

分析师： 刘俊 (8627) 65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120002

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

半年报点评：水务稳步增长，创投贡献有望提升

事件描述

钱江水利（600283）发布 2011 半年报，主要内容及我们的观点如下：

- 2011 年上半年公司实现利润总额 0.54 亿元，同比减少 23.99%，归属于上市公司股东净利润（扣除非经常性损益）0.32 亿元，同比减少 38.83%，基本每股收益 0.15 元，同比减少 25%。
- 上半年公司参股的天堂硅谷业绩贡献减少，是导致公司净利润下滑的主要原因。上半年天堂硅谷贡献的投资收益为 0.27 亿元，较去年同期的 0.41 亿元减少了 33.14%，但随着解禁潮到来，预计天堂硅谷减持项目股权力度增加。
- 公司水务主业保持较快增长势头，上半年共实现收入 2.48 亿元，同比增长 13.06%，营业利润率 46.26%，较上年同期增加 0.84 个百分点；售水量和污水处理量的扩大，是水务主业稳步增长的主要原因。

在政策利好下，公司通过扩大供水区域和污水处理范围，实现了供水主业收入的稳步增长及利润率的有效提升，同比增长超预期；而天堂硅谷在今年可解禁的上市项目，大部分解禁时间集中在下半年，业绩增长仍值得期待；临安青山湖项目地产项目要到明年才能贡献业绩。预计公司 2011 年每股收益为 0.46 元，下半年随着创投项目逐渐解禁，有望带动投资收益爆发式增长，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，水务主业增长超预期

上半年公司总售水量达 10961 万吨，同比增长 10.29%，其中舟山和永康公司售水量分别增长 22.54%和 11.81%，而兰溪公司在 2010 年 8 月芝堰水厂建成通水后，售水量也实现了较快增长。

上半年公司总污水处理量 2355 万吨，同比增长 20.91%，丽水水阁污水厂的投入使用，是公司污水处理量大幅增长的主要原因。

在总售水量及污水处理量稳步增长的基础上，上半年公司水务主业共实现营业收入 2.48 亿元，同比增长 13.06%，利润率 46.26%，较去年同期增长 0.84 个百分点，我们认为，随着中央一号文件的进一步贯彻落实，以及供水及污水处理范围的持续扩张，公司水务主业有望保持稳步增长势头。

第二，地产明年实现收入，创投对业绩贡献率有望提升

房地产业务方面，上半年公司房地产业务仅实现收入 0.04 亿元，同比减少 83.74%；上半年公司完成对锦天公司剩余 36% 股权收购，并加强对锦天房地产旗下重点项目“临安青山湖项目”的管理接轨和开发营销，有望在年末正式对外销售。

创投业务上，公司参股的天堂硅谷上半年仅贡献投资收益 0.27 亿元，同比减少 33.14%，上半年二级市场波动较大，是投资收益减少的主要原因。

总体而言，由于上半年天堂硅谷所投已上市项目解禁较少，且临安青山湖房地产项目尚未对外销售，导致房地产及创投业绩贡献下滑明显，随着下半年项目解禁后投资收益的提升和明年房地产销售收入的确认，房地产及创投业绩有望迅速增长，从而真正实现公司以水务为主业，房地产及创投为两翼共同发展的战略目标。

表 1：临安青山湖项目情况

总占地面 积（亩）	项目建设 面积（亩）	建筑 类型	项目概况	地理优势	预计开始 出售时间	预计的整体 单位售价
404	168	独栋 别墅	东至锦城街青山湖，南至青山湖，西至青山湖，北至林山石	临安市千岛湖 商圈，地铁一号 线从此经过	2011	17000-21500 元/平方米

资料来源：长江证券研究部

锦天房地产目前在建的临安青山湖项目位于临安市（杭州市附近）青山湖的锦天岛上，建设面积达到 167 亩，总占地面积 404 亩，容积率较低。

表 2：钱江水利旗下的锦天房地产公司开发的土地面积及成本

土地	面积（万平方米）	购地成本（万元）	成本（元/平方米）
浙江省临安市青山湖街道林石山 B-2 地块	2.69	1561.82	580.60
浙江省临安市青山湖街道林石山 C 号地块	3.84	2224.65	579.34
浙江省临安市青山湖街道青山湖北侧地块	1.84	1614.3	877.34
青山湖街道锦湖渡假村	4.62	11388.3	2465.00

资料来源：长江证券研究部

“临安青山湖项目”预计 2011 年年末对外出售，该地段的别墅的价格大致位于 20000-25000 元/平方米，再加上土地的购买成本也比较低，土地成本具有相当大的优势。

表 3：锦天房地产公司锦天岛上项目各区域预计销售情况

别墅各区域	销售面积（平方米）	平均销售单价（元/平方米）	金额（亿元）
样板区	6780	21260	1.44
东区	21225	20935	4.44
中北区	29025	20501	5.95
西北区	36825	20700	7.62
南区	18000	25272	4.55
合计	111855	21463	24.00

资料来源：公司公告，长江证券研究部

截至目前，天堂硅谷及其管理基金已上市项目中，有 6 个项目在今年下半年解禁（包括今年 6 月下旬解禁的三峡水利和吉恩镍业），隐含投资收益巨大。

表 4：截止目前天堂硅谷及其管理的基金未减持的已上市项目

投资方	投资项目	投资时间	持有的总股份(万股)	所持股份(万股)	浮盈(亿元)	隐含收益率	解禁时间	备注
天堂硅谷	鑫富药业	--	647.66	647.66	1.34	6700%	2011/8/13	IPO
天堂硅谷	瑞凌股份	2010/12/22	70.00	70.00	-0.02	-9%	2011/12/29	新股申购
天堂硅谷	亚厦股份	2007/12/16	350.00	350.00	2.30	1317%	全部解禁	IPO
鲲鹏基金	桂林旅游	2010/3/3	1300.00	350.00	0.14	51%	全部解禁	增发
鲲鹏基金	三峡水利	2010/6/29	122	122	0.14	165%	2011/6/29	增发
湖北益龙	三峡水利	2010/6/29	615	615	0.70	165%	2011/6/29	增发
盈通基金	吉恩镍业	2010/6/22	500	500	0.37	46%	2011/6/22	增发
鲲鹏基金	深纺织 A	2010/7/21	1424.52	1424.52	0.53	40%	2011/7/21	增发
盈丰基金	六国化工	2010/8/24	1000	1000	0.45	43%	2011/8/24	增发
武汉科创投	鼎龙股份	2008/4/28	162.50	99.94	0.43	990%	全部解禁	IPO

数据来源：wind，长江证券研究部

第三，投资评级与风险提示

我们认为，在政策利好下，公司通过扩大供水区域和污水处理范围，实现了供水主业收入的稳步增长及利润率的有效提升，同比增长超预期；而天堂硅谷在今年解禁的上市项目，大部分解禁时间集中在下半年，临安青山湖项目，预计到今年下半年才正式对外销售，导致上半年房地产及创投业绩贡献下滑明显。

在下半年创投项目逐渐解禁并实现投资收益，以及明年房地产销售收入确认的情况下，预计公司 2011、2012 年每股收益分别为 0.46 元和 0.66 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	598	681	1211	1485	货币资金	275	68	121	148
营业成本	365	408	686	809	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	233	273	525	676	应收账款	99	80	137	149
% 营业收入	38.9%	40.1%	43.3%	45.5%	存货	582	487	647	535
营业税金及附加	11	13	22	28	预付账款	32	32	46	47
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	48	45	109	119	流动资产合计	988	670	970	899
% 营业收入	8.1%	6.6%	9.0%	8.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	121	110	194	223	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	20.2%	16.2%	16.0%	15.0%	长期股权投资	693	811	939	1105
财务费用	31	36	38	42	投资性房地产	17	17	17	17
% 营业收入	5.3%	5.3%	3.1%	2.8%	固定资产合计	915	953	1085	1305
资产减值损失	6	-3	9	2	无形资产	198	188	179	170
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	177	122	146	175	递延所得税资产	5	0	2	0
营业利润	193	194	298	438	其他非流动资产	129	266	411	565
% 营业收入	32.2%	28.4%	24.6%	29.5%	资产总计	2946	2907	3603	4061
营业外收支	5	6	7	7	短期贷款	200	98	155	2
利润总额	197	200	305	445	应付款项	61	68	114	134
% 营业收入	33.0%	29.3%	25.2%	30.0%	预收账款	397	340	484	594
所得税费用	60	48	79	107	应付职工薪酬	10	11	19	22
净利润	137	152	226	338	应交税费	30	25	42	56
归属于母公司所有者的净利润	117.7	132.4	189.1	291.6	其他流动负债	276	121	193	202
少数股东损益	19	20	37	47	流动负债合计	974	664	1008	1011
EPS (元/股)	0.41	0.46	0.66	1.02	长期借款	445	445	445	445
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	48	63	278	589	递延所得税负债	10	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	148	306	472	649
收回现金	47	6	7	9	负债合计	1577	1414	1925	2105
长期股权投资	33	-3	0	0	归属于母公司	1118	1223	1373	1603
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-264	-107	-212	-315	少数股东权益	250	269	306	353
其他	140	0	0	0	股东权益	1368	1492	1678	1956
投资活动现金流净额	-90	-104	-205	-306	负债及股东权益	2946	2907	3603	4061
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	15	0	0	0	EPS	0.412	0.464	0.663	1.022
银行贷款增加 (减少)	-64	-102	57	-153	BVPS	3.92	4.29	4.81	5.62
筹资成本	121	-64	-77	-103	PE	36.42	32.34	22.66	14.70
其他	-202	0	0	0	PEG	1.03	0.92	0.64	0.42
筹资活动现金流净额	-130	-166	-20	-255	PB	3.83	3.50	3.12	2.67
现金净流量	-172	-207	53	27	EV/EBITDA	15.84	15.44	11.18	7.85
					ROE	10.5%	10.8%	13.8%	18.2%

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 7 年的研究经历。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。