

公用事业 - 供水供气

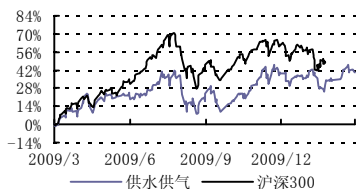
2010 年 3 月 12 日

重要资料

总股本 (百万股)	4800.00
流通股 (百万股)	500.00
募集资金总额	201,626 万
行业 PE (X)	37
定价区间 PE (X)	25 - 28 倍
第一大股东	重庆市水务资产经营有限公司
公司网址	/

财务数据	2007	2008	2009
营业收入 (百万)	1,971	2,369	2,729
增长率%	64.71%	20.29%	15.2%
净利润 (百万)	912	737	1,015
增长率%	827%	-19.18%	37.75%
毛利率%	52.54%	53.59%	51.45%
净利率%	46.25%	31.07%	37.16%
ROE	14.61%	11.50%	14.19%
ROA	8.17%	6.38%	8.20%
资产负债率	44.04%	44.40%	42.10%

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
供水供气	5.03%	0.62%	44.08%
沪深 300	1.75%	-8.34%	47.57%

顾静

(0755)83199599-8206
gujing@cscs.com.cn

分析师声明

本人, 顾静, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

区域优势显著的水务龙头

——重庆水务 (601158) 新股定价报告

定价区间: 6.65-7.45 元

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2729.38	3098	3284	3586
净利润 (百万元)	1014	1277	1321	1452
每股收益 (元)	0.21	0.27	0.28	0.30
营业收入增长率%	15.19%	13.52%	5.99%	9.20%
净利润增长率%	37.75%	25.87%	3.52%	9.85%

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司是西部水务龙头企业, 具有供排水一体、厂网一体、产业链完整的特点; 公司主营业务突出, 盈利能力稳定, 即将成为国内最大的水务上市公司。
- 供水业务价量齐升。重庆经济正处于高速发展阶段, GDP 多年保持两位数以上的增长。根据规划, 未来 10 年重庆主城区面积及城市人口均将实现翻番。预计未来 3 年公司售水量增速为 10% 左右 (全国城市供水量年均增速约为 1%); 随着 2010 年公司水价提升, 供水项目逐年投产, 预计公司未来 3 年年均供水销售收入增速可达 30% 以上。
- 污水业务面临良好发展机遇, 定价机制保障盈利空间。根据规划, 国家预计将投入 640 亿元用于治理三峡水污染, 重庆市镇乡污水处理水集中处理率将在未来十年间从不足 30% 增加至 90% 以上; 根据合理的定价机制, 公司可通过提高经营水平, 降低营业成本, 获得超额利润。从 2007 年到 2009 年, 公司污水业务单位业务成本下降幅度近 15%, 净资产收益率从 14.84% 上升至 16.27%。
- 根据我们的预测, 预计公司 2010 年到 2012 年摊薄后的每股收益分别为 0.27 元、0.28 元、0.30 元。目前国内可比水务公司 2010 年平均市盈率在 37 倍左右, 已包括水价上调预期及概念影响。结合最近大盘股发行情况, 发行市盈率为 20-23 倍左右, 考虑到公司良好的成长性, 我们保守给予公司 25-28 倍的 PE 估值, 对应发行价为 6.65-7.45 元。
- 风险提示: 1) 项目投产进度水价变化幅度低于预期; 2) 区域发展低于规划预期。

公司概况 - 区域水务龙头

公司是西部水务龙头企业，具有供排水一体、厂网一体、产业链完整的特点；截止 2009 年 12 月 31 日，包括合营、联营公司在内，公司供水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%。公司及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%。

公司自成立后获得重庆市人民政府的供排水特许经营权，特许经营期为 30 年，期满后有优先选择权，区域垄断优势有保障。从规模来看，公司即将成为国内最大的水务上市公司。

Figure 1 水务公司规模比较

单位：百万元

证券代码	证券简称	20091H		2008		2007	
		营业收入	利润总额	营业收入	利润总额	营业收入	利润总额
601158.SH	重庆水务	1212.4735	662.6145	2369.4123	867.1386	1970.9865	1065.3336
600008.SH	首创股份	808.5719	151.8234	1734.2917	433.5704	1410.6541	675.88
600874.SH	创业环保	587.66	148.807	1159.307	310.238	1004.117	274.959
600283.SH	钱江水利	333.6812	41.2565	371.1903	66.5749	387.1026	51.3981
600323.SH	南海发展	207.2372	62.9894	423.8862	131.0921	411.9247	153.5533
600168.SH	武汉控股	103.3454	34.2724	237.4635	68.6058	262.8056	80.3987
600461.SH	洪城水业	103.312	18.3903	190.1918	29.8128	182.6738	44.4197

资料来源：WIND、世纪证券研究所

股权结构

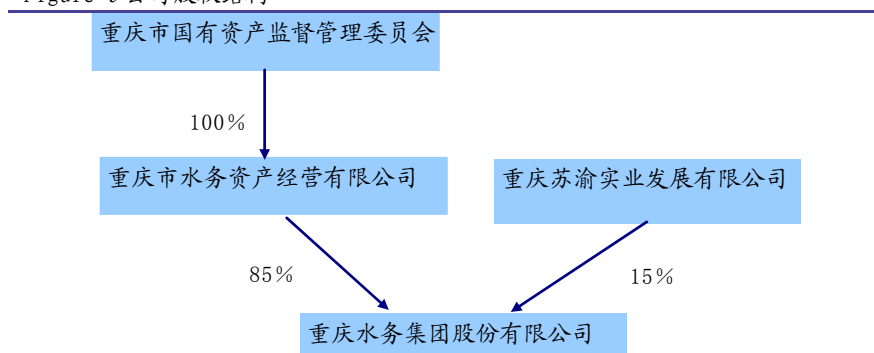
公司的前身为重庆市水务控股（集团）有限公司，成立于 2001 年 1 月 11 日，为重庆市人民政府出资组建的国有独资公司。2007 年 8 月，重庆市水务控股（集团）有限公司股东会通过决议，同意以 2007 年 6 月 30 日经审计的净资产账面值折为股本 430,000 万股，整体变更为重庆水务集团股份有限公司。重庆市水务资产经营有限公司持有 365,500 万股，占股本总额的 85%；重庆苏渝实业发展有限公司持有 64,500 万股，占股本总额的 15%。

Figure 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
水务资产经营公司	365,500	85%	360,500	75.10%
苏渝公司	64,500	15%	64,500	13.44%
全国社会保障基金理事会	—	—	5,000	1.04%
社会公众股	—	—	50,000	10.42%
合 计	430,000	100%	480,000	100.00%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 3 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

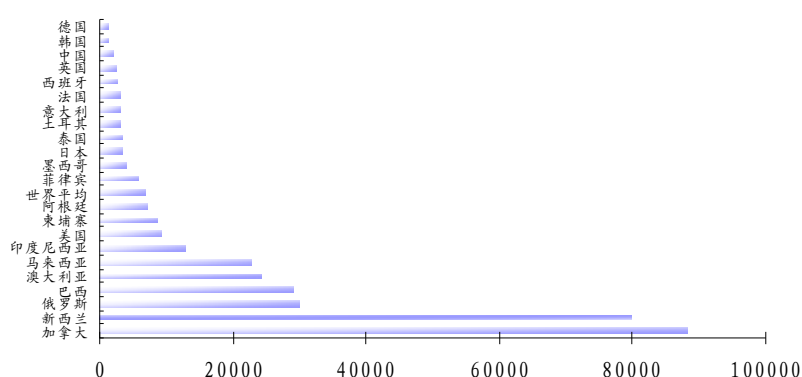
供水行业：小幅稳定上涨，水价呈上调趋势

水资源贫乏迫在眉睫

从全球范围来看，目前有 14 亿人缺乏安全清洁的饮用水，即平均每 5 人中便有 1 人缺水。估计到 2025 年，全世界将有近 1/3 的人口（23 亿）缺水，波及的国家和地区达 40 多个，中国是其中之一。

中国人口占全球的 22%，而淡水量仅占 8%，人均水资源占有量约为世界平均水平的 30%。目前国内有 300 个城市缺水，其中 110 个城市严重缺水，主要分布在华北、东北、西北和沿海地区，水已经成为这些地区经济发展的瓶颈。2010 年后，国内将进入严重缺水期，有专家估计，2030 年前中国的缺水量将达到 600 亿吨。因此，为保证我国经济的可持续发展，淡水资源问题的解决已迫在眉睫。

Figure 4 世界各国人均水资源量 单位：吨



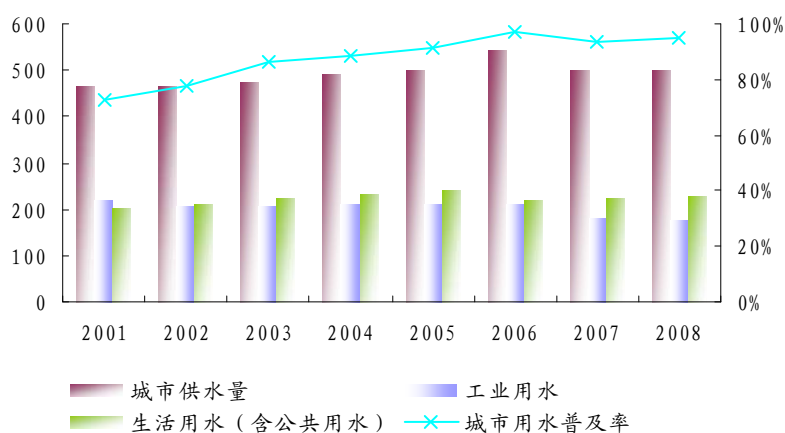
资料来源：2007 年世界银行《世界发展指标》

城市供水小幅稳定增长

从城市供水来看，2001 年到 2008 年，城市供水从 466.12 亿吨增加 501.1 亿吨，年均复合增长率约为 1%，城市用水普及率从 72.33% 提高到

94.7%，城市供水市场已进入成熟阶段，行业规模趋于稳定。

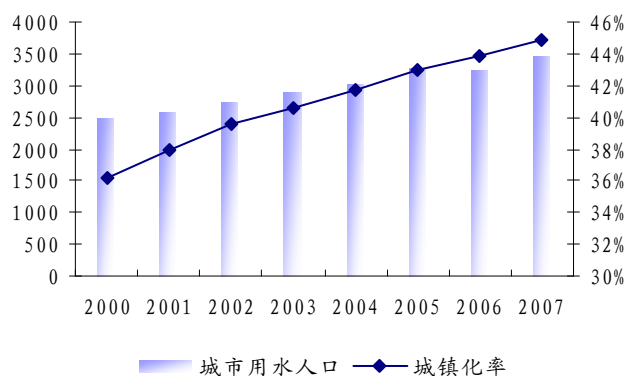
Figure 5 全国城市供水量增长情况 单位：亿吨



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

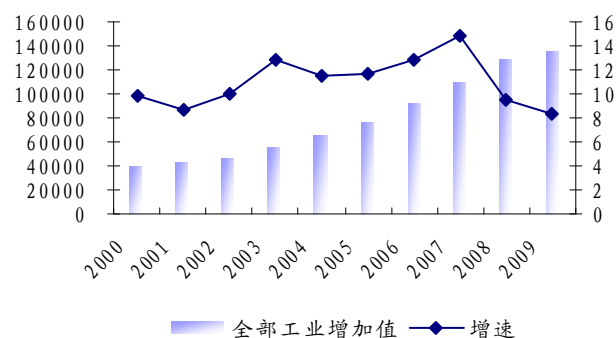
工业化与城市化进程的推进是城市供水增长的主要动力。目前国内工业总产值保持增长，2009 年同比增速为 8.3%；2001 年到 2008 年，国内城镇化率从 38% 提高到 44.9%，城市用水人口从 25833 万增加到 34800 万人，年复合增长率为 5.09%。随产业结构调整，城市工业用水占总供水量的比例将逐渐下降，城市生活用水是未来城市供水的主要驱动因素，预计城市供水总量仍将保持小幅稳定增长。

Figure 6 城镇化率增长及城市用水人口



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 7 工业生产总产值增长情况 单位：百亿元

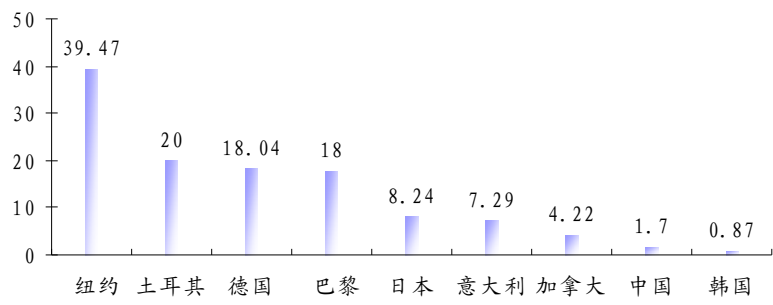


资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

水价是呈上调趋势

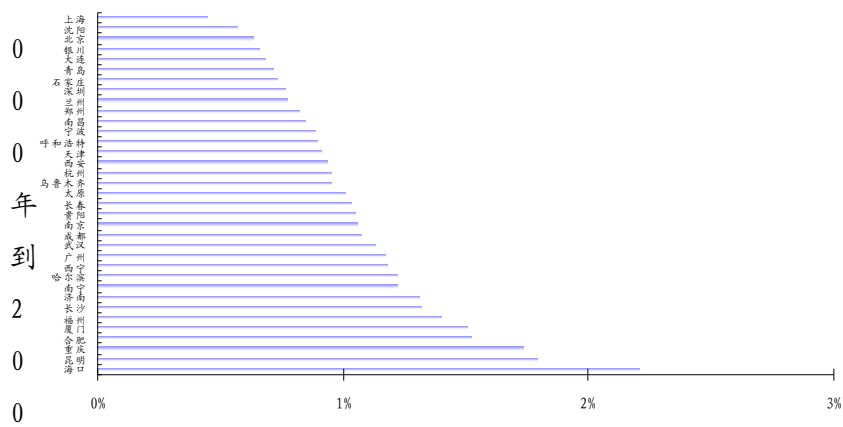
从全球情况看，一国用水的家庭支出约占其总收入的 2%-5%，发展中国家水价比例要偏高一些。目前国内 35 个大中型城市的水费在可支配收入中所占比例平均仅为 1% 左右。建设部的观点认为，国内水费占可支配收入的 3% 才是合适的水平。

Figure 8 国内供水价格与部分国家/城市比较 单位：元/吨



资料来源：中国水网、世纪证券研究所

Figure 9 2006 年全国各大城市水费在可支配收入中所占比例



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

近年来国内水价有所上调，但水价涨幅仍低于成本的涨幅。目前国内供水价格还不能维持多数供水企业的正常运行和合理盈利。截止 2009 年 11 月，国内 1731 家自来水企业 42% 亏损。随电价上涨，水务行业成本将增加。

2008 年 4 月，国家发改委批复了水利部组织编制的《全国中型水库建设规划》。批复中明确表示国家将加快水价改革，促进水资源可持续利用的水价机制；按照节约用水、补偿成本、合理盈利、市场竞争、用水户参与的原则，调整水利工程供水和城市供水价格。这表明国内城市供水价格上调只是时间和幅度问题。

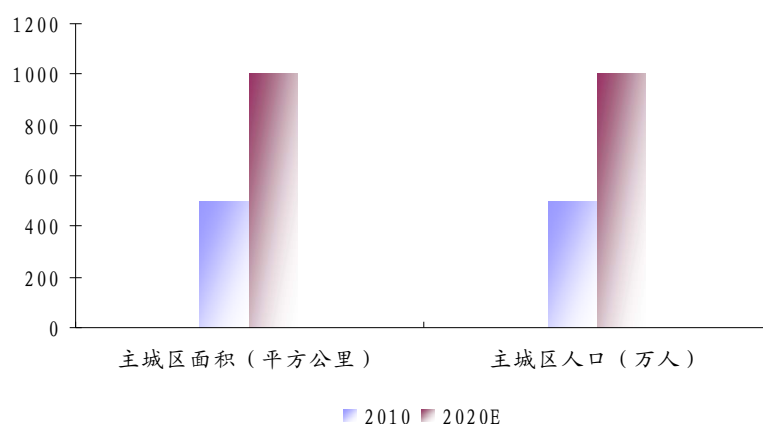
区域优势 1 – 供水业务量价齐升

重庆经济正处于高速发展阶段，多年来，GDP 一直保持两位数以上的增长，2008 年增速达到 14.3%，2009 年又提速到 14.9%，位列全国前三强。重庆是统筹城乡综合配套改革试验区。随着未来社会经济的快速发展、城市人口快速增加及市民生活水平的提高、工商建筑业的发展，供排水需求将日益增加。

根据重庆城乡总体规划目标，未来 10 年重庆城镇人口的增长将快于全国平均水平，将拉动重庆市水务行业发展速度较快。按照重庆市最新的发展规划，将进一步加快主城区的发展，提出了“两个 1000”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，预计年新增城市人口 50 万，年均增长率为 7.17%，远高于全国平均 2.30% 的增速。

得益于区域优势，从 2007 年到 2009 年，公司售水量年平均增长率为 4.48%，亦高于国内城市供水平均增速（约为 1%）。预计随着重庆市经济发展和城镇化进程的加快，公司售水量将稳步提高。

Figure 10 未来十年重庆城乡总体规划目标



资料来源：重庆市城乡总体规划（2007-2020 年）、世纪证券研究所

Figure 11 公司供水能力及售水量情况

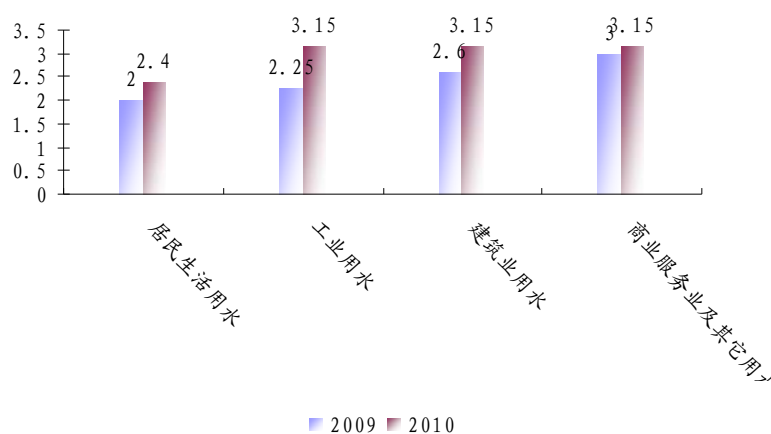
下属公司名称	自来水厂 (个)	生产能力 (万立方米/日)	售水量 (万立方米)		
			2007	2008	2009
重庆市自来水有限公司	17	123.5	24,084.86	24,815.64	26,145.06
重庆市渝南自来水有限公司	3	10.7	878	1,165.49	1,226.77
重庆市万盛自来水有限公司	6	4.2	534.07	558.47	574.96
重庆市合川区自来水有限责任公司	2	5.5	—	585.8	1,033.93
合计	28	143.9	25496.93	27125.4	28980.72
同比			2.19%	6.39%	6.84%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

重庆位于长江上游、嘉陵江下游，辖区用水情况直接影响国内水环境，较低水价将增加环境治理压力，亦不利于水务企业健康发展，重庆市物价局于 2009 年 12 月 15 日发布《重庆市物价局关于调整我市城市污水处理费和主城区自来水价格的通知》，自 2010 年 1 月 1 日起正式实行。自来水价格提高将改善由于自来水成本逐年上涨导致供水业务毛利率逐年下降的趋势，实现增长。随着用水需求和居民收入的增加，预计重庆水价还将进一步上调。

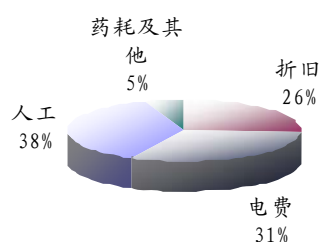
Figure 12 重庆市自来水价格调整前后对比

单位：元/吨



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

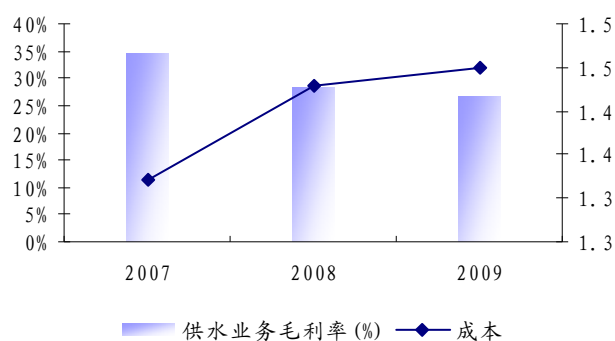
Figure 13 公司供水业务成本构成比例



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 14 公司供水业务毛利率和成本情况

单位：元/吨



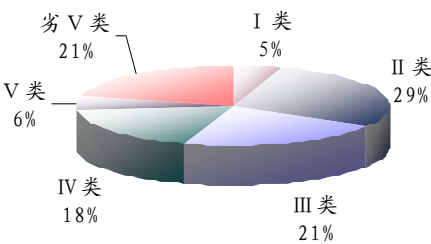
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

污水行业发展空间大

在水资源匮乏的同时，国内水环境污染严重，不仅降低了水体的使用功能，进一步加剧了水资源短缺的矛盾。据监测，目前全国半数以上

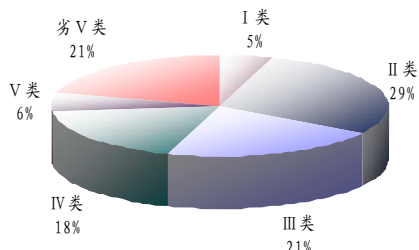
的主要水道都受到污染，多数城市地下水受到一定程度的点状和面状污染，且有逐年加重的趋势。2008 年，国家环境监测发布全国 746 个监测断面中，适宜于生活引用的 I - III类水仅为 47.7%；七大水系中 I - III水质断面比例为 55.5%，其中，珠江、长江水质良好，松花江、黄河、淮河支流、辽河干流为中度污染，辽河、海河为重度污染；重点湖泊中滇池、太湖、洪泽湖为重度污染。

Figure 15 2008 年七大水系水质分类图



资料来源：国家环保总局、世纪证券研究所

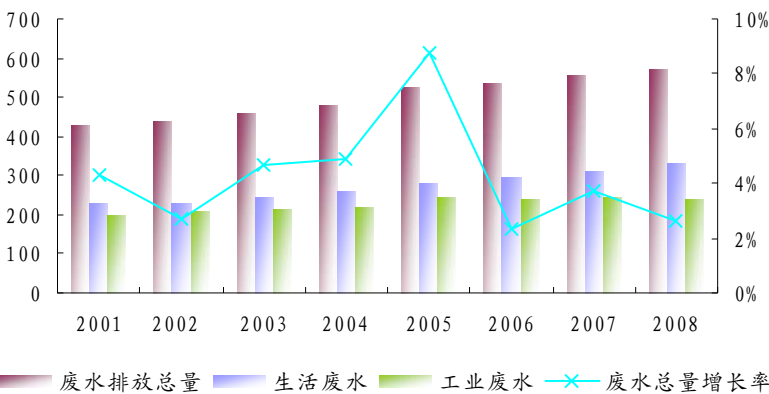
Figure 16 2008 年部分陆源入海排污口的综合毒性风险等级



资料来源：《中国海洋环境质量公告》、世纪证券研究所

国内废水排放量逐年增长。2001 年到 2008 年，国内废水排放总量从 432.9 亿吨增加到 571.68 亿吨，增速达 43.57%，年复合增长率为 4.22%。其中工业废水排放量和生活污水排放量分别增长 47.75%和 20.22%。

Figure 17 全国废水排放总量及增速 单位：亿吨

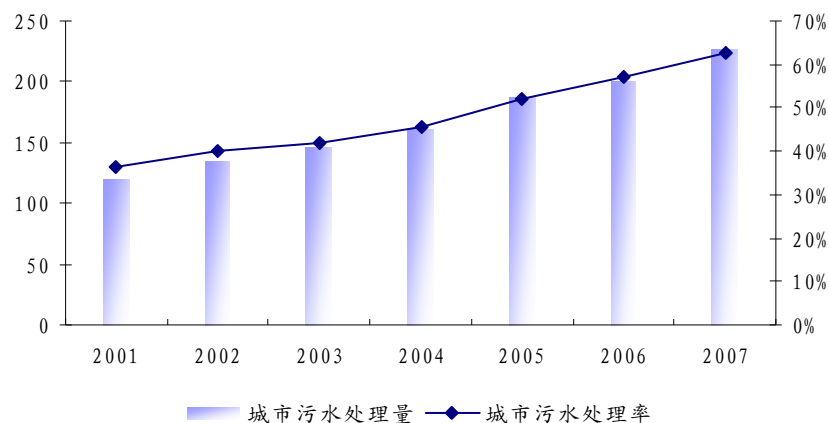


资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

根据建设部《2007 年城市、县城和村镇建设统计公报》，到 2007 年底，全国建成污水处理厂 883 座，污水处理率由 2000 年的 34%提高到 62.8%，并形成了适合国情的污水处理技术路线和管理机制，其中有 135

个城市污水处理率已达到或接近 70%。“十五”期间我国污水处理能力增长了近 3 倍,但截至 2007 年底城市污水处理厂集中处理率仅为 49.6%,城市污水集中处理率仍处于较低水平。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。

Figure 18 城市污水处理量增长情况 单位: 亿吨



资料来源: 国家统计局、世纪证券研究所

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。

区域优势 2: 污水业务面临良好发展机遇

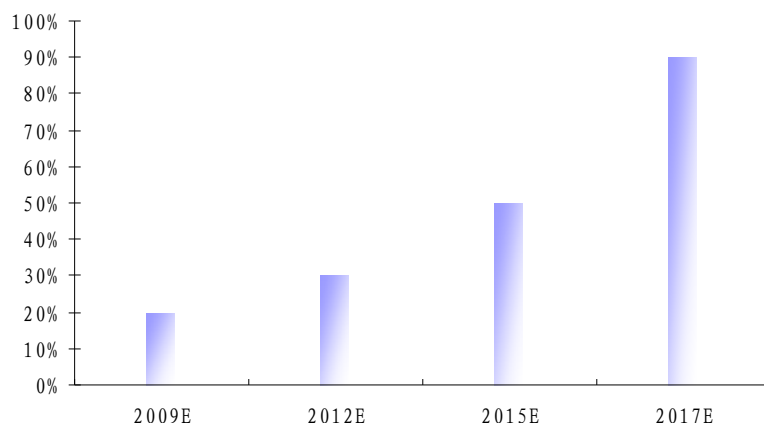
三峡水环境治理的好坏决定了三峡工程的成败。根据《三峡库区及其上游水污染防治规划(2001-2010 年)》及其修订稿,国家预计将投入 640 亿元用于治理三峡水污染。重庆水务作为重庆市尤其是三峡库区污水处理项目的重要投资运营载体,将受到该政策的积极影响。

根据《重庆市镇乡生活污水处理项目规划(2009—2017 年)》,全市 870 个建制镇和建制乡均纳入规划范围。到 2012 年,全市镇乡污水处理设施达到 500 个以上,污水集中处理率达到 30%以上;到 2015 年,完成所有镇和大部分乡污水处理设施建设,污水集中处理率提高到 50%以上;到 2017 年,完成全市所有镇乡污水处理设施建设,污水集中处理率达到 90%以上。同步建设污泥收运和集中处置系统,逐步提高污泥的资源化利用率。

受益于重庆市污水处理需求的快速增长,近 3 年来,公司污水处理

项目逐年投产，污水处理量保持了良好的增长态势，年平均增长率为 26.40%。从长期来看预计公司污水处理业务空间广阔，短期由于无新项目投产，主要依靠新投产项目产能利用率的提高，预计增速为 10% 左右。

Figure 19 重庆市镇乡污水集中处理率预测



资料来源：重庆市镇乡生活污水处理项目规划（2009—2017 年）

Figure 20 公司污水处理能力及处理量情况

下属公司名称	污水处理厂 (个)	处理能力 (万立 方米/日)	处理量 (万立方米)		
			2007	2008	2009
重庆市排水有限公司	2	64.8	18,644.10	22,198.25	22,897.41
重庆市三峡水务有限责任公司	12	41.5	10,254.35	12,642.25	10,998.92
重庆市渝西水务有限公司	6	18	—	3,806.33	5,111.87
重庆市豪洋水务建设管理有限公司	6	18.5	—	3,185.08	4,541.53
重庆市渝东水务有限公司	10	25.5	—	—	5,298.74
合计	36	168.3	28,898.45	41,831.91	48,848.47
同比			19%	44.75%	16.77%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

合理定价机制促进追求超额利润

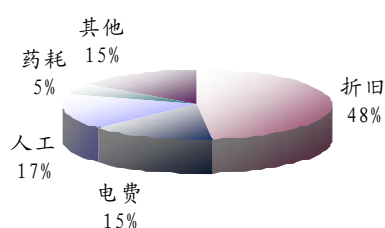
公司污水处理服务结算方式由之前的政府核拨运营费用的形式转变为政府采购。政府采购本公司污水处理服务的结算价格每 3 年核定一次，首期（即自股份公司成立之日起 3 年）污水处理结算价格为 3.43 元/吨。当预计污水处理量 ÷ 设计生产能力 ≤ 60% 时，结算水量 = 设计生产能力 × 60%。

根据合理的定价机制，公司可通过提高经营水平，降低营业成本，获得超额利润，持续增强公司盈利能力。从 2007 年到 2009 年，公司污水业务单位业务成本从 1.29 元/吨下降到 1.1 元/吨，净资产收益率从

14.84%上升至 16.27%。

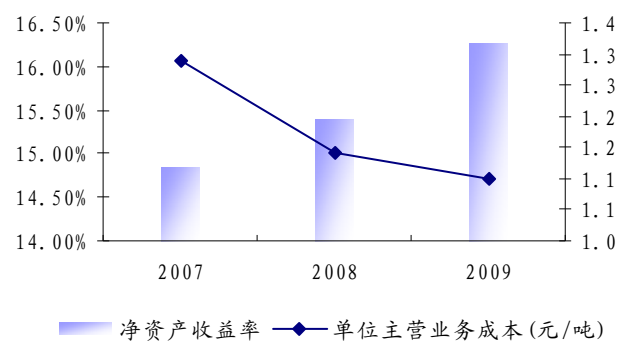
根据本公司污水处理结算价格核定办法和当前污水处理业务经营情况分析, 本公司估计第二期污水处理结算价格可能较首期污水处理结算价格降低约 10%。预计毛利率将有所下降, 预计公司仍将通过成本控制, 获得超额利润。如公司预计 2012 年前规划建设 30 座尾水电站, 投运后, 将年节电增幅 50%以上。另外公司总投资约 3.3 亿元的水电项目, 计划于 2013 年全部建成投运, 未来将在一定程度上平抑因电价上涨导致的公司经营成本上升。

Figure 21 公司污水处理成本构成比例



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 22 公司污水业务净资产收益率及成本情况

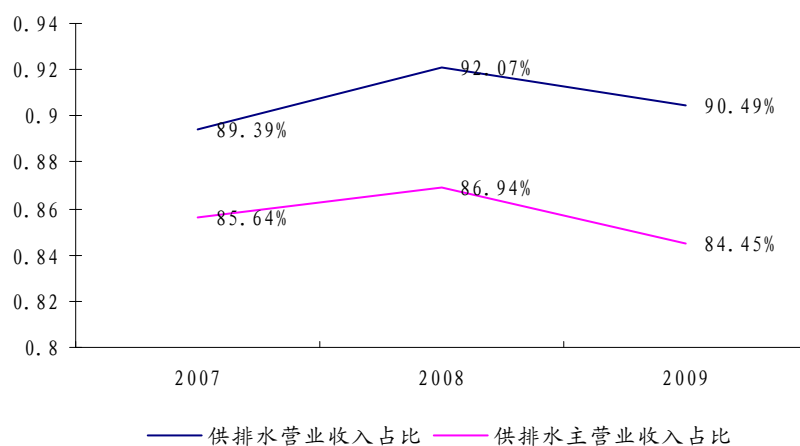


主营业务突出, 盈利能力稳定

主营业务突出,

公司主营业务突出, 以污水处理、自来水销售为主。截至 2009 年 12 月 31 日, 公司共拥有 28 个自来水厂, 供水业务日生产能力为 143.9 万吨; 已投入运营的污水处理厂 36 个, 污水处理业务日处理能力为 168.3 万吨。2009 年, 供排水分别占营业收入的 90.49%、主营业务收入的 84.45%。

Figure 23 2009 年公司主营业务收入构成

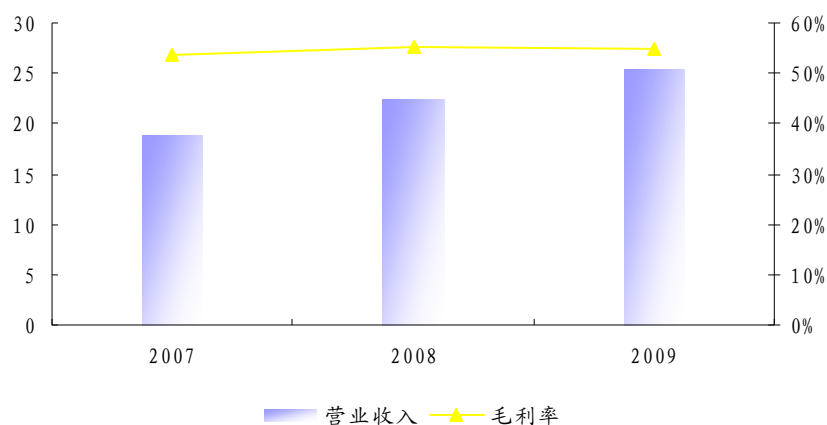


资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

盈利能力稳定

从 2007 年到 2009 年，公司主营业务收入从 18.89 亿增加到 25.48 亿元，年平均增长率为 12.17%，主营业务毛利率分别为 53.84%、55.16%、54.75%，盈利能力稳定。

Figure 24 公司主营业务收入及毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司竞争力分析

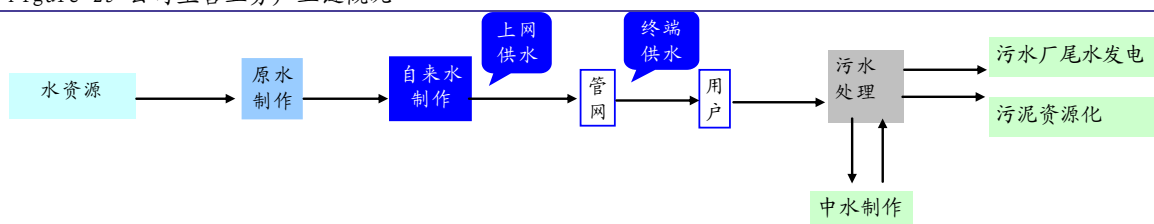
产业链完整，厂网一体

公司具有供排水一体化的完整产业链。其中，供水业务包括了从水源取水、自来水净化到输水管网输送的完整链条；排水业务包括从城市污水管网所收集生活污水、工商业污水及其他污水进行无害化处理，并将符合国家环保标准的污水排入河流的全过程。

此外，公司还具有设计研究、建设、工程监理、运营、设备制造、水质监测等业务。这种上下游一体化的产业格局，有助于最大化的发挥公司各项业务的协同效应和综合服务能力。另在合理的价格机制激励下，公司积极延伸产业链，开展污水尾水发电，中水回用等，节约营业成本。

厂网一体化增加竞的优势。在上市的资产中包括了 1700 千米长的自来水管网及 1099 千米污水厂管网，这使得公司既拥有了自来水厂和污水处理厂，又拥有了相应的供排水管道。意味着公司所拥有的是一个完整的市场，必将极大提升公司对目标市场的控制力、挖掘力和开拓力。

Figure 25 公司主营业务产业链概况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

技术领先，优势显著

公司拥有先进的净水和污水处理技术，率先普遍应用“V”型滤池等先进工艺，全面推行二级混凝沉淀、深床过滤强化常规处理工艺，全流程自动控制，确保水质全面优于国家标准。污水处理业务则采用A-A2/O、SBR及CAST、生物滤池、人工湿地等国际先进的二级生物处理工艺。此外，公司还具备较强的进口专业设备国产化研制能力，并与高等院校成立水处理技术研发中心，承担了国家“十一五”水专项课题。

公司建立了完整的三级质控体系，供水检测能力在西部率先通过106项CMA认证，污水检测能力通过56项CMA认证，供水出厂水质在全国47个大中型城市中位居前十位。

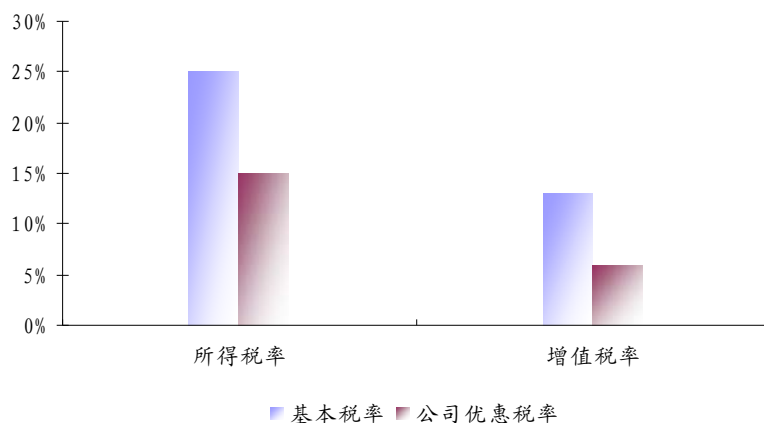
现金分红稳定

2008年10月17日，公司章程规定公司以后现金形式分配的股利将不低于当期实现的可分配利润的百分之六十。基于公司的行业特点和政府采购经营模式，公司现金流充裕，投资者可获得稳定的现金股利回报。2008年累计未分配利润向全体股东分配现金股利约6.76亿元，占当期母公司实现净利润的90%。公司2009年中期累计未分配利润向全体股东分配现金股利约4.66亿元，占当期母公司实现净利润的89.80%。

受益区域税收政策优惠

根据自来水业务的进项税相对稳定、水价预期上升的特性，公司已争取到对其按“简易纳税”办法计交增值税政策，年可节约增值税二千万，随着今后水价上升，节税效果会更加明显。另重庆享受西部大开发税收优惠政策规定的企业所得税15%的优惠政策，延续到2020年。

Figure 26 公司优惠税率情况

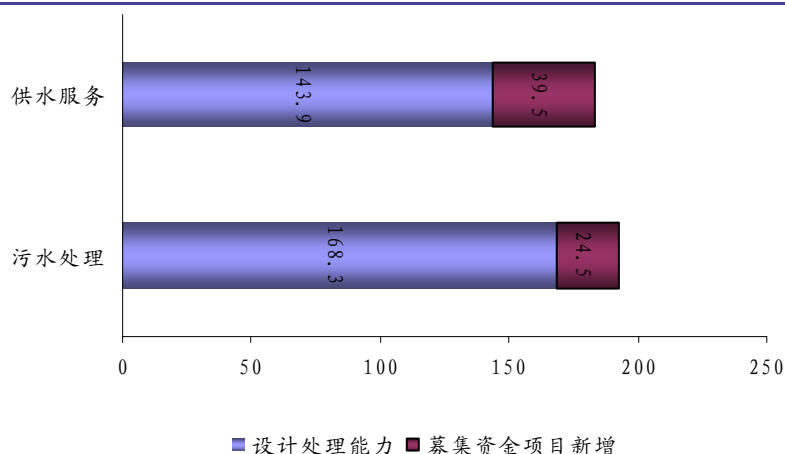


资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

募集资金投向分析

公司募集资金主要用于在重庆市供排水特许经营范围内续建或新建自来水厂、污水处理厂。预计募集资金拟投资项目正式投产后可为本集团新增自来水设计生产能力 39.50 万吨/日，增幅为 14.56%；新增自来水输配水设计能力 5 万吨/日；新增污水设计处理能力 24.50 万吨/日，增幅为 27.45%。这将扩大公司现有供排水生产处理能力，完善城市供排水系统，提高营运发展能力和竞争优势。

Figure 27 募集资金项目新增产能情况 单位：万吨/日



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

盈利预测

假设条件：

供水量：根据公司项目投产进度，预计 2010-2012 年，陆续投产 2 万吨/日、27.5 万吨/日、10 万吨/日。供水价格：2010 年供水价格上涨，以 2.44 元/吨计（不包括水资源费）。

污水处理量：近 3 年主要考虑项目产能利用率提升产生增量，预计增幅为 10%左右。污水结算价格：2010 年污水处理结算价维持在 3.43 元/吨，第二期（2011-2013 年）结算价格下降 10%。

Figure 28 公司供水业务假设及数据

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
售水量 (万吨)	27125.41	28,980.72	31013.76	38203.47	41117.39
同比	6.39%	6.84%	7.02%	23.18%	7.63%
价格 (元/吨)	1.99	1.98	2.44	2.44	2.44
营业收入 (万元)	54,006.44	57,495.27	75,680.23	93,224.67	100,335.27
同比	5.29%	6.46%	31.63%	23.18%	7.63%
毛利率	28.30%	26.70%	38.28%	45.04%	45.04%

资料来源：公司数据、世纪证券研究所

Figure 29 公司污水处理业务假设及数据

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
污水处理量 (万吨)	41831.91	48848.47	54221.80	59643.98	65608.38
同比	44.75%	16.77%	11.00%	10.00%	10.00%
结算价格 (元/吨)	3.43	3.43	3.43	3.09	3.09
营业收入 (万元)	151983.20	173031.07	185980.78	184119.97	202533.07
同比	29.39%	13.85%	7.48%	-1.00%	10.00%
毛利率	68.50%	68.91%	68.47%	66.24%	67.47%

资料来源：公司数据、世纪证券研究所

Figure 30 盈利预测 (2010-2012 年) 单位：亿元

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	27.29	30.98	32.84	35.86
营业收入	27.29	30.98	32.84	35.86
二、营业总成本	17.18	17.54	18.81	20.20
营业成本	13.25	12.67	13.63	14.55
毛利率	51.45%	59.12%	58.48%	59.42%
营业税金及附加	0.16	0.17	0.18	0.20
营业税金及附加率	0.58%	0.55%	0.55%	0.55%
销售费用	0.39	0.44	0.47	0.51
销售费用率	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%
管理费用	2.76	3.10	3.30	3.60
管理费用率	10.12%	10.02%	10.05%	10.04%
财务费用	0.59	1.12	1.19	1.30
财务费用率	2.14%	3.61%	3.61%	3.61%
资产减值损失	0.03	0.03	0.03	0.03
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.66	0.64	0.65	0.65
四、营业利润	10.79	14.09	14.68	16.31
营业利润率	39.52%	45.47%	44.71%	45.49%
EBIT	11.37	15.21	15.87	17.61
加：营业外收入	1.16	1.08	1.11	1.11
减：营业外支出	0.20	0.26	0.26	0.25
营业外净收支	0.96	0.82	0.86	0.86
五、利润总额	11.75	14.91	15.54	17.18
减：所得税	1.60	2.13	2.31	2.65
所得税率	13.63%	14.31%	14.89%	15.42%
六、净利润	10.15	12.78	13.23	14.53
利润率	37.18%	41.23%	40.27%	40.51%
减：少数股东损益	0.01	0.01	0.01	0.01
归属于母公司所有者的净利润	10.14	12.77	13.21	14.52
七、每股收益：				
稀释每股收益 (元)	0.21	0.27	0.28	0.30

资料来源：公司数据、世纪证券研究所

根据我们的预测，预计公司 2010 年到 2012 年预计 EPS 分别为 0.27 元、0.28 元、0.30 元。目前国内可比水务公司 2010 年平均市盈率在 37 倍左右。结合最近大盘股发行情况，发行市盈率为 20-23 倍左右，考虑到公司良好的成长性，我们保守给予 25-28 倍的 PE 估值，对应发行价为 6.65-7.45 元。

Figure 31 国内水务上市公司估值

证券代码	证券简称	价格 (3.12)	EPS			PB		
			2009	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
600008.SH	首创股份	7.58	0.13	0.19	0.20	58.85	40.86	37.67
600168.SH	武汉控股	8.53	0.14	0.15	0.17	60.28	57.87	50.44
600323.SH	南海发展	12.79	0.37	0.68	0.53	34.92	18.93	23.97
600461.SH	洪城水业	14.89	0.18	0.21	0.22	84.55	71.38	67.07
600874.SH	创业环保	7.89	0.18	0.20	0.22	44.75	39.67	36.01
均值						55.65	37.13	32.28

资料来源：wind、世纪证券研究所

风险因素分析

- 1) 重庆发展、山峡污染治理低于规划预期;
- 2) 项目投产进度水价变化幅度低于预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.