深度报告

水务

水务行业深度跟踪

谨慎推荐

（维持评级）

2010 年 1 月 5 日

行业投资策略

水价上涨将延续，异地项目投资或放缓

- **2010 年水务行业盈利将有所改善但幅度不大**

  2010 年行业面临（1）平均水价上涨（2）09 年 11 月销售电价已上调 5%，以及未来原材料价格极有可能上涨，预计行业盈利将有所改善但幅度不大。

- **1H10 水价上涨趋势将延续，第Ⅱ、Ⅳ类影响尚未被充分预期**

  09 年以来全国各地水价大范围上涨并以自来水为主，平均涨幅达 20%-30%。我们认为 1H10CPI 将维持较低水平，水价上涨趋势仍将延续。价涨对 A 股上市公司现有资产影响要小于市场预期，但价涨的第Ⅱ类影响（对不面对终端用户的自来水厂影响）、第Ⅳ类影响（价涨催生的资产重组）尚未被充分预期。

- **行业发展重心从建设转向运营，关注本地项目扩张和战略整合**

  我国水务行业投资高峰期即将过去，污水已建和在建产能达 1.6 亿吨/日，与污水排放量基本相当。同时经济刺激下，地方政府水务投资建设资金比以往充裕，以异地项目扩张为主的传统“量增”将放缓，行业发展重心将从建设投资逐步转向运营提升，短期内本地项目扩张将受益，而日益加剧的战略整合也将产生投资机会。

- **策略建议**

  由于部分价涨影响尚未被充分预期，行业相对估值仍有上升空间，维持行业“谨慎推荐”评级，具有如下特征的公司受益较确定（1）业绩对“价涨”敏感性高但估值相对便宜；（2）大股东拥有水务资产，并从公司战略看有注入动力；（3）在当地水务市场占主导且仍有拓展空间的区域性企业；（4）资本运作、技术运营实力突出的企业。推荐蓝星清洗（000598），谨慎推荐合加资源（000826）、南海发展（600323）、首创股份（600008）。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值（百万元）	昨收盘（元）	EPS 2009E	EPS 2010E	PE 2009E	投资评级
000598	蓝星清洗	3590.33	11.87	-0.25	0.50	NA	推荐
000826	合加资源	6373.95	15.42	0.35	0.55	44	谨慎推荐
600323	南海发展	3233.85	11.93	0.34	0.50	35	谨慎推荐
600008	首创股份	15752.00	7.16	0.16	0.19	45	谨慎推荐
600874	创业环保	10347.41	7.25	0.19	0.22	38	中性
600461	洪城水业	1554.00	11.10	0.18	0.21	62	中性
600168	武汉控股	3604.20	8.17	0.14	0.15	58	中性
600649	城投控股	29162.83	12.69	0.47	0.65	27	无评级
600283	钱江水利	3192.84	11.19	0.17	0.21	66	无评级

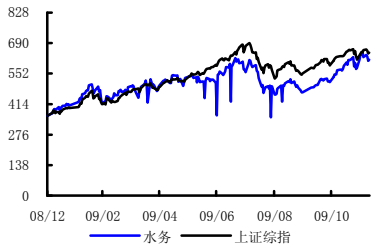
资料来源：公司资料和国信证券预测

注：蓝星清洗 2010 年 EPS 为资产于年初交割下的值，后 2 家公司盈利预测采用 wind 一致预期

本报告的独到之处

- 提出了水务行业盈利要素基本分析框架
- 详细分析了水价上涨对上市公司水厂影响
- 分析了水务行业从建设转向运营背景下的外延扩张机会

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《水务板块股价异动点评：水资源税加强水价上涨预期》——2009-7-21

《水务行业 09 年中期投资策略：关注“量增”公司》——2009-7-2

分析师：谢达成
电话：021-60933161
E-mail：xiedc@guosen.com.cn
分析师：徐颖真
电话：021-68864007
E-mail：xuyz@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

关键结论与投资建议

水务公司盈利要素中，水价业绩敏感性最大，水量次之。1H10 水价上涨趋势仍将延续，当前股价在较大程度上包含了上涨预期，而价涨的第Ⅱ类影响（对不面对终端用户的自来水厂影响）、第Ⅳ类影响（价涨催生的资产重组）尚未被充分预期；“量增”方面，水务产能建设高峰期即将过去，传统的异地项目投资放缓，本地项目扩张能力强的企业短期受益，战略整合需求日趋加剧。

由于部分价涨影响尚未被充分预期，行业相对估值仍有上升空间，维持行业“谨慎推荐”评级。具如下特征的企业受益较确定（1）业绩对“价涨”敏感性高但估值相对便宜；（2）大股东拥有水务资产，并从公司战略看有注入动力；（3）在当地水务市场占主导且仍有拓展空间的区域性企业；（4）资本运作、技术运营实力突出的企业。推荐蓝星清洗（000598），谨慎推荐合加资源（000826）、南海发展（600323）、首创股份（600008）。

核心假设或逻辑

（1）2010 年上半年 CPI 仍维持较低水平，水务行业经济刺激不会立即退出；

（2）水务行业发展重心从建设转向运营。

与市场预期的不同之处

市场认为尽管股价已经反映部分水价上涨预期，但仍将因水价实际提升而上涨，我们结合上市公司各水厂详细分析了“价涨”的具体影响，从“估值”和“大股东资产注入”角度寻找有实际业绩改善支撑但尚未被充分预期的公司。

市场认为“价涨”是行业主要影响因素，考虑“量增”较少。我们首先建立了水务行业影响要素分析框架，并在“量增”方面认为水务行业发展重心正从建设向运营转移，传统的 BOT 为主的异地项目投资放缓，本地项目投资和战略整合将产生机会。

股价变化的催化因素

我们认为水价提升的进度以及幅度将影响部分公司 2010 年的业绩，成为股价变化的催化因素；而上市公司再融资或将加快行业战略整合。

核心假设或逻辑的主要风险

1、物价水平提升过快对水价上调形成障碍；

2、经济刺激退出导致地方政府建设资金大幅缩减。

内容目录

水务行业基本情况回顾 5
水务板块市场表现－－2H09 跑赢大盘，4Q09 更甚 5
水务行业盈利－－环比改善，09 年为低谷 6
上市公司盈利－－09 年各期均为 3 年来最低 6
水务盈利要素分析框架 7
水价－－同向关系，敏感性最高 7
水量－－同向关系，敏感性次高 8
电价－－反向关系，敏感性较低 8
价涨：第Ⅱ、Ⅳ类影响尚未被充分预期 8
09 年以来大范围上涨，1H10 仍将延续 8
分地区：36 大中城市 50％已调，以自来水为主 8
分公司：水价上涨影响各异，现有资产直接受益程度较小 9
估值达到相对高点，较大程度反映水价上涨预期 11
关注“价涨”第Ⅱ、Ⅳ类影响 12
量增：关注“本地项目扩张”和“战略整合” 14
行业改革回顾－－多元化投资为目的，BOT 项目投资为主 14
项目投资－－异地扩张放缓，本地扩张相对受益 15
战略整合－－需求日益强烈，且已有先行者 17
水务公司受益分析及策略建议 19

图表目录

图 1: GX水务板块二级市场表现（截至 12 月 11 日）.....5
图 2: GX水务板块公司市场表现（截至 12 月 11 日）.....5
图 3: A股水务上市公司 07-09 年盈利情况.....6
图 4: A股水务上市公司 07-09 年期间费用率.....6
图 5: 水务行业及公司盈利要素分析框架.....7
图 6: 36 个大中城市水价均价上涨趋势（单位：元/吨）.....8
图 7: 36 个大中城市 09 年来供水价格涨幅超过污水处理费.....8
图 8: 水务行业估值水平已达相对高点.....12
图 9: 水务上市公司 2010 动态PE水平.....12
图 10: 水务行业历年投资额.....14
图 11: 水务行业改革取得巨大发展.....14
图 12: 已投运污水处理厂建设模式构成（截至 08 年 3 月）.....15
图 13: 在建污水处理厂建设模式构成（08 年 3 月）.....15
图 14: 我国供水行业集中度（2008）.....17
图 15: 我国污水行业集中度（2008）.....17
图 16: 水务上市公司受益于“价涨”、“量增”示意图.....19

表 1: 07-09 年自来水生产行业盈利情况（月度累计）.....6
表 2: 07-09 年污水处理行业盈利情况（月度累计）.....6
表 3: 36 个大中城市 09 年来水价上调进度（居民部分）.....9
表 4: 水务公司旗下各水厂受益水价上涨分析.....9
表 5: 供水价格上涨对上市公司业绩敏感性静态分析.....11
表 6: 水务上市公司大股东其它水务资产一览.....13
表 7: 我国水务行业市场化改革相关政策一览.....14
表 8: 我国污水处理产能增长情况.....15
表 9: 09 年以来水务行业主要异地并购项目.....16
表 10: A股水务上市公司上市以来二级市场再融资情况.....18

水务行业基本情况回顾

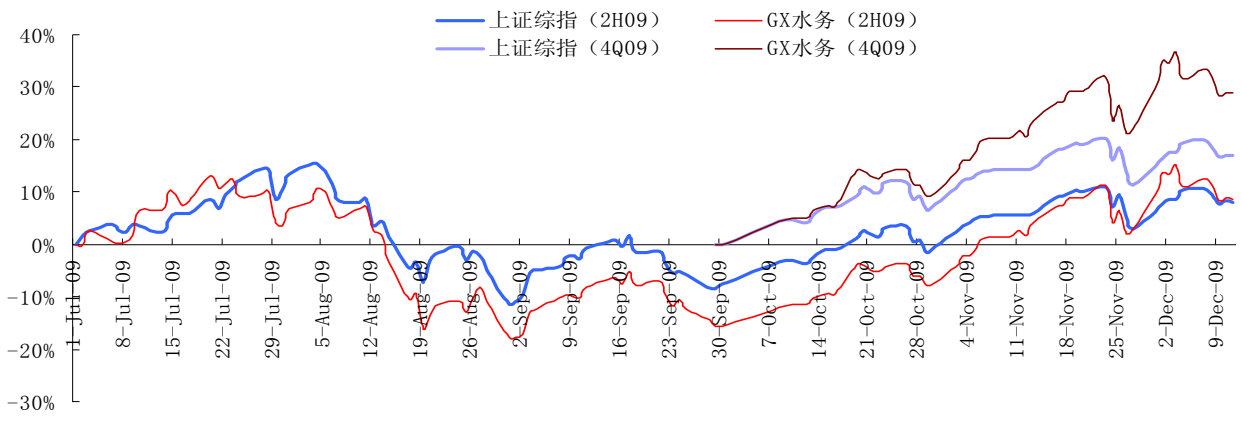
水务板块市场表现--2H09 跑赢大盘，4Q09 更甚

对 09 年下半年的市场进行简单回顾，GX 水务板块（上涨 8.58％）略跑赢上证综指（上涨 7.95％）；从 4 季度以来数据看，GX 水务板块（上涨 28.80％）则大幅跑赢上证综指（上涨 16.83％）。

水务公司中，我们中期策略推荐的“量增”组合（合加资源、南海发展）涨幅都跑赢板块，其中合加资源的涨幅在板块中居第二位。

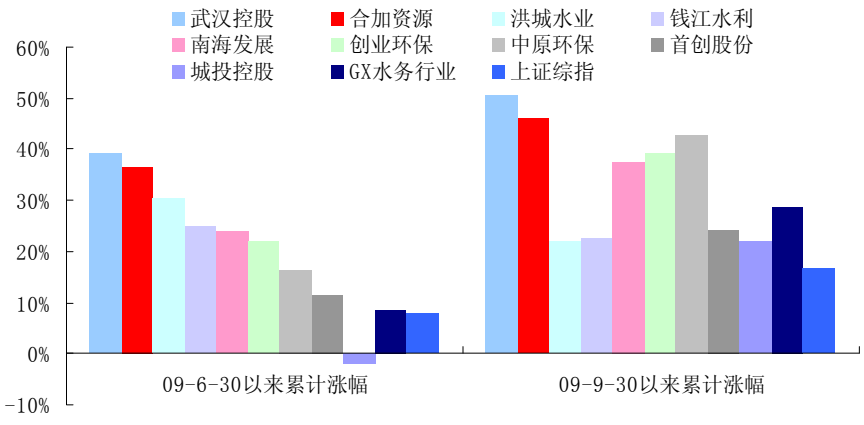
我们认为，4 季度以来水务板块大幅跑赢大盘主要是因为：（1）经济恢复导致“量增”，从而导致业绩环比改善；（2）水价大范围上涨带来的预期；（3）12 月召开的哥本哈根会议对环保概念股的刺激。

图 1：GX 水务板块二级市场表现（截至 12 月 11 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 2：GX 水务板块公司市场表现（截至 12 月 11 日）



资料来源：国信证券经济研究所

水务行业盈利--环比改善，09 年为低谷

供水行业：09 年以来整体盈利情况较 08 年下降，主要原因是（1）08 年 6 月份销售电价上调 5%（2）其它原材料价格的上升（3）经济危机导致工业用水下降。从 09 年月度累计情况看，随着各地陆续上调水价以及经济恢复，行业盈利环比有所改善。但是由于水价提升对今年业绩提升贡献时间较少，行业仍处于亏损状态。

污水行业：盈利能力较 08 年有所提高，这是由于 08 年许多地区开征污水费或提高污水费，从而带动污水处理协议价格上升，这一部分在 09 年产生业绩贡献。

2010 年行业面临（1）水价提升（2）销售电价上调 0.028 元/KWH（5%）、以及未来原材料价格可能上涨，预计 2010 年行业盈利将有所改善但幅度不大。

表 1：07-09 年自来水生产行业盈利情况（月度累计）

	07 年毛利率	08 年毛利率	09 年毛利率	07 年利润率	08 年利润率	09 年利润率	07 年 ROE	08 年 ROE	09 年 ROE
2 月	21.67%	20.24%	17.75%	-4.76%	-7.05%	-9.15%	-0.30%	-0.46%	-0.64%
5 月	22.53%	21.87%	20.16%	-1.97%	-3.97%	-6.32%	-0.31%	-0.68%	-1.08%
8 月	24.44%	23.19%	21.33%	0.76%	-1.71%	-2.60%	0.20%	-0.49%	-0.74%
11 月	25.08%	23.16%		1.72%	-0.79%		0.64%	-0.31%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

表 2：07-09 年污水处理行业盈利情况（月度累计）

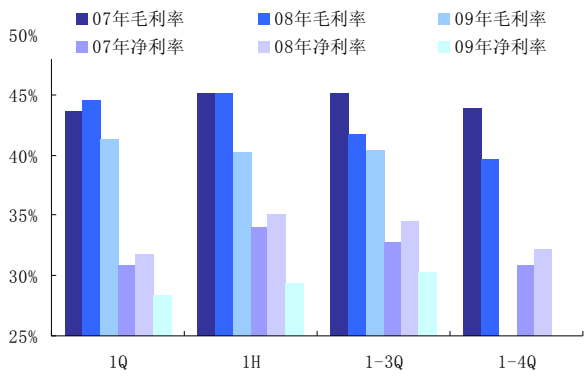
	07 年毛利率	08 年毛利率	09 年毛利率	07 年利润率	08 年利润率	09 年利润率	07 年 ROE	08 年 ROE	09 年 ROE
2 月	6.57%	13.27%	14.85%	-11.56%	-8.09%	-3.88%	-0.44%	-0.31%	-0.24%
5 月	13.07%	14.51%	17.78%	-4.66%	-3.37%	0.19%	-0.47%	-0.37%	0.04%
8 月	12.63%	16.56%	18.92%	-3.44%	0.62%	3.33%	-0.63%	0.12%	1.03%
11 月	14.14%	19.22%		-2.65%	1.49%		-0.69%	0.39%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

上市公司盈利--09 年各期均为 3 年来最低

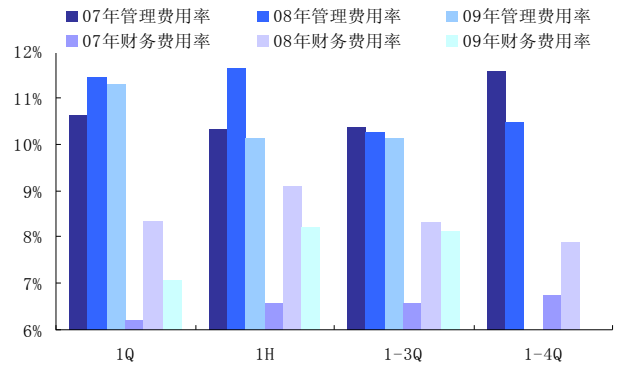
毛利率在 08 年中期达到高点，之后随着销售电价上调而下滑。期间费用率也在 08 年中期达到高点，之后随着利率下调以及异地并购放缓，财务、管理费用率分别下滑。在毛利率和期间费用率影响下净利率 08 年中期以来出现下滑，09 年环比看有所改善，但各期均是 3 年来最低。

图 3：A 股水务上市公司 07-09 年盈利情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 4：A 股水务上市公司 07-09 年期间费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

水务盈利要素分析框架

水价--同向关系，敏感性最高

我国水价构成包括水资源费、水利工程水价、城市供水价格和污水处理费。按属性可分为资源水价、工程水价（包括水利工程水价和城市供水价格）和环境水价。各部分均未体现真正价值，长期上涨是必然（见中期策略《关注“量增”公司》分析）。

水务行业关系国计民生，我国水价采取“补偿成本+合理回报”的制定模式。水价上涨因此受如下因素影响：（1）成本，具体表现为折旧、电价、人工等；（2）物价水平。在 CPI 水平较低，企业亏损或达不到合理回报率以及当地水价较长时间不动的情况下，最有可能上调水价。

作为水务行业及公司收入的驱动因素之一，水价与盈利成同向关系。同时由于水价上涨部分直接计入税前利润，业绩对其敏感性最高。

中期策略我们提出水价上涨影响分 4 类，**（1）第Ⅰ类**：直接影响，拥有管网、直接面对终端用户的自来水公司可直接受益；**（2）第Ⅱ类**：不直接面对终端用户的自来水公司，多是趸售模式，上网水价需与供水公司进行协商；**（3）第Ⅲ类**：污水处理公司，“污水处理协议价”结算对象是政府，多以合同事先约定，除电价原材料成本大幅变动而导致联动外并不直接受污水处理费上调影响；**（4）第Ⅳ类**：水价上升带来的资产重组，未上市资产盈利提升加大重组可能性。

图 5：水务行业及公司盈利要素分析框架

	•影响关系	•影响类型	•影响因素
•水价	• 同向关系 • 业绩敏感性最高	•第Ⅰ类：拥有管网的自来水公司 •第Ⅱ类：不具管网的自来水公司 •第Ⅲ类：污水处理公司 •第Ⅳ类：水价上升带来的资产重组	• 成本：折旧、电价、人工 • CPI水平 • 当地水价调整频率
•水量	• 同向关系 • 业绩敏感性次高	• 内生增长：产能利用率提升，影响小 • 外延增长：产能的增加，影响大 （1）项目投资：本地扩张、异地扩张 （2）战略整合：横向整合、纵向整合	• 内生：漏损率、经济波动、城市化、水价 • 本地外延：政府支持、企业运营实力 • 异地外延：政府资金需求、企业运营实力、社会压力 • 横向整合：资本实力、技术运营能力 • 纵向整合：技术运营能力、资本实力
•电价	• 反向关系 • 业绩敏感性较低	• 占总成本30%-40%	• 煤价

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

水量--同向关系，敏感性次高

水量（供水量或污水处理量）增长分为内生和外延增长。其中内生增长对业绩影响相对较小，内生增长表现为产能利用率的提升，受如下因素影响:（1）漏损率（2）经济波动（3）城市化（4）水价;

外延扩张分两种:**（1）项目投资**，主要以自来水、污水单个项目为标的，是前几年我国水务企业的主要扩张形式。项目投资按模式分主要是 BOT 和 TOT 两种形式，按地域分主要是本地扩张、异地扩张。**（2）战略整合**，分为纵向整合和横向整合，前者指通过整合产业链上游的专业工程商、设备制造商等以获取相应环节利润；后者是大型企业间通过整合以实现技术和资本的优势互补，提高市场占有率。

水量的增加往往同时伴随成本的增加，因此业绩对其敏感性相对水价来得低。

电价--反向关系，敏感性较低

我国供水和污水企业的电耗约占总成本的 30%-40%，考虑现有电价体制，其波动频率和幅度都不至太高，幅度基本在 5%左右，对总成本影响在 1.5%-2%之间。因此销售电价上调对业绩影响最低。

价涨：第Ⅱ、Ⅳ类影响尚未被充分预期

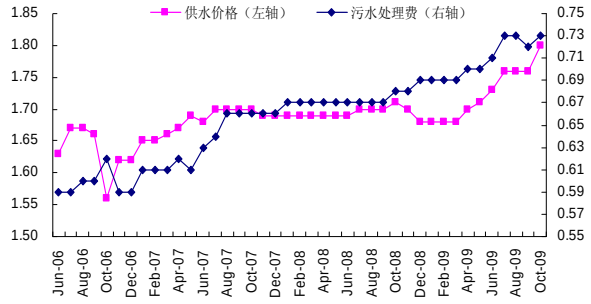
09 年以来大范围上涨，1H10 仍将延续

我国供水行业 08 年由盈转亏，随着电价、原材料价格上涨，09 年进一步恶化，行业亏损面大幅增加。而 CPI 一直为负，从而为水价上调创造了条件。09 年以来水价大范围上涨，目前仍有许多城市有调价意向，正在做前期的准备工作。水价调整的主导权在地方，但要向国家发改委备案。我们认为 1H10 水价上涨势头仍将延续，基于（1）尽管 CPI 水平已经由负转正，但预计上半年仍将维持较低水平;（2）11 月 20 日起非居民销售电价上调 0.028 元/KWH，幅度约 5%，将使盈利刚有所改善的水务行业再次面对成本上升压力。

- **分地区：36 大中城市 50%已调，以自来水为主**

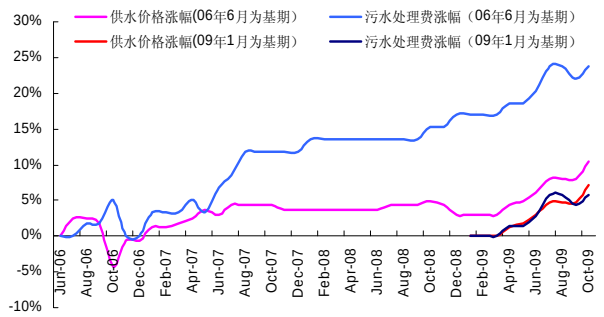
以 06 年 6 月为基期看，36 个大中城市的供水均价和污水处理费涨幅分别为 10%和 24%，污水处理费上涨幅度大幅超过自来水均价，主要是因为污水处理费是一个从无到有的过程，弹性大。进入 09 年，供水均价涨幅 7.1%，略超过污水处理费的 5.8%。

图 6：36 个大中城市水价均价上涨趋势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 7：36 个大中城市 09 年来供水价格涨幅超过污水处理费



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

2Q09 以来，我国 36 个大中城市陆续开始调价，截至 12 月 30 日，17 个明确要调（其中 11 个已经上调，6 个进行水价上调听证），5 个拟上调或进入基础性调研阶段，其余 14 个暂时没有动作。

分析 11 个已调城市情况，全部涉及自来水调价，污水相对较少，自来水均价涨幅超过污水。我们认为这主要有两个原因：（1）08 年来自来水行业由盈转亏。源于电价原材料等运行成本的上升、自来水项目相对巨大的投资额；（2）07、08 年水价上调主要是针对污水处理行业，许多地区开征污水处理费，污水处理行业得到较大改善。各城市自来水和污水平均调价幅度分别为 24％和 25％。

表 3：36 个大中城市 09 年来水价上调进度（居民部分）

地区	时间	进展	自来水价格	上调	幅度	污水价格	上调	幅度
已调或听证地区：								
北京	2009-11-19	上调水价	4.12	0.22	6%	1.68	0.18	12%
上海	2009-6-20	上调水价	1.33	0.30	30%	1.08	0.18	20%
	2010-11-20		1.63	0.30	23%	1.30	0.22	20%
天津	2009-4-1	上调水价	3.90	0.50	15%			
南京	2009-4-1	上调水价	2.80	0.30	12%			
沈阳	2009-7-1	上调水价	1.80	0.40	29%	0.60	0.10	20%
昆明	2009-6-1	上调水价	2.45	0.40	20%	1.00	0.10	20%
兰州	2009-11-1	上调水价	1.75	0.30	21%			
贵阳	2009-8-1	上调水价	阶梯水价					
宁波	2009-12-1	上调水价	2.10	0.40	24%	0.65	0.15	30%
	2010-7-1		2.40	0.30	14%	0.80	0.15	23%
南昌	2009-9-1	上调水价	1.18	0.30	34%			
银川	2010-1-1	上调水价	1.74	0.30	21%			
哈尔滨	2009-12-8	调价听证会	2.40	0.60	33%			
重庆	2009-11-25	调价听证会	2.50	0.40	19%	1.00	0.30	43%
	待定		2.70	0.20	8%			
南宁	2009-11-21	调价听证会	1.45	0.40	38%			
济南	2009-12-10	调价听证会	2.25	0.00	0%	0.90	0.20	29%
福州	2009-12-16	调价听证会	1.50	0.30	25%	0.85		
深圳	2009-12-30	调价听证会	1.90			0.90		
平均					**24％**			**25％**
拟调地区：								
青岛	2009-11-18	拟上调	1.80			0.70		
长沙	2009-11-7	拟上调	1.21			0.65		
呼和浩特	2009-8-1	基础性调研	1.95			0.45		
成都		基础性调研	1.35			0.80		
拉萨	2009-11-11	基础性调研	0.60					

资料来源：各地区物价局，国信证券经济研究所　*注：表中价格均指最新价，阴影部分地区值得关注，成都非居民水价已听证、居民待上调

➢ 分公司：水价上涨影响各异，现有资产直接受益程度较小

从上市公司旗下资产调价情况看，基本符合我们中期策略的预期。以首创股份为例，当时预计具有较大调价可能的地区如徐州、秦皇岛、铜陵、马鞍山中大部分已经上调水价或举行听证会，这些地区拥有管网，能直接受益于水价上调。而其它公司上调进度也和预期基本一致。污水费上调对上市公司没有直接影响，目前各公司污水处理协议价并未因污水费上调而提升。总体上，现有资产直接受益程度较小。

表 4：水务公司旗下各水厂受益水价上涨分析

水厂名称	水厂类型	所在地	时间	供水价	上调	幅度	污水费	上调	幅度	影响类型	水厂受益情况
合加资源											
沭源水务	自来水	宿迁市	Nov-07	1.54			1.03			第Ⅰ类	确定受益

			Aug-09	1.84	0.30	19%	1.03	0.00	0%		
			Aug-10	2.04	0.20	11%	1.13	0.10	10%		
三峡水务	自来水	宜昌市	Nov-07	1.12	0.00	0%				第Ⅳ类	较大可能受益
	污水	宜昌市					0.80	0.40	100%	第Ⅲ类	受益小
嘉鱼嘉清	污水	咸宁市	2007	1.20			0.80	0.50	167%	第Ⅲ类	受益小
			Nov-09	1.50	0.30	25%	0.80	0.00	0%		
象湖水务	污水	南昌市	Aug-07	0.88			0.50	开征		第Ⅲ类	受益小
			Sep-09	1.18	0.30	34%	0.50	0.00	0%		
夏家湾	污水	荆门市		1.13			0.80			第Ⅲ类	受益小
鹿城水务	污水	包头市	Jun-07	1.95	0.65	50%	0.40	0.15	60%	第Ⅲ类	受益小
荆清水务	污水	荆州市	Dec-07				0.80			第Ⅲ类	受益小
枝江水务	污水	枝江市	2008				0.80	开征		第Ⅲ类	受益小
大冶清波	污水	大冶市	2008				0.80	开征		第Ⅲ类	受益小
甘泉水业	污水	宜昌市	Apr-06	1.12	0.33	42%	0.80	0.40	100%	第Ⅲ类	受益小
南海发展	自来水	南海区		1.24						第Ⅱ类	取决于当地政府
	污水	南海区					0.70			第Ⅲ类	受益小
城投控股	自来水	上海市	Jun-09	1.33	0.30	29%				第Ⅰ类	确定受益
	污水	上海市	Jun-09				1.08	0.18	20%	第Ⅲ类	受益小
首创股份											
徐州首创	自来水	徐州市	Jul-06	1.55			0.92			第Ⅰ类	确定受益
			Jul-09	1.73	0.18	12%	0.99	0.07	8%		
秦皇岛首创	自来水	秦皇岛	Nov-05	1.74			0.60			第Ⅰ类	确定受益
			Dec-09	2.60	0.86	49%	0.80	0.20	33%		
铜陵首创	自来水	铜陵市	May-05	0.94			0.50	0.40	400%	第Ⅰ类	确定受益
			Oct-09	1.12	0.18	19%	0.60	0.10	20%		
淮南首创	自来水	淮南市	Jul-05	1.03			0.60			第Ⅰ类	较大可能受益
			Dec-09	水价听证							
马鞍山首创	自来水	马鞍山	Mar-06	1.10			0.50	0.40	400%	第Ⅰ类	较大可能受益
余姚首创	自来水	余姚市	Jan-06	1.55			0.45	0.40	800%	第Ⅰ类	较大可能受益
宝鸡威创	自来水	宝鸡市	May-07	2.06	0.28	21%	0.57			第Ⅰ类	较大可能受益
			Apr-09				0.80	0.23	41%		
渭南通创	自来水	渭南市	Oct-06	2.10	0.71	51%	0.70			第Ⅰ类	较大可能受益
京城水务	污水	北京	Aug-04	2.80			0.90	0.30	50%	第Ⅲ类	受益小
			Dec-09	2.96	0.16	6%	1.04	0.14	16%		
临沂首创	污水	临沂市	Jan-08	1.90			0.70			第Ⅲ类	受益小
安阳首创	污水	安阳市	Jan-05	1.50			0.65			第Ⅲ类	受益小
安庆首创	污水	安庆市	Sep-08	0.98			0.50			第Ⅲ类	受益小
			Sep-09	水价听证							
创业环保											
曲靖	自来水	曲靖市	Dec-08	2.89	0.42	17%				第Ⅱ类	取决于当地政府
	污水	曲靖市	Dec-08				0.80	0.19	31%	第Ⅲ类	受益小
本部	污水	天津市					1.93			第Ⅲ类	受益小
贵阳小河	污水	贵阳市	Jul-07	1.50	0.50	50%	0.70	0.30	75%	第Ⅲ类	受益小
阜阳	污水	阜阳市	2005				0.70			第Ⅲ类	受益小
仙荷	污水	宝应县	Jul-06	0.93	0.04	4%	0.91	0.33	57%	第Ⅲ类	受益小
洪湖	污水	洪湖市					0.80			第Ⅲ类	受益小
七格	污水	杭州市		1.35			0.50			第Ⅲ类	受益小
文登	污水	文登市	Mar-06				0.80	0.60	300%	第Ⅲ类	受益小
西安	污水	西安市	2007				0.65			第Ⅲ类	受益小
赤壁	污水	赤壁市	Jan-08				0.80	0.50	167%	第Ⅲ类	受益小
洪城水业											
本部	自来水	南昌市	Aug-07	0.88			0.50	0.50		第Ⅱ类	取决于当地政府
			Sep-09	1.18	0.30	34%	0.50	0.00	0%		
九江蓝天碧水	污水	九江市	Jun-09				0.40	0.20	100%	第Ⅲ类	受益小
温州洪城水业	污水	温州市	Nov-08	1.60			0.50			第Ⅲ类	受益小
钱江水利											
舟山自来水	自来水	舟山市	Jan-06	2.00			0.40	开征		第Ⅰ类	较大可能受益
赤山埠水厂	自来水	杭州市		1.35			0.50			第Ⅰ类	较大可能受益

丽水市供排水	自来水	丽水市	Jul-07	1.35						第Ⅰ类	较大可能受益
	污水	丽水市	Jul-07				0.55	0.25	83%	第Ⅲ类	受益小
钱江供水	自来水	永康市								第Ⅰ类	较大可能受益
		安吉县	2006	1.60							
武汉控股											
宗关水厂	自来水	汉口市	Jul-06	1.10			0.80			第Ⅱ类	取决于当地政府
白鹤嘴水厂	自来水	汉口市	Jul-06	1.10			0.80			第Ⅱ类	取决于当地政府
沙湖污水厂	污水	武昌市	Jul-06	1.10			0.80			第Ⅲ类	受益小
中山公用											
中山市供水	自来水	中山市	Mar-05	1.38	0.13	10%				第Ⅰ类	较大可能受益
中山市污水	污水	中山市	Jul-09				0.9	0.20	29%	第Ⅲ类	受益小

资料来源：国信证券经济研究所整理　注：阴影部分表示 09 年来已上调水价的地区，蓝色文字表示“较可能受益”的水厂

简单把 A 股水务上市公司分为 3 类：**（1）第Ⅰ类：拥有面对最终用户的自来水厂**，可直接受益；如首创股份、钱江水利、城投控股、合加资源、中山公用。**（2）第Ⅱ类：拥有不直接面对最终用户的自来水厂**，采用趸售模式，或政府直接定价或有专门合同，但通过与政府协商都有上调可能；如南海发展、洪城水业、武汉控股。**（3）第Ⅲ类：污水为主**，益于水价上涨的程度很小；如创业环保，除下属曲靖 24 万吨供水产能采取趸售外，其余全部为污水。

第Ⅰ、Ⅱ类公司都较可能受益，但是对公司业绩影响程度仍视自来水业务占比而定，分析这两类公司的价涨敏感性如表 5 所示。

表 5：供水价格上涨对上市公司业绩敏感性静态分析

	敏感因子（1H09）	供水价格（不含水资源费）上调幅度对 EPS 影响幅度				
		10%	15%	20%	25%	30%
洪城水业	7.90	59.3%	88.9%	118.6%	148.2%	177.9%
钱江水利	6.40	48.0%	72.0%	96.0%	120.1%	144.1%
南海发展	3.67	27.5%	41.2%	55.0%	68.7%	82.5%
武汉控股	2.64	19.8%	29.7%	39.6%	49.5%	59.4%
首创股份	2.55	19.1%	28.7%	38.3%	47.9%	57.4%
中山公用	0.57	4.2%	6.4%	8.5%	10.6%	12.7%
合加资源	0.55	4.1%	6.2%	8.3%	10.4%	12.4%
城投控股	0.27	2.1%	3.1%	4.1%	5.1%	6.2%
创业环保	0.17	1.3%	2.0%	2.6%	3.3%	3.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所　注：阴影表示第一类水务公司，受益可能性最大

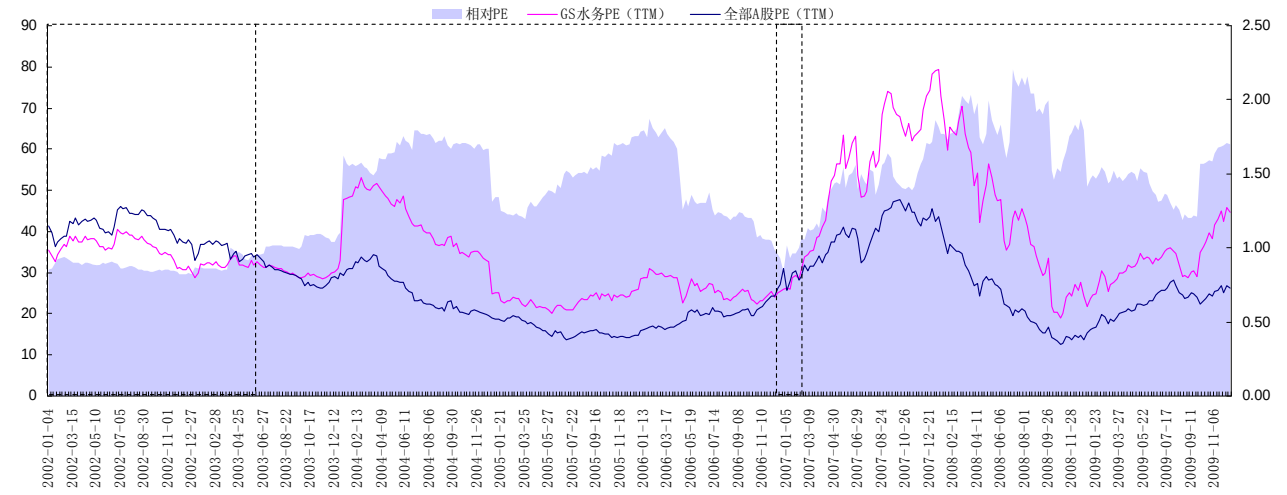
估值达到相对高点，较大程度反映水价上涨预期

尽管水价上涨对上市公司现有资产直接影响程度小，但市场仍有所反映。

行业层面看，水务作为公用事业增长相对缓慢，按理估值水平较低。但是我国水务行业的估值水平一直较高，与全部 A 股的相对估值长期处于 1.0-2.0 之间（见图 8）。我们认为主要是因为：（1）我国水务行业处于成长期，行业并购将带来企业较高增速，尤其体现在污水处理行业；（2）水价上涨预期，我国水价并未真正反映水资源的价值，长期上涨趋势不会改变。但从波动水平看，每次水价大范围上调的时候，相对 PE 水平快速提高。当前已达 1.75 左右的高点，较大程度反映水价上涨预期，但仍有上升空间。

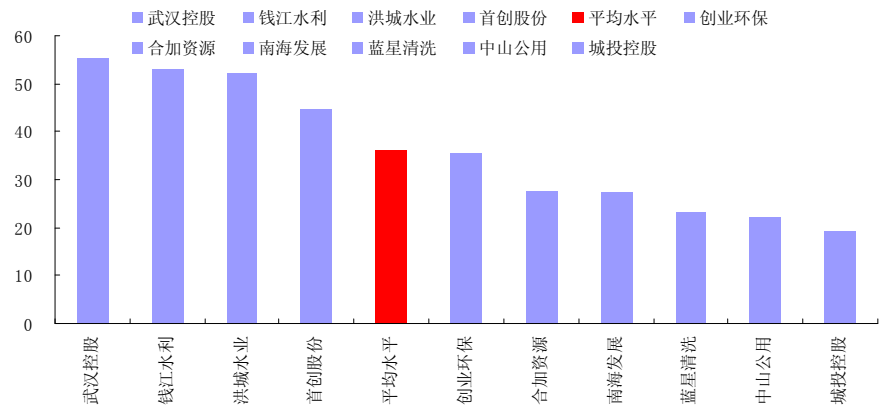
个股层面看，尽管业绩因水价发生确定性变化的公司是第一类公司，但当水价大范围上涨时，市场对第二类甚至第三类公司也会产生预期。A 股水务公司 2010 年动态 PE 均值接近 40 倍，武汉控股、洪城水业、钱江水利高达 50 多倍，但其中武汉控股、洪城水业由于不直接面对终端用户受益并不确定。

图 8：水务行业估值水平已达相对高点



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 9：水务上市公司 2010 动态 PE 水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

关注“价涨”第Ⅱ、Ⅳ类影响

我们认为，水价上升的 4 类影响中第Ⅰ类较容易被市场所预期，第Ⅲ类受益很小。可以关注“价涨”第Ⅱ、Ⅳ类影响。

（1） 第Ⅱ类影响：不直接面对终端用户的公司水价上调取决于当地政府，部分公司受水资源费等成本上升催化很可能最终获得趸售价上调的批准，若其估值水平仍较低则将产生投资机会，如南海发展。

（2） 第Ⅳ类影响：“水价上升催生的资产重组”则由于未上市资产太多，且注入对象不明确而较难为市场所充分预期。此类资产重组分为：（1）大股东水务资产注入；（2）未上市公司借壳上市。后者很难锁定投资标的。可以关注已经有明确借壳意向，或者大股东有其它水务资产的公司。如蓝星清洗、合加资源、城投控股。

表 6：水务上市公司大股东其它水务资产一览

	大股东	持股比例	大股东旗下水务资产	类型	地域	产能（万立方米/日）	持股比例
合加资源	北京桑德环保	44.90%	济楚水务	污水	湖北竹山县	3	20%（直接） 80%（间接）
			湖州浙清	自来水	浙江湖州	20	51%（直接） 49%（间接）
			通辽碧波	污水	内蒙通辽市	10	97.76%（直接）
			肖家河	污水	北京	2	80%（间接）
			秦清水务	污水	西安长安区	10	82%（直接）
			户清水务	污水	西安户县	6	82%（直接）
蓝星清洗	成都兴蓉投资	27.08%	成都自来水	自来水	成都	138	100%
城投控股	上海城投	55.61%	城投原水	原水	上海	630	100%
			金山海川自来水	自来水	上海		90%
			上海市自来水（奉贤）	自来水	上海	40	100%
			松江区九亭镇自来水	自来水	上海		100%
			松江泗泾自来水	自来水	上海	15	100%
			松江新桥镇自来水	自来水	上海		100%
			白龙港污水处理	污水	上海	200	100%
			自来水市北公司	自来水	上海	306	100%
			自来水市南公司	自来水	上海	258	100%
洪城水业	南昌水业集团	52.10%	南昌供水	自来水管网			100%
钱江水利	中国水务投资	25.55%	淮安自来水	自来水	淮安市	20	80%
			宜兴自来水	自来水	宜兴市	27	60%
			溧阳市水务集团	自来水/污水	溧阳市	15/8	100%
			准格尔黄河水务		内蒙古		36.70%
			山东水务投资	自来水	山东	76	
			荣成市水务集团		山东	8	60%
			昌源水务		新疆		
			引黄济青水务		青岛	4	
			自贡水务	自来水	四川	27	
			江苏水务		江苏		100%
武汉控股	武汉市水务集团	61.85%	武汉城市排水	污水	湖北武汉	79	100%
			武汉长江供水实业（沌口水厂）	自来水	湖北武汉	10	71.01%
			武汉新洲区阳逻供水实业（阳逻水厂）	自来水	湖北武汉	10	89.56%
中山公用	中山中汇投资	62.23%	无				
首创股份	北京首创集团	61.79%	无				
南海发展	佛山南海供水集团	28.24%	无				
创业环保	天津市政投资	53.96%	无				

资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所， *阴影部分表示结合公司战略定位和大股东持股情况看较有可能注入的资产

量增：关注“本地项目扩张”和“战略整合”

我们认为我国水务行业当前正处于从建设期到运营期，项目投资放缓、战略整合加剧的过渡期。本地项目投资空间大，技术实力、资本运作实力强的公司将相对受益。

行业改革回顾——多元化投资为目的，BOT 项目投资为主

2003 年，我国水务开始进行市场化改革，呈现如下几个特点：

（1）“开放市场准入，多元化投资”为主线，辅以水价改革。03 年，我国水务行业处于发展初期，产能严重不足，面对巨大投资需求，而地方政府资金缺乏。因此开放市场准入，允许民营、外资等各种社会资本参与，改变原来单一的政府投资结构。同时为了能让社会资本获得一定回报，加快了水价改革，2003 年国家发改委和水利部联合发布了《水利工程供水价格管理办法》，明确水利工程供水价格按照补偿成本、合理收益、优质优价、公平负担的原则制定，并正式把水费正名为水价。

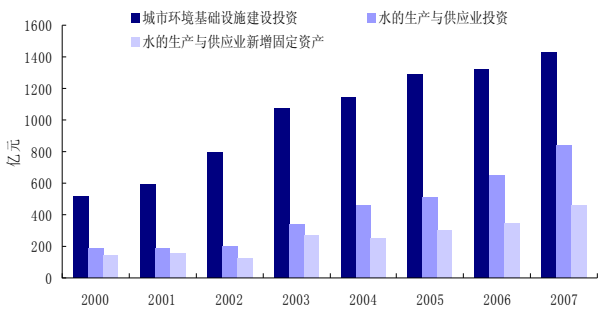
表 7：我国水务行业市场化改革相关政策一览

时间	政策	主要内容
2002.12	建设部发布《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》	拉开市场化改革序幕，2003 年为水业改革进入市场化元年
2003.7	国家发改委和水利部联合发布了《水利工程供水价格管理办法》	明确水利工程供水价格按照补偿成本、合理收益、优质优价、公平负担的原则制定，并正式把水费正名为水价
2004	国务院办公厅印发《关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》	要求进一步提高水价以促进节约用水和保护水资源
2004	建设部发布《市政公用特许经营管理办法》、国务院颁布《关于投资体制改革的决定》	特许经营，不同模式改制、产权改革
2005.9	建设部发布《关于加强市政公用事业监管的意见》	市场化改革目标重新受到重视，规范市场改革
2006	国务院颁布《取水许可和水资源费征收管理条例》	废除了原来不允许取水许可交易的规定，明确取水许可在一定条件下是可以转让交易的，这为水资源使用权交易提供了法规依据。

资料来源：国信证券经济研究所

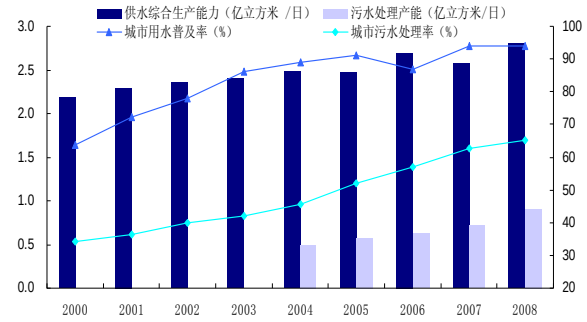
（2）吸引社会资本以 BOT/TOT 模式为主，其中又以 BOT 占大多数。以污水处理行业为例，截至 08 年 3 月底，全国建成并运营的 1321 座污水处理厂中，414 座污水处理厂以 BOT、TOT 模式进行的，占比 31%（其中 TOT 项目 72 个）；在建的 771 座污水处理厂中，306 座以 BOT、TOT 模式进行，占比 40%（其中 TOT 项目 7 个）。在“多元化投资”改革下，行业取得巨大进步。截至 09 年 10 月，我国污水处理厂数量已达 1817 座，总处理能力为 9958 万立方米/日，分别是 2000 年的 3.8 倍和 4.5 倍；08 年较 2000 年，我国污水处理量增加了 140%，城镇污水处理率翻了一番（达 65%），此外管网建设也取得了较大进展。

图 10：水务行业历年投资额



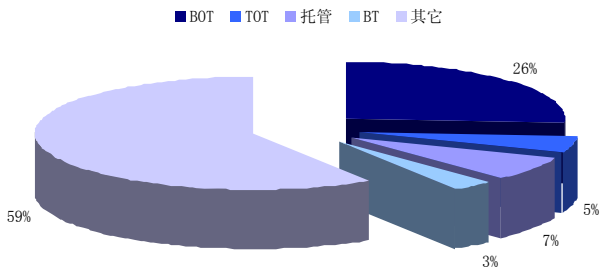
资料来源：中国水网调研统计，国信证券经济研究所

图 11：水务行业改革取得巨大发展



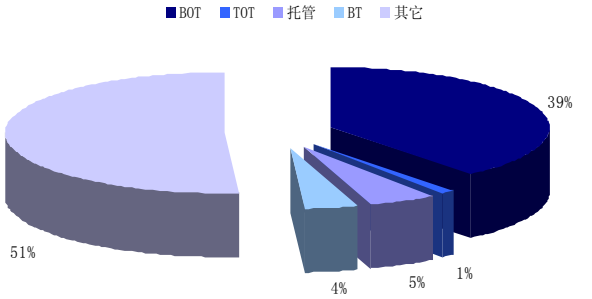
资料来源：建设部统计口径，国信证券经济研究所

图 12：已投运污水处理厂建设模式构成（截至 08 年 3 月）



资料来源：中国水网调研统计，国信证券经济研究所

图 13：在建污水处理厂建设模式构成（08 年 3 月）



资料来源：中国水网调研统计，国信证券经济研究所

（3）粗线条的改革伴生一些问题。水务改革初期以引入竞争为主旨，为吸引社会资本将注意力过多放到企业产权改革、水价改革和市场准入上，而在定价机制、价格成本监审、经营权和所有权转让影响方面考虑不够深入。尽管 05 年 9 月建设部颁布《关于加强市政公用事业监管的意见》，但具体措施较少，让地方政府自己理解。而在我国两级政府分权体系下，地方政府不太会关注行业效率和服务质量，关注焦点在于融资和服务的稳定保障，因此容易受别的诱惑。部分地区政府为了短期政绩，将水务资产高溢价转让而牺牲了用户的长期利益，也扰乱了市场的正常竞争。

项目投资——异地扩张放缓，本地扩张相对受益

水务以“BOT 投资模式带动运营”的异地扩张正逐步放缓，从 09 年以来“投运的污水项目”以及“新签的主要水务项目”看，呈现如下特点：（1）基本以污水项目为主且规模较小，事实上 08 年开始地级以上城市的供水项目招商基本停止；（2）增速下滑；（3）上市公司异地扩张步伐更加放缓。

表 8：我国城镇所投运污水处理产能增长情况

	污水处理厂座数	处理能力(万吨/日)	处理能力增速	单位投产规模（万吨/日）
2004	708	4912		
2005	792	5725	16.55%	9.68
2006	814	6310	10.22%	26.59
2007	1178	7206	14.20%	2.46
2008	1521	9092	26.17%	5.50
2009.10	1817	9958	9.52%	2.93

资料来源：中国城市建设统计年鉴，国信证券经济研究所

我们认为主要存在如下几个原因：

（1）污水项目建设阶段进入后期，新增投资需求有所放缓。预计到 09 年年底，我国城镇污水处理厂能力将超过 1 亿立方米/日（相当于 2005 年的 1.7 倍）；目前我国正在建设的 1986 个污水处理项目的污水处理能力达 5530 万立方米/日。已建和在建污水处理项目的总处理能力将接近 1.6 亿立方米/日，而 08 年底全国污水排放总量为 572 亿吨，相当于 1.57 亿吨/日。从量上看二者基本相当，预计建设需求相对放缓。而 08 年底这些污水厂产能利用率仅达 74%，因此行业发展重心将逐渐转移至产能利用率和运营能力提升上。

（2）自来水项目“高溢价”收购带来的社会压力。改革过程中部分地方政府以融资为首要目的，价格为导向，高价转让自来水项目产权，获得短期利益但牺牲当地用户的长期利益。社会普遍认为水价上涨是在为“高溢价”买单。尽管当前水价并未能反映水资源价值，长期上涨趋势难免。但 09 年以来全国水价大范围上涨

仍使水务资产所有权转让问题日益突出，地方政府对私有资本参与显得较为慎重。

表 9：09 年以来水务行业主要异地并购项目

时间	公司	项目	所属地区	模式	产能（万吨/日）
Oct-09	北京建工	清河再生水厂二期工程	北京	DB	24
	联合润通	遵义市颜村污水厂改扩建项目	贵州遵义	BOT	8
	江苏省交通集团	陕西大荔污水处理厂	陕西渭南	BOT	2.5
	上海联合水务	宿迁第二水厂	江苏宿迁	BOT	12
	生态隆润科技	天津粪便废水处理厂	天津	BOT	0.01
	钱江水利	婺城区金西西畈水厂	浙江金华	BOT	5
		六圩污水处理厂二期	江苏扬州	外国贷款	10
Sep-09	联合水务	湖北咸宁城市供水	湖北咸宁	TOT	16
	中持环保	河北正定县污水厂	河北石家庄	委托运营	6
	创业环保	合肥十五里河污水处理厂	安徽合肥	委托运营	5（30）
	福建北美环境公司	辽宁抚顺工业污水项目	辽宁抚顺	BOT	5
	中山环保实业	广东罗定污水处理厂	广东罗定	BOT	2
	重庆环保工程设计院	天津渤天化工有限责任公司中水回用项目	天津	BOT	2.3
		盐步污水处理厂二期	广东佛山	BOT	5
		石狮污水厂	福建石狮	BOT	2.5
Aug-09	凯发	天津北辰一污水项目	天津	BOT	4（12）
	新加坡三达集团	吉林白城市污水处理厂	吉林白城	BOT	10
	金诗水务	邹城污水特许经营项目	山东邹城	BOT	8
	首创股份	南阳市污水处理厂二期工程	河南南阳	BOT	10
Jul-09	亚洲环保	河南周口市沙北污水处理工程	河南周口	BOT	5
	北控水务	锦州城市污水及再生水股权项目	辽宁锦州	合资	10（20）/20
	同方股份	淮安四季青污水处理厂	江苏淮安	TOT+BOT	6.5
	中冶华天	寿光市城市综合污水厂、城北污水厂	山东寿光	BOT	10
	中创水务&蓝深集团	黑龙江安达污水处理项目	黑龙江安达	BOT	4.5
	郎新明污水处理有限公司	河西北中部污水处理厂改扩建	山西太原	BOT	8.5
	游城北污水处理有限公司	龙游城北污水处理厂	浙江衢州	BOT	4
	美华博大	神华包头煤制烯烃项目污水处理 EPC 项目	内蒙古包头	EPC	10（30）
	上海环保	龙泉河污水处理厂	山东青岛	BOT	20
Jun-09	中山公用	济宁水务(供水/污水)	广东济宁	股权转让	30/20
	新加坡联邦环境与能源有限公司	新津化工园区工业生产用水供水工程	四川成都	BOT	6
	北方骏港	河南鹤壁山城区供水项目	河南鹤壁	BOT	5
	滇池投资有限责任公司	昆明市第八和第九污水处理厂	云南昆明	自建	5、10
	云南省城投	昆明高新技术产业基地净水厂	云南昆明	合资	4
	亚泰环境	岳西县污水处理厂	安徽安庆	BOT	4
May-09	国祯环保	东川污水处理厂	云南昆明	委托运营	2
	北控水务	齐齐哈尔市富拉尔基区污水处理厂项目	黑龙江	BOT	10
	中国水务控股	都匀城市污水厂	贵州都匀	TOT	6
	阳晨 B 股	龙华污水处理厂后续完善改造工程	上海	EPC	
	东莞市科达实业	广西博白县城区污水处理项目	广西玉林	BOT	5
	秦皇岛排水	卢龙污水处理厂	河北秦皇岛	BOO	2
Apr-09	国祯环保	江门污水处理	广东江门	BOT	10
	光大国际	济南市西客站污水处理项目	山东济南	BOT	3
	北控水务	贵州清镇污水厂（朱家河污水处理厂一期、二期、百花湖乡污水厂、站街镇污水厂）	贵州清镇	TOT+BOT	2.5/2.5/0.05/0.2
	广西恒安国际	巴马污水	广西河池	BOT	2
	中冶华天	寿光城市综合污水处理厂跳表改造	山东寿光	BOT	12
	西部水务	沾益污水处理厂	云南曲靖	BOT	2（5）
	国信招标	合肥市经开区污水处理厂	安徽合肥	TOT	10（30）
Mar-09	碧水源	MBR 水处理工程		TOT	11
	首创股份	湖南醴陵污水项目	湖南醴陵	BOT	5
	中科成	青白江污水厂	四川成都	TOT	10
	南方水务	郴州临武污水项目	湖南郴州	BOT	1
	国祯环保	湖南汨罗市污水处理项目	湖南汨罗	BOT	3
	康达环保	山东潍坊虞河污水处理项目	山东潍坊	BOT	10

Feb-09	加拿大 ECO 公司	湖北黄梅污水项目	湖北黄冈	BOT	6
	苏伊士环境	重庆供水	重庆	BOT	20
	重庆水务集团	重庆市东部新城（鱼嘴组团）项目	重庆	BOT	5（20）
Jan-09	北控水务	贵州污水处理	贵州贵阳	TOT+BOT	5.3
	首创股份	湖南攸县、吉首污水处理项目	湖南株洲、吉首	BOT\TOT	2.5/7
	西部水务	福建南靖供水、污水项目	福建漳州	BOT	2（4）/1.5（3）
	金州集团	南京城北污水处理厂	江苏南京	TOT	30
	武汉控股	沙湖污水处理厂二、三期资产	宁夏	股权收购	10
	新天达美	黄金口污水处理厂	湖北武汉	BOT	1.5（6）
	广业环保	广东惠来县污水项目	广东揭阳	BOT	2
	联合润通	遵义村级污水处理厂改扩建工程	贵州遵义	BOT	8

资料来源：国信证券经济研究所 *注：（1）阴影部分表示上市公司的异地并购情况，北控水务在香港上市；（2）括号内数字表示远期产能

（3）经济刺激降低引资需求。08年4季度开始的经济刺激计划在一定程度上减轻了地方政府水务设施的建设资金压力，导致异地扩张放缓。4万亿投资中2200亿投向节能减排和生态建设工程，而生态环境建设包括：加快建设营造林约2900万亩，新增污水处理能力约283万吨/日、垃圾处理能力3155吨/日，铺设管网2548公里，新增COD削减量约6.5万吨。温家宝总理日前表示：“明年投资力度不减，但其内涵也要发生变化，就是要更加重视发展社会事业，更加重视技术创新，更加重视节能减排”。预计水务行业的经济刺激在2010年上半年内不会立即退出。

（4）项目小型化，竞争激烈。由于规模小门槛较低，参与公司众多，存在恶性竞争；而上市公司在考虑异地项目拓展时，除非出于战略需要，对项目回报率要求比较严格，因此导致上市公司异地拓展步伐更加放缓。

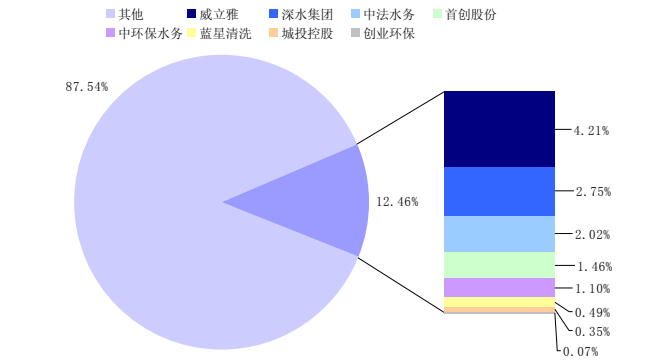
相较之下，本地污水项目投资变得相对容易，源于（1）本地水企多是国企改制而来，获得产权转让可能性较大；（2）本地水企较值得信赖，可以避免恶性竞争造成的损失；（3）传统国有水务企业是运营管理的核心力量，项目托管较容易。

区域性公司如蓝星清洗、南海发展等已在当地污水市场上占据主导且具有影响力，同时具备向周边乡镇扩张潜力的企业将因此受益。

战略整合——需求日益强烈，且已有先行者

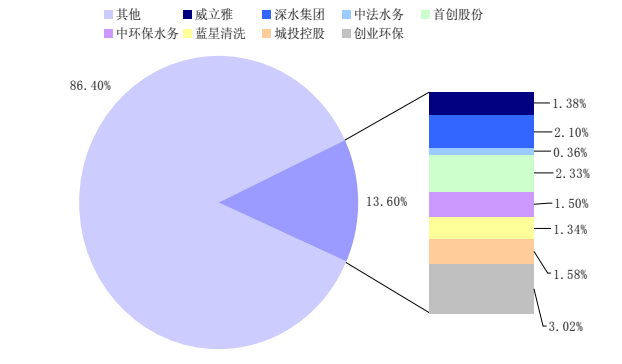
行业发展到建设阶段后期，新增产能投资减少或项目小型化竞争过于激烈、政府资金相对充裕，战略整合将成为大型水企的选择。一方面，由于对企业投资的需求减少，大型水企通过纵向整合上游专业工程商、设备制造商等以获取相应环节的利润；另一方面大型水企之间通过横向整合以实现技术和资本的优势互补，提高市场占有率和集中度，从而更有利地获取运营份额。

图 14：我国供水行业集中度（2008）



资料来源：中国统计年鉴，公司年报，国信证券经济研究所

图 15：我国污水行业集中度（2008）



资料来源：中国统计年鉴，公司年报，国信证券经济研究所

（1） 我国水务行业集中度非常低，并购是长期主题。我国共有城市 669 个，共有水厂 2000 多个，每个城市都有自己的水厂。08 年底综合供水能力 2.8 亿吨/日，污水处理能力 0.94 亿吨/日。其中最大的企业所占市场份额也不超过 5%，08 年底供水产能最大的威立雅占比仅为 4.21%，污水产能最大的创业环保（图中首创股份不考虑参股的深水项目）占比仅为 3.02%。而在法国，威立亚、苏伊士和 SAUR 三大运营商占全国水务市场的 96%份额；在美国，5%的最大型供应和分销系统为 76%的美国人提供服务。

（2） 纵向整合。首创股份 07 年中期以 3750 万元收购国中控股旗下的国中爱华 75%股权，变更为首创爱华（天津）市政环境有限公司，董事长由首创股份的总经理潘文堂担任，副董事长由中国市政院华北设计研究院常务副院长徐强担任。此举一方面加强了与华北设计院的合作，华北设计院在国内具有领先水平，汇聚了给水、排水、包括市政设备的大量人才；另一方面充分利用国中爱华在市场上丰富的经验。中环保水务投资有限公司 09 年 9 月经过竞标成功收购杭州杭氧环保成套设备有限公司（简称“杭氧环保”）60%股权。涉及污水处理设备环节，降低了公司系统内大宗设备采购成本和提高设备维修服务质量，进一步提升了公司的竞争力。

（3） 横向整合。北控水务 08 年 6 月收购中科成环保集团（多年来入选水业十大影响力企业），实现强强联合。分析这一整合案例，双方实现优势互补，各取所需。中科成环保管理团队优秀，水务市场运作经验丰富；而北控水务资本运作经验丰富且具有广泛的政府背景。整合后整体实力大大提高，在水务上市公司今年异地项目投资放缓的情况下，北控水务则动作频频。

战略整合取决于（1）资本运作实力（2）技术运营实力，事实上这两点在异地扩张的力度上有所反映。其中横向并购多为强强联合，更依赖于资本运作实力。A 股水务上市公司由于现金流充足，若项目投资不多则二级市场再融资需求较小。截至目前，进行过再融资的有首创股份、创业环保、城投控股、合加资源、中山公用，首创股份异地扩张最快，项目遍布全国各地；公司与政府、银行关系良好，曾与国开行签订约 48 亿元长期贷款（利率不高），多年来几乎没有股权融资；但即便如此，公司资产负债率稳定于在 30%-40%的水平，资本运作能力突出，最有机会实现大型的战略整合。

表 10：A 股水务上市公司上市以来二级市场再融资情况

公司	时间	代码	类型	募资规模（亿元）
首创股份	2008-08-01	08 首创 CP01	短融	8.00
	2007-03-29	07 首创 CP01	短融	8.00
	2005-10-18	05 首创 CP01	短融	10.00
	2009-01-07		分离交易可转债预案(股东大会通过)	18.00
城投控股	2009-09-11	09 城控债	公司债	20.00
	2009-08-19	09 城控 CP01	短融	17.00
	2008-08-05		定向增发	64.58
创业环保	2009-07-28	09 津创业 CP01	短融	5.00
	2004-07-01	110874.SH	可转债	12.00
合加资源	2008-07-01		公开发行	4.47
中山公用	2008-06-19		定向	35.73

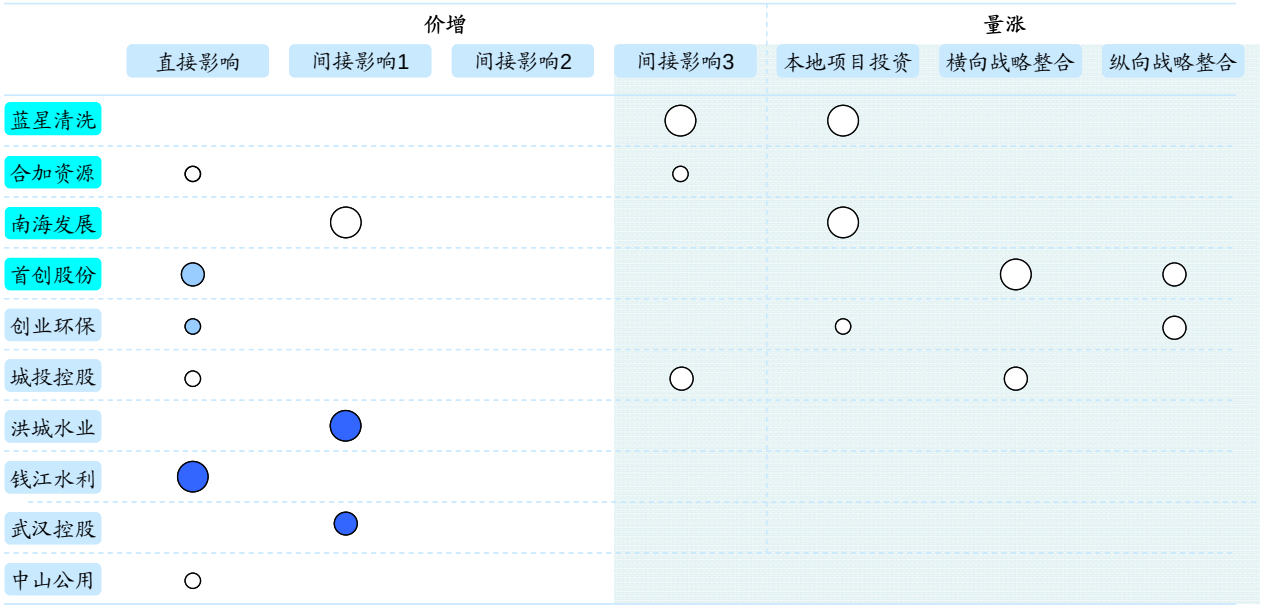
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

水务公司受益分析及策略建议

总之，由于电价上调幅度较确定且频率较低，我们从水价、水量两个要素出发寻找投资机会。水价上涨 1H10 年仍将持续，但当前股价已经在很大程度上包含了上涨预期，而第Ⅱ、Ⅳ类影响尚未被充分预期；对“量增”影响较大的外延扩张中，异地项目投资放缓，本地项目扩张相对容易，战略整合成为需求。

行业相对估值较高但仍有上升空间，维持行业“谨慎推荐”评级，具如下特征的企业受益较确定（1）业绩对价涨敏感性高但估值相对便宜；（2）大股东拥有水务资产，并从公司战略看有注入动力；（3）在当地水务市场占主导且仍有拓展空间的区域性企业；（4）资本运作、技术运营实力突出的企业。策略上推荐蓝星清洗（000598），谨慎推荐合加资源（000826）、南海发展（600323）、首创股份（600008）。

图 16：水务上市公司受益于“价涨”、“量增”示意图



资料来源：国信证券经济研究所　　注：图中圆圈大小表示影响程度大小（具体见上文分析），颜色深浅表示股价反映程度，白色表示未反映（主要是从估值角度考虑，应当说估值不只包含水价预期，但水价作为最具敏感性的影响要素首先将被反映）

附表 1：重点公司盈利预测及估值

公司名称	公司代码	收盘价	EPS			P/E		P/B			评级
		2009-12-30	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2008	2009E	2010E	
蓝星清洗	000598	11.87	-0.03	-0.25	0.50	NA	NA	5.43	..	..	谨慎推荐
合加资源	000826	15.42	0.28	0.35	0.55	55	44	6.77	5.87	4.85	谨慎推荐
南海发展	600323	11.93	0.35	0.34	0.45	34	32	3.43	3.13	2.80	谨慎推荐
首创股份	600008	7.16	0.12	0.16	0.19	60	45	3.36	3.15	2.94	谨慎推荐
创业环保	600874	7.25	0.16	0.19	0.22	45	38	3.33	3.06	2.80	中性
洪城水业	600461	11.10	0.15	0.18	0.21	75	62	3.20	3.04	2.88	中性
武汉控股	600168	8.17	0.13	0.14	0.15	63	58	2.46	2.36	2.26	中性
城投控股	600649	12.69	0.55	0.47	0.65	23	27	2.82	2.55	2.26	无评级
钱江水利	600283	11.19	0.17	0.17	0.21	66	66	3.26	3.10	2.93	无评级

数据来源：国信证券经济研究所　注：蓝星清洗 2010 年 EPS 为资产交割于年初交割假设下的值，后 2 家公司盈利预测采用 wind 一致预期

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵　谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔　嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖　喆	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高　健	0755-82130678
银行		**房地产**		**机械**	
邱志承	021-68864597	方　焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄　飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈　煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈　玲	0755-82133400
汽车及零配件		**钢铁**		**商业贸易**	
李　君	021-60933156	郑　东	010-82254160	胡鸿轲	021-60875166
左　涛	021-60933164	秦　波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		**医药**		**石油与石化**	
邱　伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李　晨	021-60875160
陆　震	0755-82130532	丁　丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈　栋	021-60933147		
电力设备与新能源		**传媒**		**有色金属**	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭　波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		**非银行金融**		**通信**	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严　平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程　峰	021-60933167
造纸		**家电**		**计算机**	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌　晨	021-60933157
电子元器件		**纺织服装**		**农业**	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张　如	021-60933151
旅游		**食品饮料**		**建材**	
廖绪发	021-60875168	黄　茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		**建筑**		**中小股票**	
李　然	0755-82130681	邱　波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		**投资基金**		**数量化投资**	
李怀定	021-60933152	杨　涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张　旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高　宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴　军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦　健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳　璀	0755-82131822				
周　琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
祝 彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦 戬	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
林 莉	0755- 82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021- 60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		