现价格倒挂，亏损严重。按照 15% 左右的漏损率计算，并考虑所摊的管网折旧，预计年亏损接近 1 个亿。市财政对自来水公司上缴的城市公用附加费进行全额返还，并给予其他补贴，用于补贴该 BOT 项目。2005 年、2006 年、2007 年和 2008 年给予的补贴数分别为：7100 万、4500 万、5300 万和 5330 万元，仍不能弥补亏损。

（2）新厂建设资金需求。自来水公司大部分厂建设年份已久，因此水价也维持多年不变。为满足用水需求增加，自来水公司开始建设六厂 C 厂（40 万立方米/日），总投资达到 12.6 亿，预计于 2010 年底投产，而兴蓉公司 09 年发行公司债募集资金中仅有 7.5 亿用于该厂建设。

（3）次震亏损。去年四川大地震的次震灾害对公司部分管网造成影响，造成亏损。

08 年底，自来水公司净资产 13.2 亿，净利润 0.62 亿，净资产收益率仅为 4.7 %。我们认为基于以上因素，成都市水价具有一定上调空间。

其他项目

未来大股东兴蓉公司作为国资委下属的公用基础设施企业，目前已涉及垃圾渗滤液项目，将来很可能涉及固废处理（生活垃圾处理和危废处理）。鉴于成都国资委对公司的定位，这些资产不排除注入可能，将使公司不断增值。

盈利预测：污水资产业绩增速达 15 % -20 %

假设：

- （1）业务假设：假设成都排水公司 2009-2011 年污水处理量增速为 2.7 %、10 % 和 10 %（理论可达 13 % 左右），对应污水产能利用率为 70 %、77 % 和 84.7 %。营业成本增长-14.1 %、4.9 % 和 5.0 %，其中 09 年大幅下降源于管网折旧减少。
- （2）资产交割于年底或明年初完成。
- （3）暂不考虑污泥项目收益（政府采购价格未定）和后续资产注入。

预测：

预计 2010-2011 年“排水公司”的净利润分别为 2.31 和 2.75 亿元；若重组于年底或明年初完成，2010-2011 年摊薄后 EPS 分别为 0.50 和 0.60 元，对应增速分别为 15 % 和 20 %。若管网瓶颈完全解决或重组后加大扩张力度，将迎来更大增长。

表 8：成都排水公司盈利预测（百万）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	298	362	538	591	650
营业成本、税金	235	247	259	291	310
营业毛利	63	115	278	301	341
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	5	11	16	18	19
财务费用	2	18	37	45	38
营业利润	56	86	225	238	283
投资、补贴及营业外收支	(5)	(26)	14	34	41
税前利润	51	61	239	272	324
所得税	9	10	36	41	49
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	42	51	203	231	275
EPS（元/股）	0.42	0.51	0.44	0.50	0.60
EBIT	53	77	272	312	358
EBITDA	211	247	387	441	500

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值：15.0 元/股

由于公司重组过程仍在进行中，采用相对估值法对“成都排水公司”进行估值。

国外以及香港市场水务公司的估值相对较低，我们认为这一方面与资本市场的成熟度有关系，另一方面也与水务公司发展阶段有关，法国威立雅等公司规模大，增长速度相对较为缓慢。

市场部分观点认为水务等公用事业公司业绩增长相对平稳，对应较低估值水平。我们认为我国水务行业一方面发展处于成长阶段（尤其是污水处理行业），行业整合可带来较高增速；另一方面水价长期上涨趋势仍存在，享有估值溢价。09、10 年 A 股市场水务公司的平均 PE 水平分别为 46 和 40 倍，而与整个 A 股的相对估值水平长期处在 1.0-1.5 之间。

谨慎起见，我们参考三个市场的平均水平，结合公司在西部水务市场中的地位，给予公司 2010 年 30 倍的 PE 水平，保守盈利预测下对应股价合理水平为 15.0 元/股左右；管网瓶颈完全解决、后续资产注入都将成为公司价值提升的催化剂。

表 9：国内外水务公司估值一览（2009.11.11）

代码	国家	公司简称	PE			PB			市值 (M USD)	PEG		P	贝塔	
			09E	10E	11E	09E	10E	11E		09E	10E		2year	6 月
0855	HK	中国水务	24.9	19.2	10.8	1.7	1.4	1.3	427	..	..	2.5	0.86	0.76
1065	HK	天津创业环保	12.4	15.3	14.0	0.9	0.9	0.8	1148	2.5	3.1	2.4	1.06	0.82
均值			18.6	17.2	12.4	1.3	1.2	1.1	787	2.5	3.1	2.4	0.96	0.79
WTR	US	Aqua America Inc.	20.2	17.9	16.6	2.0	1.9	1.8	2198	2.2	1.9	16.1	0.77	0.64
CWT	US	California Water	17.8	17.0	15.2	1.8	1.7	1.6	742	2.3	2.2	35.8	0.71	0.69
AWR	US	American States Water	18.9	16.4	15.7	1.7	1.7	1.6	623	2.3	2.0	33.7	0.87	0.69
SJW	US	SJW Corp.	27.3	20.1	17.0	..	..	..	409	1.8	1.3	22.1	1.03	0.89
MSEX	US	Middlesex Water Co	23.1	20.2	18.1	..	..	..	218	2.9	2.5	16.1	0.80	0.90
VIE	FP	Veolia Environnement	19.8	16.3	13.8	1.5	1.5	1.4	17002	5.5	4.5	23.0	1.06	1.01
SEV	FP	Suez Environnement SA	19.2	17.0	14.6	2.0	2.0	1.9	11094	5.5	4.9	15.2	..	0.71
均值			20.9	17.8	15.9	1.8	1.7	1.6	4612	3.2	2.8	23.1	0.87	0.79
000826	CH	合加资源	38.2	25.4	20.0	5.3	4.4	3.6	831	1.0	0.6	13.9	0.89	0.97
600008	CH	首创股份	54.7	48.9	43.6	3.1	2.9	2.7	2249	5.8	4.1	7.0	1.21	1.04
600323	CH	南海发展	29.2	25.8	20.7	2.8	2.5	2.3	422	6.3	1.7	10.9	0.79	0.91
600461	CH	洪城水业	61.4	51.9	48.7	3.0	2.8	2.7	221	3.2	2.8	10.8	0.90	1.02
600649	CH	城投控股	30.3	21.3	21.8	2.7	2.4	2.1	4454	-1.9	0.5	13.3	1.06	1.02
600874	CH	创业环保	38.6	35.3	32.5	2.8	2.6	2.4	1148	7.4	3.3	6.7	1.13	1.00
600283	CH	钱江水利	62.0	56.9	48.5	3.4	3.2	3.0	513	2.9	6.4	12.5	1.14	1.06
600168	CH	武汉控股	56.4	54.1	47.2	2.3	2.2	2.1	507	5.8	13.0	8.0	1.06	1.06
均值			46.4	40.0	35.4	3.2	2.9	2.6	1293	3.8	4.1	10.4	1.02	1.01
三市均值			28.6	25.0	21.2	2.1	1.9	1.8	2231	3.2	3.3	12.0	0.95	0.86

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、重组进程不如预期；
- 2、管网建设没有跟上。

附表 1：成都排水公司财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	360	27	27	70	营业收入	362	538	591	650
应收款项	24	9	9	10	营业成本	274	234	246	259
存货净额	2	2	2	2	营业税金及附加	0	1	1	1
其他流动资产	35	52	58	63	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	421	90	96	146	管理费用	11	31	32	34
固定资产	1371	1543	1694	1648	财务费用	18	37	45	38
无形资产及其他	383	618	604	589	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(3)	0	0	0
资产总计	2186	2262	2404	2394	营业利润	61	239	272	324
短期借款及交易性金融负债	30	231	224	30	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	131	169	167	165	利润总额	61	239	272	324
其他流动负债	493	51	51	51	所得税费用	10	36	41	49
流动负债合计	654	451	442	247	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	490	606	572	538	归属于母公司净利润	51	203	231	275
其他长期负债	7	7	7	7					
长期负债合计	496	612	578	544	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1150	1063	1021	791		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	51	203	231	275
股东权益	1036	1198	1383	1603	资产减值准备	1	(0)	0	(0)
负债和股东权益总计	2186	2262	2404	2394	折旧摊销	170	115	129	142
					公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)
					财务费用	18	37	45	38
					营运资本变动	(327)	(406)	(8)	(8)
					其它	15	34	41	35
					经营活动现金流	(91)	(55)	392	443
					资本开支	(525)	(521)	(264)	(82)
					其它投资现金流	36	3	3	3
					投资活动现金流	(489)	(517)	(261)	(78)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	149	317	(41)	(228)
					支付股利、利息	(26)	(78)	(91)	(93)
					其它融资现金流	(222)	201	(7)	(194)
					融资活动现金流	139	239	(132)	(321)
					现金净变动	(111)	(333)	0	43
					货币资金的期初余额	472	360	27	27
					货币资金的期末余额	360	27	27	70
					企业自由现金流	(617)	(580)	122	357
					权益自由现金流	(468)	(295)	44	96

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.51	0.44	0.50	0.60
每股红利	0.00	0.09	0.10	0.12
每股净资产	10.36	2.60	3.00	3.47
ROIC	3%	13%	13%	15%
ROE	5%	17%	17%	17%
毛利率	24%	56%	58%	60%
EBIT Margin	21%	51%	53%	55%
EBITDA Margin	68%	72%	75%	77%
收入增长	21%	48%	10%	10%
净利润增长率	21%	301%	14%	19%
资产负债率	53%	47%	42%	33%
息率	0.0%	4.1%	4.7%	5.6%
P/E	..	..	..	..
P/B	..	..	..	..
EV/EBITDA	..	..	..	..

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				