

谨慎推荐（调高）

行业研究

2009 年 6 月 2 日

分析师

联系人

张凯

Tel. : 010-59355911

Email: zhangk@chinans.com.cn

- ### 行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

《寻找兼具防御和成长性的水务公司》

2009 年 5 月 22 日

《上海市水价即将上调点评—调价幅度基本合理，城投控股受益最大》2009年4月28日

《减息周期下，行业盈利能力将明显改善》2008年11月17日

存在风险:

- 水资源仍具有准公共品的属性，存在水价上涨幅度受限的可能。

综合评价及评级调整:

- 基于对水务上市公司水处理能力将出现明显提升以及水价上涨强烈预期等积极因素影响的考虑，我们调升水务行业的投资评级至“谨慎推荐”。

目 录

一、水务行业 08 年及 09 年 1 季经营成果概述	3
二、水务公司 A 股市场上市规模扩大	3
三、收入增速明显提高	4
四、主营业务利润增速稳定，投资收益拖累净利润	4
五、盈利能力保持平稳，未来将明显提升	5
六、投资收益明显回落，未来对行业影响有限	6
七、上市公司已进入大规模的工程建设期，未来两年将是行业的收获季	6
八、固定资产投资明显加快，财务费用影响程度加大	7

插图目录

图 1：水务行业 08 年经营情况	3
图 2：水务上市公司与水务全行业收入比较	4
图 3：水务行业各业务近年收入情况	4
图 4：分业务营业利润变化情况	5
图 5：水务行业净利润及投资收益变化情况	5
图 6：毛利率变化情况	5
图 7：期间费用率情况	5
图 8：水务行业投资收益变化	6
图 9：投资收益占利润总额比重	6
图 10：水务上市公司在建工程变化情况	7
图 11：购建固定资产投资现金流	7
图 12：水务上市公司银行贷款变化情况	7

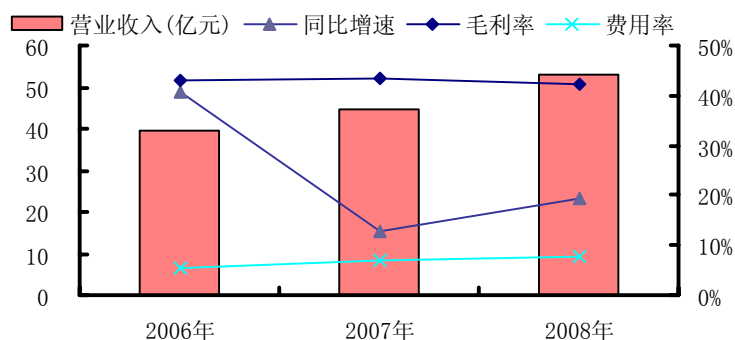
表格目录

表 1：08 年及 09 年主业转型为水务的上市公司	3
----------------------------	---

一、水务行业 08 年及 09 年 1 季经营成果概述

主营业务增速平稳，未来两年行业将进入黄金发展期。08 年行业上市公司水务业务收入较 07 年有较大提高，行业盈利能力与 07 年基本持平，主营业务利润增速较 07 年有明显提高，但受投资收益大幅下降的影响，净利润出现了负增长，考虑到投资收益在 08 年大幅下降后，占利润总额的比重也大幅下降，未来此项收益对业绩影响明显减弱。由于国家对资源品定价改革推进有所加快，以及水价进入上涨的大周期，未来两年水价上涨预期强烈，行业盈利能力将因此有较大幅度的提高。此外，我们还通过对在建工程和现金流的分析发现水务上市公司水务资产明显进入大规模建设期，预计未来两年这些水务资产陆续投入运营将极大提高水务上市公司的业绩。

图 1 水务行业 08 年经营情况



数据来源：公司年报，民族证券研发中心

二、水务公司 A 股市场上市规模扩大

08 年水务公司进入上市高峰期。08 年有 2 家上市公司通过资产重组转变为水务上市公司，分别是中山公用和国中水务（ST 国中），这是继 2004 年最近一次水务公司洪城水业首发上市后再次有水务公司上市。此外，蓝星清洗也在今年 4 月份发布重大资产重组预案，资产重组后公司也将转变成一家以污水处理为主业的上市公司。我们认为，在国家和地方政府不断推动水务行业资产重组和整合以及水务市场化改革进程中，将有更多的水务公司以 IPO 或资产注入的方式参与到资本市场来。

表 1 08 年及 09 年主业转型为水务的上市公司

公司简称	原主业	转型后主业	转型方式	上市时间
中山公用	租赁服务业	供水和污水	吸收合并	2008 年 7 月
ST 国中	造纸业	污水和供水	资产重组	2008 年 12 月
蓝星清洗	化工行业	污水处理	资产置换	2009 年 4 月（预案）

数据来源：公司公告，民族证券研发中心

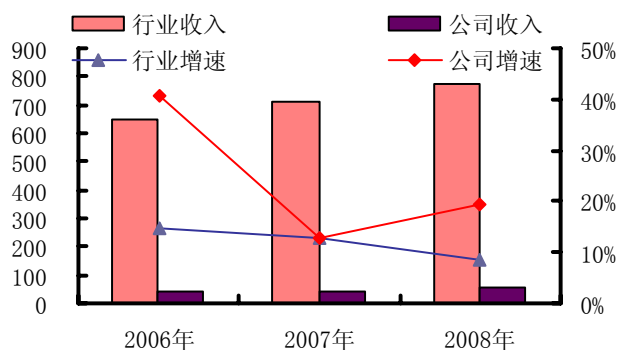
三、收入增速明显提高

收入同比增速明显提高，上市公司表现好于全行业。08 年水务行业上市公司实现水务业务收入 53.25 亿元，同比增长 19.45%，较 07 年收入增速提高 7.82 个百分点。与水务全行业比较，收入增速高出 10.92 个百分点。

供水业务收入意外大幅增长，上市公司污水收入占污水行业收入的比重有所下降。分业务看，全部上市公司供水业务收入 19.87 亿元，同比增速较 07 年大幅提高，主要原因是首创股份的马鞍山水厂和秦皇岛水厂收入在四季度集中确认。污水处理业务收入 22.01 亿元，在全部 4 项收入中仍保持最高，本年上市公司新增污水处理资产不多，收入同比增速较 07 年有一定幅度的下降，上市公司此项业务收入占整个污水处理子行业收入的比重为 42.76%，较去年的比重有所下降。工程施工及管网安装收入在 07 年高速增长的基础上，继续呈现快速上涨的态势，收入同比增长 46.86%。由于城投控股的原水业务下游服务水厂没有变化，原水收入增长率变化不大。上海青草沙原水工程将在 2010 年开始供水，对城投控股的原水业务有较大的负面冲击，由于行业内提供原水业务的仅城投控股一家，预计未来行业上市公司来自原水业务的收入将会明显下降。

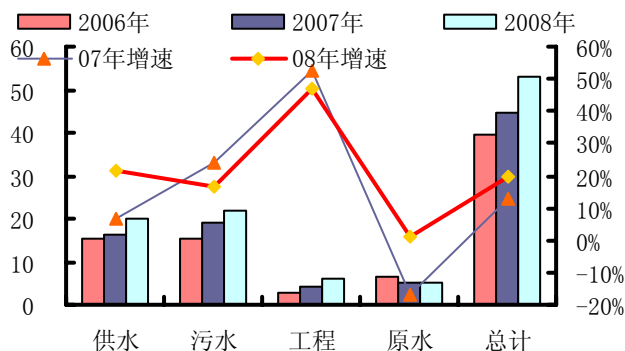
（注：由于缺乏可比基数，本年度没有将中山公用和 ST 国中纳入本项统计，但在仅含单期数据统计时包含两公司）

图 2 水务上市公司与水务全行业收入比较



数据来源：国家统计局，公司年报，民族证券研发中心

图 3 水务行业各业务近年收入情况

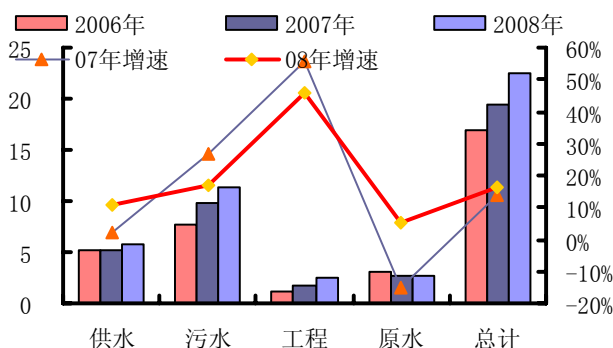


数据来源：公司年报，民族证券研发中心

四、主营业务利润增速稳定，投资收益拖累净利润

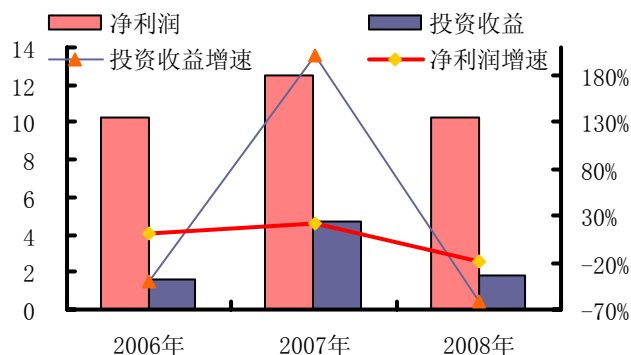
主营业务利润增速稳定，投资收益拖累净利润。08 年行业上市公司实现主营业务利润 22.51 亿元，同比增长 16.33%，较 07 年增速提高 2.5 个百分点。分业务看，供水和原水主营业务利润增速较 07 年有明显提高，污水处理和工程建设主营业务利润增速较 07 年有所下降，但仍保持快速增长，污水处理业务主营业务利润比重超过 50%，较 07 年比重有所上升。在主营业务盈利稳定的情况下，08 年行业上市公司净利润总额却出现了 18% 的下降，主要原因是受投资收益大幅下降 60% 拖累，由于投资收益占利润总额的比重已经大幅下降，未来行业上市公司受此项科目波动影响的程度大大降低，行业业绩将明显回升。

图4 分业务营业利润变化情况



数据来源：公司年报，民族证券研发中心

图5 水务行业净利润及投资收益变化情况

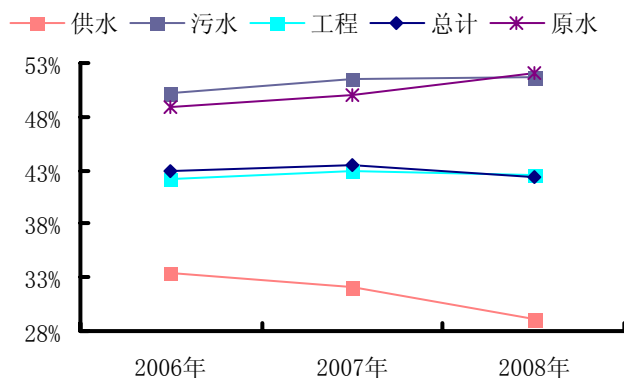


数据来源：公司年报，民族证券研发中心

五、盈利能力保持平稳，未来将明显提升

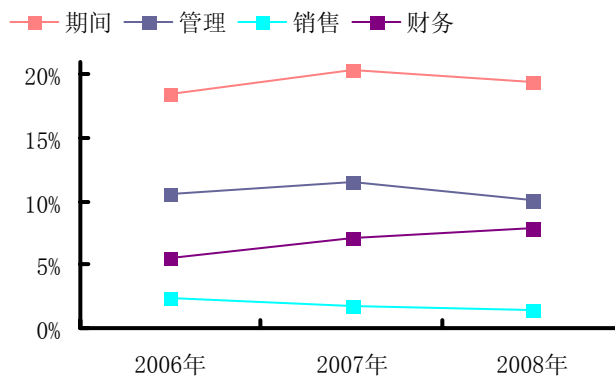
08年水务行业上市公司整体毛利率为42.28%，较07年有所下降，下降的主要原因是供水业务由于折旧成本和电价提高，以及供水价格涨幅不大导致供水业务毛利率大幅下降3个百分点所致。但另一方面，由于08年新开工的污水处理项目较07年为少，使08年行业上市公司的销售费用率和管理费用率明显下降，上市公司的期间费用率较07年下降1个百分点。09年行业最明显的变化有两个，一是由于资源品价格的回归以及水价一个上涨大周期的到来，使水价尤其是污水处理费用将有较大提升，另一个变化是，由于银行贷款在行业上市公司债务结构中所占比重相当大，目前低利率有利于行业上市公司财务费用的明显降低。从09年1季度情况看，行业上市公司期间费用率同比下降了0.62个百分点，其中财务费用率下降0.74个百分点，下降最为明显。我们预计09年行业的毛利率水平将至少提高3个百分点，期间费用率将下降1个百分点以上，行业盈利能力将出现明显提升。

图6 毛利率变化情况



数据来源：公司年报，民族证券研发中心

图7 期间费用率变化情况



数据来源：公司年报，民族证券研发中心

六、投资收益明显回落，未来对行业影响有限

08 年水务行业上市公司（由于城投控股对此项统计扰动太大，统计不包括城投控股）实现投资收益 1.87 亿元，同比大幅下降 60.4%，大幅下降的主要原因是 08 年资本市场走势低迷，导致行业上市公司交易性金融资产大幅缩水所致。08 年行业上市公司投资收益占利润总额的比重降至 14.28%，较 07 年的比重下降 15.7 个百分点。由于行业上市公司持有的可交易金融资产已经大幅缩减，预计投资收益未来对上市公司利润总额的影响将明显减弱。

图 8 水务行业投资收益变化

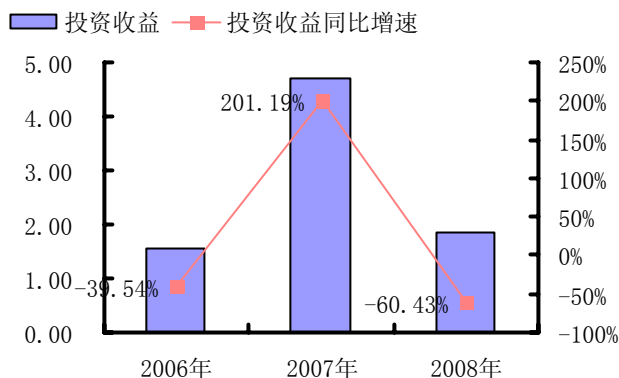
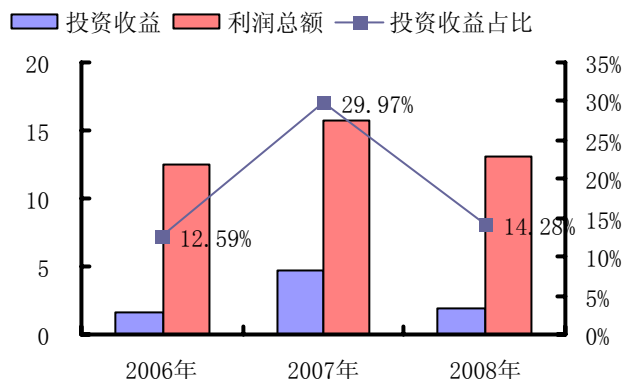


图 9 投资收益占利润总额比重



数据来源：公司年报，民族证券研发中心

数据来源：公司年报，民族证券研发中心

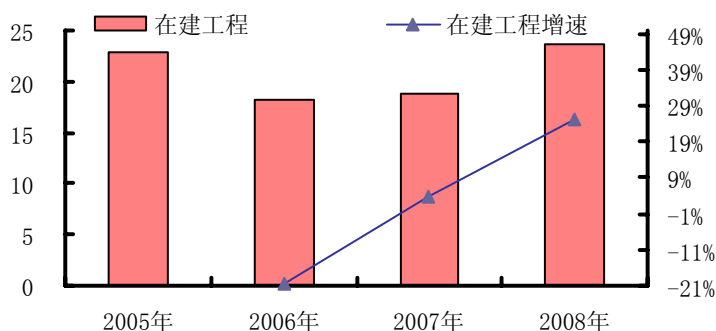
七、上市公司已进入大规模的工程建设期，未来两年将是行业的收获季

08 年行业上市公司水务项目在建工程总计 23.63 亿元，同比增长 25.38%，增速较 07 年增速提高了 22 个百分点，为近四年来最高。09 年 1 季度行业上市公司在建工程总额仍保持快速增长态势，同比增长 26.79%，快于 08 年全年的水平。

水务项目工程建设的加快来自于国家节能减排战略对各地政府达标的要求，以及国家加快市政公用事业改革进程和扩大水务资产特许经营范围等体制改革的推进。在 2010 年污水处理率达到 70%，以及进一步降低 COD，氨氮，磷等指标的要求下，我国污水处理项目进入大规模的建设期，预计未来两年每年将新增污水处理厂 200 座以上，每年将新增 600 万吨的日处理规模，污水处理行业年收入增速将超过 35%，未来两年将是水务行业的黄金发展期。

（注：武汉控股在建工程为长江隧道建设，扣除该公司的影响）

图 10 水务上市公司在建工程变化情况（单位：亿元）

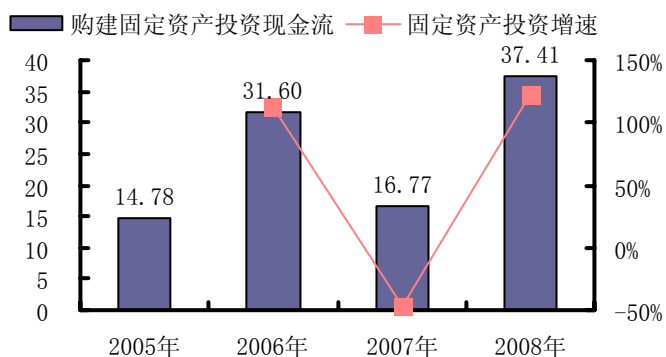


数据来源：公司年报，民族证券研发中心

八、固定资产投资明显加快，财务费用影响程度加大

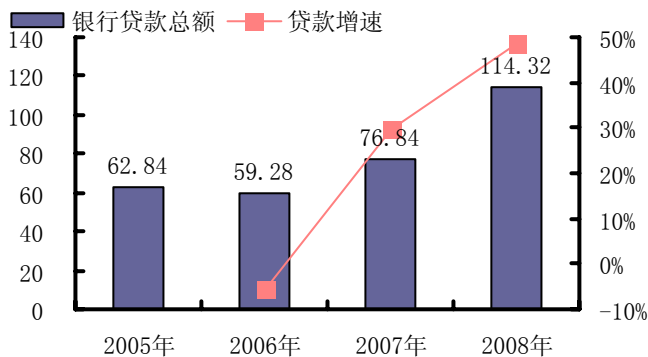
从行业上市公司现金流来看，08 年投资现金流流出在经历 07 年短暂调整后，又回到快速增长的轨道，较 07 年增长 12.5%。其中购建固定资产投资的现金流同比大幅增长 123%，占 08 年投资现金流的比重提高到 78%，较 07 年比重提高了 39 个百分点。按水务资产的建设周期计算，预计 2010 年又将是水务资产大规模正式投入运营的一年。另一方面，由于对水务资产投资加速以及经营性现金流的减少，行业上市公司来自于银行的贷款明显增加，08 年银行贷款较 07 年增加了 49%，因此而产生的财务费用对公司业绩影响程度将明显加大。

图 11 购建固定资产投资现金流（单位：亿元）



数据来源：公司三季报，民族证券研发中心

图 12 水务上市公司银行贷款变化情况（单位：亿元）



数据来源：公司三季报，民族证券研发中心

分析师简介

张凯：清华大学工商管理硕士，07 年加入民族证券，负责计算机和水务行业的研究工作，有丰富的证券从业经验和 IT 行业从业经验，先后在中国证券报、证券时报等媒体发表过多篇行业和公司分析文章。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn