钱江水利（600283.sh）

一主两翼协调发展，快速增长可期

谢军 研究员
电话：020-87555888-663
eMail：xj@gf。com.cn
SAC执业证书编号：**S0260208120364**

张媛媛 研究助理
电话：010-68058790
email：zyy7@gf.com.cn
SAC执业证书编号：无

第一大股东背景雄厚，水务板块发展具想象空间

中国水务投资有限公司是由水利部综合事业局、中国水利水电建设集团公司等核心股东联合战略投资者发起成立的国家级专业水务投资和运营管理公司，总资产 100 亿元，日供水能力为 600 万方，目前持有公司 25.55%股权。

地产储备项目质地优良

目前公司储备项目为位于杭州城区西部--临安青山湖别墅区块，距杭州市中心约 30 公里，行车约需 30 分钟，项目总用地 720 亩。据了解，目前同区域已开盘别墅项目价格区间为 25000-35000 元/平米。

创投业务将逐渐步入收获期

公司持有业内知名创投企业天堂硅谷股权投资管理集团 27.9%的股份。截止 2010 年 9 月，集团已发起设立各类基金 29 支，注册资本达 30 亿元。控股及参股企业 59 家（13 家已上市，其中 2010 年上半年上市 3 家），管理资产超过 60 亿元人民币。

盈利预测与估值

预计 2010-2012 年 EPS 为 0.51、0.36 和 0.62 元，对应目前股价 PE 为 27、34 和 21 倍。公司 2009~2012 年三年复合增长率为 48%，给予公司 1 倍 PEG，目标价 17 元。

风险提示

水务板块增长、地产销售进度以及创投贡献投资收益低于预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	371.19	622.89	650.25	703.81	1161.19
增长率(%)	-4.11%	67.81%	4.39%	8.24%	64.99%
EBITDA(百万元)	156.90	182.84	122.96	130.88	228.32
净利润(百万元)	47.58	53.75	145.63	101.69	175.70
增长率(%)	41.82%	12.97%	170.93	-30.17%	72.79%
每股收益（元）	0.167	0.188	0.51	0.36	0.62
市盈率	33.39	59.98	27.02	38.69	22.39
市净率	1.62	3.28	3.48	3.20	2.80
EV/EBITDA	14.09	21.09	36.68	33.54	19.04

数据来源：钱江水利开发股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格(元)	13.79
目标价格(元)	17.00
前次评级	无评级

股价走势

市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	19.60%	48.76%	20.04%
沪深 300	19.94%	23.50%	1.63%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	285.33/212.58
主要股东:	中国水务投资有限公司
主要股东持股比例	25.55%

财务比率

ROE	5.47%
ROA	4.72%
资产负债率	56.27%
每股净资产(元)	3.45

2009 年报数据

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

投资要点

● 公司发展战略明确

公司提出“一主两翼”发展战略，即以水务为主，地产与创投业务为辅实现业绩持续稳定增长。公司有意继续做大做强水务板块，以水务稳定的现金流支持房地产业务良性滚动发展。

● 第一大股东背景雄厚，水务板块发展具想象空间

大股东中国水务投资有限公司是由水利部综合事业局、中国水利水电建设集团公司等核心股东联合战略投资者发起成立的国家级专业水务投资和运营管理公司，总资产为100亿元，日供水能力为600万方，目前持有公司25.55%股权。

● 地产储备项目质地优良

目前公司储备项目为位于杭州城区西部--临安青山湖别墅区块，距杭州市中心约30公里，行车约需30分钟，项目总用地720亩。据了解，目前同区域已开盘别墅项目价格区间为25000-35000元/平米。据测算，该项目完成后共增厚EPS3.36元，明年预计开始预售，假设销售进度为10%，2012年预计增厚EPS0.34元。

● 创投业务将逐渐步入收获期

公司持有业内知名创投企业天堂硅谷股权投资管理集团27.9%的股份。截止2010年9月，集团已发起设立各类基金29支，注册资本达30亿元。控股及参股企业59家（13家已上市，其中2010年上半年上市3家），管理资产超过60亿元人民币。

公司收入构成与毛利率水平

从最近报告期来看，公司收入主要来源于水务业务，2009年水务收入占比达到51.33%，2010年中报更是达到72.78%，主要原因是由于目前地产项目已大部分结算完毕，该项业务收入贡献下降所致。

图1：2010年中报收入占比情况

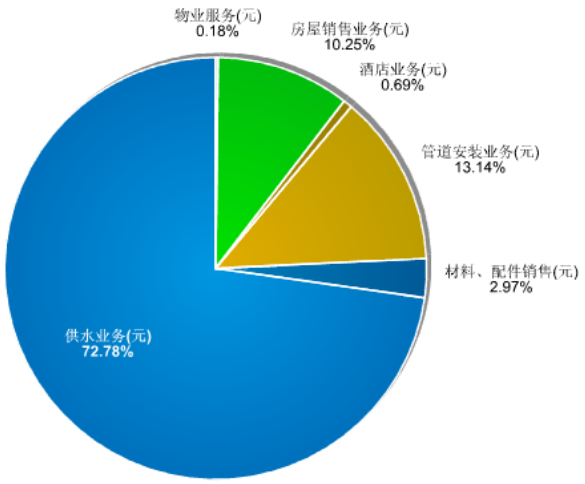
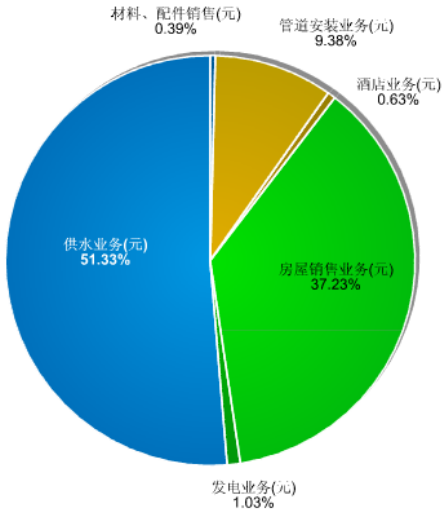
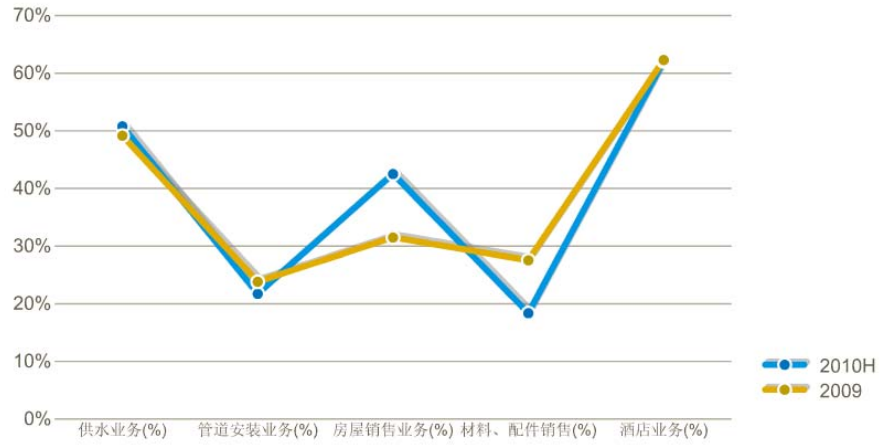


图2：2009年年报收入占比情况



数据来源：公司公告

图3：今年二季度地产业务毛利率提升



数据来源：公司公告

水务扩张值得期待

公司地处浙江，经济相对发达，市场化程度较高，随着城市化步伐不断加快，水务市场需求持续增长，为公司主业拓展提供了广阔的市场。目前公司日供水规模107万吨，污水处理能力18万吨，在浙江省市场占有率分别为7.7%和2.6%。浙江省城市供水行业比较分散，没有一家跨行政区域供水，也没有一家超过全省城市总体供水规模的10%，行业存在较强的整合趋势和需求。

图3：水务板块分/子公司情况

公司名称	从属关系	投资额(亿元)	参股比例(%)
舟山市自来水有限公司	子公司	2.11	86.12
浙江钱江水利供水有限公司	子公司	0.3	75
丽水市供排水有限责任公司	子公司	0.84	70
嵊州市投资发展有限公司	子公司	0.49	70
赤山埠供水分公司	分公司	1.5	BOT

数据来源：公司公告

我们认为公司水务业务未来有望在大股东扶持下实现快速扩张：

首先，上市公司具有做大做强的内在动力，但据调研了解，公司获取浙江省地级市项目有一定难度，目前公司水务业务主要集中在舟山市、丽水市、永康市、兰溪市和安吉等地。除了努力做好就地扩张，扩大现有存量水务企业供水领域以外，增量业务扩展略显乏力，这成为阻碍公司水务板块快速发展的一大障碍。公司在2009年年报中提到：“为充分利用资本市场平台，市场再融资作为2010年一项重要工作任务，要根据股东确定的方案，全力推进，力争早日取得新突破，实现公司快速发展。”但由于公司有地产业务，再融资暂缓。

其次，大股东中国水务投资公司也从事原水开发和供应、区域间调水、城市供排水和苦咸水淡化等水务行业投资运营管理及相关增值服务，目前总资产为100亿元，日供水能力为600万方。中国水务投资在2006年受让公司29.94%的股权，成为钱江水利第一大股东。其在股改中承诺，在收购后确立水务产业为公司今后主要发展方向，将全力支持公司发展，充分发挥资源平台作用，通过整合、注资等方式做大做强上市公司，同时大力拓展在江浙地区的水务市场，挖掘和培育具备一定规模和较好盈利能力的骨干项目实现上市公司主业持续增长。

基于以上两点，我们推测公司未来水务扩张具有想象空间，不排除大股东为扶持上市公司后续注入水务资产。

地产板块储备项目质地优良

公司地产业务战略为争取在南方二、三线城市寻求新的投资项目，实现良性滚动发展。目前公司储备地产项目为与临安青山湖街道林山石（青山湖北岸），项目总用地面积约为720亩，建筑形态为别墅。

本项目位于杭州城区西部--临安青山湖别墅区块，距杭州市中心约30公里，行车约需30分钟；青山湖是杭州周边自然环境最为优美的地区之一。本项目相比同区域其他项目最大的地理优势在于三面环水，具有更稀缺的景观资源。据我们调研了解，该楼盘预计分5期，目前同区域已开盘别墅项目价格区间已达25000-35000元/平米。

据测算，该项目完成后共增厚EPS3.36元，明年预计开始预售，假设销售进度为10%，2012年预计增厚EPS0.34元。

创投业务发展势头良好

公司目前持有天堂硅谷27.9%股份，为第二大股东。天堂硅谷是目前国内知名创投企业，截止2010年9月，集团已发起设立各类基金29支，注册资本达30亿元。控股及参股企业59家（13家已上市，其中2010年上半年上市3家），管理资产超过60亿元人民币。

天堂硅谷的战略目标是未来三至五年内将成立50家以上股权投资基金，帮助200家以上中小企业解决直接融资问题，帮助推进5个以上细分行业的产业整合，管理资产规模超过100亿元，成为国内领先的股权投资和资产管理集团，最大限度地支持国内中小企业快速发展和产业的并购重组，推动国家经济转型升级。

图4：权威机构评定2009年度创投企业20强

排名	机构名称	排名	机构名称
1	深圳市创新投资集团有限公司	11	软银中国创业投资有限公司
2	深圳达晨创业投资有限公司	12	浙江天堂硅谷创业集团有限公司
3	红杉资本中国基金	13	深圳市松禾资本管理有限公司
4	IDG资本	14	兰馨亚洲投资集团
5	江苏高科技投资集团	15	纪源资本
6	赛富亚洲投资基金	16	蓝驰创投
7	联想投资有限公司	17	德同中国投资基金
8	上海永宣创业投资管理有限公司	18	北京金沙江创业投资管理有限公司
9	招商局科技集团有限公司	19	北极光风险投资
10	鼎晖创业投资	20	启明维创投资咨询（上海）有限公司

数据来源：广发证券发展研究中心

今年三季度公司净利润劲增236.36%。主要是投资收益大幅增加，公司参股的浙江天堂硅谷股权投资管理集团有限公司因部分前期投资项目（莱宝高科）实现盈利退出，产生巨大投资收益。 公司预计今年全年净利润同比增长为150%左右。

盈利预测与估值

基本假设

1、水务板块营业收入增速保守估计20%增长，2010年-2012年毛利率43%;

2、地产板块预计2010年实现计划收入20000万元，2011年实现收入15000万元，2011年青山湖别墅项目第一期开售，销售进度为10%。目前该区域别墅项目售价区间为25000~35000元/平米，我们保守按照售价25000元/平米，项目容积率0.4计算;

3、创投板块投资收益：不考虑天堂硅谷2010年第四季度利润增长可能给公司带来的投资收益，2010全年投资收益按178473000元计入；2011年-2012年投资收益按13000万元计算。

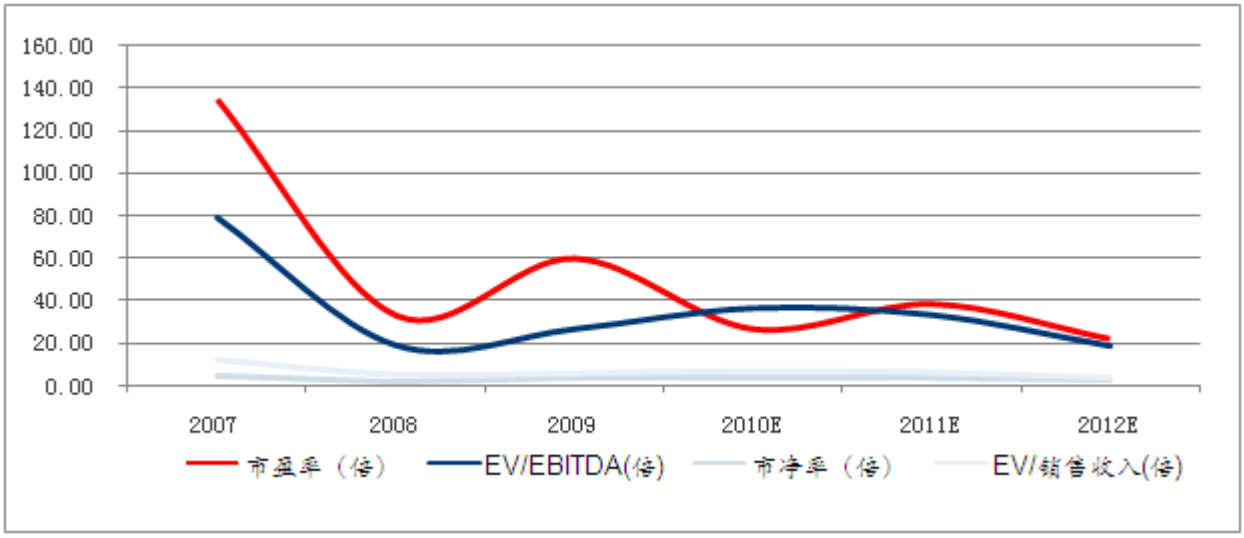
预测得到2010-2012年EPS为0.51、0.36和0.62元，对应目前股价PE为27、34和21倍。公司2009~2012年三年复合增长率为48%，考虑到公司未来水务具有一定想象空间，地产项目质地优良后续将为公司带来可观收益且创投板块逐渐步入收获期，我们暂给予公司1倍PEG，目标价17元。

表1：盈利预测结果

报表项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	371.19	622.89	650.25	703.81	1161.19
营业收入增长率（%）	-4.11%	67.81%	4.39%	8.24%	64.99%
EBITDA（百万元）	101.88	134.48	122.96	130.88	228.32
净利润（百万元）	47.58	53.75	145.63	101.69	175.70
净利润增长率（%）	41.82%	12.97%	170.93%	-30.17%	72.79%
每股收益（元）	0.17	0.19	0.51	0.36	0.62
市盈率（倍）	33.40	59.98	27.02	38.69	22.39
市净率（倍）	1.62	3.28	3.48	3.20	2.80
EV/EBITDA（倍）	19.32	26.95	36.68	33.54	19.04

数据来源：广发证券发展研究中心

图5：相对估值水平



数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

1、水务板块增长低于预期;

2、房地产板块销售进度低于预期;

3、创投板块投资收益低于预期。

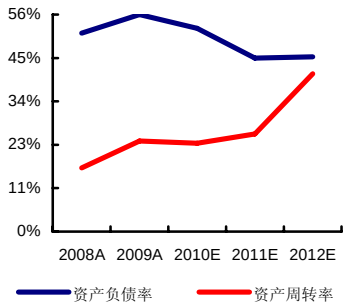
资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,064	1,066	1,101	899	1,251
货币资金	230	444	354	103	-104
应收及预付	246	94	179	193	320
存货	564	523	564	598	1,030
其他流动资产	24	5	5	5	5
非流动资产	1,455	1,724	1,789	1,769	1,756
长期股权投资	268	422	422	422	422
固定资产	797	788	881	834	787
在建工程	113	171	208	245	289
无形资产	230	230	213	203	194
其他长期资产	46	112	65	65	65
资产总计	2,519	2,789	2,890	2,668	3,008
流动负债	1,018	867	834	760	1,172
短期借款	428	239	239	119	119
应付及预收	530	575	596	641	1,054
其他流动负债	60	53	0	0	0
非流动负债	279	702	690	440	190
长期借款	144	570	690	440	190
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	135	132	0	0	0
负债合计	1,296	1,570	1,524	1,200	1,362
股本	285	285	285	285	285
资本公积	544	546	546	546	546
留存收益	151	152	298	400	575
归属母公司股东权益	980	984	1,129	1,231	1,407
少数股东权益	242	236	237	238	239
负债和股东权益	2,519	2,789	2,890	2,668	3,008

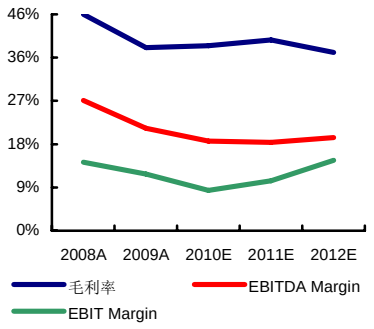
利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	371	623	650	704	1161
营业成本	202	382	397	421	724
营业税金及附加	8	20	26	23	26
销售费用	36	43	55	60	99
管理费用	72	103	117	127	139
财务费用	43	41	51	45	27
资产减值损失	39	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	87	34	224	130	130
营业利润	59	86	228	159	275
营业外收入	9	2	0	0	0
营业外支出	2	4	0	0	0
利润总额	67	84	228	159	275
所得税	21	30	81	57	98
净利润	45	54	147	102	177
少数股东损益	-2	0	1	1	1
归属母公司净利润	48	54	146	102	176
EBITDA	102	134	123	131	228
EPS（元）	0.17	0.19	0.51	0.36	0.62

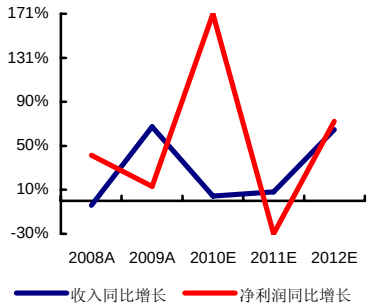
资产负债率趋势



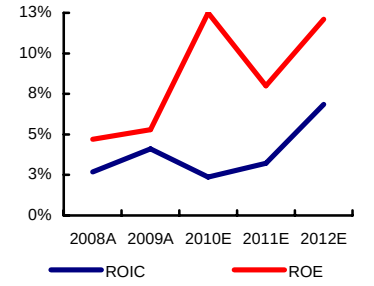
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势

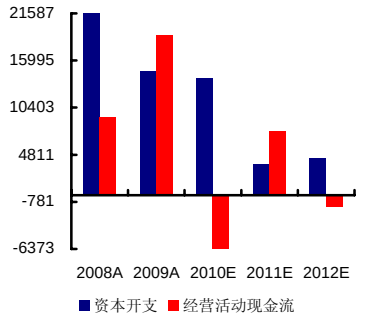


现金流量表 单位：百万元

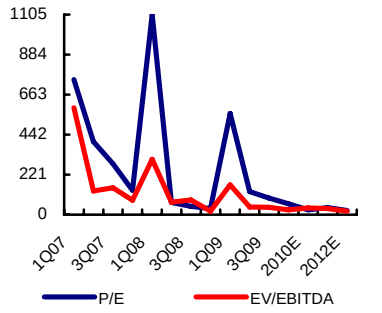
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	93	190	-65	76	-15
净利润	45	54	147	102	177
折旧摊销	48	60	68	57	56
营运资金变动	28	96	-118	-3	-146
其它	-28	-20	-161	-81	-102
投资活动现金流	-186	-73	85	93	87
资本支出	-216	-147	-139	-37	-43
投资变动	-13	54	224	130	130
其他	43	19	0	0	0
筹资活动现金流	34	103	-111	-419	-278
银行借款	578	1,039	120	-370	-250
债券融资	-482	-811	-168	0	0
股权融资	0	2	0	0	0
其他	-62	-127	-62	-49	-28
现金净增加额	-59	219	-90	-251	-207
期初现金余额	287	230	444	354	103
期末现金余额	228	449	354	103	-104

主要财务比率 单位：%

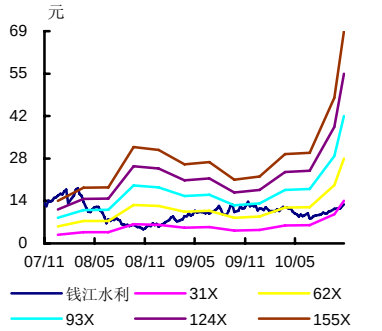
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	-4.1%	67.8%	4.4%	8.2%	65.0%
营业利润	9.3%	45.9%	164.0%	-30.2%	72.8%
归属于母公司净利润	41.8%	13.0%	170.9%	-30.2%	72.8%
获利能力					
毛利率	45.6%	38.6%	39.0%	40.2%	37.6%
净利率	12.2%	8.7%	22.5%	14.5%	15.2%
ROE	4.9%	5.5%	12.9%	8.3%	12.5%
ROIC	2.8%	4.2%	2.4%	3.3%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	51.5%	56.3%	52.7%	45.0%	45.3%
净负债比率	31.0%	32.4%	41.7%	30.7%	24.7%
流动比率	1.05	1.23	1.32	1.18	1.07
速动比率	0.47	0.60	0.62	0.36	0.15
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.23	0.23	0.25	0.41
应收账款周转率	19.59	46.16	46.16	46.16	46.16
存货周转率	0.41	0.70	0.70	0.70	0.70
每股指标（元）					
每股收益	0.17	0.19	0.51	0.36	0.62
每股经营现金流	0.33	0.67	-0.23	0.27	-0.05
每股净资产	3.44	3.45	3.96	4.31	4.93
估值比率					
P/E	33.4	60.0	27.0	38.7	22.4
P/B	1.6	3.3	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	19.3	27.0	36.7	33.5	19.0



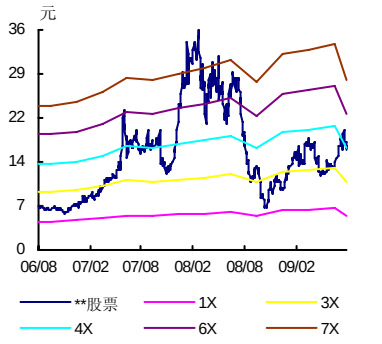
相对估值



PE BAND



PB BAND



资本支出与经营活动现金流

广发公用事业行业研究小组

谢军，分析师，中国科学院研究生院工程硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心，4 年公用事业行业研究经历。

张媛媛，研究助理，华北电力大学电力系统专业硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zyy7@gf.com.cn，010-68058790。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10％以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10％以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。