

水务行业深度研究报告

低碳行业系列专题报告二

评级： 增持（首次）

行业深度报告

2010年1月14日 星期四

新能源小组

陈俊鹏（实习）

021-50586660-8620

陈鹏

021-50586660-8615

chenpeng@longone.com.cn

联系人：顾颖

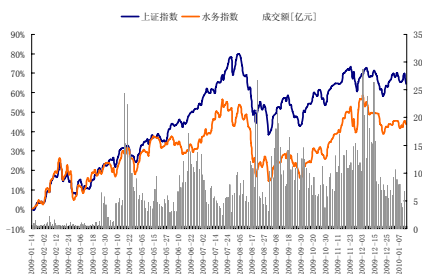
021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	-5.23	-7.68
3个月	12.21	-10.18
6个月	16.32	-6.57

行业相对上证综指走势图



相关报告：

- 1.《东海证券-新能源行业系列报告之一-“关注低碳产业体系构建进程中的投资布局”》-----20090722
- 2.《东海证券-电力设备与新能源行业研究：09年中报综述、估值比较与投资策略》-----20090902
- 3.《东海证券-电力设备与新能源行业2010年投资策略：“低碳之旅，潜行渐近”》-----20091225

投资要点

- “资源稀缺”推动产业政策持续强化水务行业上行预期。国家有关部门正在制定《战略性新兴产业发展规划》，节能环保产业别列为七大新兴产业之一。对水务子行业直接构成重大利好。水务行业长期看好。
- 水务产业细分行业发展现状与趋势预判：三个环节，三种趋向。城市供水行业趋于成熟，污水处理行业快速增长，再生水行业处于萌芽期。城市供水行业进入成熟期，供应量稳定在 500 亿平方米；污水处理行业快速增长，06 到 08 年的年复合增长率高达 26%，预计我国污水处理率在未来三年仍将保持年均 20%左右增长。再生水行业则刚刚起步，污水再生利用率仅为 5%，再生水行业存在很大发展空间。
- 价格机制：从计划走向市场。水价和污水处理价格定价偏低，未来水价将不断逐步上调。虽然我国水价在过去不断上涨，但无论从我国水资源的稀缺型以及保证水务企业获得合理利润的定价机制来看，还是和国际水平进行比较，我国目前水价仍具有很大的上涨空间。但水务行业的公用事业型特征决定水价和污水处理价的上涨是控制以及逐步调整的过程。
- 产业结构内生性调整与影响将是驱动产业投资价值的核心要素：城市供水行业的主要驱动力为水价上涨以及行业内并购。污水处理行业主要驱动力为污水处理率的上升。由于城市供水量趋于稳定，水价上涨将成为城市供水行业的主要驱动力。此外，中国现有供水企业区域经营分散，行业集中度低，将为各类水务投资公司的并购带来巨大的潜在市场机遇。污水处理费的上涨在短期和中期主要是缓解政府对污水处理企业的补贴产生的财政压力，因此，上市公司的污水处理项目短期可能还难以直接从提价中获益，行业发展主要取决于污水处理率的上升。
- 产业投资策略-选择具有相对优势的水务企业。“合理的行业利润水平”的定价原则使得相对优势能够享受较高的利润水平。因此，投资要重点选择具备优秀管理能力，同时考虑公司的内生的供水量和污水处理量的增长、外延式扩张能力、所在区域的水价提升前景、产能利用率以及管网漏损率。
- 投资评级：首次“增持”，建议关注南海发展、首创股份。水价上调的强烈预期带来行业景气上行，考虑水价上涨趋势给公司带来的业绩增厚，上市公司 2010 年动态 P/E 将下降到 30 倍以上，估值水平合理，首次给予行业“增持”的投资评级。建议关注供水

业务占比较高，有并购重组题材的南海发展、首创股份。

主要上市公司盈利预测与估值											
		EPS			PE			PB			ROE
	股价	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008
城投控股	12.63	0.55	0.36	0.51	12.14	35.08	24.76	2.72			12.14
南海发展	11.66	0.35	0.35	0.45	10.49	33.31	25.91	3.22	3.03	2.81	10.49
合加资源	15.67	0.28	0.36	0.58	16.28	43.53	27.02	6.22	5.65	4.80	16.28
首创股份	7.10	0.12	0.13	0.16	5.47	54.62	44.38	3.35	2.69	2.58	5.47
洪城水业	10.86	0.15	0.20	0.25	4.29	54.30	43.44	3.06			4.29
创业环保	7.30	0.16	0.18	0.20	7.65	40.56	36.50	3.30	3.14	2.97	7.65
资料来源：东海证券研究所											

目录

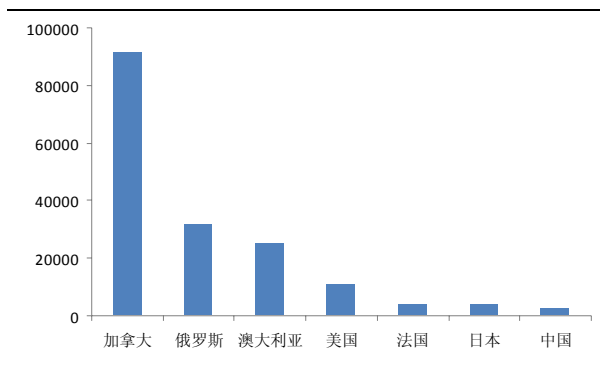
1. 水资源与环境危机是推动行业成长的内生动力	4
1.1 供水量不足且淡水资源量呈下降趋势	4
1.2 水源污染日趋严重	4
1.3 水务行业产业链	5
2. 国家政策 - 短期最重要的驱动因素	5
3. 城市供水行业	6
3.1 城市供水量趋于稳定	7
3.2 未来水价将不断上调	9
3.3 行业并购是未来行业内公司扩张的主要方向	11
4. 污水处理行业	12
4.1 污水处理行业仍将保持快速增长	12
4.2 污水处理价格存在上涨空间，但短期内不构成利好	13
5. 再生水业务处于萌芽期	14
6. 水务公用事业公司简况和投资要点	15

1. 水资源与环境危机是推动行业成长的内生动力

1.1 供水量不足且淡水资源量呈下降趋势

我国的水资源总量占全球的6%，而我国人口却占全球的23%左右，因人口众多，我国人均水资源量只有世界平均值的1/4，在联合国可持续发展委员会统计的153个国家和地区中，排在第121位，并且还被列为世界13个人均水资源最贫乏的国家之一。而且，受自然环境以及人口的自然增长，中国的人均淡水在今年已进一步下降，从2000年的2194立方米下降到2007年我国人均淡水资源量只有1900立方米左右，预计到2030年，我国人均淡水资源量还将进一步下降20%。

图1 世界主要国家人均水资源占有量（立方米）

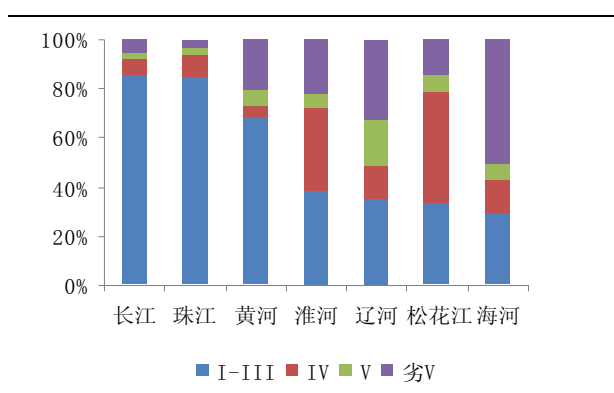


资料来源：联合国《世界水资源开发报告》，2009

1.2 水源污染日趋严重

近年来，全国水污染仍呈发展趋势，工业发达地区水域污染尤为严重。2008年7大水系水质总体为中度污染。200条河流409个断面中，I~III类、IV~V类和劣V类水质的断面比例分别为55.0%、24.2%和20.8%。其中，珠江、长江水质总体良好，松花江为轻度污染，黄河、淮河、辽河为中度污染，海河为重度污染。

图2 我国七大水系属于中度污染

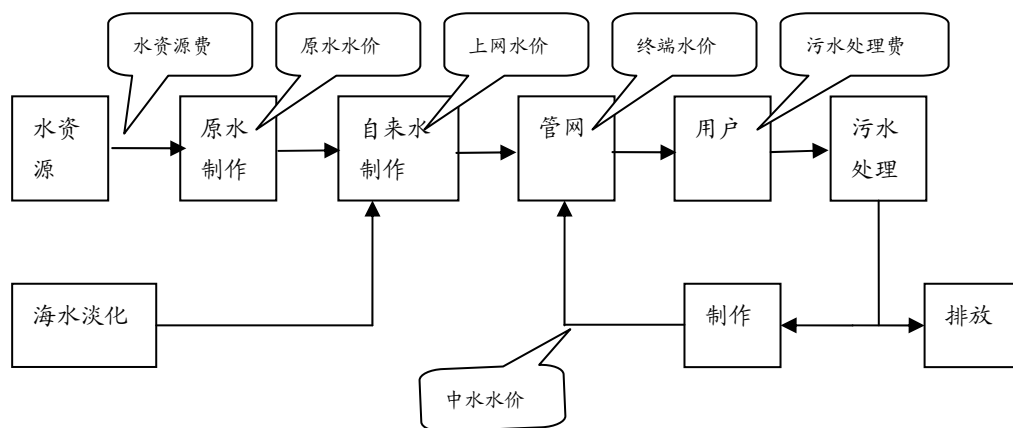


资料来源：2008 中国环境状况公报

目前的水资源危机已使我国现行的经济发展方式难以为继。水资源危机的主要应对措施包括：节约用水、减少污染以及重复利用等。节约用水主要从提高水的使用效率、降低管网漏损率以及利用价格杠杆等方面着手；减少污染则通过减少污水排放以及提高污水处理率等措施来达成；而重复利用主要通过再生水来实现。可见，水资源危机是长期推动行业成长的内生动力。

1.3 水务行业产业链

水务产业包括原水生产、自来水生产、污水处理、中水生产等子行业，形成了一条完整的水务产业链。对应于水务产业链，水价包括“水资源费”、“原水费”“自来水费”“排污费”“中水费”。其中水资源费由企业代收后上交国家，自来水费对应自来水生产企业的收入，一般由企业直接面向终端收取。排污费又叫污水处理费，由政府的污水基金收取，污水处理企业再向污水基金收取污水处理费。污水经深度处理后可产生中水，主要用于绿化或清洁，目前中水产业规模还很小。企业和民众日常生活中缴纳的水费由自来水价格、水资源费价格、污水处理费价格三部分加总而成，其中自来水价格包括了原水生产成本、原水厂利润、自来水生产成本、自来水厂及管网利润及相关税费等。



在从事水务业务的上市公司中，上网水价、终端水价、污水处理费与企业业绩关系较大，而水资源费仅由企业代收，对从事自来水生产和污水处理业务的上市公司业绩没有影响。

2. 国家政策 - 短期最重要的驱动因素

我国水务行业的市场化改革和国家政策的大力扶持是我国近些年水务行业发展的最重要驱动因素。而水务行业市场化改革的重点是水价的改革和水务行业的开放。

我国水务行业的市场化改革的主要事件如下：

- ◆ 1998 年，国家计委、建设部关于印发《城市供水价格管理办法》，根据《城市供水价格管理办法》规定，城市供水价格由供水成本、费用、税金和利润构成，供水企业平均净资产利润率为8%~10%。
- ◆ 2002 年3 月，原国家计委公布《外商投资产业名录》，供排水等城市管网首次被列为对外开放领域。2002 年12 月，建设部发布《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，要求以体制创新和机制创新为动力，以确保社会公众利益，促进市政公用行业发展为目的，加快推进市政公用行业市场化进程。鼓励社会资金、外国资本采取独资、合资、合作等多种形式，参与市政公用设施的建设，形成多元化的投资结构。
- ◆ 2004 年3 月，建设部发布《市政公用事业特许经营管理办法》，对获得特许经营权的企业和政府主管部门的职责进行了明确的界定。

国家政策的大力扶持:

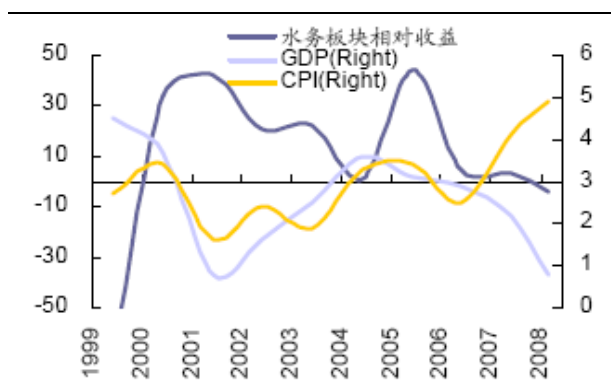
- ◆ 2007年11月，国务院下发环保总局、发改委制定的《国家环境保护“十一五”规划》，环保投资计划为15300亿。规划将水资源质量改善列为八个环保重点领域之首，并将城市污水处理与再生利用工程建设列为其中的第一位。
- ◆ 2008年11月 国务院明确提出刺激经济的10条措施，计划未来两年投资4万亿，用于基础设施、交通运输、医疗教育、生态环境等民生工程。环保部提出，今后三年，国家将从各方筹集1万亿用于环境保护。污水处理设施建设成为重点。
- ◆ 2010 年（待定），国家有关部门正在制定《战略性新兴产业发展规划》，战略性新兴产业将包括新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业七大产业

3. 美国水务行业在宏观经济下行中的股价表现

我们国家的资本市场存续历史不长，水务等公用事业上市公司历史更短，我们选取美国公用事业的典型公司作为参考，来分析中国的水务公用事业。根据美国最近10 年的历史数据显示，美国水务行业不仅在经济周期的滞涨阶段表现好于大盘，并能取得绝对收益。而且在01、02 年的衰退时期也能获得相对收益，甚至是绝对收益。

水务等公用事业板块能够在滞涨阶段甚至衰退阶段获得相对收益和绝对收益的主要原因是其盈利能力稳定，其经营状况受到经济周期波动的影响较小，拥有稳定的利润率水平和稳定的收入规模，以及稳定的现金分红回报。这种不确定时期的防御性给予水务等公用事业在滞涨阶段甚至衰退阶段一定的估值溢价。

图表 3 美国经济周期、通胀与水务行业走势



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

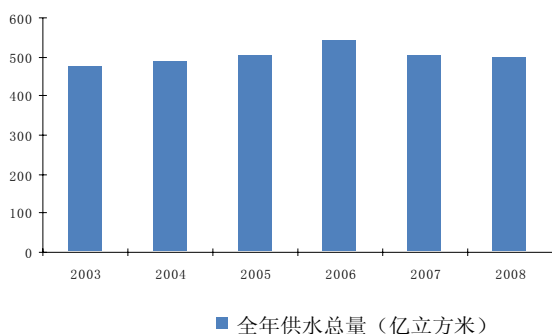
4. 城市供水行业

4.1 城市供水量趋于稳定

从城市供水的结构总体来看,城市供水总量趋于稳定,城市供水行业从成长期向成熟期过渡。目前城市供水总量稳定在 500 亿立方米左右。

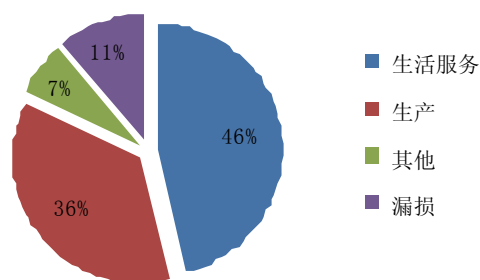
城市供水主要可分为居民家庭用水、生产运营用水及公共服务用水等,居民家庭用水和生产运营用水合计占 80%以上。虽然随着城市化的深入,城市人口逐步提高,但居民家庭用水增长缓慢,主要是城市用水普及率已经很高,达到 90%以上,并且在水费上升及节水意识加强的情况下人均日生活用水趋于下降,人均日生活用水量从 2000 年 220 升下降至 2008 年 178 升左右。生产运营用水在节水技术及水循环利用率提高下,单位 GDP 用水量大幅下降,生产运营用水呈下降趋势。

图 4 我国城市供水总量



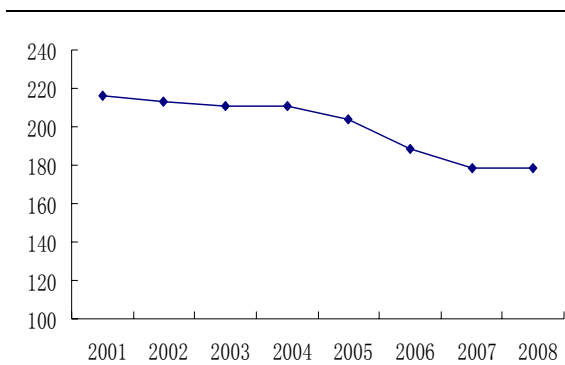
资料来源: 国家统计局、东海证券研究所

图 4 07 年我国城市供水结构



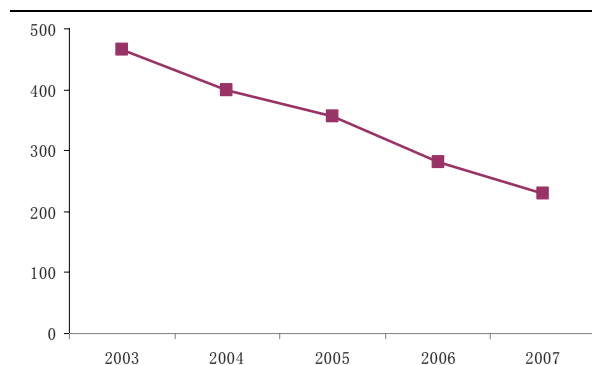
资料来源: 2007 年中国城市建设统计年鉴

图 5 我国人均日生活用水量（升）



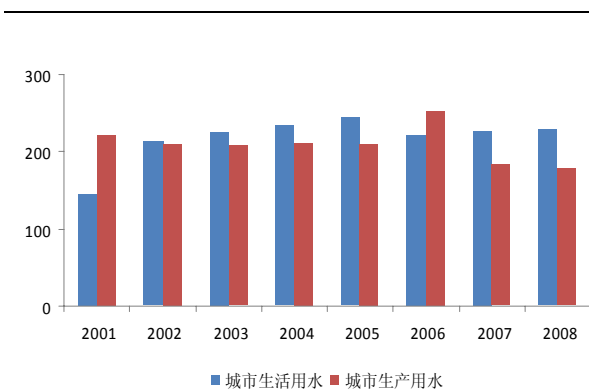
资料来源：国家统计局、东海证券研究所

图 6 我国单位 GDP 用水量（吨/万元）



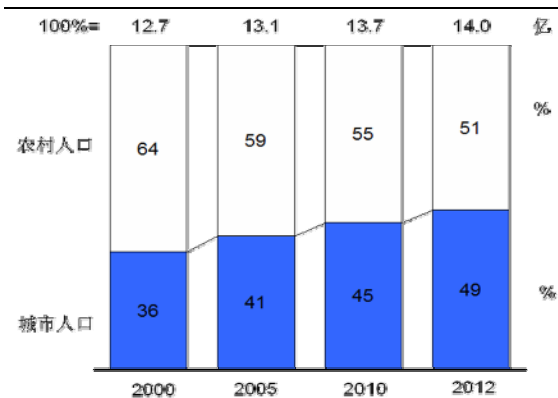
资料来源：东海证券研究所

图 7 城市生活用水、工业用水量



资料来源：CEIC、东海证券研究所

图 8 我国的城市化进程

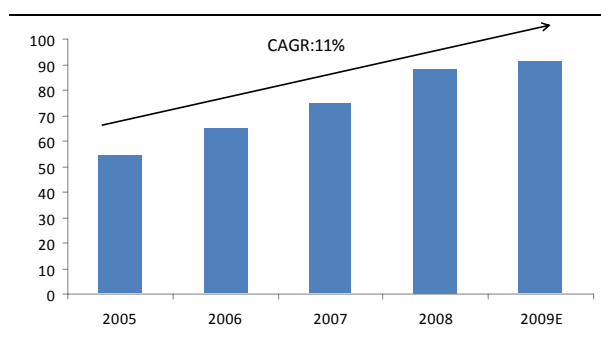


资料来源：东海证券研究所

相较城市供水总量的稳定增长，水务行业收入却呈现较快增长趋势，过去 5 年年复合增长率达到 11%，这主要归因于水价的上涨。

由此可见，供水行业的最关键发展驱动力来自于水价上涨。

图 9 最近 5 年的供水行业收入增长

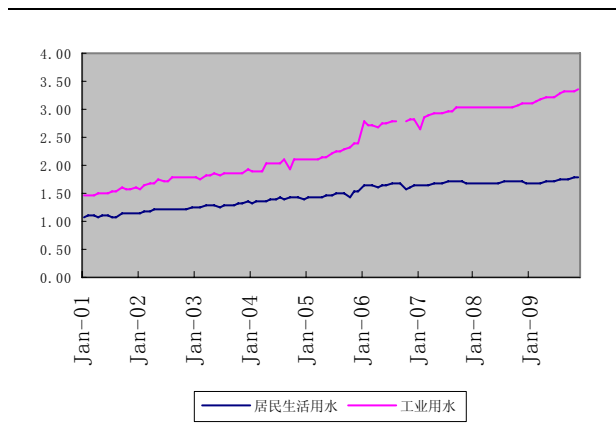


资料来源：CEIC、东海证券研究所

4.2 未来水价将不断上调

水务行业在进行市场化改革后，我国的水价持续提高。2001 年 1 月，我国的工业生产用水自来水价格为 1.48 元/吨；而到了 2009 年 11 月，我国的工业生产用水自来水价格已经提高为 3.34 元/吨（不含污水处理费和水价附加）。工业用水价格的提高幅度为 126 %。我国居民生活用水价格从 2001 年 1 月的 1.06 元/吨提高到 2009 年 11 月的 1.77 元/吨（不含污水处理费和水价附加）。生活用水提高幅度为 67%。

图 10 我国居民生活用水和工业用水价格调整趋势（元/吨）



资料来源：CEIC、东海证券研究所

尽管如此，从中国水资源的稀缺性及供水企业运营成本（如药剂费、人工成本）角度来看，中国目前的水价依然很低，不能充分体现水资源的价值及保证供水企业获得合理的盈利水平。我国水价政策基本是按照“补偿成本、合理盈利”的原则予以确定，合理盈利的平均水平为净资产利润率的 8%-10%。随着电价、原材料、人工等费用的提高，供水企业面临的很大的成本压力，08 年，城市供水行业亏损面达到 44%，出现整体亏损，因此水价上涨的压力依然很大。

表 1 供水价格构成表

供水价格构成表		
供水成本	原水价格	成本占比 30-60%
	折旧	25-40%
	电费	20-40%
	原材料费	
	维修	15-20%
	人工	
合理盈利的平均水平		净资产利润率的 8-10%

资料来源：东海证券研究所

从全球角度看，中国水价远远低于国际水平。水费支出占居民可支配收入的比重（以下简称水费收入比）是世界上最主要的水价衡量指标之一。全球范围内的水费收入比一般在 2%~5%之间，我国建设部也在《城乡缺水问题研究》中明确指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到 2.5%~3%为宜。而从现状看，现行水价远未达到上述标准：2008 年全国城镇居民人均可支配收入为 15781 元，人均生活用水量为 70 立方米，若水费收入比达到 2.5%，平均水价应为 5.63 元/吨，而 08 年底 36 个大中城市平均居民生活用水价（含污水处理费）仅为 2.4 元/吨。另一方面，我国城镇人均可支配收入从 01 年的 6860 元增长为 08 年的 15781 元，增幅约为 130%，而未来 5 到 10 年，随着我国经济的快速发展，城镇人均可支配收入仍将保持较快增幅。长期来看，水价的上涨空间很大。

水价上涨的预期是相对明确的，但水务行业的公用事业的特征决定这将是一个逐步不断调整的过程，而绝不可能一蹴而就。供水要为全社会服务，要保证居民的生活用水。水费支出是居民消费支出的重要组成部分，如果短期内大幅调升水价势必会影响到部分贫困人群的基本生活。2009 年 7 月，国家发改委、住房城乡建设部联合下发了《关于做好城市供水价格管理工作有关问题的通知》。《通知》要求，“要合理把握水价调整的力度和时机，防止集中出台调价项目。在水价矛盾积累较大的地区，要统筹安排，循序渐进，分步到位。”同时，要按照“补偿成本、合理收益、促进节水和公平负担”的原则，综合考虑当地各类用水的结构，逐步提升现行城市供水价格。

供水水价上涨对上市公司的敏感性分析

假设自来水平均价格上涨 10%、15%、20%，根据 08 年供水业务收入占比和 EPS，我们对上市公司盈利水平对水价上调的敏感性进行测试。洪城水业、钱江水利、南海发展最受益于水价上涨。

表 2 上市公司业绩对水价上涨的敏感性测试

上市公司业绩对水价上涨的敏感性测试					
	供水业务 收入占比	2008 年 EPS (元)	自来水价上涨对 EPS 的影响		
			10%	15%	20%
洪城股份	100%	0.148	0.097	0.146	0.195
南海发展	85%	0.353	0.097	0.146	0.195
武汉控股	67%	0.129	0.027	0.04	0.054
钱江水利	64%	0.167	0.066	0.099	0.131
首创股份	36%	0.119	0.016	0.024	0.032
合加资源	15%	0.27	0.014	0.021	0.028
创业环保	4%	0.162	0.002	0.004	0.005

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

4.3 行业并购是未来行业内公司扩张的主要方向

由于我国自来水行业已处于成熟阶段，市场容量相对稳定，因此，企业未来成长方式将以兼并、收购为主。2004年7月国务院发布的《关于投资体制改革的决定》，指出“允许社会资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域”，打破了我国水业国有独资垄断经营的局面，形成了投资和经营主体的多元化。2009年12月30日，国务院常务会议修订《外商投资产业指导目录》，扩大开放领域，鼓励外资投向高端制造业、高新技术产业、现代服务业、新能源和节能环保等产业，进一步加大水行业的对外资开放力度。

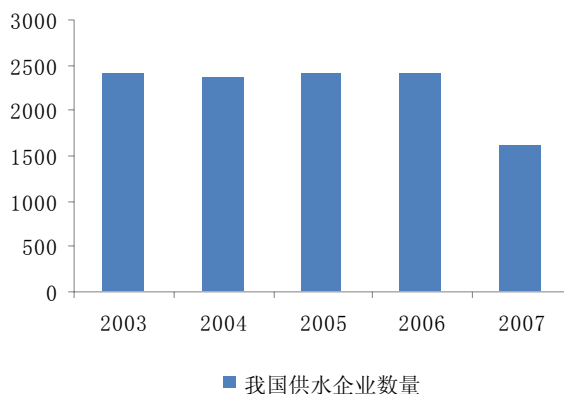
由于水务行业的自然垄断性、弱周期、现金流稳定等特点，加上政府对公用事业行业的逐步市场化，供水行业吸引了各方面的资金。过去几年，我国水务市场的收购、兼并可谓风起云涌，外资水务巨头、国企、上市公司、民营资本竞相争夺水务项目，市场集中度也有所提高，大中型水企从2003年的162家发展到2007年的211家。但总体而言，自来水行业仍处于分散经营状态，企业规模普遍较小且数量偏多，区域垄断特征依然明显。我国共有城市669个，基本上每个城市都有自己的自来水公司，全国共有供水企业1500多个，各自自来水公司的供水能力普遍较小，所占份额以当地所需水量为限。目前，我国最大的自来水企业市场份额不足3%。规模不足已成为产业发展的制约。

表3 水务行业竞争主体竞争能力分析

水务行业的竞争主体分析				
竞争优势	国有	上市公司	外资	民营
品牌	✓✓	✓✓	✓✓✓	✓
市场份额	✓✓✓	✓✓	✓	✓
技术	✓	✓✓	✓✓✓	✓✓✓
管理能力	✓	✓✓	✓✓✓	✓✓✓
融资能力	✓✓	✓✓✓	✓✓✓	✓
主要企业代表	北京首创		威立雅 Veolia	
	深圳水务集团		苏伊士里昂	
	北京排水集团等		Suez 桑德环保	

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

图5 2003-2007年中国城市供水行业企业数量



资料来源: CEIC、东海证券研究所

鉴于我国目前供水企业数量依然众多、分散、规模较小且区域垄断经营,不具有成本和竞争优势。因此,我们认为政府会继续支持国内供水企业的并购,以形成规模较大的国内供水企业,来实现规模化优势以及提高企业技术以及管理水平。

由于对水价上涨普遍有较高的预期,水务市场并购竞争相当激烈。对于一般的水务公司而言,想要在竞争中取胜,难度相当大。一方面,水务行业传统意义上地方政府色彩浓重,并购过程中难免遭遇地方保护主义的影响,尤其是某些优质项目;另一方面,外资的疯狂涌入也大大增加了中标的难度。尤其是 07 年 1 月兰州供水集团股权转让竞标,外资水务巨头法国威立雅以 15.7 亿元收购款并增资 1.4 亿元的代价收购该项目 45%的股权,溢价率高达 280%。

在上述行业背景下,国内具备资金规模优势及政府支持的龙头公司在竞争中取胜的可能相对较大。同时,上述公司往往兼具技术优势,通过降低管网漏损率、有效控制成本等手段能够获取行业超额收益,形成另一大竞争优势,这样的公司值得长期看好。比如首创股份

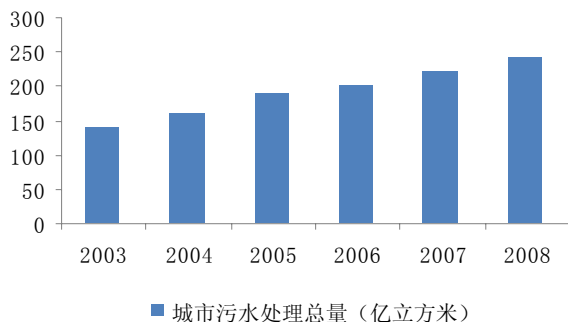
5. 污水处理行业

5.1 污水处理行业仍将保持快速增长

根据近几年的统计,我国城市污水排放量稳定在城市供水量的 70%左右。2008 年,我国城市污水处理率达到 70.2%。城市污水处理总量为 256 亿立方米,是 2000 年城市污水处理量的 2.25 倍,年复合增长率 10.6%,远高于城市污水排放量的增速。同时污水处理行业收入在过去 5 年的复合率达到了 76%。我们预计城市污水处理率在增长到 85%后才会放慢增速,因此未来 3 年内,污水处理率仍将以 8%左右的速度增长。

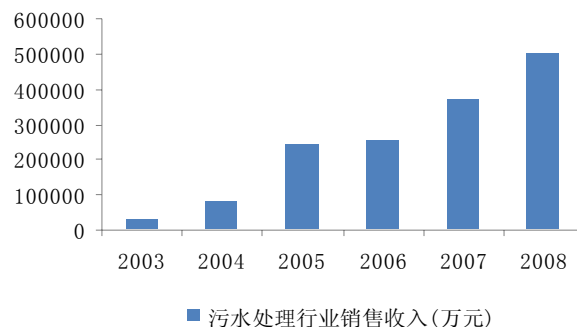
从 96 年到 07 年，我国污水排水管道的公里数、污水处理厂座数以及产能都在 11 年间以平均 10% 左右的增长率快速发展。据“十一五”规划，到 2010 年，中国的城市污水产能要达到 1 亿吨，以 07 年底城市污水处理能力 7146 万吨/日为基准，要在 2010 年达到 1 亿吨产能，3 年的复合增长率要在 11.9%。

图 12 城市污水处理量稳步提高



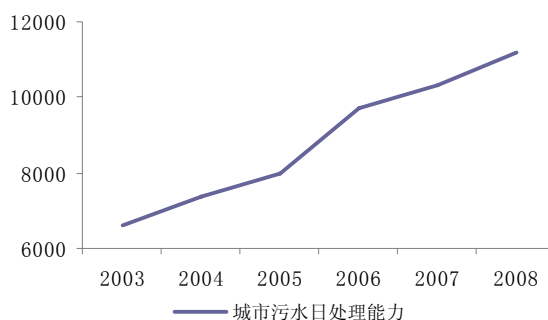
资料来源：国家统计局、东海证券研究所

图 63 污水处理行业收入快速增长



资料来源：国家统计局、东海证券研究所

图 7 城市污水日处理能力年度统计 (吨/天)

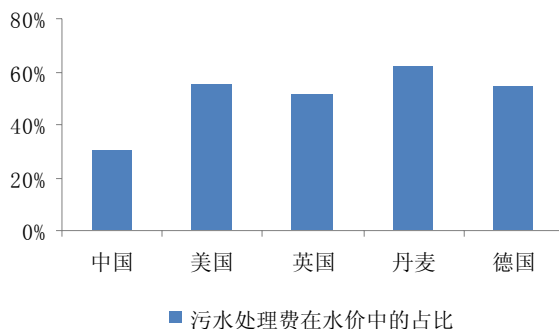


资料来源：国家统计局、东海证券研究所

5.2 污水处理价格存在上涨空间，但短期内不构成利好

目前，我国污水处理定价偏低。从绝对值看，至 2009 年 11 月，我国城市居民生活用水污水处理费平均约 0.66 元/立方米，与建设部提出的 0.80 元/立方米的标准相比，还有 21% 的提价幅度。从相对值看，我国污水处理费占总水价的比例平均约为 26.6%，而美国自来水费中 55% 以上是污水处理费，英国水价中污水处理费也占到 51%。与英美相比，我国污水处理费还有 1 倍以上的涨价空间。

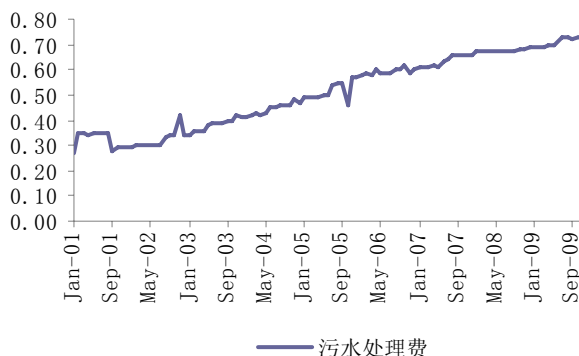
图 8 部分发达国家污水处理费在总水价的占比



资料来源：中国水网、东海证券研究所

对上市公司而言，由于多数污水处理厂建成投产时间不长，部分水厂水量不足尚需地方财政补贴，污水处理公司通常直接向政府收费，污水处理费的上涨会缓解政府的财政压力，因此，上市公司的污水处理项目短期可能还难以直接从提价中获益。但从长期看，由于污水处理费提升，政府最终可能不需要对污水处理进行补贴，这有利于污水处理业的扩张和长期稳定发展。

图 9 污水处理费稳步增长（元/吨）



资料来源：CEIC、东海证券研究所

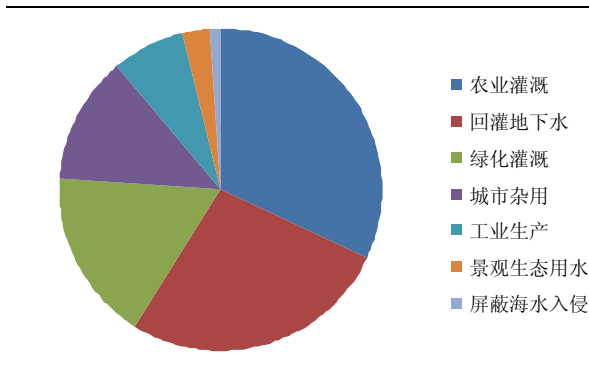
6. 再生水业务处于萌芽期

再生水利用

作为全球 13 个人均水资源最贫乏的国家之一的中国，再生水业务存在着很大的发展空间，将成为解决我国水资源缺乏的重要手段。

污水经过适当再生处理，可以重复利用。污水是一种稳定可靠的、可再生的水资源。再生水可以用作农林牧渔业用水、城市公共用水、工业用水、环境用水和补充水源。世界上很多发达国家和发展中国家很早就开始再生水利用，比如美国、日本、新加坡。在美国，再生水作为一种合法的替代水源，成为城市水资源的重要组成部分。

图 10 美国加利福尼亚州再生水利用结构



资料来源：中国水网、东海证券研究所

根据《全国城镇污水处理及再生利用设施“十一五”建设规划》，“十一五”期间，北方缺水城市建成再生水设施规模 500 万立方米/日，到 2010 年污水再生利用率达到污水处理量的 20%以上。鼓励其他地区（尤其是沿海地区）根据当地实际情况规划建设规模适当、用户稳定的再生水利用设施，南方沿海省市“十一五”建成规模达到 180 万立方米/日。五年间，全国新增 680 万立方米/日的污水再生利用能力。

我国城市污水再利用刚刚起步，根据 2009 年 4 月中国水网统计数据，污水再生利用率（污水再生利用量/污水处理量）不到 10%左右，存在很大的发展空间。在全球水资源恶化的情况下，再生水技术理应受到一定的政策倾斜，推动再生水积水的发展也是一个战略性问题。A 股上市公司中创业环保（600874）拥有再生水业务及博士后流动站，在再生水技术方面拥有一定的优势。

7. 水务公用事业公司简况和投资要点

投资策略：关注供水业务占比较高的公司以及有政府支持兼并重组实质的公司。A 股总共有 9 家水务公司，大部分都集中覆盖自来水生产和供应、管网和销售以及污水处理三个产业环节的业务。从各公司 09 年半年报来看，创业环保、中原环保和首创股份污水处理业务所占比重较大，污水处理收入占总收入的比例分别为 88%、47%和 45%；而南海发展、洪城水业、武汉控股则自来水业务的比重比较高，占总收入的比例分别为 81%、81% 和 73%。

同时国内具备资金规模优势及政府支持的龙头公司在竞争中取胜的可能相对较大。上述公司往往兼具技术优势，通过降低管网漏损率、有效控制成本等手段能够获取行业超额收益，形成另一大竞争优势，这样的公司值得长期看好。建议关注南海发展和首创股份。

表 4 A 股水务上市公司覆盖的水务行业业务环节

A 股水务上市公司覆盖的水务行业业务环节

证券简称	自来水生产和供应	自来水管和销售	污水处理	再生水和中水回用
中原环保	✓	✓		
合加资源	✓	✓	✓	✓
首创股份	✓	✓	✓	✓
武汉控股	✓	✓	✓	
钱江水利	✓	✓		
南海发展	✓	✓	✓	
洪城水业	✓	✓	✓	
创业环保	✓	✓	✓	✓
城投控股			✓	

资料来源：东海证券研究所

由于自来水水费是由自来水企业直接向用户收取，因此自来水价格的上涨会直接增加自来水公司的收入并提高其盈利能力；污水处理企业通常与政府通过定期合同确定污水处理价格，污水处理费的上调会缓解政府的财政压力，而不能直接给企业带来收益，但是大部分定期合同有价格变动条款以及新合同签订也会给公司业绩享受到调价收益的可能，从长期看也会收益。

行业投资评级：增持（首次）

目前 A 股 6 家可比水务上市公司 08 年静态 P/E 平均中值为 50 倍左右，如果考虑水价上涨趋势给公司带来的业绩增厚，2010 年上市公司的动态 P/E 将降到 30 倍以下，估值水平合理。尽管欧美水务行业估值只有 15-20 倍水平，但国内水务行业正处在快速发展期，应该享有相对的估值溢价，我们认为估值溢价在 40%，也就是在 21-28 倍估值。考虑到宏观经济回升，水价上调的强烈预期将带来行业景气回升，因此首次给予行业“增持”的投资评级。**建议关注供水业务占比较高，有并购重组题材的南海发展、首创股份。**

水务行业可比公司估值表

	币种	股价	每股收益			市盈率			市净率			ROE
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008
国内上市水务公司												
城投控股	CNY	12.63	0.55	0.36	0.51	22.96	35.08	24.76	2.72	n/a	n/a	12.14
南海发展	CNY	11.66	0.35	0.35	0.45	33.31	33.31	25.91	3.22	3.03	2.81	10.49
合加资源	CNY	15.67	0.28	0.36	0.58	55.96	43.53	27.02	6.22	5.65	4.80	16.28
首创股份	CNY	7.10	0.12	0.13	0.16	59.17	54.62	44.38	3.35	2.69	2.58	5.47
洪城水业	CNY	10.86	0.15	0.20	0.25	72.40	54.30	43.44	3.06	n/a	n/a	4.29
创业环保	CNY	7.30	0.16	0.18	0.20	45.63	40.56	36.50	3.30	3.14	2.97	7.65
香港水务上市公司												
BJ ENT WATER	HKD	2.70	-0.06	n/a	0.09	-45.00	n/a	30.00	3.73	3.70	3.60	-7.79
CHINA WATER AFFA	HKD	3.19	0.35	0.09	0.12	9.11	35.44	26.58	1.86	0.78	1.73	30.49
GUANGDONG INVEST	HKD	4.54	0.31	0.33	0.38	14.65	13.76	11.95	1.74	1.68	1.54	12.75
国际可比水务上市公司												
RWE AG	EURO	67.85	4.75	6.32	7.11	14.28	10.74	9.54	2.84	2.95	2.58	20.05
SUEZ ENVIRONMENT CO	EURO	17.07	1.09	0.77	0.95	15.66	22.16	17.96	2.41	2.27	2.21	14.86
VEOLIA ENVIRONNEMENT	EURO	25.10	0.89	1.19	1.39	28.20	21.09	18.06	1.68	1.60	1.56	5.54
AQUA AMERICA INC	USD	17.67	0.73	0.80	0.88	24.21	22.09	20.08	2.24	2.19	2.09	9.62
CALIFORNIA WATER SERVICE	USD	36.47	1.90	2.02	2.10	19.19	18.05	17.37	1.80	1.80	N/A	10.00
AMERICAN STATES WATER CO	USD	34.83	1.27	1.84	1.94	27.43	18.93	17.95	1.79	N/A	N/A	7.18
CONNECTICUT WATER SERVICE	USD	24.07	1.12	N/A	N/A	21.49	N/A	N/A	1.89	N/A	N/A	9.22
YORK WATER CO	USD	14.28	0.57	0.65	0.60	25.05	21.97	23.80	2.10	1.93	2.25	9.38

资料来源: 东海证券研究所

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122