

2009-01-07

环保水务

维持

增持

# 小行业、大机会、少标的

- ◇ 报告起因 2009 年度策略
- ◇ 潜在催化因素 新环保政策出台、水价上涨

## ◆中国正处于环保基础的大量投入阶段

中国目前处于环保产业发展的第二阶段—环保基础设施发展阶段。这一阶段的显著特征是大量的环保基础设施投资以应对基本的环境问题和污染对人类健康的影响。在这一阶段，环保市场将高速增长。

“十一五”规划环保的投资计划达到 1.4 万亿元。此外，为了积极应对全球的金融危机，我国政府推出了积极的财政刺激政策。中国环境保护部部长周生贤 11 月 12 日在中国环境与发展国际合作委员会 2008 年年会上披露：今后三年，国家将从各个层面筹集 1 万亿元以上的资金用于环境保护。

## ◆环保设备、环保咨询和工程服务类企业首先获益于环保基础设施的大量投入

环境基础设施的大量建设会引发对环保设备、环保咨询和工程服务的大量需求。因此环境产业的上游将在我国环境产业发展的这个阶段获益最大。

A 股市场上处于环保上游企业主要有：龙净环保、菲达环保、ST 方源、合加资源。综合考虑行业的进入门槛、竞争激烈程度和公司基本面。我们建议投资者关注固废处理工程和咨询服务的龙头企业“合加资源”。

## ◆我国的水价和污水处理价格定价偏低

中国人均淡水资源缺乏，但是水价和污水处理价格偏低。从全球情况看，一般情况下一个家庭的水费支出约占其可支配收入的 2~5%，根据我们的测算，2007 年人均水费支出只占人均可支配收入的 1.09% 左右。水价和污水处理价格偏低导致供水和污水处理行业盈利能力较弱。

## ◆2009 年水价存在潜在上涨机会

国家发改委在“十一五”规划中要求污水处理费要提高到 0.80 元/吨以上；而今年国家发改委、水利部等权威机构的领导更是两次在公开场合明确表示要提高水价，我们预计水价的提高有望在 2009 年实现。

经过我们测算，对水价上涨的敏感性程度较高的前三家公司依次是：洪城水业、南海发展和钱江水利；对污水处理价格上涨的敏感性程度较高的前三家公司依次为：创业环保、首创股份和中原环保。综合衡量估值和公司财务指标，我们建议投资者关注“南海发展”。

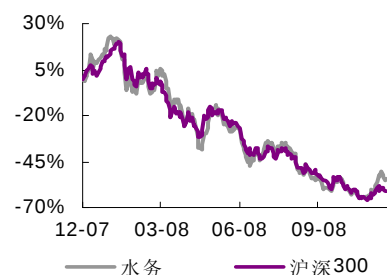
分析师：

开文明

021-22169160

kaiwm@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

相对优势决定利润水平

..... 2008-09-04

环保主题系列报告——绿色、清洁、环保孕育投资机会

..... 2008-05-08

| 证券<br>代码 | 公司<br>名称 | 股价   | EPS(元) |      |      | 投资评级 |
|----------|----------|------|--------|------|------|------|
|          |          |      | 07A    | 08E  | 09E  |      |
| 600323   | 南海发展     | 8.41 | 0.34   | 0.42 | 0.50 | 增持   |
| 000826   | 合加资源     | 8.96 | 0.21   | 0.29 | 0.44 | 增持   |

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 环境基础设施高投入使上游获益.....            | 3  |
| 中国的环境污染 .....                  | 3  |
| 环境产业链 .....                    | 4  |
| 环境产业的发展阶段 .....                | 5  |
| 中国的环保投资 .....                  | 6  |
| 固体废物处理前景广阔 .....               | 8  |
| 脱硫行业需求增速下滑 .....               | 9  |
| 环保设备、咨询和工程首先获益于环境基础设施的高投入..... | 10 |
| 潜在在水价提升带来投资机会.....             | 11 |
| 供水行业缓慢增长和污水处理行业增长较快.....       | 11 |
| 水价和污水处理价格已经逐步提高.....           | 12 |
| 水价和污水处理价格依然处于较低水平.....         | 13 |
| 定价偏低导致供水行业和污水处理行业盈利能力偏弱.....   | 14 |
| 水价的提升是长期趋势，2009 提升的概率较大 .....  | 15 |
| 水价和污水处理价格上涨对上市公司的影响.....       | 16 |
| 公司推荐.....                      | 17 |
| 合加资源—快速成长的环境服务企业.....          | 17 |
| 南海发展—稳健的供水运营企业.....            | 17 |

## 图 表 目 录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 1: 我国七大水系属于中度污染.....                | 3  |
| 图表 2: 我国大气污染依然比较严重.....                | 3  |
| 图表 3: EBJ 对环境产业的划分 .....               | 4  |
| 图表 4: 中国正处于环保产业发展的第二阶段.....            | 5  |
| 图表 5: 2000-2006 年中国环保分类投资 .....        | 6  |
| 图表 6: 2000-2006 年中国环保投资总额 .....        | 6  |
| 图表 7: “十一五”规划环保投资.....                 | 7  |
| 图表 8: 表“十一五”计划环保产业投资（单位：亿元）.....       | 7  |
| 图表 9: A 股环境产业链主要上游上市公司 .....           | 11 |
| 图表 10: 中国城市供水量较大，但增长缓慢.....            | 11 |
| 图表 11: 中国城市污水处理量快速增长、污水处理率稳步提高.....    | 12 |
| 图表 12: 中国城市居民生活用水价格和污水处理价格逐步提高.....    | 13 |
| 图表 13: 中国人均水费支出占可支配收入的比例在逐步下降.....     | 13 |
| 图表 14: 中国人均水资源占有量偏低.....               | 14 |
| 图表 15: 中国城市供水行业税前毛利率偏低.....            | 14 |
| 图表 16: 中国城市供水行业税前毛利率偏低.....            | 15 |
| 图表 17: 中国的通货膨胀压力已经得到缓解.....            | 15 |
| 图表 18: A 股水务行业上市公司对水价和污水处理价格的敏感性 ..... | 16 |
| 图表 19: A 股水务行业上市公司的估值和主要财务指标 .....     | 16 |

## 环境基础设施高投入使上游获益

多年“三高—低”的粗放式经济增长致使中国环境状况恶化日趋严重，现在中国的环境问题已经严重到非治不可的地步。人口的增长以及中国的工业化和城市化进程将催生更多的环境基础设施需求。人们生活水平的提高使人们对生存环境有了更高的要求，生活水平从温饱迈向小康，也使人民越来越关心生活和生存环境的舒适程度。环境环保的宣传使人们的环境意识的逐步提高。污染和中毒等恶性事件的驱动，使政府已经意识到环境保护的重要性。在蓝天、白云、绿水成为一种奢侈的愿望时，中国的环境产业也走到了发展的转折路口，接下来，我们预计环境产业将出现高速的增长。

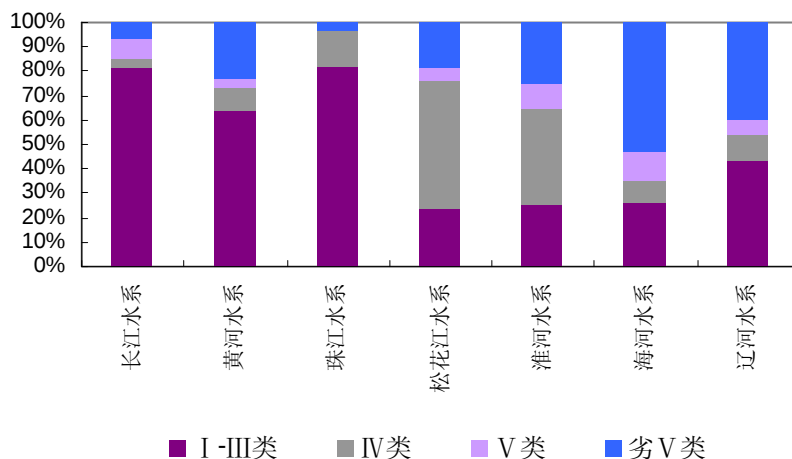
## 中国的环境污染

目前，我国是世界上最大的  $\text{SO}_2$  排放国，第二大  $\text{CO}_2$  排放国，COD 居世界前列。

我国七大水系属中度污染，湖泊富营养化问题突出。2007 年，在监测的 197 条河流 407 个断面中，I ~ III 类，IV、V 类，劣 V 类水质的断面比例分别为 49.9%、26.5%和 23.6%。

**图表 1：我国七大水系属于中度污染**

2007 年我国七大水系水质状况

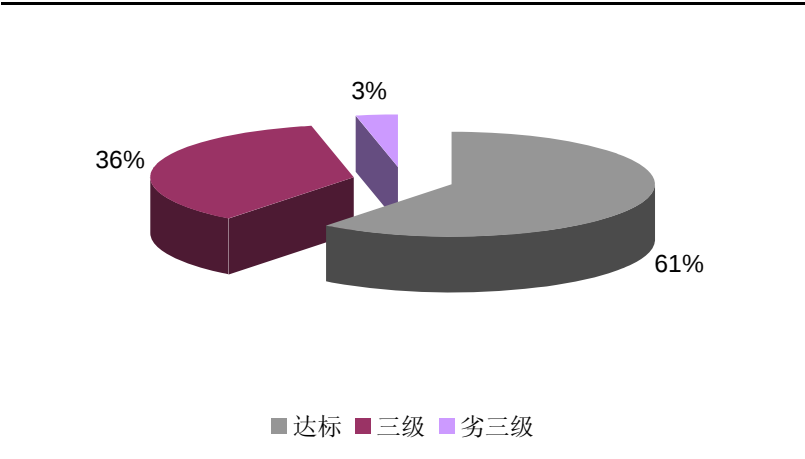


资料来源：中国环境状况公报

全国城市空气质量总体良好，但部分城市污染仍较重，全国酸雨分布区域保持稳定，但酸雨污染仍较重。地级及以上城市（含地、州、盟首府所在地）空气质量达到一级标准的城市 2.4%、二级标准的城市占 58.1%、三级标准的城市 15 占 36.1%、劣于三级标准的城市占 3.4%。

**图表 2：我国大气污染依然比较严重**

2007 年我国城市空气质量状况



资料来源：中国环境状况公报

我国城市生活垃圾年产量已达 1.5 亿吨，且以每年 8%~10%的速度递增。垃圾已成为长期存在的城市污染源之一。

环境产业链

环境产业是指提供一系列产品和服务来测量、防止、限制和减弱对水、空气和土壤的污染，以及测量、防止、限制和减弱废物、噪音等对生态影响的行业。环境保护针对的是环境污染，了解环境保护需要从熟悉环境污染着手。目前来说，环境污染主要可以分为以下几类：

- 大气污染
- 水污染
- 固废污染
- 噪音污染
- 核污染

目前我国环境保护的重点是针对大气污染、水污染和固体废物污染三大类。原因主要是这三类污染比较严重，造成的危害也比较大。根据 EBJ 的分类，环保行业的公司基本可以分成三类：环保设备、环保服务、资源利用。细分行业可以参考下表：

图表 3：EBJ 对环境产业的划分

| 环境设备      | 环境服务  | 资源利用 |
|-----------|-------|------|
| 水和污水处理设备  | 分析服务  | 供水   |
| 空气污染控制设备  | 污水处理  | 循环利用 |
| 固体废物处理设备  | 固废处理  | 清洁能源 |
| 环境监控和分析设备 | 危险品处理 |      |
| 处理和预防设备   | 修复服务  |      |
|           | 咨询和工程 |      |

资料来源：Environmental Business Journal

目前，对于我国而言，从上下游的角度我们基本可以把环境产业分成环

保设备、咨询和工程服务以及运营三个层次。

## 环境产业的发展阶段

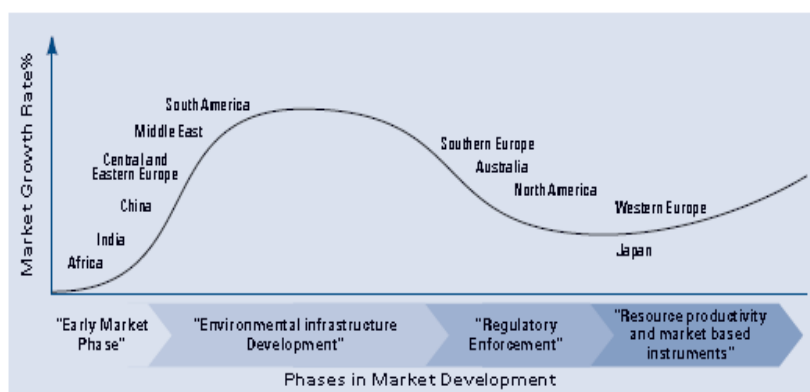
根据 Environmental Business Journal 的分析, 环保产业的发展一般可以分成四个阶段:

- **市场初步发展阶段 (Early Market Phase):** 在这个发展阶段, 环保投资非常有限; 环保的主要工作内容是识别环境保护的优先级别和策略, 以确定环保投资应首先投向环保的基础设施, 如供水和污水处理。目前非洲的大部分地区和南亚的部分地区 (如越南) 处于这一阶段。
- **环保基础设施发展阶段 (Environmental Infrastructure Development Phase):** 这一阶段的显著特征是由于经济的发展和工业化进程速度加快, 进行大量的环保基础设施投资以应对基本的环境问题和污染对人类健康的影响。在这一阶段, 环保的市场容量迅速增长。
- **监管加强阶段 (Regulatory Enforcement Phase):** 由于经济进一步发展, 而环保基础设施已经基本建立, 政府把注意力发到了环保法规的发展和加强上。这促使对工业的环保管理和污染控制加大投资。在这一阶段, 环保市场的增长依然较高, 但低于第二阶段。
- **提高资源生产率和市场工具加强阶段 (Resource Productivity and Market based Instrument Phase):** 这一阶段的显著特征是财政和经济激励措施在改善环境和提高生产率方面的使用 (例如税收优惠)。环保市场在这一阶段将高速增长。包括集成清洁技术的发展; 循环和可再生能源的发展, 大企业承担更多的环保责任; 以及消费者环保意识的提高。目前西欧、北美和日本正在进入这一阶段。

中国目前处于环保产业发展的第二阶段, 即环保基础设施发展阶段。目前中国环保产业的主要驱动因素如下: 高速的经济增长、工业现代化、城市化、高污染的现状。

**图表 4: 中国正处于环保产业发展的第二阶段**

环保产业的发展阶段



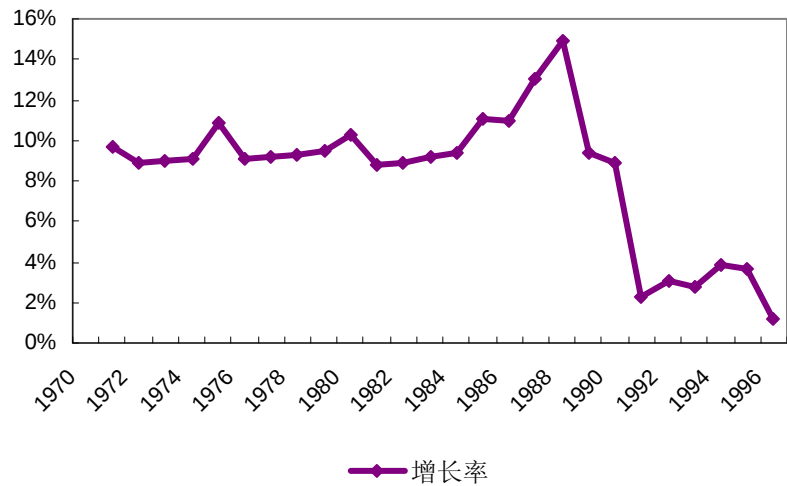
**Figure 2.1: The Position of World Regions in the 'Environmental Market Development Model'**

资料来源: Environmental Business Journal

从美国环保产业的发展历程来看, 如图 5, 环保产业的初期整个行业的增长率将维持在 10% 以上, 如果我们做一个简单的推断, 可以认为中国未

来十年的环保产业增长率将高于 10%。

**图表 5：1970-1996 年美国环保产业的增长率**

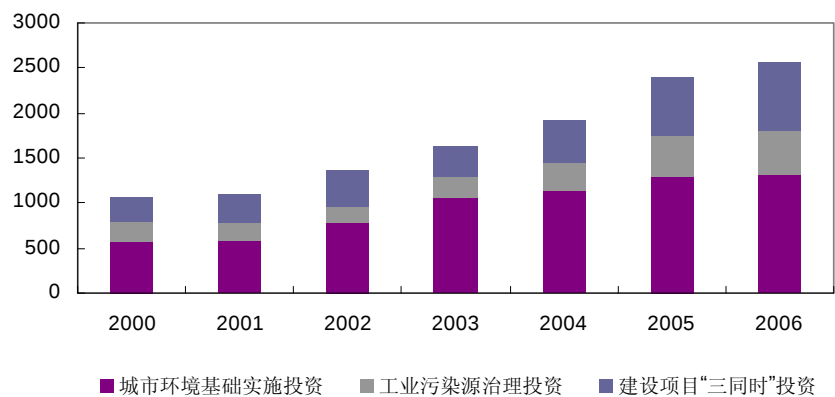


资料来源：Environmental Business Journal

## 中国的环保投资

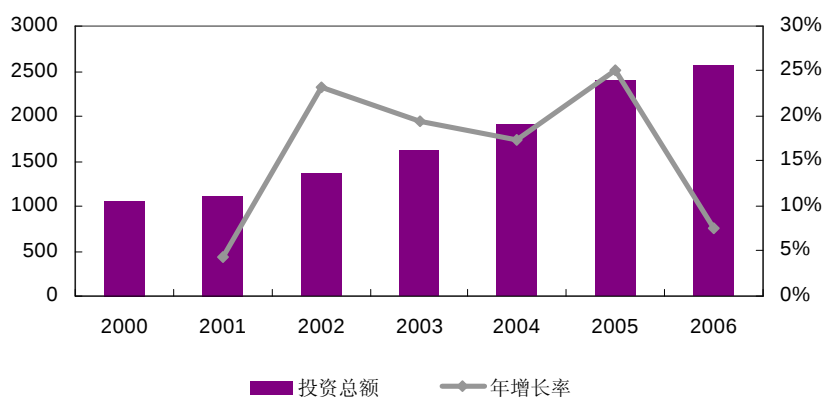
2006 年，环境污染治理投资为 2566 亿元，比 2005 年增加 7.5%。环境污染治理投资占当年 GDP 的 1.22%。其中城市环境基础设施建设投资 1314.9 亿元，比 2005 年增加 2%；工业污染治理投资 483.9 亿元，比上年增加 5.6%；建设项目“三同时”环保投资 767.2 亿元，比上年增加 19.9%。

**图表 6：2000-2006 年中国环保分类投资**



资料来源：环境统计年报

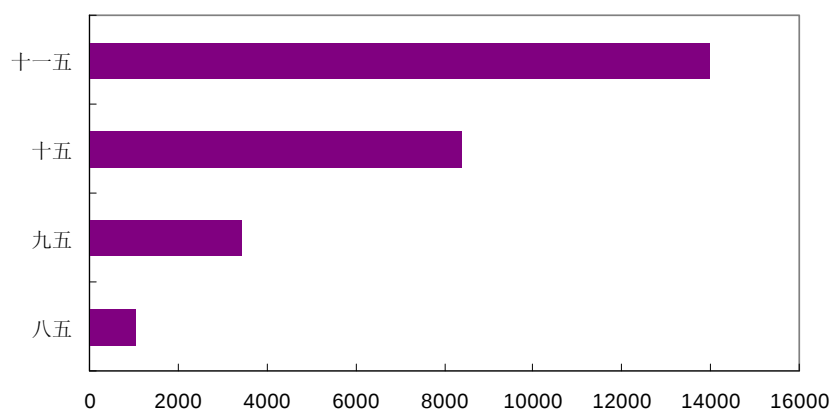
**图表 7：2000-2006 年中国环保投资总额**



资料来源：环境统计年报

“十一五”规划期间，环保投资计划达 1.4 万亿元，大气污染、水污染和固体废物是三大主要的投资领域。

图表 8：“十一五”规划环保投资



资料来源：“十一五”规划

图表 9：表“十一五”计划环保产业投资（单位：亿元）

|          |       |
|----------|-------|
| 环境保护投入   | 14000 |
| 占 GDP 比例 | 1.6%  |
| 水环境      | 3800  |
| 大气环境     | 5000  |
| 固体废物     | 650   |
| 生态环境     | 1500  |
| 核和辐射安全   | 31    |
| 环境能力建设   | 20    |

资料来源：中国环保总局，光大证券研究所

为了积极应对全球的金融危机，我国政府推出了积极的财政刺激政策。

中国环境保护部部长周生贤 11 月 12 日在中国环境与发展国际合作委员会 2008 年年会上披露：今后三年，国家将从各个层面筹集 1 万亿元以上的资金用于环境保护。相当于在原来的基础上提高 20% 左右。住房和城乡建设部近日表示，中央将追加投资补助资金 50 亿元加快城镇污水处理设施建设。

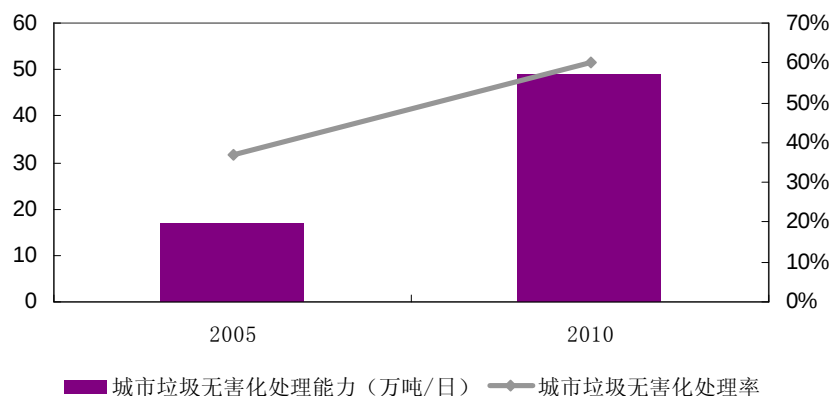
### 固体废物处理前景广阔

根据建设部的统计，截止至 2005 年底，全国 661 个设市城市中建有各类生活垃圾处理场 479 座，处理能力为 25.7 万吨/日，集中处理量为 8108 万吨，集中处理率为 51.97%。其中：生活垃圾填埋场 365 座，处理能力 21.3 万吨/日，处理量为 6924 万吨；生活垃圾堆肥厂 46 座，处理能力 1.18 万吨/日，处理量为 345 万吨；生活垃圾焚烧厂 66 座，处理能力 3.22 万吨/日，处理量 780 万吨。填埋、堆肥和焚烧的处理能力所占比例分别为 85%、5% 和 10%。

初步估算，全国设市城市中生活垃圾处理能力达到无害化标准的约为 16.9 万吨/日，实际处理量约为 15.2 万吨/日，全国设市城市生活垃圾无害化处理率约为 37%。

针对我国城市生活垃圾无害化处理能力不足，处理水平低的情况，为保护环境，实现城市生活垃圾无害化、减量化、资源化，国家发展改革委、建设部、国家环保总局联合印发了《全国城市生活垃圾无害化处理设施建设“十一五”规划》。规划提出，“十一五”期间全国要新增生活垃圾无害化处理能力 32 万吨/日。到“十一五”末，全国城市生活垃圾无害化处理率要达到 60%。

图表 10：2005—2010 全国城市垃圾无害化处理能力



资料来源：《全国城市生活垃圾无害化处理设施建设“十一五”规划》

全国“十一五”期间生活垃圾无害化处理设施规划建设总投资为 862.9 亿元，平均每年投资额约为 173 亿元。其中：

(1) 生活垃圾处理设施 713.6 亿元，其中设市城市为 579.3 亿元，县城为 134.3 亿元；

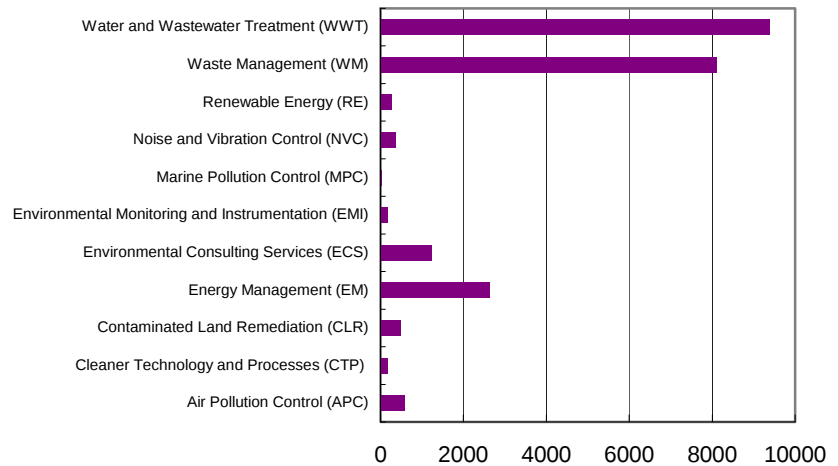
(2) 转运及收运设施投资 149.3 亿元，其中设市城市为 116.6 亿元，县城为 32.7 亿元。

从英美等国的发展经验来看，固废处理子行业是环保行业中仅次于水和污水处理的第二大子行业。从我国目前的垃圾处理站数据和污水处理率来看，中国的固废处理的进展远落后于水和污水处理行业的发展，因此

未来几年的成长性优越。

**图表 11：固废处理是英国的第二大环保子行业**

2005 年英国各环保子行业的产值（单位：million）



资料来源：Emerging Markets In the Environmental Industries Sector November 2006

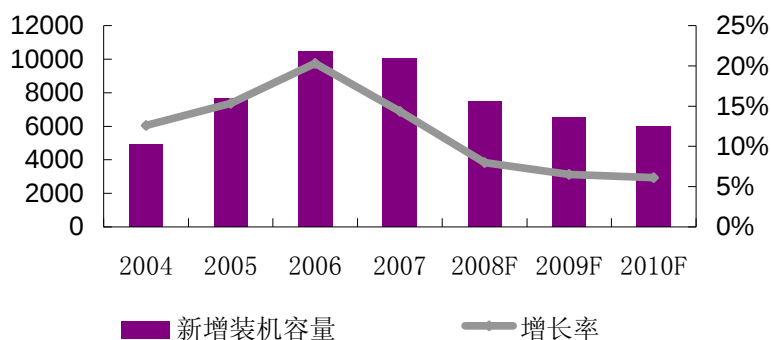
### 脱硫行业需求增速下滑

国家在《国家酸雨和二氧化硫污染防治“十一五”规划》中规定，新（扩）建燃煤电厂除国家规定的燃用特低硫煤的坑口电厂外，必须同步建设脱硫设施。超过国家和地方二氧化硫排放标准或总量控制要求的现役燃煤发电机组，必须安装烟气脱硫设施或采取其他减排措施。到 2010 年底，现役燃煤机组 50% 以上采取脱硫措施，全国脱硫燃煤机组装机容量达到 4.6 亿千瓦左右，约占当年燃煤机组装机容量的三分之二。

因此，脱硫行业的主要需求来自电力行业新增装机容量。从主要上游需求来看，最近几年，电力行业的新增装机容量一直保持高速增长，2004-2007 年的新增装机容量的增速一直保持在 10% 以上。但是宏观经济放缓，电力需求的下降使的 2008 年开始，电力行业的新增装机容量增速呈现下滑趋势。我们电力行业研究员预计 2008-2010 年新增装机容量增速为 7.99%，6.51% 和 6.11%。

**图表 12：脱硫行业需求增速放缓**

2004-2007 年中国电力新增装机容量

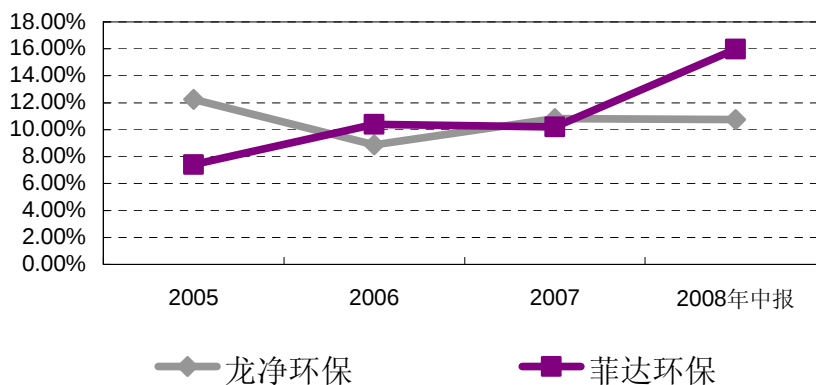


资料来源：中电联，光大证券研究所

**脱硫行业由于进入门槛低，竞争十分激烈。**烟气脱硫工程造价大幅降低，如30万千瓦及以上新建火电机组的烟气脱硫工程每千瓦造价已由最初的1000多元（人民币，下同）降到目前的200元左右。20万千瓦及以下现有火电机组的烟气脱硫工程每千瓦造价也降至250元以下。从上市公司来看，上市公司的脱硫业务的毛利率一直维持在10%左右。

**图表 13：上市公司脱硫业务毛利率在10%左右**

**2005-2007 年龙净环保和菲达环保毛利率**



资料来源：公司资料，光大证券研究所

### 环保设备、咨询和工程首先获益于环境基础设施的高投入

目前，我国正处于环境产业发展的第二阶段，即基础设施发展阶段，这一阶段的显著特征是大量的环境基础设施投资。据世界银行一份研究报告称，当国家污染削减和治理总投资占GDP比重达到1.5%-2%时，才有可能控制环境污染；当达到2%-3%时，才有可能改善环境质量。从国外发达国家环境产业的发展历程来看，环境投资一般占GDP的2%左右。2006年我国环保的投资占我国GDP的1.22%，因此还有较大的提升空间。

环境基础设施的大量建设会引发对环保设备、环保咨询和工程服务的大量需求。因此环境产业的上游会在我国环境产业发展的这个阶段获益最大。从环境产业的上游来看，利润主要集中在核心设备以及环保咨询和工程服务上。低端环保设备由于进入门槛低，竞争激烈，利润率水平并不高，而我国目前核心的环保设备主要依然进口，因此并不存在优秀的

投资标的。

从 A 股上市公司来看，处于环境产业链上游的公司主要有两类：一是环保设备类；二是咨询和工程服务类。

**图表 14：A 股环境产业链主要上游上市公司**

| 证券代码   | 上市公司  | 所处产业链 |       | 主要环保产品和服务                 |
|--------|-------|-------|-------|---------------------------|
|        |       | 环保设备  | 咨询和工程 |                           |
| 600388 | 龙净环保  | ★     |       | 除尘设备、脱硫设备                 |
| 600526 | 菲达环保  | ★     | ★     | 除尘设备，脱硫设备及相关的工程服务         |
| 600656 | ST 方源 | ★     |       | 改性沥青及其成套设备，废旧轮胎常温制取精细胶粉设备 |
| 000826 | 合加资源  | ★     | ★     | 固废设备、咨询和工程服务              |

资料来源：公司资料，光大证券研究所

从行业来看，脱硫和除尘设备的下游主要是电厂，由于需求下滑，发电量下降将会对脱硫和除尘设备的需求造成负面影响；而且由于脱硫和除尘设备行业进入门槛低，竞争激烈，毛利率偏低。从龙净环保和菲达环保 2007 年的数据来看，毛利率在 10%-15% 左右。因此我们并不看好这两个子行业。而 st 方源刚刚完成主营业务范围的变更，需要进一步观察。

因此，我们建议投资者关注环保咨询和工程服务类上市公司“合加资源”，公司是国内固废处理领域内工程服务的龙头企业，并且已经进军环保设备领域，未来成长性十分突出。

目前投资环境产业的另外一个优势在于环境基础设施投资主要依靠政府支出，受宏观经济恶化的影响较小，反而由于实施积极的财政政策，进一步加大了对环境基础设施的建设投资而获益。

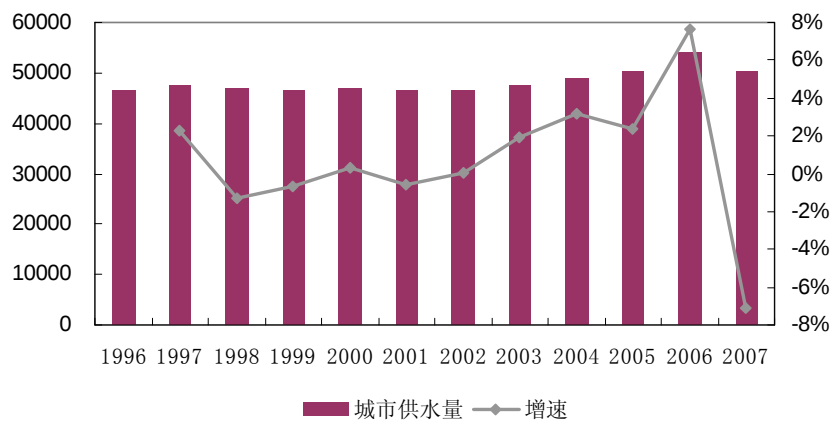
## 潜在水价提升带来投资机会

### 供水行业缓慢增长和污水处理行业增长较快

1996-2007 中国城市的供水量都维持在 460 亿立方米以上，年复合增长率约为 0.68%。总体来说，供水总量较大，但是增长缓慢。

**图表 15：中国城市供水量较大，但增长缓慢**

1997-2007 年中国城市供水量

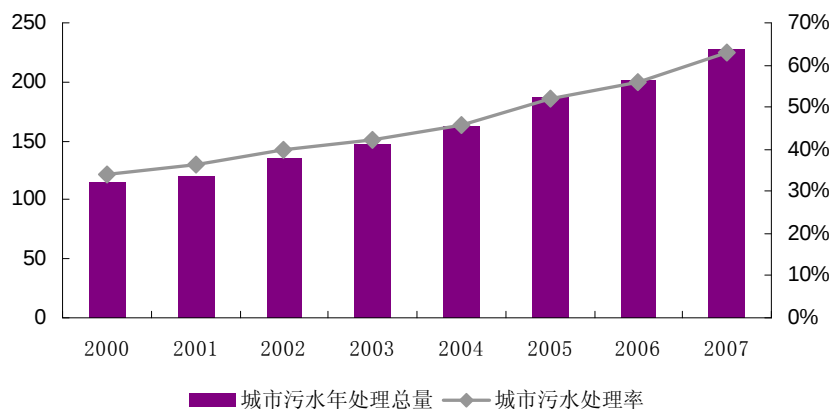


资料来源：CEIC

中国城市污水处理量增长迅速。2000 年，中国城市污水处理量为 114 亿立方米，到了 2007 年，中国的城市污水处理量已经达到 227 亿立方米，2000-2007 年中国污水处理总量年复合增长率为 10.34%。同时，中国的城市污水处理率也稳步提高，2000 年，中国的污水处理率为 34.2%，到了 2007 年，中国污水处理率已经达到了 62.8%。根据“十一五”规划，到 2010 年，中国的城市污水处理率要达到 70%。由于我国的缺水现状，以及在经济取得一定发展之后，国家和社会开始逐步重视环境保护问题，我们预计未来几年污水处理量仍将维持 10% 以上的速度增长。

**图表 16：中国城市污水处理量快速增长、污水处理率稳步提高**

2000-2007 年中国城市污水处理量和污水处理率



资料来源：城市建设统计公报

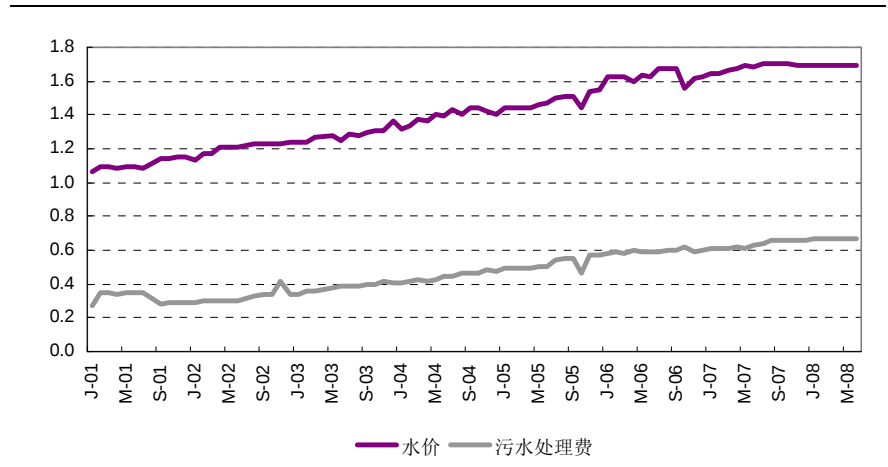
### 水价和污水处理价格已经逐步提高

水务行业在进行市场化改革后，我国的水价和污水处理价格持续提高。2001 年 1 月，我国的居民生活用水价格为 1.06 元/吨(不含污水处理费和水价附加)，污水处理价格为 0.27 元/吨；而到了 2008 年 6 月，我国的

居民生活用水价格已经提高为 1.69 元/吨(不含污水处理费和水价附加)，污水处理价格提高为 0.67 元/吨。居民生活用水价格的提高幅度为 56.6%，污水处理价格的提高幅度为 148%。

**图表 17：中国城市居民生活用水价格和污水处理价格逐步提高**

2001-2008 年中国城市居民生活用水价格和污水处理价格



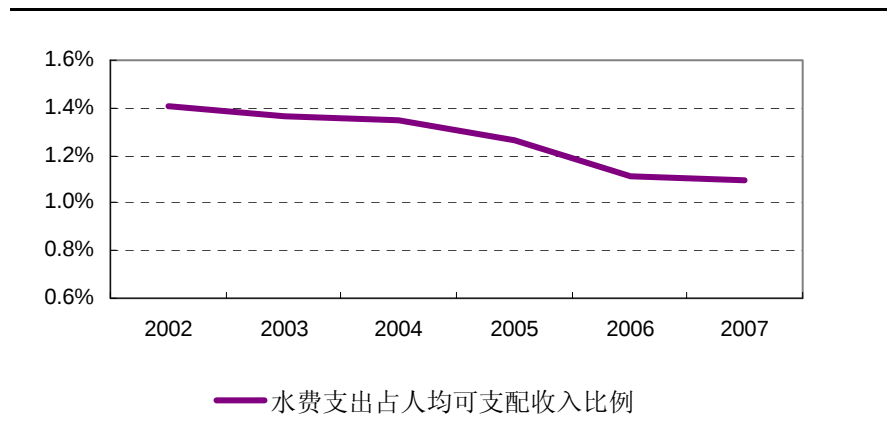
资料来源：CEIC

### 水价和污水处理价格依然处于较低水平

中国的水价依然偏低。从全球情况看，一般情况下一个家庭的水费支出约占其可支配收入的 2~5%，发展中国家居民的水费支出比例要偏高一些。我国居民的水费支出在可支配收入中所占的比例很低，根据我们的测算，2007 年人均水费支出只占人均可支配收入的 1.09%左右。而且从 2002 年开始，由于人均可支配收入的大幅提高和人均水消费量的减少，人均水费支出占人均可支配收入的比例在逐步下降，从 2002 年的 1.4%下降到 2007 年的 1.09%。

**图表 18：中国人均水费支出占可支配收入的比例在逐步下降**

2001-2008 年中国城市居民生活用水价格和污水处理价格

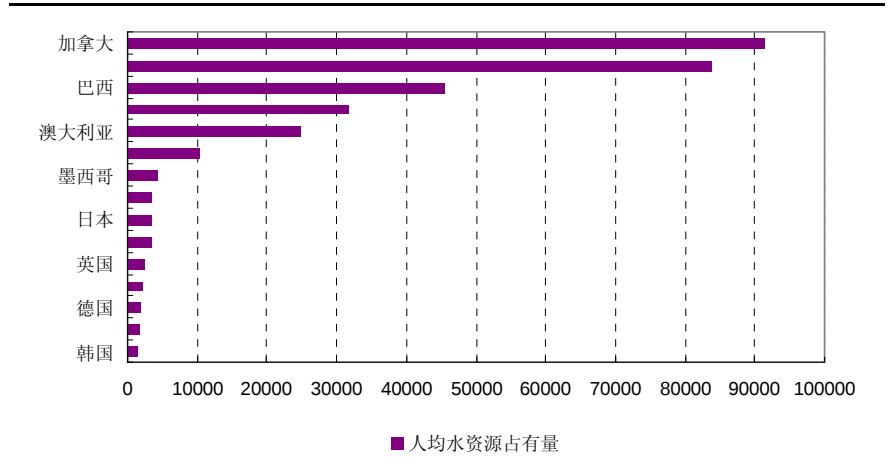


资料来源：CEIC，光大证券研究所

但是我国的人均淡水资源少，而且污染问题十分严重。我国人均淡水只有 2151 立方米，位列全球第 121 位，仅为世界平均水平的四分之一。联合国已经把中国列入世界上人均拥水量最低的 13 个国家之一。

**图表 19：中国人均水资源占有量偏低**

世界主要国家的人均水资源占有量



资料来源：联合国《世界水资源开发报告》，2006

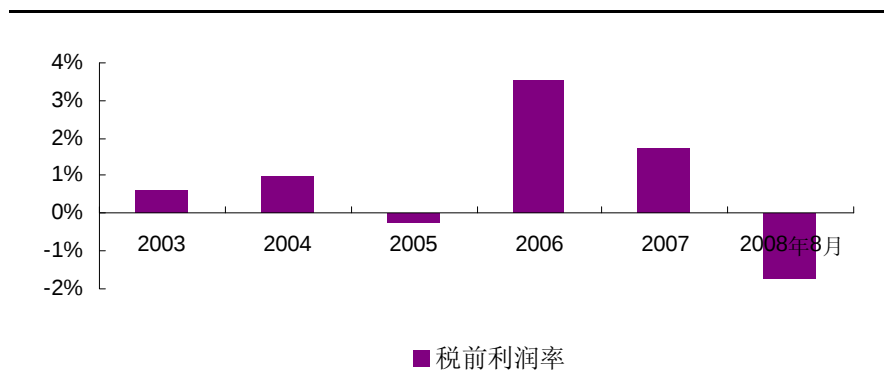
合理的水价应该反映水资源的稀缺程度，过低的水价不利于鼓励人们节约用水。

**定价偏低导致供水行业和污水处理行业盈利能力偏弱**

考察供水行业 2003-2008 年 8 月税前利润率的数据，我们发现 2003 年年亏损，2005 年和 2007 年的税前利润率都低于 1%，最好的 2004 年和 2006 年，税前利润率也低于 5%。总体来说，行业整体的盈利能力偏弱。

**图表 20：中国城市供水行业税前毛利率偏低**

2003-2008 年 8 月中国城市供水行业税前毛利率



备注：2007 年为 1-11 月份的数据，2008 年为 1-8 月份的数据

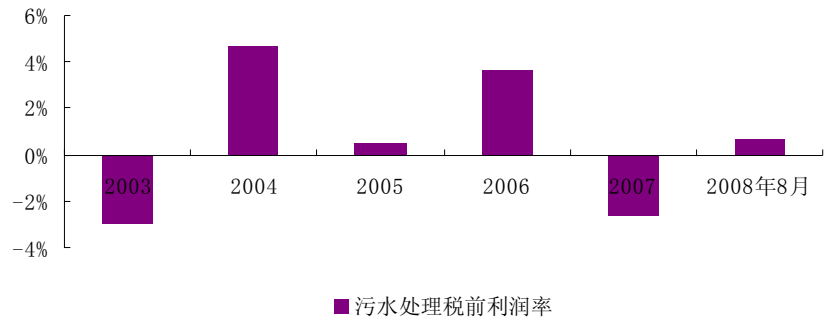
资料来源：国家统计局，光大证券

考察污水处理行业 2003-2008 年 8 月税前利润率的数据，我们发现 2003 年年亏损，2005 年和 2007 年的税前利润率都低于 1%，最好的 2004

年和 2006 年，税前利润率也低于 5%。总体来说，是行业整体的盈利能力也比较差。

**图表 21：中国城市供水行业税前毛利率偏低**

2003-2008 年 8 月中国城市供水行业税前毛利率



备注：2007 年为 1-11 月份的数据，2008 年为 1-8 月份的数据

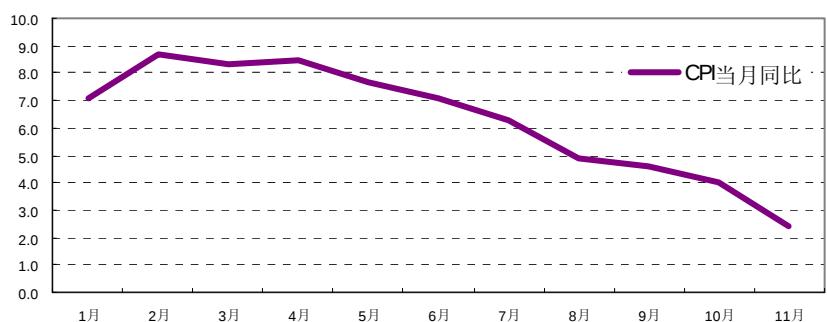
资料来源：国家统计局，光大证券

**水价的提升是长期趋势，2009 提升的概率较大**

理顺水价，使水价反映我国的淡水资源稀缺程度，是我国水务行业市场化改革的方向之一。2008 年 CPI 居高不下，国家考虑到水价是关系国计民生一项基础商品价格，是未能调整水价的主要原因。但是，从最近几个月来看，我国的通货膨胀压力已经逐步得到缓解，2008 年 11 月 CPI 当月同比数据已经下滑到 2.4%，因此调整水价的外部环境已经具备。

**图表 22：中国的通货膨胀压力已经得到缓解**

2008 年 1-10 月 CPI 当月同比（单位：%）



资料来源：国家统计局，光大证券

国家发改委在“十一五”规划中要求污水处理费要提高到 0.80 元/吨以上；而今年国家发改委、水利部等权威机构的领导更是两次在公开场合明确表示要提高水价，我们预计水价的提高有望在 2009 年实现，但是幅度不会很大，我们预计在 10% 左右。

从各地的情况来看，广东省物价局于 12 月 8 日出台了 20 条价格政策措施。今年年底前，珠三角地区污水处理每吨未达 0.8 元和东西北地区未达 0.5 元的，一定要达标。已经达到每吨 0.5 元的，应尽快调高到每吨 0.8 元；已经达到每吨 0.8 元且有条件的地方要进一步上调，争取尽快达到合理盈利的水平。2009 年 1 月 1 日抄见电量起，全省污水处理企业用电

价格统一执行大工业电价，减轻污水处理企业运营成本。城市供水价格改革上，也将推进居民生活用水阶梯式计量水价。到 2010 年，全省所有城市要全面实施非居民用水超计划、超定额用水加价等节水价格政策。我们认为这是提高水价一个强有力的信号。

### 水价和污水处理价格上涨对上市公司的影响

A 股水务类上市公司去除城投控股后主要有 9 家，其中供水业务收入占比最大是洪城水业，污水处理业务收入占比最大的公司是创业环保。在假设收入占比不变和净利率不变的情况下，经过我们测算，如下表所示，对水价上涨的敏感性程度较高的前三家公司依次是：洪城水业、南海发展和钱江水利；对污水处理价格上涨的敏感性程度较高的前三家公司依次为：创业环保、首创股份和中原环保。

图表 23：A 股水务行业上市公司对水价和污水处理价格的敏感性

|      | 供水在主营收入中的占比 | 污水处理在主营收入中的占比 | 水价上涨 1%，净利润的增加比例 | 污水处理价格上涨 1%，净利润的增加比例 |
|------|-------------|---------------|------------------|----------------------|
| 洪城水业 | 100%        | -             | 8.15%            | -                    |
| 南海发展 | 84.37%      | 7.35%         | 3.14%            | 0.27%                |
| 创业环保 | 3.59%       | 83.53%        | 0.20%            | 4.58%                |
| 武汉控股 | 66.30%      | 4.97%         | 2.21%            | 0.17%                |
| 中原环保 | -           | 50.26%        | -                | 1.90%                |
| 钱江水利 | 61.28%      | -             | 2.97%            | -                    |
| 合加资源 | -           | 8.58%         | -                | 0.37%                |
| 首创股份 | 30.25%      | 41.81%        | 2.18%            | 3.02%                |

资料来源：公司资料

考虑完对水价上涨和污水处理价格上涨的敏感性后，我们再来从公司其他基本面再进行筛选。主要考虑估值和 ROE 水平，因为较低的 ROE 水平，我们排除洪城水业、钱江水利和首创股份。而创业环保因为目前享受的污水处理价格处于较高的水平，基本不可能享受污水处理价格的上涨。因此我们建议投资者关注“南海发展”。

图表 24：A 股水务行业上市公司的估值和主要财务指标

|      | 供水毛利率  | 污水处理毛利率 | 市盈率 (TTM) | 销售净利率  | ROE (2009 年中期) |
|------|--------|---------|-----------|--------|----------------|
| 洪城水业 | 33.49% | -       | 33.87     | 12.27% | 2.14%          |
| 南海发展 | 50.34% | 48.86%  | 22.78     | 26.90% | 5.82%          |
| 创业环保 | 33.89% | 54.85%  | 43.85     | 18.24% | 3.28%          |
| 武汉控股 | 30.14% | 22.09%  | 38.08     | 29.94% | 2.42%          |
| 中原环保 | -      | 63.89%  | 29.27     | 26.43% | 8.57%          |
| 钱江水利 | 52.61% | -       | 30.57     | 20.60% | 2.99%          |
| 合加资源 | -      | 58.29%  | 34.09     | 23.11% | 11.34%         |
| 城投控股 | 7.18%  | 45.91%  | 16.66     | 62.59% | 4.90%          |
| 首创股份 | 21.58% | 41.96%  | 44.37     | 13.86% | 1.41%          |

资料来源：公司资料

## 公司关注

### 合加资源 —— 快速成长的环境服务企业

◆ **中国固体废物处理领域内咨询和工程服务的龙头企业，首先受益于中国环保基础设施领域的大量投资。**

中国目前处于环保产业发展的第二阶段，即环保基础设施发展阶段。这一阶段的显著特征是大量的环保基础设施投资，环保市场将高速增长。中国正在加大环保基础设施的建设，“十一五”期间预计环保投资将达到 1.4 万亿元。公司属于环保产业上游企业，将获益于中国环保基础设施的建设，进入一个高速的发展阶段。

◆ **进军环保设备领域，延伸公司产业链，为公司未来增长打开空间。**

公司顺利通过公开增发筹得资金进入环保设备生产领域使公司进入行业上游延伸了公司产业链，将改变公司过去主要依靠承接固废处理项目的业务模式，降低公司的经营风险，为公司的长期增长提供保障；另外，环保设备在中国目前的环保产业发展阶段需求旺盛，发展该项业务能使公司在分享行业高速增长上处于有利地位。

◆ **污水处理业务稳定的现金流和公司其他两项业务是很好的平衡。**

公司的 3 个污水处理项目-包头鹿城、南昌象湖和宜昌三峡水务在 2008 年和 2009 年初投产后，公司的污水处理总能力将达到 60.5 万吨/日。污水处理业务的稳定现金流特点能给固废咨询和工程服务以及环保设备提供资金支持，发挥互补作用。

◆ **盈利预测和投资评级**

受益于积极的财政政策，公司将维持高速增长，2008-2010 三年 EPS 0.29、0.44 和 0.63 元，未来 3 年复合增长率超过 40%，维持公司“增持”的评级。

### 南海发展——稳健的供水运营企业

◆ **水务行业是优秀的防御性配置行业：**

用水需求和污水处理需求的刚性使水务行业在宏观经济下行时具备优秀的防御能力。在宏观经济下滑的情况下，水务行业依然具备确定性增长的能力，而且总体来说成本上升压力不大，因此我们认为水务行业是防御性配置的优良品种。

◆ **公司业绩进入快速增长期，2008-2010 复合增长率为 23%**

公司的业绩从 2008 年开始将进入快速增长，我们预测公司 2008-2010 年净利润分别为 1.15、1.37 和 1.70 亿元，三年的复合增长率为 23%。增长来源主要是所得税率的降低，以及供水、污水处理和垃圾发电项目的投产。

◆ **公司没有大小非减持的困扰**

公司目前只有大股东的 7654 万股没有上市流通，这部分股份在 2011 年 5 月 23 日开始上市流通。由于公司大股东持有的股份只占公司股份的 28.24%，大股东基本不存在减持的意愿，因此公司不存在大小非减持的困扰。

◆ **公司持续的现金分红是公司另一吸引力所在**

公司自 2000 年上市以来，每年都有现金分红，2000-2007 年公司实现累计每股

收益 2.77 元, 累计现金分红 1.73 元, 累计现金分红占累计每股收益的比例达到 62%。我们认为公司这种回馈股东的做法仍将延续。

#### ◆公司估值存在潜在的提升机会

公司是目前水务行业估值最便宜的公司, 主要是因为公司的业务集中于南海区, 市场担心南海区水务市场饱和之后公司缺乏增长点。我们认为, 供水业务在 3 年以后的确会面临这样的问题, 但是污水处理业务和垃圾发电在南海区依然空间较大, 维持 6 年左右的增长没有问题, 而且公司具有通过污水处理和固废业务向外扩张的潜力, 一旦扩张成功, 必然带来估值的提升。

#### ◆盈利预测与投资评级

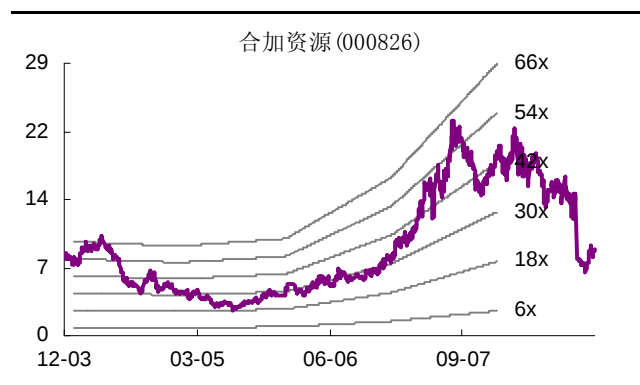
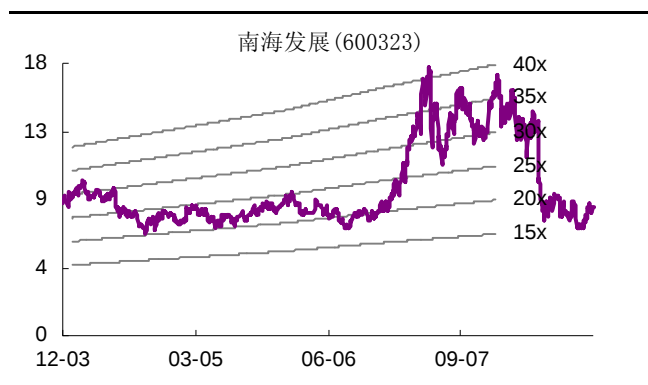
我们预测公司 2008-2010 年的每股收益分别为 0.42、0.50 和 0.63 元, 我们结合相对估值和 DCF 估值, 给予公司“增持”的投资评价, 目标价“9.7 元”。

### 行业重点上市公司评级与估值指标

| 证券<br>代码 | 公司<br>名称 | 价格   | 流通 A 股<br>(百万股) | EPS(元) |      |      | P/E(x) |      |      | P/B(x) |     | 投资评级 |    |
|----------|----------|------|-----------------|--------|------|------|--------|------|------|--------|-----|------|----|
|          |          |      |                 | 07A    | 08E  | 09E  | 07A    | 08E  | 09E  | 07A    | 08E | 上次   | 本次 |
| 600323   | 南海发展     | 8.41 | 194             | 0.34   | 0.42 | 0.50 | 24.6   | 19.8 | 16.7 | 2.6    | 2.4 | 增持   | 增持 |
| 000826   | 合加资源     | 8.96 | 233             | 0.21   | 0.29 | 0.44 | 42.8   | 31.1 | 20.2 | 8.7    | 6.4 | 增持   | 增持 |

资料来源：光大证券研究所

### 上市公司 PE Band 图



资料来源：光大证券研究所

## 分析师介绍

开文明，2007 年 11 月加盟光大证券研究所。2007 年复旦大学经济学院硕士毕业，2001 年获得上海交通大学交通运输专业学士学位。曾担任毕马威华振会计师事务所风险咨询部顾问和 IT 行业咨询顾问等职。2008 年新财富交通运输行业共同入围。

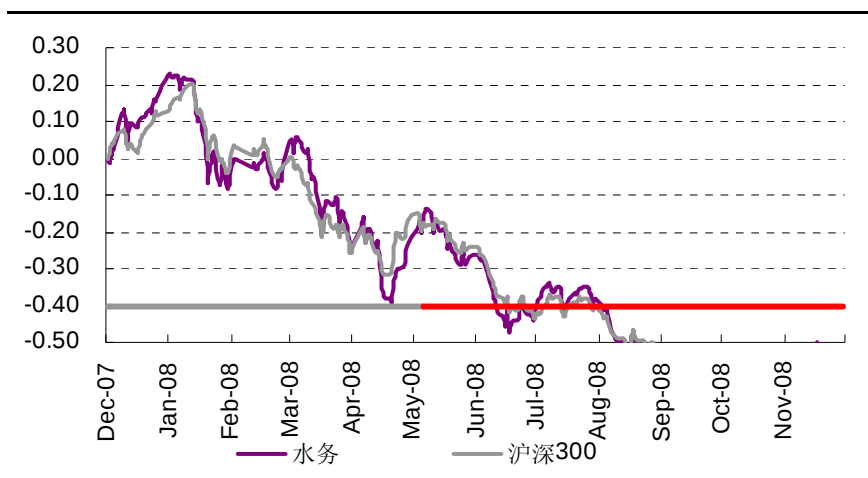
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

水务

分析师：开文明



| 日期         | 行业评级 |      |
|------------|------|------|
| 2008-05-08 | 增持   |      |
| 2008-09-04 | 增持   |      |
| <hr/>      |      |      |
| 买入——       | 增持—— | 中性—— |
| 减持——       | 卖出—— |      |

资料来源：光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120  
电话：021-68816000 传真：021-68818550

## 光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座  
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

| 销售小组        | 姓名  | 办公电话              | 手机          | 电子邮件                |
|-------------|-----|-------------------|-------------|---------------------|
| <b>北京</b>   |     |                   |             |                     |
|             | 贺燕萍 | 010-68561522      | 13911760013 | heyp@ebsecn.com     |
|             | 李大志 | 010-68561122-1717 | 13810794466 | lidz@ebsecn.com     |
|             | 王汗青 | 010-68561122-1777 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com   |
|             | 郝辉  | 010-68561722      | 13511017986 | haohui@ebsecn.com   |
|             | 孙威  | 010-68561122-1779 | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com   |
|             | 吴江  | 010-68561122-1732 | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com  |
| <b>上海</b>   |     |                   |             |                     |
|             | 杨日昕 | 021-50818887-235  | 13817003122 | yangrx@ebsecn.com   |
|             | 王莉本 | 021-50818887-233  | 13641659577 | wanglb@ebsecn.com   |
|             | 戴茂戎 | 021-50818887-296  | 13585757755 | daimr@ebsecn.com    |
| <b>深圳</b>   |     |                   |             |                     |
|             | 陈扬  | 021-50818887-275  | 13916187675 | chenyang@ebsecn.com |
|             | 高峰  | 021-50818887-276  | 13585940280 | gaozheng@ebsecn.com |
|             | 凌洁  | 021-50818887-294  | 15921780908 | lingjie@ebsecn.com  |
| <b>专题</b>   |     |                   |             |                     |
|             | 陈扬  | 021-50818887-275  | 13916187675 | chenyang@ebsecn.com |
|             | 凌洁  | 021-50818887-294  | 15921780908 | lingjie@ebsecn.com  |
| <b>QFII</b> |     |                   |             |                     |
|             | 满国强 | 021-68822917      | 15821755866 | mangq@ebsecn.com    |
|             | 陶奕  | 021-68822917      | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com    |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。