

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

供水领域一独霸江阴； 污水处理一展露锋头

事件描述

江南水务（601199）拟首次在上海证券交易所公开发行人民币普通股 5,880 万股，占发行后总股本的 25.15%。

事件评论

- 公司是一家以自来水的制售、自来水排水及相关水处理为主要业务的水务公司，目前业务全部集中在江阴市，在江阴市全境享有独家提供供水服务、收取水费和负责供水设施的建设、经营、维护和更新的权利。2009 年，公司日供水能力 93 万立方米，DN100 以上供水管网总长 600 多公里，供水人口超过 200 万，供水规模、人均供水量及各项能耗、全员劳动生产率等指标在同行业中处于领先地位，处于全国县级市供水行业前列。
- 水务行业目前发展已经进入成熟阶段，供水量与用水普及率达到稳定，但我国供水企业的盈利能力并不乐观，原因之一就是目前水价偏低。由于供水企业有地域性的限制，导致行业集中性低。水价上涨空间大加之供水企业跨地区发展的可能性，优质的供水企业发展良好。
- 公司依靠富庶的江阴市，即将包揽江阴市全部供水业务；由于技术装备的先进性，使得毛利率高于同行业上市公司；自 2002 年采用球墨铸铁管，管网新，漏损率低。在自来水供应领域，公司占据了江阴市的第一把交椅。公司又将业务扩展到污水处理行业与异地供水行业，使得公司在江阴市有得天独厚的优势。
- 公司本次拟公开发行人民币普通股（A 股）股票数量不超过 5,880 万股，募集资金按照轻重缓急，计划用于乡镇水厂资产收购项目、智能水务开发及综合应用项目和利港水厂改扩建项目。
- 我们预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.535 元、0.698 元和 0.926 元。考虑到公司在供水业务方面未来表现的稳定性，可以保持在江阴市的龙头地位，以及污水处理业务的突破性，也有可能占得江阴市污水处理市场的优势地位。公司目前的主要业务为自来水供应，未来扩张到污水处理，以及智能水网的开发的我们选取 A 股市场可比公司 2011 年 PE 为 37 倍，因此我们给予公司 2011 年 35-38 倍估值，对应的询价区间为 18.8-20.33 元/股。

公司概况

江阴市独家供水企业

公司是一家以自来水的制售、自来水排水及相关水处理为主要业务的水务公司，目前业务全部集中在江阴市，在江阴市全境享有独家提供供水服务、收取水费和负责供水设施的建设、经营、维护和更新的权利。2009年，公司日供水能力 93 万立方米，DN100 以上供水管网总长 600 多公里，供水人口超过 200 万，供水规模、人均供水量及各项能耗、全员劳动生产率等指标在同行业中处于领先地位，处于全国县级市供水行业前列。

图 1：公司供水涵盖江阴大部分地区



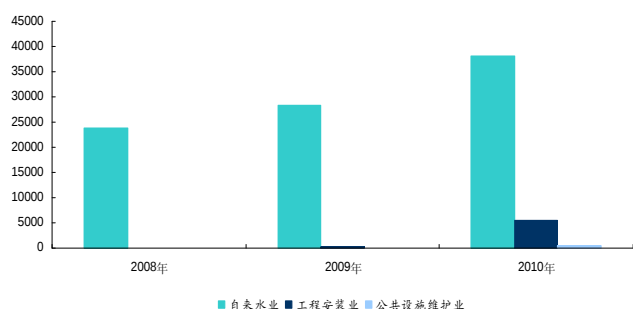
资料来源：公司网站

表 1：主营业务收入构成情况

项目	2008 年		2009 年		2010 年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
自来水业	23733.16	100.0%	28375.17	98.9%	38183.04	86.2%
工程安装业			324.99	1.1%	5591.13	12.6%
公共设施维护业					505.5	
合计	23733.16	100.0%	28700.16	100.0%	44279.67	100.0%

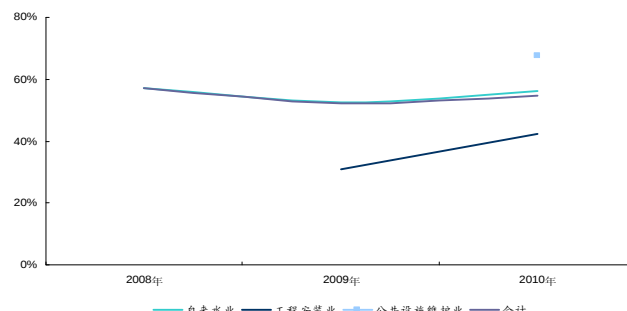
资料来源：招股书，长江证券研究所

图 2：公司主营业务收入变化情况



资料来源：招股书，长江证券研究所

图 3：公司主营业务毛利率变化情况

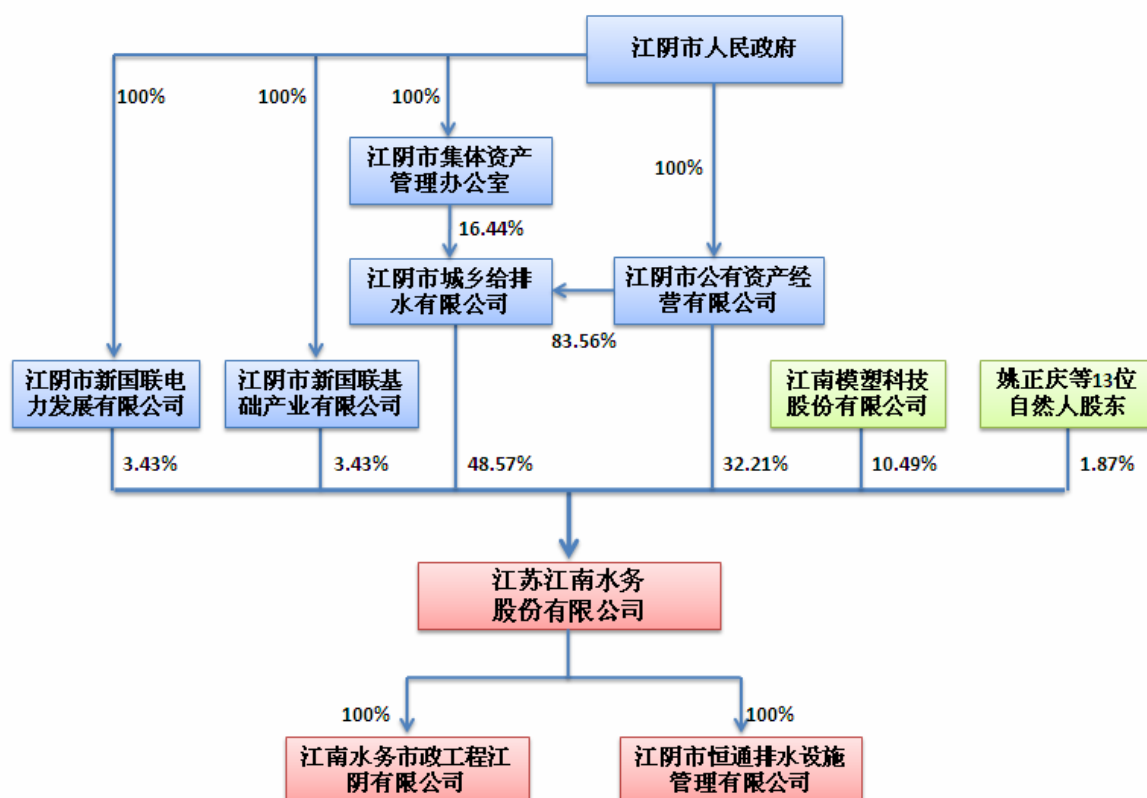


资料来源：招股书，长江证券研究所

依托国资背景为公司对外扩张提供便利

公司的主要发起人之一为江阴市公有资产经营有限公司，系江阴市财政局出资组建的国有独资公司，代江阴市政府行使国有企业出资人角色。由于水务行业关系到国计民生，人民生命安全的重要行业，在政府选择经营企业时，一般青睐管理经营丰富的，自己参股的企业更有竞争优势，同时政府参与的水务公司也更容易向外界传达良好信誉信息，使得公司很容易在对外扩张中获得更多的机会。

图 4：公司股权结构图



资料来源：招股书

表 2：公司发行前后股本结构

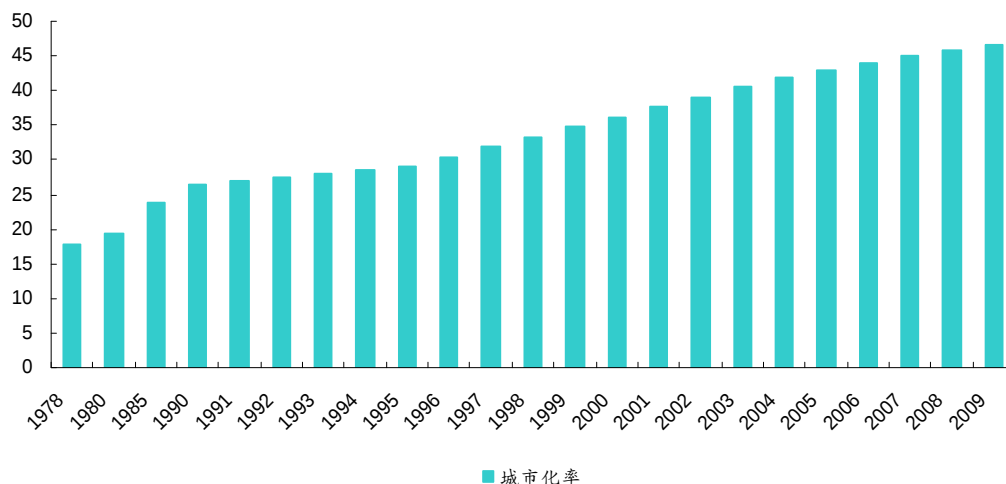
股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股份（股）	比例（%）	股份（股）	比例（%）
江阴市城乡给排水有限公司（SS）	85,000,000	48.57	81,740,995	34.96
江阴市公有资产经营有限公司（SS）	56,359,694	32.21	54,198,793	23.18
江南模塑科技股份有限公司	18,361,471	10.49	18,361,471	7.85
江阴市新国联基础产业有限公司（SS）	6,000,000	3.43	5,769,953	2.47
江阴市新国联电力发展有限公司（SS）	6,000,000	3.43	5,769,953	2.47
姚正庆	524,613	0.30	524,613	0.22
冯永朝	262,307	0.15	262,307	0.11
程颐平	262,307	0.15	262,307	0.11
张亚军	262,307	0.15	262,307	0.11
杨伊南	262,307	0.15	262,307	0.11
张满英	262,307	0.15	262,307	0.11
钱苏	262,307	0.15	262,307	0.11
陶新如	262,307	0.15	262,307	0.11
王建林	262,307	0.15	262,307	0.11
傅梦琴	262,307	0.15	262,307	0.11
吴振南	131,153	0.07	131,153	0.06
孙锦治	131,153	0.07	131,153	0.06
徐永兴	131,153	0.07	131,153	0.06
全国社会保障基金理事会			5,880,000	2.51
社会公众股			58,800,000	25.15
合计	175,000,000	100	233,800,000	100

资料来源：招股书

水务行业：发展稳定，涨价依然是未来看点

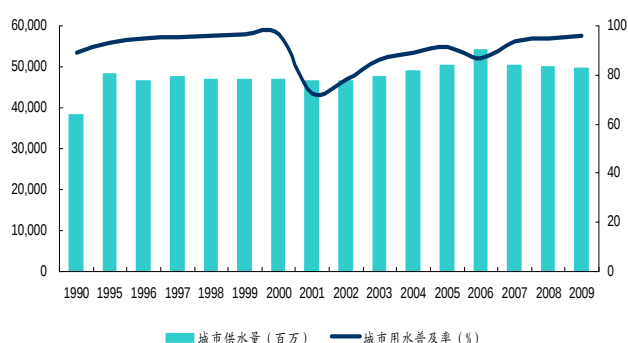
近十年来，我国供水综合生产能力呈稳定的增长趋势，截至 2009 年底，十年间的平均增长速度为 2.45%，快于供水总量的增长速度。从 1999 年到 2009 年，我国供水管道长度翻了一番，由 23.8 万公里增长到 48.0 万公里，年均增长 7.9%。我国目前正处于高速城市化和工业化的发展阶段，2009 年，我国城市化率为 46.60%，城镇人口比 1991 年增加了 90.3%，平均每年增长 5.6%。根据有关预测，我国城市化率在 2030 年将达到 65% 以上。因此，未来几年城市用水需求量将保持稳定增长的趋势。

图 5：中国城市化率稳定增长



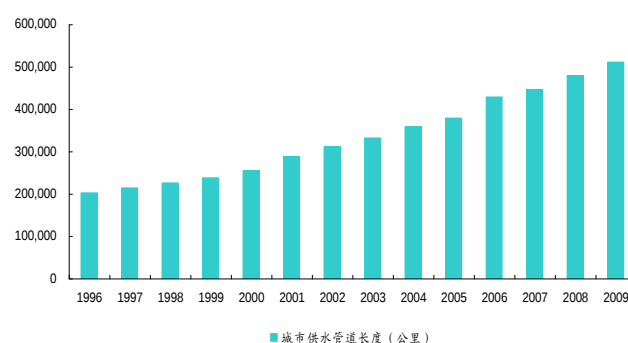
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 6：城市供水量、用水普及率稳定



资料来源：长江证券研究所

图 7：供水管道不断增长



资料来源：长江证券研究所

行业集中度低致企业亏损，未来提价和收购成常态

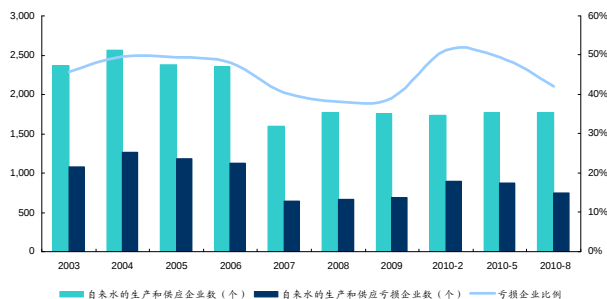
就目前我国水务行业整体而言，市场化程度和行业集中度均较低。由于目前的政策和法律体系，水务行业属于市政设施，地方政府仍是水务服务的最终责任主体，造成我国水务行业长期以来地方垄断性强，规模化不足，产权结构单一。随着市政公用事业的逐步放开，我国水务行业正经历由政府高度垄断到逐渐开放的市场化发展阶段。2002 年以来我国水务行业产业政策已经允许多元资本跨地区、跨行业参与市政公用企业经营，并结合特许经营的模式从事城市供排水业务经营。但是由于长期以来的政策制约和水务行业自然垄断的特征，目前我国水务行业的市场化程度和行业集中度仍然偏低。

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。

2010 年以来，全国居民自来水平均价格提高了 5.65%，污水处理费提高了 4.05%，远远低于其他生活必须消费品的涨幅，而由于之前自来水供应企业在很长时间都处于亏损状态，因此小幅提价还只能弥补公司前期的亏损，要整体上改变自来水公司亏损局面，提高水价势在必行；国家提高自来水水质标准，以及药剂和人工成本都在通胀预期下大涨，

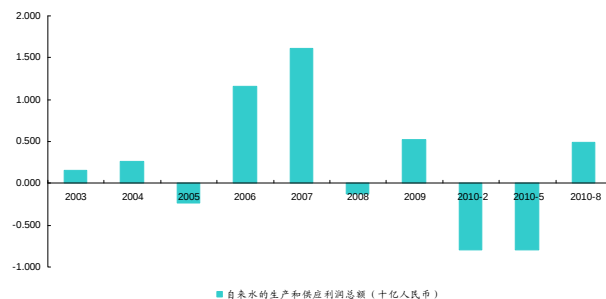
使得水务公司必须提高投入成本，若供水价格不提高，将吞噬今年提高水价而抵消之前的亏损，再次陷入亏损状态。

图 1：亏损企业家数仍达到 40%以上



资料来源：长江证券研究所

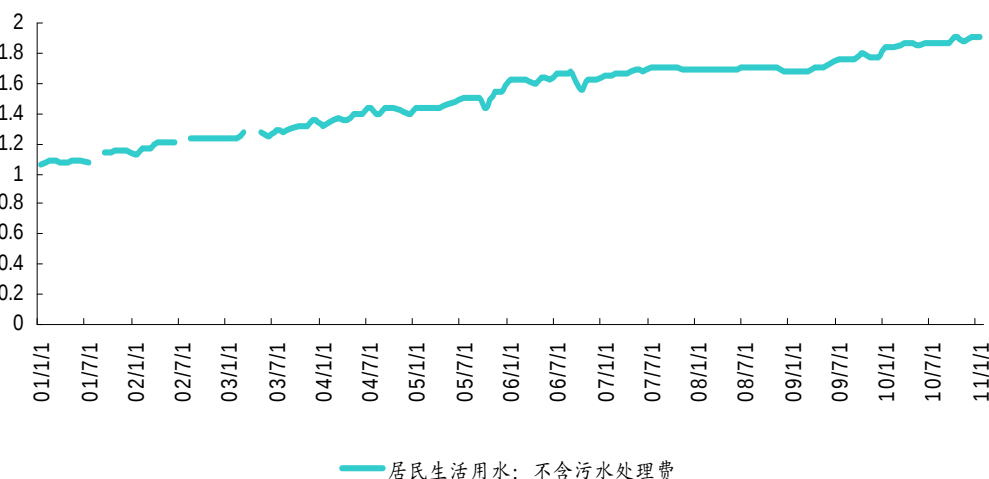
图 2：水价提升使得供水行业略有盈利



资料来源：长江证券研究所

建设部 08 年在《城乡缺水问题研究》中指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到 2.5%~3% 为宜。而水利部提供的数据显示，2009 年全国城镇居民人均可支配收入为 17175 元，人均生活用水量为 65 立方米，若水费收入比达到 2.5%，平均水价应为 6.6 元/吨。比照平均 1.73 元/吨的平均水价，未来上涨的空间也超过 200%。

图 11：水价逐渐上涨



资料来源：CEIC，长江证券研究所

水务行业作为市政公用行业，长期以来一直是实行政府定价制度。但由于国家将水务行业列入“十五”期间国有资产要退出的行业之一，水务行业市场化进程发展迅速，水价制定市场化也是业内专业人士的共同预期。清华大学中国水业政策研究中心认为，未来的水价定价政策体系将使水价定价基础从传统认识中以资产确定收益转变为按照服务确定收益。2008 年 10 月份江苏省出台的《江苏省水利工程供水价格管理实施办法》则明确规定了“政府鼓励发展的民办民营（含拍卖、租赁、承包、股份制等）水利工程供水价格，实行政府指导价”。因此，水价上涨存在很大空间。

政府资源与资金决定了水务行业高壁垒

➤ 地域壁垒

水务行业属于市政公用行业，具有自然垄断的特性。水务企业在进行基础设施建设时，需要根据地方经济发展情况、区域建设规划并结合地域特征和供求分布，统一设计和建设。各地水务企业均经过长期、因地制宜的大规模基础设施建设，形成了一定区域内的垄断优势，使水务行业的新进入者面临较高的地域壁垒。

➤ 资金壁垒

水务行业属于资本密集型行业。该行业投资主要集中于供排水设施等市政基础设施，投资金额巨大。同时，由于水务行业属于市政公用行业，企业产品、服务等定价均受到政策管制，造成该类投资的投资回收期较长。因此，水务行业的新进入者面临较高的资金壁垒。

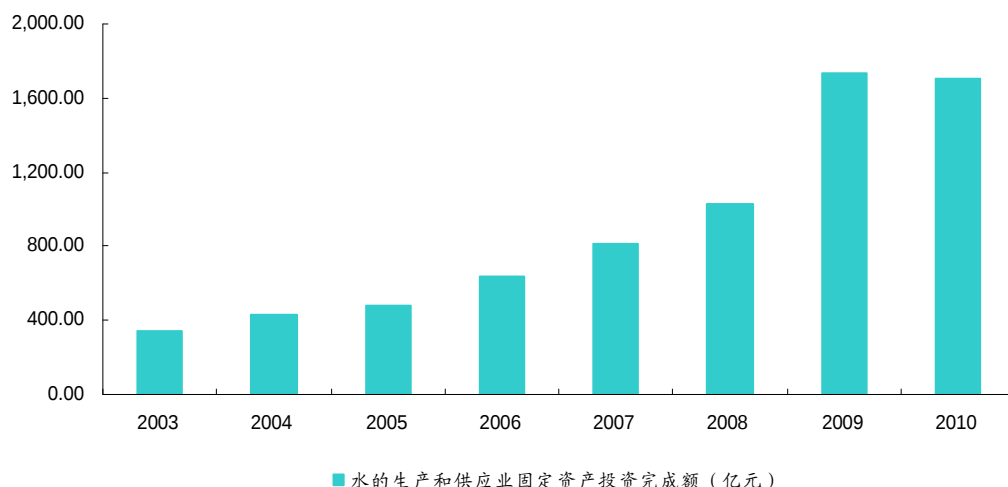
国家政策、资金大力支持水务行业做大做强

水务行业为市政公用行业，关系到国计民生和生态环境安全，无论是国家还是当地政府都大力支持水务行业的发展。1月29日中央一号水利文件中也将水利水务发展提高到发展的核心位置，“十二五”我们认为水务行业发展的黄金时期。

表 3：水务相关国家政策

时间	名称	主要内容
2010 年 5 月 7 日	国务院关于鼓励和引导民间资本健康投资的若干意见	“鼓励民间资本参与市政公用事业建设。支持民间资本进入城市供水、供气、供热、污水和垃圾处理、公共交通、城市园林绿化等领域。鼓励民间资本积极参与市政公用企事业单位的改制改制，具备条件的市政公用事业项目可以采取市场化的经营方式，向民间资本转让产权或经营权”，“进一步深化市政公用事业体制改革。积极引入市场竞争机制，大力推行市政公用事业的投资主体、运营主体招标制度，建立健全市政公用事业特许经营制度。改进和完善政府采购制度，建立规范的政府监管和财政补贴机制，加快推进市政公用产品价格和收费制度改革。”
2010 年 1 月 31 日	关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见	要加强农村水电路气房建设，加大农村饮水安全工程投入，鼓励有条件的地方推行城乡区域供水，改善农村人居环境。
2010 年	在 2010 年政府工作报告	要“加强县城和中心镇基础设施和环境建设”，2010 年“再解决 6,000 万农村人口的安全饮水问题”。
2008 年	国务院关于进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见	长江三角洲地区要“着力保障和改善民生”，“坚持一体化发展，统筹区域内基础设施建设，形成统一开放的市场体系，促进生产要素合理流动和优化配置”，“积极推进重大基础设施一体化建设，增强区域发展的支撑能力”，“统筹城乡发展，扎实推进社会主义新农村建设”，“统筹协调区域水利基础设施建设，构筑防洪减灾体系、水资源合理配置和高效利用体系、饮用水安全保障体系以及水生态环境保护体系”，“推进资源节约型和环境友好型社会”。
2007 年	建设事业“十一五”规划纲要	在完善市政公用事业特许经营机制的同时，提高市场在资源配置中的基础性作用。健全城乡规划的综合调控和区域协调机制，完成老城区的供水管网改造。完善建设事业的创新体系，提高资源利用率，提高低能耗的产业化技术水平。同时，加快城镇供水设施建设和改造，保障城市饮用水安全，加强污水处理设施和配套管网建设与运行监管，完善城市污水处理工程建设与运行管理信息系统。
2007 年 6 月 7 日	水利发展“十一五”规划	提出了“十一五”时期水利发展和改革的思路、目标、主要任务和保障措施，逐步建立授权管理、权责明确、补偿合理的管理体制和运营机制，着力降低运行成本和提高运行效率；对以经营性为主的水利国有资产，要提高资产运营效率和效益，实现资产的有效利用和保值增值。
2006 年 12 月	节水型社会建设“十一五”规划	鼓励“资本投入节水设备（产品）生产、农业节水、工业节水改造、城市管网改造、污水处理再生利用等项目”

资料来源：招股书，长江证券研究所

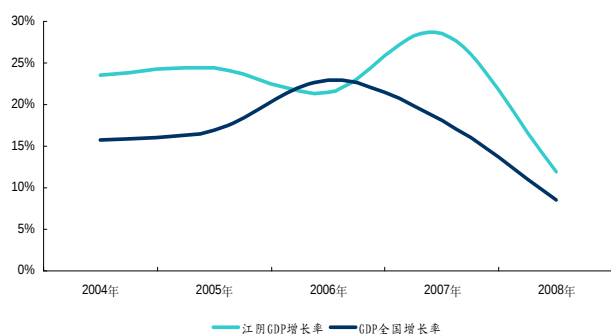
图 10：水务行业固定资产投资逐年增加


资料来源：wind，长江证券研究所

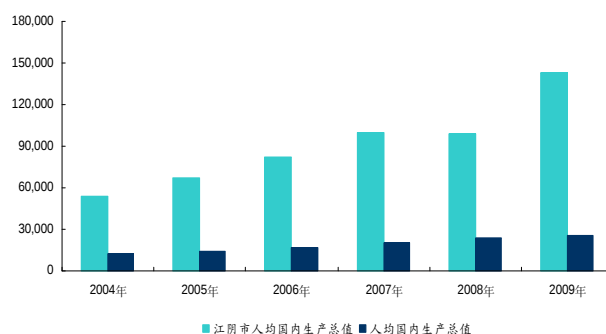
江南水务：江阴市供水企业的一枝独秀

富庶江阴用水量大且水价低，上调空间大

江阴市连续 8 年蝉联全国县域经济百强县（市）第一，2009 年 GDP 为 1713 亿元，已超过 4 个省和 14 个省会城市的水平。根据江阴市政府的规划，“十二五”期间江阴市 GDP 年均增长率为 14%，工业总产值年增长率为 15%；城市化率年均提高约为 1%。在特许经营权有效期内，公司在江阴市全境享有独家提供供水服务、收取水费和负责供水设施的建设、经营、维护和更新的权利，也就是说公司在江阴市的供水领域占据了第一把交椅。

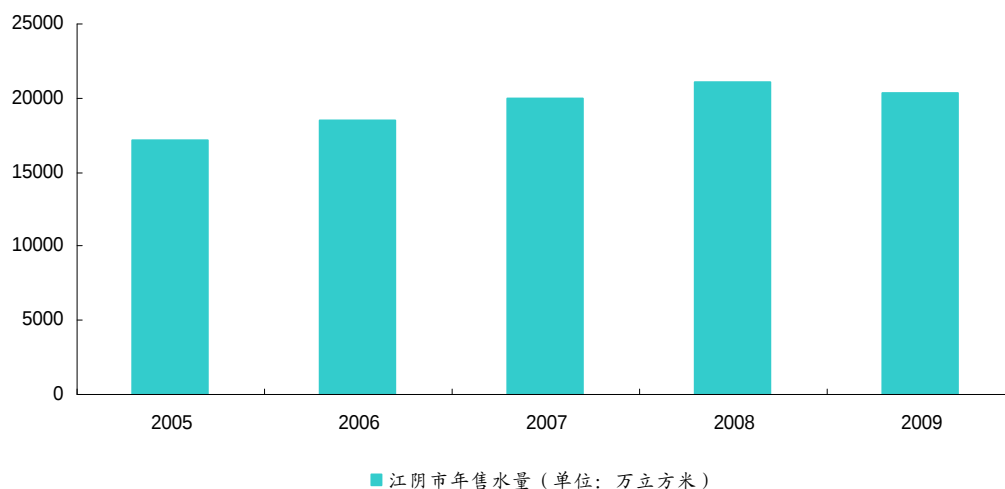
图 12：江阴 GDP 增长高于全国


资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 13：江阴人均 GDP 远远高于全国人均水平


资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 14: 江阴市售水量稳步缓增



资料来源: 江阴政府网站, 长江证券研究所

江阴市对比周围江苏省其他县市, 水价较低, 加上目前国内水价偏低的现状, 上调空间比较大, 给公司的进一步盈利带来契机。

表 6: 江阴及周边城市 (城区) 水价情况

城市	居民用水 (元/m ³)	工商服务业用水 (元/m ³)	特种用水 (元/m ³)
昆山	1.4	1.8	3.7
无锡	1.9	2.45	3.4
张家港	1.45	1.8	3.2
常州	1.72	2.15	2.77
宜兴	2	2.32	2.42
常熟	1.45	1.95	3.65
靖江	1.45	2.25	2.5
江 调整前	1.1	1.57	2.47
阴 调整后	1.3	1.9	3.1

资料来源: 招股书, 长江证券研究所

污水处理与异地供水将助公司蓬勃发展

未来三年内, 公司将主要从开拓污水处理业务和异地扩张供水业务两方面拓展水务业务。

➤ 污水处理

公司拟在市政府的支持下, 从乡镇污水处理市场入手, 通过收购、新建或托管运营等市场化手段积极介入污水处理业务。公司计划在 2011 年内完成对江阴市内 2 家以上乡镇污水处理厂的收购, 使公司的污水处理能力超过 3 万立方米/日; 在 2013 年底之前完成对江阴市主要乡镇污水处理厂的整合, 污水处理能力突破 35 万立方米/日, 在江阴市的污水处理市场占据主导份额。污水处理业务将与供水业务、污水管网维护与排放监测业务一起构筑公司完善的水务一体化服务产业链。

➤ 异地供水

随着行业市场化程度的提高，行业的地方垄断局面已被逐渐打破。据不完全统计，2010 年度国内已有 2 个以上省会城市通过公开招标方式对外出让了供水公司的股权。污水处理业务（BOT 项目）以及排水设施业务运营权的对外公开招标更是屡见不鲜。

借助上市形成的资金与融资渠道优势，结合公司在供水业务领域技术、工艺、管理等方面的优势，公司三年内要实现在江阴周边市县控制运营 1 家以上的供水企业，日供水量超过 10 万立方米。

高毛利、低漏损为公司自身优势

公司的毛利率水平较高，主要是因为公司在技术装备方面具有一定优势。公司采用了行业领先的制水自动化控制系统，并将 GIS 系统、SCADA 系统等自动控制系统运用于给水管网管理、系统调度方面，对供水管网进行有效管理和调度，并进行实时远程数据采集，有效提高了生产效率，减少人为误差和失误，降低供水能耗，保障水质的稳定。在管网检漏方面，公司采用技术领先的 Sebalog N 管网漏水巡视仪，定期对全市管网检测，重点对年代久远的管道进行监测，及时发现隐蔽漏点，有效降低管网漏损。

表 7：公司毛利率显著高于同比公司

项目	重庆水务	洪城水业	南海发展	江南水务
自来水销售				
—销售收入（万元）	74566.1	16420.31	37726.39	28375.17
—销售成本（万元）	59065.55	11594.2	22970.27	13518.22
—毛利率	20.79%	29.39%	39.11%	52.36%

资料来源：招股书，长江证券研究所

与同行业上市公司比较，公司的净资产收益率处于较高水平。根据中国城镇供水排水协会《城市供水统计年鉴》数据，公司 2009 年度净利润指标在全国 1838 家同行业企业中排名第七，处于前 0.4%分位，居行业前列。考虑到公司的水价处于较低水平，公司的盈利能力相当突出。

表 5：盈利能力同行业上市公司比较

项目	营业收入	净利润	销售毛利率	销售净利率	资产净利率	加权平均净资产收益率
单位	万元	万元	%	%	%	%
重庆水务	272,937.98	101,490.96	51.45	37.18	8.5	14.2
洪城水业	20,341.70	2,239.52	30.45	11.01	3.19	4.24
南海发展	46,522.47	10,676.00	40.25	22.95	5.53	10.28
首创股份	263,792.06	51,594.79	38.96	19.56	3.77	9.13
武汉控股	31,898.09	7,286.77	3.06	22.84	2.18	4.78
平均值	127,098.46	34,657.61	32.83	22.71	4.63	8.53
江南水务	29,277.00	4,984.26	52.46	17.02	5.17	12.83

资料来源：招股书，长江证券研究所

公司的主要供水管网均为 2002 年以后投入使用，其中大量采用了球墨铸铁管，管网质量较好，成新度较高。公司在技术装备方面的优势使公司在单位供水耗电量、漏损率等影响供水成本的主要技术指标方面全面优于行业平均水平。公司在电耗及漏损率方面优于行业平均水平的表现，直接提升公司自来水业务毛利率近 13 个百分点。如将公司的电

耗与漏损率置于行业平均水平测算，公司 2009 年自来水业务的毛利率将为 39.41%。

表 8：同行业技术指标比较

项目	行业平均水平江南水务单位成本影响数（元/吨）		
电耗（千瓦时/千米 ³ ）	307.57	164.54	-0.14
漏损率（%）	16.23	9.59	-0.03

资料来源：招股书，长江证券研究所

污水处理与异地供水将助公司蓬勃发展

未来三年内，公司将主要从开拓污水处理业务和异地扩张供水业务两方面拓展水务业务。

污水处理

公司拟在市政府的支持下，从乡镇污水处理市场入手，通过收购、新建或托管运营等市场化手段积极介入污水处理业务。公司计划在 2011 年内完成对江阴市内 2 家以上乡镇污水处理厂的收购，使公司的污水处理能力超过 3 万立方米/日；在 2013 年底之前完成对江阴市主要乡镇污水处理厂的整合，污水处理能力突破 35 万立方米/日，在江阴市的污水处理市场占据主导份额。污水处理业务将与供水业务、污水管网维护与排放监测业务一起构筑公司完善的水务一体化服务产业链。

异地供水

随着行业市场化程度的提高，行业的地方垄断局面已被逐渐打破。据不完全统计，2010 年度国内已有 2 个以上省会城市通过公开招标方式对外出让了供水公司的股权。污水处理业务（BOT 项目）以及排水设施业务运营权的对外公开招标更是屡见不鲜。

借助上市形成的资金与融资渠道优势，结合公司在供水业务领域技术、工艺、管理等方面的优势，公司三年内要实现在江阴周边市县控制运营 1 家以上的供水企业，日供水量超过 10 万立方米。

募投项目分析

公司本次拟公开发行人民币普通股（A 股）股票数量不超过 5,880 万股，募集资金按照轻重缓急，计划用于以下三个项目：

表 9：募投项目简介

项目名称	投资金额（万元）	建设期	项目批复文号
乡镇水厂资产收购项目	17,574.00		澄发改投[2010]132 号
智能水务开发及综合应用项目	7,784.90	3 年	澄发改投[2010]133 号
利港水厂改扩建项目	6,996.74	1 年	锡发改许投[2010]93 号
总计	32,355.64		

资料来源：招股书，长江证券研究所

乡镇水厂资产收购项目

本次乡镇水厂资产收购项目涉及范围包括江苏省江阴市周庄镇、长泾镇、祝塘镇、新桥镇、华士镇、南闸镇、夏港镇、利港镇、璜土镇范围内的多个水厂，包括周庄镇自来水厂、长泾自来水厂、祝塘自来水有限公司、新桥自来水公司、华士自来水厂、南闸自来水站、夏港自来水厂、利港自来水有限公司、为民自来水服务有限公司、璜土澄常水厂、璜

土自来水厂、石庄自来水厂。该项目的实施，将有效实现城乡供水一体化，改善乡镇居民用水状况，实现“同城同水”、“同网同价”。同时，项目的实施有利于减少当地供水中间环节及损耗，提高运营效率，有效降低供水成本，缓解供水成本压力。

表 10：项目投资盈利能力指标

指标名称	单位	所得税前	所得税后	备注
项目投资财务内部收益率	%	20.08%	15.92%	
项目投资财务净现值	万元	10272.44	5799.44	折现率 ic=10%
项目投资回收期	年	6.12	7.07	

资料来源：招股书，长江证券研究所

智能水务开发及综合应用项目

智能水务的功能范围涵盖决策支持、营销、信息交互、规划设计、高效生产、供应管理、运营维护、监控预警等方面，同时强调各个环节之间的联系，从而组成一个完整的水务智能化运营平台。为实现这样一个智能化水务系统，需要构建各种相应的功能模块，且各功能间之紧密集成，相互沟通协作，从而提升生产、运营等业务环节的生产效率和运营的水平。该项目通过降低生产电耗和漏损、节省人力成本、减少爆管以及增加排水服务收益实现项目收益。

表 11：项目投资盈利能力指标

项目	单位	指标
内部收益率	%	12.7
净现值	万元	3724.62
投资回收期	年	10.1
投资利润率	%	8.12
投资利税率	%	8.99

资料来源：招股书，长江证券研究所

利港水厂改扩建项目

项目建设工程位于江阴西部利港水厂厂区内，设计地面标高为黄海高程 1.50m，原设计规模 3 万立方米/日，改造后水厂规模 6 万立方米/日。主要改造内容包括：新建 V 型滤池一座，DN800、DN1000 清水管线约 10.3 公里。

表 12：项目投资盈利能力指标

项目	单位	指标
财务内部收益率（FIRR）（税后）	%	8.29
投资回收年限（自第一年算起）	年	10.89
资产负债率	%	2.43
投资利润率	%	7.75
投资利税率	%	9.43

资料来源：招股书，长江证券研究所

盈利预测及投资建议

基本假设:

- 募投项目能够顺利达产;
- 2012 年底前完成对江阴市全部供水企业的整合;
- 污水处理业务顺利开展, 2013 年前完成江阴市主要乡镇污水处理厂的整合, 日处理能力突破 35 万立方米;
- 三年内实现运营 1 家异地供水企业, 日供水量超过 10 万立方米。

我们预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.535 元、0.698 元和 0.926 元。考虑到公司在供水业务方面未来表现的稳定性, 可以保持在江阴市的龙头地位, 以及污水处理业务的突破性, 也有可能占得江阴市污水处理市场的优势地位。公司目前的主要业务为自来水供应, 未来扩张到污水处理, 以及智能水网的开发的我们选取 A 股市场可比公司 2011 年 PE 为 37 倍, 因此我们给予公司 2011 年 35-38 倍估值, 对应的询价区间为 18.8-20.33 元/股。

表 13: A 股水务可比公司估值一览

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E(X)		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
601158	重庆水务	8.73	0.2400	0.2627	0.2843	41.32	33.23	30.70
600323	南海发展	16.77	0.3800	1.6222	0.6561	43.89	10.34	25.56
600008	首创股份	6.69	0.2034	0.2463	0.2831	32.89	27.16	23.63
000598	兴蓉投资	21.47	-0.3800	0.6015	0.6884	-86.89	35.70	31.19
600187	国中水务	14.09	0.0598	0.1330	0.1806	307.40	105.96	78.01
600874	创业环保	7.09	0.1700		0.2240	41.65		31.65
600168	武汉控股	8.93	0.1600		0.2652	35.51		33.67
行业中值						41.32	33.23	31.65
行业均值						59.4	42.5	36.3

资料来源: wind, 长江证券研究所

风险提示

1. 污水处理业务与异地供水业务开展顺利的可能性。
2. 预计时间内未完成江阴市剩余 5 个乡镇自来水厂的并购。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	449	626	754	967	货币资金	200	962	1866	2988
营业成本	205	302	369	482	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	244	324	384	485	应收账款	50	70	84	108
% 营业收入	54.3%	51.8%	51.0%	50.1%	存货	32	47	58	76
营业税金及附加	7	10	11	15	预付账款	5	8	9	12
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	29	41	49	63	流动资产合计	288	1087	2018	3184
% 营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	72	101	121	156	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%	长期股权投资	8	8	8	8
财务费用	34	5	-17	-40	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	7.5%	0.7%	-2.3%	-4.1%	固定资产合计	1018	1345	1651	1838
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	65	61	58	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	102	168	220	291	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	22.7%	26.9%	29.1%	30.1%	资产总计	1382	2502	3736	5086
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	125	0	0	0
利润总额	102	168	220	291	应付款项	110	163	199	260
% 营业收入	22.7%	26.9%	29.1%	30.1%	预收账款	136	189	228	292
所得税费用	26	43	56	75	应付职工薪酬	20	29	35	46
净利润	76	125	163	217	应交税费	16	25	32	42
归属于母公司所有者					其他流动负债	60	87	106	137
的净利润	75.9	125.1	163.2	216.5	流动负债合计	466	492	600	778
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	270	270	270	270
EPS (元/股)	0.43	0.54	0.70	0.93	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	171	171	171	171
经营活动现金流净额	278	329	331	436	负债合计	908	934	1041	1219
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	474	1569	2695	3867
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	474	1569	2695	3867
固定资产投资	-134	-406	-408	-310	负债及股东权益	1382	2502	3736	5086
其他	-8	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-142	-406	-408	-310		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.434	0.535	0.698	0.926
股权融资	0	988	988	988	BVPS	2.71	8.96	11.53	16.54
银行贷款增加 (减少)	-20	-125	0	0	PE	41.51	33.63	25.79	19.43
筹资成本	36	-23	-8	7	PEG	0.99	0.80	0.62	0.46
其他	-98	0	0	0	PB	6.64	2.01	1.56	1.09
筹资活动现金流净额	-82	839	980	995	EV/EBITDA	21.42	13.78	8.51	3.95
现金净流量	54	762	904	1121	ROE	16.0%	8.0%	6.1%	5.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。