

水务III



重庆水务（601158）

中性

“水价上调 + 减税” 助推公司业绩

市场数据

报告日期	2010-8-18
收盘价(元)	8.17
总股本(百万股)	4800.00
流通股本(百万股)	500.00
总市值(百万元)	39216.00
流通市值(百万元)	4085.00
净资产(百万元)	10298.38
总资产(百万元)	15934.53
每股净资产	2.15

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2729	3090	3304	3633
同比增长(%)	15.2%	13.2%	6.9%	10.0%
净利润(百万元)	1014	1461	1646	1835
同比增长(%)	37.7%	44.1%	12.7%	11.5%
毛利率(%)	51.4%	55.1%	54.4%	54.2%
净利率(%)	37.2%	47.3%	49.8%	50.5%
净资产收益率(%)	14.2%	12.4%	12.3%	12.1%
每股收益(元)	0.21	0.30	0.34	0.38
每股经营现金流(元)	0.34	0.34	0.42	0.45

相关报告

《高速成长的水务航母》
2010-3-10

投资要点

事件：

2010 年上半年，公司实现营业收入14.52亿，同比增长19.76%；净利润6.29亿，同比增长9.39%；折合EPS0.14元。

点评：

朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

胡远川 S0190207040090

021-38565833

huyc@xyzq.com.cn

- 截至中报，公司供水生产能力达到 147.7 万立方米/日，污水处理能力达到 169.8 万立方米/日，较去年底分别只增加了 4 万吨和 1.5 万吨。处理能力增长乏力，制约了收入的快速增长。
- 公司供水业务实现收入 3.26 亿，同比增长 23.6%。由于水价上调，毛利率由 24.4% 升至 33.7%。水价的上调直接提升公司的收入和毛利水平，但由提价带来的高增速在未来两年不太可能再次出现。
- 公司污水处理实现收入 9.27 亿，同比仅增长 8.2%。2011 年起污水处理结算价格可能下降约 10%，从而使得公司污水收入增长受到压制。
- 公司污水处理业务为不征税收入，企业所得税按 15% 征收，故公司上半年实际税负只有 3.68%，从而助推了公司业绩。

1、水处理能力小幅上升，增速趋缓

上半年公司在建水厂的建设进度正常推进，水厂处理能力小幅上升。截至中报，公司供水生产能力达到 147.7 万立方米/日，污水处理能力达到 169.8 万立方米/日，较去年底分别只增加了 4 万吨和 1.5 万吨。

考虑到公司在重庆地区已处于绝对垄断地位，未来水处理能力的上升可能难以重现高速增长的情景。向外地扩张也许是一条可行的出路。

表 1、公司水处理能力现状和预测

处理能力(万吨/日)	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
污水	168.3	169.8	178.3	188.3	198.3
供水	143.9	147.7	155.9	160.9	170.9

资料来源：兴业研发中心

表 2、2009 年公司市场占有率

市场占有率	供水		污水	
	重庆主城区	重庆市	重庆主城区	重庆市
公司	66%	39%	72%	79%
公司（含合营）	91%	54%	95%	96%

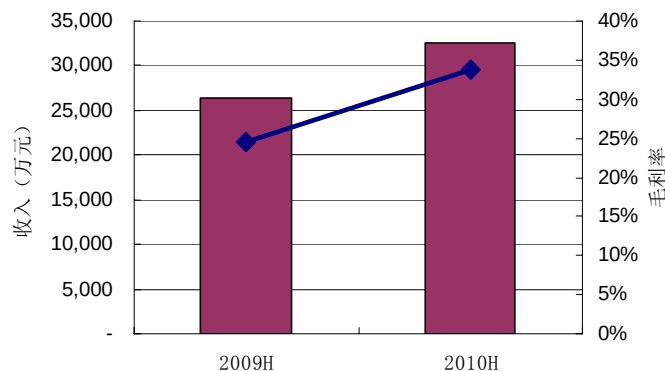
数据来源：公司招股书、兴业研发中心

2、自来水—水价上调带来收入的高增长

公司上半年自来水销售收入 3.26 亿，同比增长 23.6%。2010 年 1 月 1 日起，重庆主城区上调了自来水的收费标准，使得公司在自来水产能只增加了 2.6% 的情况下，收入却增长了 23.6%。相应的毛利率也由同期的 24.4% 上升到 33.7%。

水价的上调直接提升公司的收入和毛利水平，但由提价带来的高增速在未来两年不太可能再次出现。

图 1、公司自来水销售情况



数据来源：兴业研发中心

表 3、重庆市水价调整前后变化

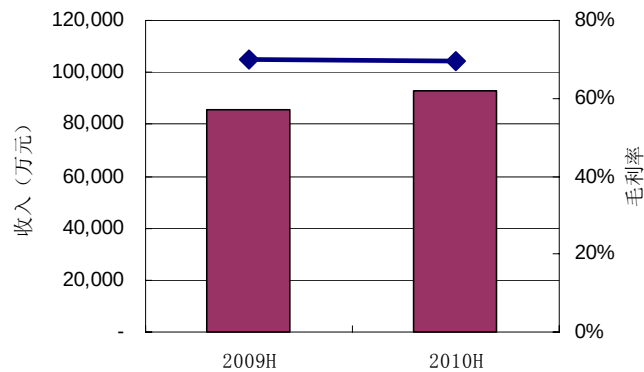
分类	自来水价格 (元/吨)	水资源费 (元/吨)	代收污水处理费 (元/吨)	自来水终端价格 (元/吨)
居民生活用水	2 (2.4)	0.1	0.7 (1.0)	2.8 (3.5)
工业用水	2.25 (3.15)	0.1	1.0 (1.3)	3.35 (4.55)
建筑业用水	2.6 (3.15)	0.1	1.0 (1.3)	3.7 (4.55)
商业服务及其他	3 (3.15)	0.1	1.0 (1.3)	4.1 (4.55)

数据来源：公司招股书、兴业证券研发中心

3、污水 – 保持稳定，明年污水处理费将下调

公司上半年污水处理费收入 9.27 亿，同比增长 8.2%，毛利率 69.7%，保持稳定态势。

图 2、公司污水销售情况



数据来源：兴业研发中心

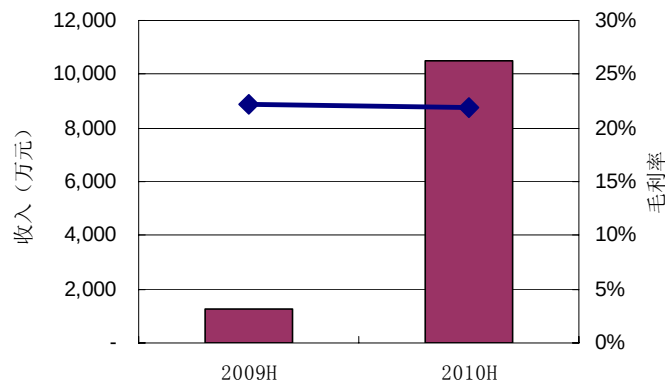
公司所提供的污水处理服务自 2007 年 1 月 1 日起由重庆市政府采购，首期结算价格为 3.43 元/立方米，结算价格自股份公司成立之日起每三年核定一次，首期结算价格执行至 2010 年 12 月 31 日止。

根据公司的污水处理结算价格核定办法，估计第二期（2011 年~2013 年）污水处理结算价格可能下降约 10%，从而使得公司污水收入增长受到压制。公司为培育新的业务增长领域，于 5 月份携手苏伊士集团进入化工污水处理业务，可能会成为新的增长点，但增收幅度尚难以估算。

4、工程施工 – 增速迅猛，但难以测算

公司上半年工程施工收入 1.05 亿，同比增长 725%，毛利率 21.9%，保持基本稳定。

图 3、公司工程施工销售情况



数据来源：兴业研发中心

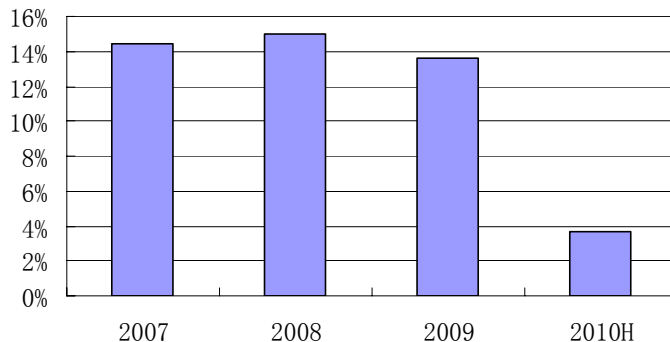
公司工程施工业务主要由子公司重庆市公用事业建设有限公司经营，主要从事市政公用工程、机电安装工程、房屋建筑工程等相关业务。由于工程施工业务涉及到项目获取和业务结算的问题，测算起来比较困难。

5、税收优惠助推公司盈利水平

根据国家政策和地方税务局的相关规定，公司污水处理业务为不征税收入，企业所得税按 15% 征收，故公司上半年实际税负只有 3.68%。

图 4、公司历年实际税负

公司实际税负



数据来源：兴业研发中心

6、现金充沛，未来扩张有想象空间

公司于 3 月 29 日上市，发行 5 亿股，发行价为 6.98 元，共融资 34.9 亿元。截至中报公司账上货币资金由年初的 22.4 亿增至 54.5 亿，净增 32.1 亿。由于募投项目在上市前已基本建成，故募投资金暂无去向。

手持庞大的现金，使得公司扩张业务的弹药充足。招股说明书中披露一些潜在投

资项目尚未兑现，因而给予投资者一定的想象空间。

表 4、潜在增长机会

内容	概述
化工污水和工业废水	由于巴斯夫入驻重庆化工园区，对于污水处理要求高。5 月份公司携手苏伊士集团进入化工污水处理业务，投资约 8 亿元。
污泥处置	2 年内完成污泥处置项目并购投资约 6 亿，污泥处置能力 800 吨/日，实现污泥处置“零”的突破。目前已与三个水泥厂签署合作协议，同时公司控股股东的污泥处置项目已投入试运营，未来可能注入公司。
加大污水处理能力	5 年内实现在重庆区域的污水处理能力增长 80%（不含募投项目），投资约 35.9 亿。5 年内实现在重庆区域供水能力增长 50%以上，投资约 46.6 亿以上。
国内外跨区域并购	公司是商务部批准的第一家面向全国的中外合资水务投资平台，将与战略投资者携手开拓澳洲水务项目，投资约 20 亿。将独自或携手战略投资者开展国内水务项目并购。
污水处理尾水发电	依靠重庆山区地形，公司在鸡冠石 60 万吨/日污水处理项目上已成功实施污水处理尾水发电，可为污水处理厂提供 15%—20%的自用电，成本节约明显。2012 年前将兴建 30 个尾水发电项目。
水电站	公司认为小水电发展前景良好，已投资 3.3 亿元于汤古电力公司，负责建设经营 3 个小水电站，装机容量 4.4 万千瓦，预计 2013 年建成。另外公司在四川九龙县的水电项目已于 7 月开工建设。

数据来源：公司招股书、兴业证券研发中心

7、盈利预测与估值

我们假设公司各业务收入情况如下，则得到 2010~2012 年 EPS 为 0.3、0.34 和 0.38 元，给予 30X PE，则估值为 9 元，给予中性评级。

表 5、分业务盈利预测表

业务（万元）/年份		2008	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
污水处理	营业收入	152,410	173,310	92,663	186,968	196,814	216,664
	YoY	29.4%	13.7%	8.2%	7.9%	5.3%	10.1%
	毛利率	68.5%	68.9%	69.7%	69.7%	70.3%	70.9%
自来水销售	营业收入	65,242	74,566	32,614	92,945	98,664	104,796
	YoY	5.29%	14.3%	23.6%	24.6%	6.2%	6.2%
	毛利率	28.3%	26.7%	33.7%	33.7%	32.4%	31.0%
工程施工	营业收入	14,746	19,068	10,506	22,881	27,457	32,949
	YoY	-16.1%	29.3%	724.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	23.3%	11.8%	21.9%	20.0%	18.0%	16.0%
其他	营业收入	5,196	5,161	1,624	6,193	7,431	8,918
	YoY	20.8%	72.7%	50.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	54.6%	70.5%	65.7%	65.0%	62.0%	60.0%
合计	总收入	232,398	266,944	137,408	308,987	330,367	363,327
	YoY	18.50%	14.9%	20.1%	15.7%	6.9%	10.0%
	综合毛利率	55.2%	54.7%	57.5%	55.1%	54.4%	54.2%

数据来源：兴业证券研发中心

表 6、上市水务公司估值比较

代码	公司名称	收盘价 2010. 8. 18	EPS			PE			备注
			2010E	2011E	2012E	2010E	2010E	2012E	
600008	首创股份	6.21	0.23	0.27	0.30	27.00	23.00	20.70	一致预期
600874	创业环保	6.48	0.20	0.22	0.19	32.40	29.45	34.11	一致预期
000685	中山公用	18.44	1.60	1.87	N/A	11.53	9.86	N/A	一致预期
600168	武汉控股	9.01	0.23	0.27	0.31	39.17	33.37	29.06	一致预期
600283	钱江水利	10.01	0.29	0.35	0.38	34.52	28.60	26.34	一致预期
600323	南海发展	14.14	0.49	0.61	0.72	28.86	23.18	19.64	一致预期
600461	洪城水业	15.15	0.54	0.65	0.98	28.06	23.31	15.46	一致预期
6011158	重庆水务	8.17	0.30	0.34	0.38	27.23	24.03	21.50	
平均值						28.79	24.40	24.22	

数据来源：Wind、兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3498	7869	9253	10995
货币资金	2244	6367	7644	9226
交易性金融资产	4	5	5	5
应收账款	597	691	739	813
其他应收款	484	603	645	709
存货	66	69	75	83
非流动资产	8863	9129	9523	9761
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	992	1000	1100	1200
投资性房地产	8	8	8	8
固定资产	6012	6523	6842	7040
在建工程	924	662	631	565
油气资产	0	0	0	0
无形资产	814	799	784	769
资产总计	12362	16999	18775	20756
流动负债	989	1022	1096	1195
短期借款	6	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	332	347	376	416
其他	651	675	720	779
非流动负债	4215	4222	4277	4322
长期借款	2005	2005	2005	2005
其他	2210	2217	2272	2317
负债合计	5204	5244	5373	5517
股本	4300	4800	4800	4800
资本公积	1661	4661	4661	4661
未分配利润	975	1924	3405	5057
少数股东权益	13	14	16	17
股东权益合计	7158	11754	13402	15238
负债及权益合计	12362	16999	18775	20756

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1014	1461	1646	1835
折旧和摊销	430	475	542	602
资产减值准备	3	15	7	10
无形资产摊销	20	25	30	35
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	59	-18	-130	-190
投资损失	-66	-80	-85	-90
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	-221	225	9	52
经营活动产生现金流量	1739	1634	1997	2142
投资活动产生现金流量	-231	-659	-850	-750
融资活动产生现金流量	-99	3148	130	190
现金净变动	1409	4123	1277	1582
现金的期初余额	1518	2244	6367	7644
现金的期末余额	2928	6367	7644	9226

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2729	3090	3304	3633
营业成本	1325	1387	1505	1666
营业税金及附加	16	19	20	22
销售费用	39	44	46	51
管理费用	276	294	314	345
财务费用	59	-18	-130	-190
资产减值损失	3	15	15	15
公允价值变动	1	0	0	0
投资收益	66	80	85	90
营业利润	1079	1430	1619	1814
营业外收入	116	110	115	120
营业外支出	20	20	22	25
利润总额	1175	1520	1712	1909
所得税	160	58	65	73
净利润	1015	1462	1647	1837
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	1014	1461	1646	1835
EPS (元)	0.21	0.30	0.34	0.38

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	15.2%	13.2%	6.9%	10.0%
营业利润增长率	36.2%	32.6%	13.2%	12.1%
净利润增长率	37.7%	44.1%	12.7%	11.5%
盈利能力(%)				
毛利率	51.4%	55.1%	54.4%	54.2%
净利率	37.2%	47.3%	49.8%	50.5%
ROE	14.2%	12.4%	12.3%	12.1%

偿债能力(%)

资产负债率	42.1%	30.9%	28.6%	26.6%
流动比率	3.54	7.70	8.44	9.20
速动比率	3.47	7.63	8.37	9.13

营运能力(次)

资产周转率	22.8%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	422.3	429.6%	413.4%	419.0%

每股资料(元)

每股收益	0.21	0.30	0.34	0.38
每股经营现金	0.34	0.34	0.42	0.45
每股净资产	1.49	2.45	2.79	3.17

估值比率(倍)

PE	38.7	26.8	23.8	21.4
PB	5.5	3.3	2.9	2.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。