

2010年07月24日

水务行业

重庆水务 (601158)

评级: 增持

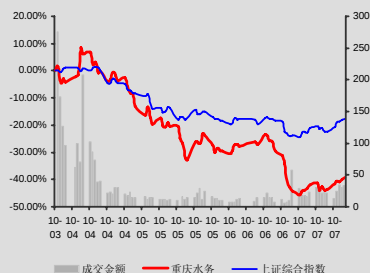
新能源与节能环保小组

联系人: 新能源与节能环保小组

010-88086830-707

zhaogh@rxzq.com.cn

公司股价与大盘指数对比



近期相关报告一览: 无

充分享受西部开发和三峡治理的水务龙头

投资要点

- **公司主营供排水一体化业务。**作为重庆市最大的供排水一体化经营企业,公司通过控股子公司、合营及联营企业从事自来水的生产销售、城市污水的收集处理及供排水设施的建设等业务。截至2009年12月31日,公司拥有已正式投入运营的自来水厂28个,设计供水能力143.9万立方米/日;污水处理厂36个,设计污水处理能力168.3万立方米/日。
- **我国水务行业发展前景乐观,公司在重庆市拥有区域垄断优势。**自第二次世界大战以来,发达国家水务行业快速发展,目前已经进入成熟阶段。在我国,水务行业正处于快速发展阶段。重庆市作为西部开发的区域性中心,目前处于工业化、城市化的快速发展阶段。公司作为拥有重庆市水务特许经营权的专业公司,充分享受重庆发展和三峡治理带来的机会。截止2009年12月31日,公司供水服务区域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%,公司及公司合营、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%。
- **盈利预测与估值。**综合各方面分析,我们预计,2010-2012年,公司净利润将分别达到1,265百万元、1,300百万元、1,443百万元,增长率分别达到25%、3%、11%。每股收益分别为0.26元、0.27元、0.30元,对应的市盈率分别为:28倍、27倍、24倍。我们给予公司“**增持**”评级。

盈利预测与估值

财务科目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,369	2,729	3,053	3,305	3,702
同比增长(%)	20	15	12	8	12
营业利润(百万元)	792	1,079	1,382	1,414	1,568
同比增长(%)	-22%	36	28	2	11
净利润(百万元)	736	1,014	1,265	1,300	1,443
同比增长(%)	-19	38	25	3	11
每股收益(元)	0.15	0.21	0.26	0.27	0.30
PE	48	34	28	27	24

正文目录

1、公司主营供排水一体化.....	4
1.1 公司是重庆市最大的供排水一体化企业.....	4
1.2 公司股权结构.....	4
2、我国的水务行业开始步入快速发展阶段.....	5
2.1 水资源日渐匮乏，水务行业开始引起人类重视.....	5
2.2 水务行业的市场化步伐逐步加快.....	6
2.3 我国水务行业的发展前景乐观.....	7
3、公司经营优势明显.....	7
3.1 重庆正处于城市化、工业化的快速发展阶段.....	7
3.2 公司在重庆具有行业垄断地位.....	8
3.3 公司拥有供水、排水、管网一体化的完整产业链.....	8
4、盈利预测与估值.....	9
4.1 核心假设.....	9
4.2 盈利预测.....	9
4.3 公司估值.....	10
5、风险提示.....	10

图表目录

图表 1 公司主营供排水一体化业务..... 4

图表 2 公司股权结构..... 5

表格目录

表格 1 未来三年公司业务综合预测..... 9

表格 2 重庆水务（601158）盈利预测表..... 10

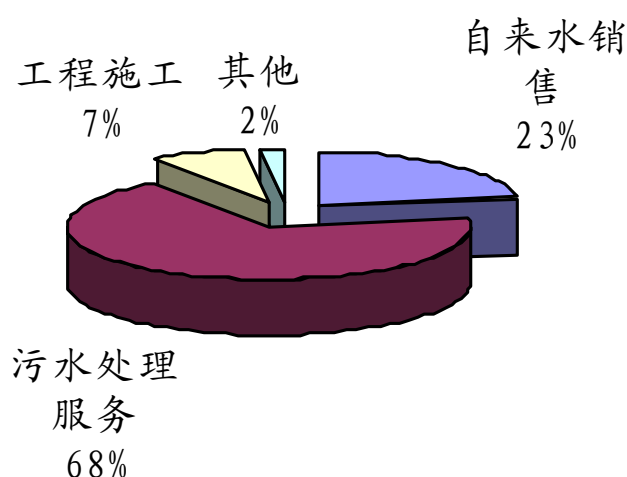
1、公司主营供排水一体化

1.1 公司是重庆市最大的供排水一体化企业

公司系由重庆市水务控股（集团）有限公司整体变更设立，并于2007年9月6日成立的一家以供排水业务为一体的水务行业股份制公司。

作为重庆市最大的供排水一体化经营企业，公司通过控股子公司、合营及联营企业从事自来水的生产销售、城市污水的收集处理及供排水设施的建设等业务。截至2009年12月31日，公司拥有已正式投入运营的自来水厂28个，设计供水能力143.9万立方米/日；污水处理厂36个，设计污水处理能力168.3万立方米/日。

图表 1 公司主营供排水一体化业务

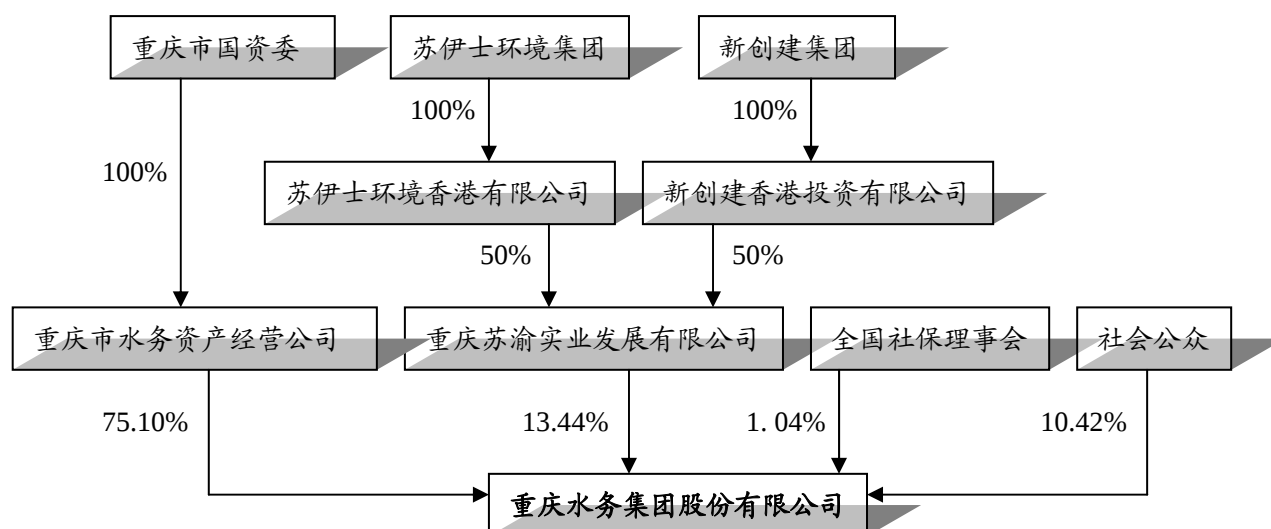


资料来源：日信证券研发部

1.2 公司股权结构

公司的控股股东重庆市水务资产经营有限公司成立于2007年8月16日，为重庆市国资委出资设立的国有独资有限责任公司。公司的实际控制人为重庆市国资委，通过水务资产经营公司持有公司75.10%的股份。苏伊士环境集团和新创建集团公司作为战略投资者，通过重庆苏渝实业发展有限公司，间接合计持有公司13.44%的股份。

图表 2 公司股权结构



资料来源：日信证券研发部

2、我国的水务行业开始步入快速发展阶段

2.1 水资源日渐匮乏，水务行业开始引起人类重视

据统计,全世界范围内,真正可被人类利用的淡水资源约12.5 万亿至14.5 万亿立方米,不足地球水储量的1%。全球人均易于利用的淡水约为2,000至2,500立方米。随着世界人口高速增长及工农业生产的快速发展,工商业和城市居民生活用水快速增加,水资源的消耗越来越大,从1940年至1990年的50年时间内,全球总用水量增加了4倍。预计到2025 年将有18 亿人生活在严重缺水的国家或地区,并且世界上三分之二的人口将面临供水危机。水危机已被列入未来十年人类面临的最严重挑战之一。

我国水资源总量约为2.81万亿立方米,约占全球水资源总量的7%,居世界第六位。但由于我国人口基数大,人均水资源约占世界平均水平的四分之一,世界排名第88 位,被列为世界人均水资源贫乏国家之一。资料显示,我国663个城市中,有400多个城市常年供水不足,110个城市严重缺水。其中,华北、西北、辽中南、山东及沿海部分城市水资源供需矛盾尤为突出,水资源短缺已成为制约我国经济和社会可持续发展的重要因素。

在我国,从历年城市供水量看,供水总量平稳增长,生产用水持续下降,生活用水呈现上涨态势,1996年至2008 年生活用水平均年增长率为2.6%,城市自来水普及率也由1980 年

的81%提高到2008年的94.7%。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%。为了控制污水排放量，遏制环境恶化的趋势，提高水资源循环利用效率，近几年我国的污水处理事业步入了快速发展阶段。

水务行业是指由原水、供水、节水、排水、污水处理及水资源回收利用等形成的产业链，随着社会的发展而不断发展，已经成为社会进步和经济发展的重要支柱。自第二次世界大战以来，发达国家水务行业快速发展，目前已经进入成熟阶段。全球80%以上的自来水和污水处理设施集中于澳大利亚、加拿大、日本、新西兰、美国和西欧等发达国家，北美、澳洲等地区的供水和污水处理设施覆盖率都接近100%。在我国，水务行业正处于快速发展阶段。

2.2 水务行业的市场化步伐逐步加快

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，主要表现为两种方式：私有化方式和特许经营权方式。其中，“政府特许，企业经营”的模式逐渐成为国际成熟水务市场普遍采取的经营模式，其代表国家为法国、英国、美国等欧美国家。该种模式的主要特点是政府通过“出租合同”或“出让特许经营权”的方式将供排水设施的运营权出包给私人企业，由企业负责其经营管理。

在水务行业，价格确定机制一般以市场经济为基础，但价格调整的权利一般仍然由政府掌控。欧美等发达国家的供排水工程一般要求全部回收投资，该投资回收一般体现在水价构成中，包括：固定资产折旧费、基础设施运营成本、管理费用、保养维修费用、贷款本息的偿还、合理收益。欧美等发达国家在确定水商品的价格和收费体系时一般遵循以下几条原则：（1）成本补偿原则，（2）合理利润原则，（3）反映市场变化、及时调整价格原则，（4）用户公平负担原则，（5）提高资源配置效率原则。对水价的调整，各国通常要考虑通货膨胀水平和社会承受能力进行宏观指导性干预，在保证一定时期（一般为1~2年，最长不超过5年）水价基本稳定的条件下，由政府机构或供需双方委托机构或供排水单位及时调整水价。

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。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%。

2.3 我国水务行业的发展前景乐观

根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，随着人口增长、城市化发展和经济发展，我国供水行业将保持稳定增长，预计到2030年，我国国民经济用水需求量将达到7,000亿至8,000亿立方米。其中，城市供水需求增长将领先于其他用水需求量的增长。2010年和2030年，我国城市化水平按分别达到40%和50%预计，在充分考虑节水的前提下，2010和2030年城市用水需求量将分别增加到910亿立方米和1,320亿立方米左右，复合增长率为4.3%。

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。根据“十一五”纲要和建设部《建设事业“十一五”规划纲要》精神，到2010年，全国城市污水处理率不低于70%，供水普及率不低于95%。污水的再生利用工作得到加强，再生水的应用领域不断扩大，缺水城市再生水利用达到20%以上。

根据中国水网最新年度报告之《中国水业策与市场分析》预测，2010-2015年期间，我国城市供水行业的投资需求为2200亿元，平均每年新增投资约360亿元；我国城市污水处理行业的投资需求为7000亿元（含污泥处理投资1500亿元），平均每年新增投资1100亿元；污水再生利用投资为300亿元。

随着我国水务行业产业政策的放松，以及我国供排水业务的巨大市场潜力，包括世界著名的水务公司法国苏伊士集团、威利雅环境集团、英国泰晤士水务公司和德国柏林水务公司在内，近20余家外资跨国水务公司已进驻中国水务市场，在华总投资50亿美元以上，涉足上海、沈阳、天津、青岛、中山、成都、重庆、南昌、洛阳、郑州等城市。国内企业也开始积极参与地区内和跨地区的行业竞争，行业竞争主体主要为原有传统水务公司和资金实力较为雄厚的民营资本投资主体。

3、公司经营优势明显

3.1 重庆正处于城市化、工业化的快速发展阶段

根据重庆市发展规划，重庆的郊区县将逐步纳入主城区，预计到2020年主城区的人口将实现翻番，从目前的500万发展到1000万，人口增长率平均增速约为7%，远高于全国平均2.30%的增速，主城区面积也由现有的500平方公里提升到1000平方公里。同时，大批乡村将纳入小城镇化规划范畴，预计2020年重庆市全市城镇化人口将达到2160万人。

此外，由于重庆处于三峡库区和长江中上游的特殊地理位置，重庆水污染的治理对长江

流域的治理有着至关重要的作用。2001年至2010年，国家先后投入300多亿对三峡水质进行治理。根据国家环保总局公布的三峡库区及其上游水污染防治最新修订规划，“十二五”期间将新增200多亿投资，其中以污水为主，大部分由重庆水务负责。

3.2 公司在重庆具有行业垄断地位

根据《重庆市人民政府关于授予重庆水务集团股份有限公司供排水特许经营权的批复》（渝府[2007]122号）文件，重庆市政府同意授予公司供排水特许经营权，期限为30年，在特许经营区域范围内，独家从事供污水处理服务。所以，公司在上述重庆市特许经营区域范围内，不存在竞争对手。

截止2009年12月31日，公司供水服务区域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%，公司及公司合营、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%。

同期，公司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%。公司及公司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%。

3.3 公司拥有供水、排水、管网一体化的完整产业链

通过供水、管网一体化经营，企业拥有了终端收费权，进而拥有了进行综合改造治理的动力，在降低漏水率、提高运营效率方面具有显著优势。从行业发展趋势来看，管网一体化也是行业发展的潮流。

重庆市政府授权公司在特许经营区域和期限内，根据国家标准和规定，独家负责经营、维护和更新所有直径300mm及以上输水管网及相关设施。公司有权对非由本公司承担的所有直径300mm以下的输配水管网及相关设施的建设、质量、接驳标准提出规范性要求并进行监管，以确保入户水质水量达到标准要求。在被监管单位或个人不服从监管时，公司有权向重庆市政府主管部门报告，并通过必要方式对其进行强制性执行。

公司下属控股子公司供水业务所生产的自来水通过自来水管，输送至公司供水特许经营区域内愿意接受公司供水服务的用户，并且在用户端以水表计量实际售水量，按月向愿意并且已经接受公司供水服务的用户直接收取水费。公司下属控股子公司在公司特许经营期限和特许经营区域内提供了充分、连续和合格污水处理服务的条件下，重庆市政府作为唯一购买方，向公司采购污水处理服务。污水服务采购结算价格由市财政局或其受托机构予以核定，每3年重新核定一次。

4、盈利预测与估值

4.1 核心假设

自来水销售量和污水处理量预测。截止2009年底，募投项目中的9个污水处理项目都已实现投产运行，募投项目中的6个自来水项目除了井口水厂一期项目20万吨于2011年投产运行、丰收坝二期项目10万吨于2012年投产运行外，其他4个项目均已投产运行。同时，公司也将根据重庆市的不断发展，在募投项目之外进行产能扩张。据此，我们预计：（1）2010年，公司的自来水销售量的增长率为12%，污水处理量的增速为15%；（2）2011年，公司的自来水销售量的增长率为20%，污水处理量的增速为12%；（3）2012年，公司的自来水销售量的增长率为18%，污水处理量的增速为8%。

自来水销售价格和污水处理费预测。（1）自来水销售价格：根据重庆市物价局2009年12月15日发布的《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》（渝价[2009]455号）规定，自2010年1月1日起，重庆市主城区居民缴纳污水处理费为1.00元/立方米，非居民缴纳污水处理费为1.30元/立方米；重庆市其他区县（自治县、市）居民缴纳污水处理费2010年为0.80元/立方米，2011年起为1.00元/立方米，非居民缴纳污水处理费2010年为1.10元/立方米，2011年起为1.30元/立方米。（2）污水处理费：公司所提供的污水处理服务自2007年1月1日起由重庆市政府采购，首期结算价格为3.43元/立方米，结算价格自股份公司成立之日起每三年核定一次，首期结算价格执行至2010年12月31日止。第二期污水处理服务结算价格执行期间为2011年1月1日至2013年12月31日，预计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%。

业务经营过程中，各项费率以及所得税率保持相对稳定。

4.2 盈利预测

综上，我们预计：2010-2012年，公司主营业务收入将分别达到3,053百万元、3,305百万元、3,702百万元，增长率分别达到12%、8%、12%。同时，公司综合毛利率保持相对稳定，分别为56%、53%、52%。

表格 1 未来三年公司业务综合预测

年份	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	3,053	3,305	3,702
YOY（%）	12	8	12
营业成本（百万元）	1,334	1,550	1,762
综合毛利率（%）	56	53	52

资料来源：日信证券研发部

4.3 公司估值

综上，我们预计：2010-2012 年，公司净利润将分别达到 1,265 百万元、1,300 百万元、1,443 百万元，增长率分别达到 25%、3%、11%。每股收益分别为 0.26 元、0.27 元、0.30 元，对应的市盈率分别为：28 倍、27 倍、24 倍。我们给予公司“增持”评级。

表格 2 重庆水务（601158）盈利预测表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,369	2,729	3,053	3,305	3,702
营业总成本	1,637	1,718	1,740	1,962	2,207
营业成本	1,100	1,325	1,334	1,550	1,762
营业税金及附加	12	16	18	19	22
销售费用	34	39	44	47	53
管理费用	233	276	300	320	354
财务费用	238	59	40	20	10
资产减值损失	20	3	4	5	6
公允价值变动净收益	-2	1	1	1	1
投资净收益	61	66	68	70	72
营业利润	792	1,079	1,382	1,414	1,568
加：营业外收入	111	116	130	140	157
减：营业外支出	36	20	22	24	27
利润总额	867	1,175	1,490	1,531	1,699
减：所得税	130	160	223	230	255
净利润	737	1,015	1,266	1,301	1,444
减：少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	736	1,014	1,265	1,300	1,443
全面摊薄 EPS(元)	0.15	0.21	0.26	0.27	0.30
PE (倍)	48	34	28	27	24

资料来源：日信证券研发部

5、风险提示

根据目前的重庆规划，重庆市的水务市场需求存在着较大的提升空间，这是公司扩大产能的基石所在。倘若相关规划有所变动，将对公司的整体规划造成不利影响。

目前，公司享受重庆市地区的污水特许经营权。倘若未来政府政策有变，其他竞争者的引入将对公司现有地位造成威胁。

公司同时负责污水处理管网建设，在山城地区建设成本相对较高。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。