

2010 年 03 月 10 日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 6.48-7.29 元

受益于城市扩张和三峡水环境治理的重庆水务龙头

——重庆水务(601158)新股研究

核心观点

询价结论

申购建议: 我们预计重庆水务 2010、2011 和 2012 年分别实现主营业务收入 34 亿元、35.5 亿元、44 亿元, 同比分别增长 24.6%、4.4%、23.94%; 净利润分别为 12.91 亿元、13.72 亿元、16.11 亿元, 同比分别增长 27.33%、6.28%、17.42%, 对应 2010-2012 年 EPS 分别为 0.27 元、0.29 元、0.34 元。考虑到重庆水务受益于重庆市城市扩展和三峡库区水环境治理带来的成长性, 我们认为给予其 2010 年 24-27 倍市盈率较为合理, 对应的询价区间为 6.48-7.29 元。

基础数据

总股本(万股)	430000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	123.62
每股净资产(元)	1.66
建议询价区间(元)	6.48-7.29

主要依据

重庆水务集团股份有限公司前身为重庆市水务控股(集团)有限公司, 成立于 2001 年 1 月 11 日, 系由重庆市人民政府出资组建的国有独资公司。公司为重庆市最大的供排水一体化经营企业, 拥有已正式投入运营的自来水厂 28 个, 设计供水能力 143.9 万吨/日; 污水处理厂 36 个, 设计污水处理能力 168.3 万吨/日。公司供水服务区域约 326.4 平方公里, 服务城镇人口约 397.2 万人, 在重庆主城区市场占有率约为 66%, 在重庆市场占有率约为 39%。公司已正式投入运行的污水处理业务服务面积约 739.5 平方公里, 服务城镇人口约 872.7 万人, 在重庆主城区市场占有率约为 72%, 在整个重庆市占有率约为 79%。

公司受益于重庆市城市扩张。根据重庆市两个 1000 的规划, 即在 2020 年把主城区面积由现有的 500 平方公里提升到 1000 平方公里, 现有主城区人口由 500 万提升到 1000 万。这将给公司供排水业务的扩展带来保障。

公司受益于三峡水环境治理。三峡库区及影响区水体防护治理工作繁重而艰巨, 公司是三峡水环境治理特别是污水治理的主体企业。从 2001 年到 2010 年, 国家将预计投入 392.2 亿元用于治理三峡水污染。目前国家又修订该规划, 新增加投资 200 多亿元。重庆是三峡库区及影响区水体防护治理的重要地区, 公司是重庆市尤其是三峡库区污水处理项目的主要投资运营载体, 三峡库区污水处理项目的建设和运营将对公司产生积极影响。

研究员: 巩俊杰

电话: 010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 鲁儒敏

电话: 010-84183246

Email: lurumin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

一、本次发行一般情况

表 1 公司 IPO 发行基本参数

公司名称	重庆水务集团股份有限公司
公司简称	重庆水务
发行地	上海证券交易所
网上发行日期	3 月 16 日
申购代码	601158
发行股数	50000 万股
发行方式	网下向股票配售对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合
发行后总股本	480000 万股
发行后全面摊薄每股收益（2009）	0.21 元/股
发行后每股净资产	1.66 元/股

资料来源：招股意向书，国都证券研究所

二、公司基本情况

1. 公司概况

重庆水务集团股份有限公司前身为重庆市水务控股（集团）有限公司，成立于 2001 年 1 月 11 日，系由重庆市人民政府出资组建的国有独资公司。

公司为重庆市最大的供排水一体化经营企业，拥有已正式投入运营的自来水厂 28 个，设计供水能力 143.9 万吨/日；污水处理厂 36 个，设计污水处理能力 168.3 万吨/日。公司供水服务区域约 326.4 平方公里，服务城镇人口约 397.2 万人，在重庆主城区市场占有率约为 66%，在重庆市场占有率约为 39%。公司已正式投入运行的污水处理业务服务面积约 739.5 平方公里，服务城镇人口约 872.7 万人，在重庆主城区市场占有率约为 72%，在整个重庆市占有率约为 79%。

2. 股权结构

公司上市前的股东分别为：（1）重庆市水务资产经营有限公司，持股比例为 85%；（2）重庆苏渝实业发展有限公司，持股比例为 15%。公司注册地点为中国重庆市渝中区龙家湾 1 号，注册资本为 430000 万元。

表 2 发行前后公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股数（万股）	持股比例	股数（万股）	持股比例
重庆市水务资产经营有限公司	365500	85%	360500	75.10%
重庆苏渝实业发展有限公司	64500	15%	64500	13.44%
全国社会保障基金理事会			5000	1.04%
社会公众股			50000	10.42%
合计	430000	100%	480000	100%

资料来源：招股意向书

3. 主要财务指标

表 2 公司最近三年主要财务数据

指标	2009 年度	2008 年度	2007 年度
流动比率	3.54	3.16	3.49
速动比率	3.47	3.11	3.43
资产负债率（母公司口径）	40.80%	42.88%	38.88%
应收账款周转率（次/年）	4.22	5.04	3.76
存货周转率（次/年）	23.57	23.61	18.3
息税折旧摊销前利润（万元）	166,371.98	152,937.62	147,197.62
利息保障倍数	14.07	12.66	10.55
每股经营活动现金流量（元）	0.38	0.24	0.35
每股净现金流量（元）	0.17	-0.11	0.04
每股净资产（元）（全面摊薄）	1.66	1.49	1.45
无形资产占净资产注的比例	0.07%	0.07%	0.04%
净资产收益率：			
归属于公司普通股股东的净利润			
— 加权平均	15.12%	11.65%	14.68%
扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润			
— 加权平均	14.51%	11.23%	11.90%
每股收益：			
归属于公司普通股股东的净利润			
— 基本每股收益（元）	0.24	0.17	0.21
扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润			
— 基本每股收益（元）	0.23	0.17	0.17

资料来源：招股意向书

4. 募集资金投资项目分析

公司募集资金将用于重庆市供水项目和三峡库区及影响区污水处理项目。具体项目如下：

表 4 重庆水务募集资金投资项目

序号	工程项目名称	以本次募集资金投入（万元）
一	三峡库区及影响区污水处理项目	89,542
1	重庆市主城排水一期项目	62,116
2	重庆市主城排水二期项目	8,364
3	大渡口城市污水处理项目	2,575
4	李家沱城市污水处理项目	3,109
5	万盛城市污水处理项目	1,561
6	梁平城市污水处理项目	2,066
7	中梁山城市污水处理项目	3,012
8	井口城市污水处理项目	4,187
9	永川城市污水处理项目	2,552
二	重庆市供水项目	112,084
	主城区净水一期工程沙坪坝水厂改造工程	
1		16,777
2	西永微电子工业园区供水工程	4,559
3	九龙工业园 C 区供水工程	1,690
4	重庆市万盛城区供水工程	2,450
5	重庆市井口水厂一期项目	58,378

6	重庆市丰收坝水厂二期项目	28,230
合计		201,626

资料来源：招股意向书

三、行业发展趋势

1、污水处理行业发展较快

随着我国供水量的稳步增加，全国污水排放量亦呈现快速增长趋势，水体污染问题日益突出。根据国家统计局统计年鉴显示，1998 年至 2008 年期间，工业废水排放总量由 200 亿吨，增长到 241.7 亿吨，年平均增长率为 1.9%；生活污水排放量由 195.0 亿吨，增长到 330.0 亿吨，年平均增长率为 5.4%。目前我国的污水处理率仅为 50%左右，远远落后于美国、瑞士、荷兰等发达国家将近 100%的污水处理率水平。加大污水处理事业投资力度，提高污水处理率和再生水利用率是有效防治水污染和缓解水资源供需矛盾的主要途径。我国“十一五”规划纲要指出，要加强城市污水处理设施建设，到 2010 年城市污水处理率不低于 70%。根据 2007 年国务院同意发改委会同有关部门制定的《节能减排综合性工作方案》，“十一五”期间将新增城市污水日处理能力 4,500 万吨。

2、重庆市及三峡库区污水处理工程浩大

根据国家环保总局公布的《三峡库区及其上游水污染防治规划(2001-2010 年)》，确定从 2001 年到 2010 年，国家将预计投入 392.2 亿元用于治理三峡水污染。这是新中国建立以来，国家投资最大的水污染治理工程。为从源头上治理污染，国家在三峡库区及其上游划定了总面积 79 万平方公里的水污染防治区，规划在这些地区分阶段建设 150 多座污水处理厂，在沿江重点城镇新建 110 多座污水处理设施，使三峡库区、影响区和上游区生活污水处理率分别达到 95%、85%和 75%以上。

3、市场化成为水务行业发展的重要趋势

以效率为目标的市场化已成为国际水务行业发展的主流趋势。由于水资源短缺日益加剧，以及水资源综合利用和开发的要求，打破行业垄断，通过市场竞争的方式，选择具有技术优势、管理优势、经营优势、规模优势的水务企业进行经营，已经成为行业发展的趋势。自上世纪 80 年代以来，全球范围内出现了水务行业的市场化和私有化的浪潮。国外水务行业市场化主要有两种方式：（1）私有化方式，即供排水权和水务企业成为私有财产，可以自由转让，自主经营；（2）特许经营权方式，即城市供排水处理设施的所有权为政府，政府通过出让“特许经营权”的方式将供排水设施的建设、运营权出包给企业。

目前，我国水务行业也开始了引入市场效率的改革。我国的水务企业经历了由成立之初的公益型全民制企业，逐渐转变为以经营效益为目标的公司制企业；由国家垄断、地区垄断到市场逐步开放的过程。2002 年，中国建设部颁布了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》以及《市政公用事业特许经营管理办法》，逐步建立起了以特许经营为核心的适应城市水务行业特点的新制度体系，极大地促进了该行业的效率提升和可持续发展。

4、行业市场化程度和行业集中度都很低

我国水务行业正在经历由政府高度垄断到逐渐开放的市场化发展阶段。我国水务行业长期以来存在地方垄断性，规模化不足，产权结构单一的特征。2002 年以来，我国

水务行业产业政策已经允许多元资本跨地区、跨行业参与市政公用企业经营，并且采取特许经营的模式从事城市供排水业务经营。但是由于长期以来的政策制约和水务行业自然垄断特征，目前我国水务行业的市场化程度和行业集中度仍然很低。

目前，我国 90% 以上的水务资产由各地政府控制和管理，跨地区跨行业的市场化经营比例仍然很小。全国约有 3,000 多家水厂，其中最大的自来水企业市场份额不足 3%，行业集中度仍然很低。在经营模式方面，许多城市的自来水厂和污水处理厂主要由各地方政府授权下属市政部门或自来水公司经营管理，维持政府建、政府管、政府运营的非市场化状态。在盈利模式方面，供水业务采用政府定价和财政补贴的模式，污水处理业务则主要依靠政府财政补贴，市场化程度较低。

四、公司竞争优势

1、区域垄断优势

公司是重庆市最大的供排水公司，拥有重庆市政府授予的供排水特许经营权，特许经营期 30 年，在特许经营区域范围内，独家从事供排水服务。截止 2009 年 12 月 31 日，本集团供水服务区域 326.4 平方公里，服务人口 397.2 万人，在重庆主城区市场占有率约为 66%，在重庆市场占有率约为 39%，本集团及本集团合营、联营公司供水服务业务在重庆主城区市场占有率约为 91%，在重庆市场占有率约为 54%。截止 2009 年 12 月 31 日，本集团已投运的污水处理业务服务面积 755.2 平方公里，服务城镇人口 891.3 万人，在重庆主城区市场占有率约为 72%，在整个重庆市占有率约为 79%。本集团及本集团合营公司污水处理业务在重庆主城区市场占有率约为 95%，在重庆市场占有率约为 96%。

重庆市建成区域迅速扩大将对重庆水务供排水业务带来巨大可操作扩展空间。根据重庆市两个 1000 的规划，即在 2020 年把主城区面积由现有的 500 平方公里提升到 1000 平方公里，现有主城区人口由 500 万提升到 1000 万。这将给公司供排水业务的扩展带来保障。

2、受益于三峡水环境治理

三峡水环境治理中外瞩目，水环境的好坏决定了三峡工程的成败。三峡水环境的重要性决定了无论是中央还是重庆市都会高度重视，当三峡库区蓄水后，三峡库区及影响区水体防护治理工作繁重而艰巨，公司是三峡水环境治理特别是污水治理的主体企业。根据《三峡库区及其上游水污染防治规划(2001-2010 年)》，从 2001 年到 2010 年，国家将预计投入 392.2 亿元用于治理三峡水污染。目前国家又修订该规划，新增加投资 200 多亿元。重庆是三峡库区及影响区水体防护治理的重要地区，公司是重庆市尤其是三峡库区污水处理项目的主要投资运营载体，三峡库区污水处理项目的建设和运营将对公司产生积极影响。

3、供水价格上涨提高毛利率

供水业务的驱动力有两个方面：一是重庆市城镇化率提高带来的用水量增加，而是供水价格的提高。根据我们在行业部分的分析重庆市未来 10 年用水人口的复合增长率达 7.17%，结合公司产能的增长，我们预计公司供水量 2009-2011 年的增长幅度为 6.70%、7.29%、12.88%。2010 年起居民供水价格由 2009 年的 2.10 元提高到 2.50 元；非居民价格提高 6 毛到 3.25 元。水价提高将使得毛利率有较大的提高，2009-2011 年公司业务毛利增长速度快于收入的增长。

五、盈利预测

供水业务：预计重庆市未来城市人口增长率在 7% 左右，结合公司产能的扩张和利用率提升，我们预计供水量 2009-2011 年增长率依次为 6.84%、7.08%、12.15%；2010 年供水价格上涨，导致当年毛利率有明显提升。

污水处理业务：污水处理量增速 2009-2011 年保持在 17.68%、9.04%、13.35%，2011 年初污水处理价格的下调会对当年毛利率有所影响。

我们预计重庆水务 2010、2011 和 2012 年分别实现主营业务收入 34 亿元、35.5 亿元、44 亿元，同比分别增长 24.6%、4.4%、23.94%；净利润分别为 12.91 亿元、13.72 亿元、16.11 亿元，同比分别增长 27.33%、6.28%、17.42%，对应 2010-2012 年 EPS 分别为 0.27 元、0.29 元、0.34 元。

表 5 重庆水务盈利预测（单位：百万元）

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1970.99	2369.41	2729.38	3400.00	3550.00	4400.00
减：营业成本	935.36	1099.69	1325.25	1500.00	1650.00	2171.00
营业税金及附加	11.19	11.77	15.78	19.66	20.52	25.44
营业费用	21.44	34.16	38.92	48.49	50.63	62.75
管理费用	174.61	232.77	276.12	337.96	353.58	437.80
财务费用	53.37	237.90	58.53	79.41	-28.79	-76.67
资产减值损失	17.98	20.49	3.50	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	254.22	61.34	65.99	90.00	95.00	100.00
公允价值变动损益	1.18	-2.19	1.48	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1012.44	791.78	1078.75	1504.48	1599.06	1879.69
加：其他非经营损益	52.90	75.36	96.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	1065.33	867.14	1175.04	1504.48	1599.06	1879.69
减：所得税	153.55	130.25	160.13	212.17	225.61	266.95
净利润	911.78	736.89	1014.91	1292.31	1373.45	1612.74
减：少数股东损益	0.18	0.67	0.77	0.99	1.05	1.23
归属母公司股东净利润						
润	911.60	736.22	1014.14	1291.33	1372.41	1611.51
EPS	0.21	0.17	0.24	0.27	0.29	0.34

资料来源：国都证券研究所

六、估值定价及申购建议

以 2010 年 3 月 10 日收盘价计算，水务类上市公司 2010 年市盈率为 38 倍，而 2009 年欧美水务板块的平均动态市盈率为 20 倍左右。造成国内外水务行业市盈率差距较大的原因是，欧美水务行业已经接近饱和，增长非常缓慢；而国内的水务行业主要是最近几年才发展起来，行业产能远远没有满足市场需求，增长速度较快。但是应该看到，水务行业是公用事业，其盈利受到国家严格控制，只能获得相对的合理利润，很难达到超额盈利水平。水务公司价值的提升机会将来自于新增投资项目和水价上涨，水务行业可以在水价调整中增加盈利能力。考虑到重庆水务受益于重庆市城市扩展和三峡库区水环境治理带来的成长性，我们认为给予其 2010 年 24-27 倍市盈率较为合理，对应的询价区间为 6.48-7.29 元。

表 6 水务类比公司市盈率统计表

证券代码	证券简称	3月10 日收盘 价	EPS				PE				PB
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	
000685.SZ	中山公用	28.76	0.95	1.29	1.47	1.65	30.27	22.35	19.57	17.41	4.41
000712.SZ	锦龙股份	22.00	0.07	0.73	0.90	1.08	314.29	30.28	24.54	20.38	10.62
000826.SZ	合加资源	16.49	0.28	0.36	0.54	0.70	58.89	45.30	30.67	23.61	6.54
600008.SH	首创股份	7.71	0.12	0.14	0.19	0.20	65.01	54.03	41.56	38.32	3.64
600168.SH	武汉控股	8.84	0.13	0.14	0.15	0.17	68.00	62.47	59.97	52.28	2.63
600283.SH	钱江水利	10.53	0.17	0.17	0.21	0.24	61.94	60.94	50.43	43.03	3.15
600323.SH	南海发展	12.80	0.35	0.36	0.68	0.53	36.57	35.11	18.95	23.99	3.54
600461.SH	洪城水业	15.01	0.15	0.18	0.21	0.22	101.56	85.24	71.96	67.61	4.23
600649.SH	城投控股	11.86	0.55	0.47	0.67	1.34	21.45	25.08	17.82	8.88	2.55
600874.SH	创业环保	8.18	0.16	0.18	0.20	0.22	51.13	46.56	41.13	37.33	3.59
平均值							89.90	46.74	37.66	33.28	

资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

七、风险提示

1、能源供应及价格风险。公司使用的主要动力能源为电力。及时、充足的电量供应和稳定的电价，是公司进行正常生产和获得稳定收益的前提。电费成本占公司主营业务成本的 20%左右，电价的上涨将可能导致公司收益的下降。在其他因素不变的前提下，如果电价每增加 10%，则公司的主营业务成本将相应增加约 2%，每股收益将降低 0.006 元。因此供电不及时、不充足，以及电价上涨，都可能影响公司的生产经营和经济效益。

2、产品价格和服务收费的限制，会对公司经营成果和财务状况产生负面影响的风险。公司供水价格和污水处理服务政府采购结算价格须由政府核定。供水业务直接涉及到工业生产、商业服务和居民的生活质量，国家和地方政府对自来水价格有严格的规定，公司存在因供水业务成本上升而水价不能及时得到调整导致的经营和效益风险。污水处理服务的结算模式可概括为“政府特许、政府采购、企业经营”，公司存在因污水处理服务成本上升，而污水处理结算价格不能及时得到调整导致的经营和效益风险。

3、汇率风险。公司持有 3 笔外币借款，其中日本海外经济协力基金贷款转贷 1539137 万日元，法国政府贷款转贷 119 万欧元，国际复兴开发银行贷款转贷 4436 万美元。人民币兑换该等外币汇率的变动所产生的汇兑损益，将对公司的财务费用及利润总额产生影响。人民币兑换以上外币的贬值可能令公司产生汇兑损失，从而增加当期的财务费用；反之人民币升值则可能令公司产生汇兑收益，从而减少当期的财务费用。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			