



公用事业 - 城市供水

2014 年 2 月 25 日

市场数据	2014 年 2 月 24 日
当前价格 (元)	18.53
52 周价格区间 (元)	13.93-19.50
总市值 (百万)	1727.46
流通市值 (百万)	1727.46
总股本 (百万股)	93.23
流通股 (百万股)	93.23
日均成交额 (百万)	21.44
近一月换手 (%)	26.41%
Beta (2 年)	
第一大股东	天津泰达投资控股有限公司
公司网址	http://www.sihuanyaoe.com

财务数据	FYB	行业均值
毛利率	36.57%	14.87%
净利率	8.96%	13.56%
净资产收益率	9.15%	14.78%
总资产收益率	3.79%	8.01%
资产负债率	55.38%	40.80%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	330.89	0.00
市净率	30.30	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
四环药业	134.23%	108.98%	160.19%
沪深 300	-1.39%	-7.65%	-14.72%

李云光

执业证书号 S1030512040001

(0755) 83199599-8145

liy@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 李云光, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

资产重组完成、定位区域水务综合服务企业

--四环药业 (000605) 深度研究报告

评级: 买入 (首次)

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	58.24	761	880	1030
净利润 (百万元)	5.22	58	80	115
每股收益 (元)	0.06	0.62	0.85	1.23
净利润增长率%	384.65%	1009%	37%	44%
每股净资产 (元)	0.61	1.23	2.09	3.32
市盈率	330.89	29.86	21.72	15.04
市净率	30.30	15.04	8.89	5.59
EV/EBITDA	150.15	15	10	7

资料来源: 世纪证券研究所

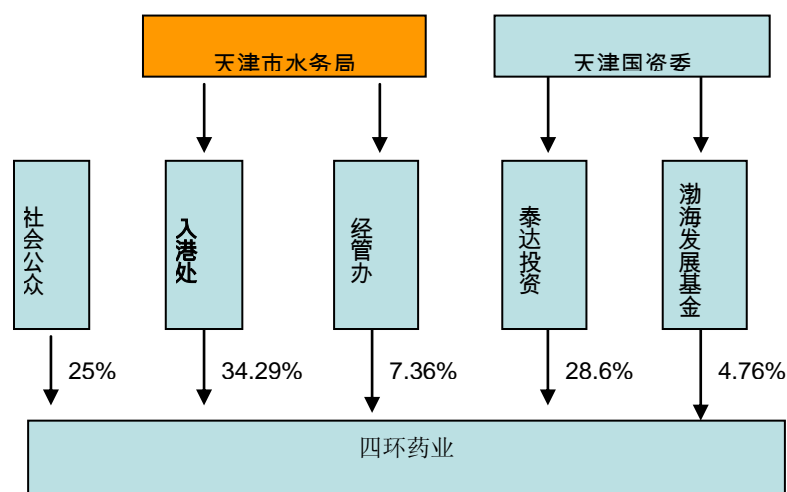
- **重组完成变身城市供水企业。**2013 年 11 月 22 日重大资产重组获得审核通过, 公司以全部资产负债将置换滨海水业 100% 股权。滨海水业是天津水务局旗下一家多品质水源供应企业和水务一体化服务公司, 承担着滨海新区及永定新河以北区域的原水供应。公司目前拥有 7 家控股子公司, 管理泵站 12 座、区域输配水中心 2 个、水厂 4 座, 经营及管理原水输水管道 10 条, 总长 610 多公里, 供水管网总长 1,347 公里, 年供水能力共计约 6.07 亿立方米。
- **投资要点:** ①政府划定禁采区来控制地面沉降, 导致地下水源供应能力逐年下降, 外调水成为平衡供水的主要方式, 外调水占比有望继续提高, 利好公司业绩。②天津市水务局明确界定了滨海水业为天津市境内永定河及永定新河以北区域和滨海新区供水, 且经营年限延长至 2042 年, 公司业务具备持续增长基础。③2012 年以来公司累计中标工程 BT 项目 8 亿元, 通过 BOT 模式建造 3 家污水处理厂以及天津生态城河道景观用水项目, 未来两年以上项目将逐步贡献收益。④《全国水污染防治行动计划》有望年内推出, 提升行业预期。天津水污染问题较为严重, 2012 年市内河流劣 V 类水河长占 74.2%, 未来污水治理市场依然景气, 2014 年计划新建、扩建 23 座污水处理厂, 公司污水处理业务有望快速发展。
- **盈利预测与投资评级:** 过去几年原水供应年增长在 10% 左右, 考虑未来天津地下水源供水萎缩, 外调水比例进一步上升, 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.62 元、0.85 元、1.23 元, 对应 2014 年 2 月 24 日收盘价 18.53, 市盈率分别为 29.86X、21.72X、15.04X, 相对估值低于行业中值, 考虑公司资源优势以及未来发展空间, 我们首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 水价调整风险、项目进展未达预期

公司概况: 资产重组后转身供水行业

1、**资产重组基本完成。**四环药业（000605）于 2012 年 9 月 27 日发布重大资产重组停牌公告，2012 年 12 月 25 日，公司与入港处（天津市水务局引滦入港工程管理处）、经管办（天津市水利经济管理办公室）、渤海发展基金（天津渤海发展股权投资基金有限公司）签署了《股份转让框架协议》，拟注入天津滨海水业集团股份有限公司 100% 股权。

2013 年 11 月 22 日中国证监会出具核准批复文件，标志着公司重大资产重组工作顺利完成，公司名称拟变更为“渤海水业股份有限公司”。经过资产置换后，公司实际控制人变更为天津市水务局，主营业务由生物医药研发生产变更为原水以及自来水供应、水务基础设施建城市污水处理工程及运营等。

Figure 1 公司资产重组后股权结构

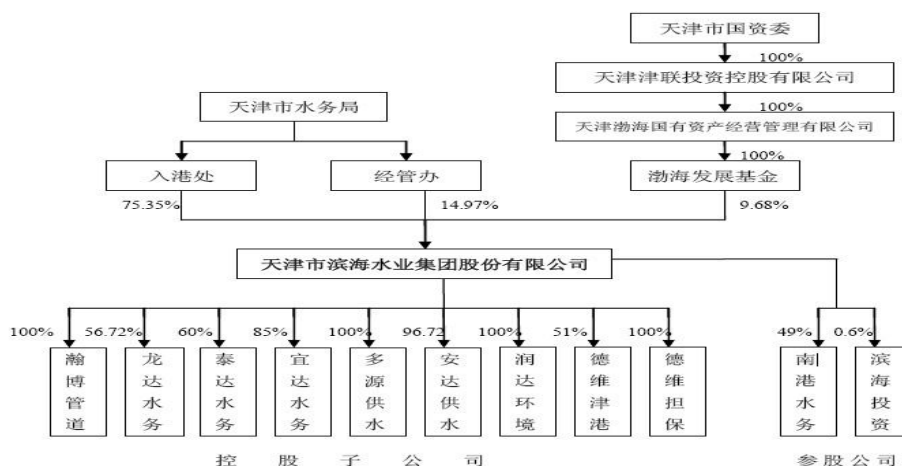


资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、**滨海水业是天津水务局旗下的核心资产。**天津市滨海水业集团股份有限公司（下称滨海水业），是天津市唯一一家多品质水源供应企业和区域水务一体化方案解决的专业公司，服务范围覆盖滨海新区及永定新河以北区域，承担着滨海新区的原水供应。主要从事原水开发和供应、区域间调水、粗质水、自来水生产及输送、优质地下水高附加值经营、直饮水、海水淡化利用、河道水资源化、城镇集中式供水、水务新技术研发应用、水务基础设施投资建设及运营管理等相关业务。

公司目前拥有 7 家控股子公司（德维津港、德维担保在办理注销手续），管理泵站 12 座、区域输配水中心 2 个、水厂 4 座，经营及管理原水输水管线 10 条，总长 610 多公里，供水管网总长 1,347 公里，自来水供水与原水泵站供水能力共计约 6.07 亿立方米/年。

Figure 2 滨海水业股权关系



资料来源：收购报告书 世纪证券研究所

3、公司投资要点:

A：天津外调水比重继续提高，有利于公司业务发展。天津市年人均水资源量仅为全国的 1/9, 属于严重缺水的大城市之一, 过去多年地下水超采导致城市地面沉降问题日趋严重。为了有效控制地面沉降, 政府划定大面积的禁采区导致地下水源供应能力逐年下降, 外调水成为平衡供水的主要方式, 未来外调水占比有望继续提高, 有利于公司业务增长。

B、原水供应属于特许经营，公司业务具有资源排他性优势。天津市水务局于 2012 年 12 月 30 日下发的《市水务局关于明确天津市滨海水业集团股份有限公司原水经营权的意见》界定了滨海水业的供水区域为天津市境内永定河及永定新河以北区域和滨海新区行政区域, 且经营年限延长至 2042 年 12 月 30 日。随着滨海新区社会用水量增加, 公司未来业务具备持续增长的基础。

C、污水处理和工程建造完善公司业务体系，提升盈利能力。2012 年公司开始进入污水处理领域以及水务管网工程建造, 在保证供水业务稳定发展的基础上, 积极拓展业务范围, 2012-2013 年公司累计中标工程 BT 项目金额 8 亿元, 目前通过 BOT 模式建造 3 家污水处理厂以及天

津生态城河道景观用水项目，未来两年以上项目将逐步贡献收益。

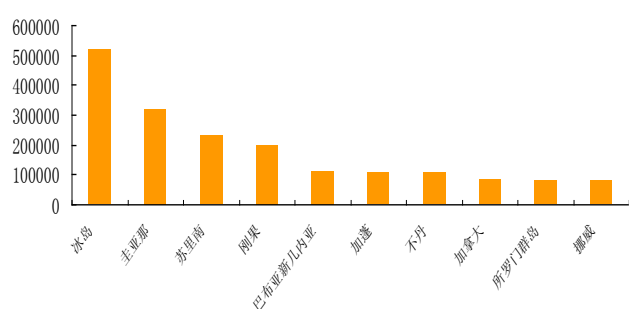
D、《全国水污染防治行动计划》有望年内推出，提升行业预期。

今年 2 月 11 日国务院新闻发布会上，环保部副部长翟青介绍环保部正在编制《水污染防治行动计划》，政策出台有望提升各地对水污染防治工作的重视，有利于提升行业预期。天津市水污染问题较为严重，2012 年市内河流劣 V 类水河长占 74.2%，本地水污染治理市场依然维持景气，公司污水处理业务有望快速发展。

公司所处行业背景

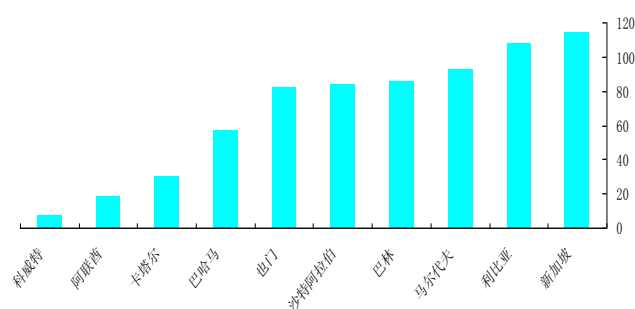
1、我国水资源情况整体低于世界水平。根据联合国粮农组织（FAO）统计，2008-2012 年我国年平均降水为 645 毫米，年降水量为 6.19 万亿立方米，小于全球平均水平。年地表径流量为 2.71 万亿立方米，地下水总量为 0.83 万亿立方米，扣除地下水和地表水转化部分以及过境流域的净来水量，全部淡水资源总量为 2.84 万亿立方米。按我国 13.85 亿人口计算，年人均水资源占有量为 2051 立方米，仅为世界人均 10000 立方米的 1/5，世界排名第 119 位，属于较为缺水的国家。

Figure 3 全球人均水资源排名前 10 的国家 单位：立方米



资料来源：FAO-AQUASTAT 世纪证券研究所

Figure 4 全球水资源人均排名后 10 的国家 单位：立方米

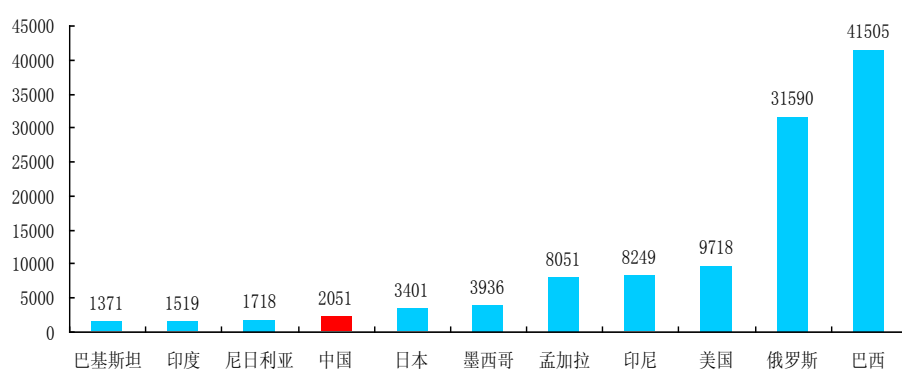


资料来源：FAO-AQUASTAT 世纪证券研究所

人口增长带动淡水需求稳步增加。虽然我国水资源总量排名世界第六，但人口基数巨大导致人均水资源匮乏，即使在人口数量最多的国家行列来看，我国人均水资源总量仅排在第 8 位，依然属于缺水国家。2014 年，政府在全国范围内开始调整人口生育政策，随着“单独二胎”政策在全国范围实施，预计人口数量增长会有一定的提高，未来人均水资源占有量将会进一步下降。

Figure 5 人口超过 1 亿的国家人均水资源占有量

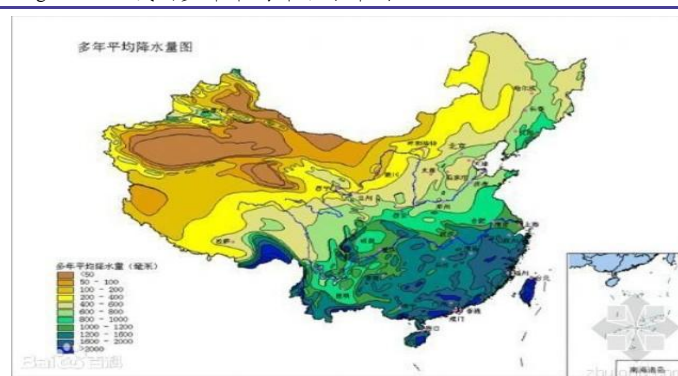
单位: 立方米



资料来源: FAO-AQUASTAT 世纪证券研究所

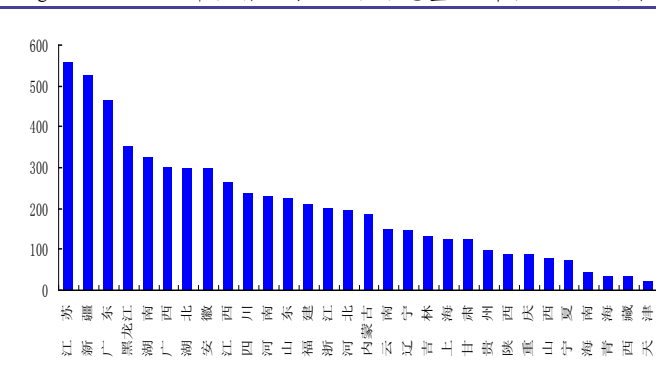
全国水资源分布不均, 呈现南涝北旱格局。东南沿海的广东、广西东部、福建、江西和浙江大部以及台湾等地区年降水量为 1 500~2 000 毫米; 淮河、秦岭一带和辽东半岛年降水量为 800~1 000 毫米; 黄河下游、渭河、海河流域以及东北大兴安岭以东大部分地区为 500~750 毫米黄河上、中游及东北大兴安岭以西地区为 200~400 毫米; 西北内陆地区年降水量为 100~200 毫米; 新疆塔里木盆地、吐鲁番盆地和柴达木盆地不足 50 毫米, 盆地中心不足 20 毫米。从行政区域看, 以水利部 2011 年数据计算, 全国省级城市中, 江苏供水量最大为 556.2 亿立方米, 天津市供水量最少仅为 23.1 亿立方米。

Figure 6 我国多年平均降水分布图



资料来源: 互联网 世纪证券研究所

Figure 7 2011 年各省级行政区供水总量 单位: 亿立方米



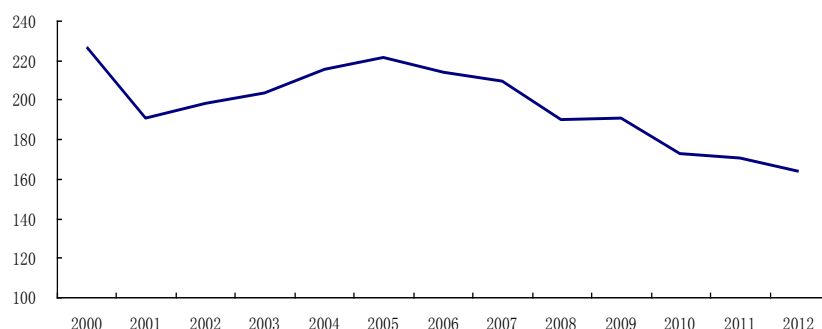
资料来源: 2011 年水资源公报 世纪证券研究所

2、天津市水资源概况。天津处于我国北方地区, 年降水量在 550 毫米左右, 2012 年全市水资源总量为 32.92 亿立方米 (2012 年属于丰水年份、降水量增加使得地表水资源比常年均值偏多 149.2%, 比 2011 年偏多 143.7%), 年人均水资源占有量为 233 立方米, 仅为全国平均水平的 1/9, 属于全国严重缺水的大城市之一。因此, 天津市政府建立节水长效机制并积极向民众宣传, 节水工作取得了重大的成效。

1983 年成立节水办公室, 2003 年出台《天津市节约用水条例》, 2005 年被发改委命名为“国家节水型城市”。2012 年全市用水总量为 23.127, 人均综合用水仅为 163.7 立方米, 大大低于全国平均水平。

Figure 8 2000-2012 年天津市人均综合用水量

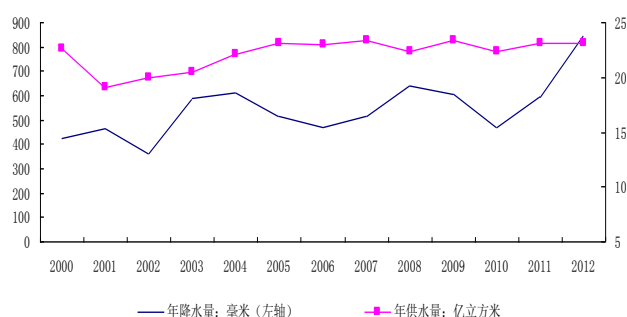
单位: 立方米



资料来源: 天津市水务局 世纪证券研究所

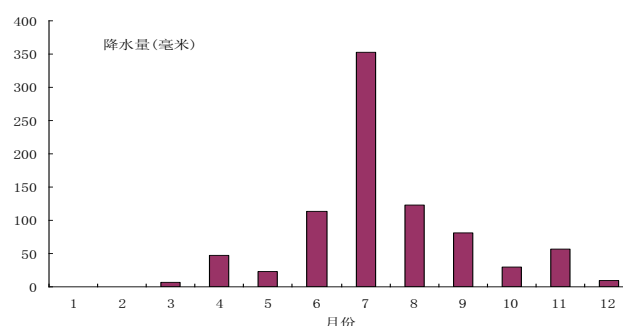
天津市降水量年内分配不均。汛前(1-5月)全市平均降水量 77.9 毫米, 占全年的 9.2%, 汛期(6-9月)全市平均降水量 674.3 毫米, 占全年的 79.3%, 汛后(10-12月)全市平均降水量 98.1 毫米, 占全年降水量的 11.5%。汛期降水量主要集中在 7 月份, 为 357.0 毫米, 占汛期降水量的 53.0%。汛期集中降水, 不仅不能改善天津缺水的情况, 经常会给城市带来灾害, 集中降水后很快流向大海。

Figure 9 2000-2012 年天津市降水量



资料来源: 天津市水务局 世纪证券研究所

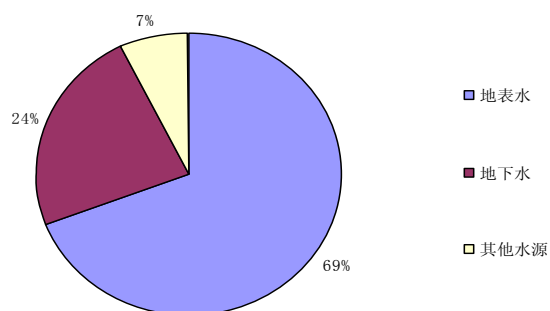
Figure 10 2012 年天津市降水量月度分布



资料来源: 天津市水务局 世纪证券研究所

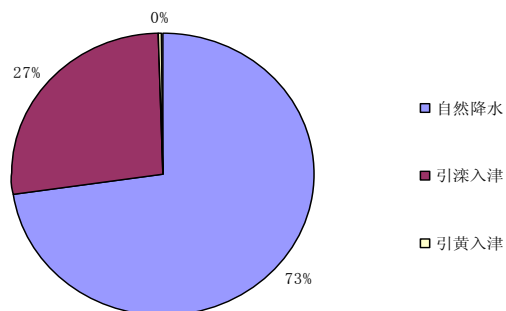
3、天津市水资源供求情况。2012 年全市总供水量 23.127 亿立方米, 比 2011 年增加 0.029 亿立方米。其中, 地表水源供水 15.989 亿立方米, 占 69.1%; 地下水源供水 5.492 亿立方米, 占 23.8%; 其他水源供水 1.646 亿立方米, 占 7.1%。地表水源供水中, 引滦入津 4.33 亿立方米, 引黄入津 0.07 亿立方米, 外调水总量达 4.4 亿立方米, 占到全年供水总量的 19.03%。

Figure 11 2012 年天津市供水来源占比



资料来源：天津水资源公报 世纪证券研究所

Figure 12 2012 年天津市地表水源占比



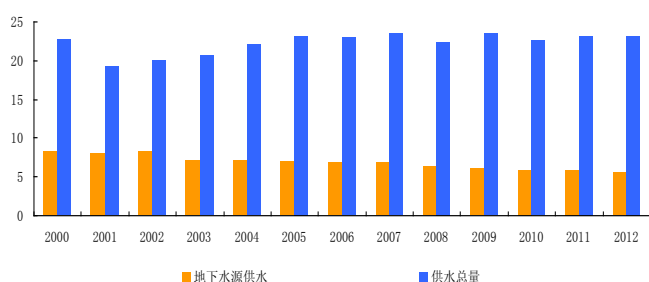
资料来源：天津水资源公报 世纪证券研究所

地下水资源总量日渐稀缺。地下水是城市生活用水的重要来源，随着社会经济发展带来用数量的增加，地下水超采导致水位下降已经成为华北等缺水区的普遍现象。天津市为了保护地下水资源（目前超采区面积超过 9000 平方公里，约占天津市区划面积的 75.3%），控制地面沉降于 1987 年出台《天津市地下水资源管理暂行办法》，地下水开采受到严格的审批和管理。

2008 年天津市水务局下发《关于划定地下水禁采区和限采区范围进一步加强地下水资源管理的通知》，计划在南水北调工程通水后（预计在 2014 年 4 月份开始试水，10 月份正式通水），新划定地下水禁采区为：市内六区、环城四区、塘沽区、汉沽区、大港区、武清区地表水（引滦、引江）可供水的城镇、宝坻区、市开发区、天津港保税区、天津港南疆码头、静海县县城、宁河县县城及汉沽区至大港油田的 150 余公里沿海防潮堤内外合计 5 公里范围内区域。

严格的保护政策使得地下水开采量逐年下降，水源转换是天津保障供水和控制地面沉降的主要思路。2000 年地下水源年供水为 8.23 亿立方米，2012 年地下水源供水量为 5.49 亿立方米，仅为 2000 年的 66.7%。天津市地下水资源日渐稀缺，**未来城市用水将更多依靠外调水来保障。**

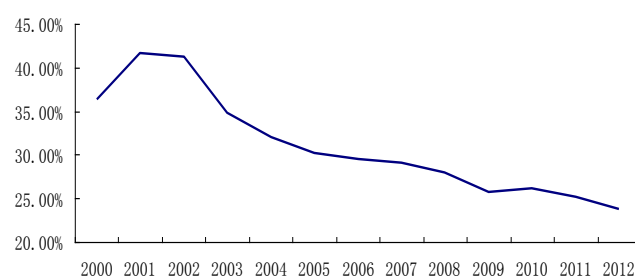
Figure 13 2000-2012 年天津地下水供水量 单位：亿立方米



资料来源：天津水资源公报 世纪证券研究所

请参阅文后免责声明

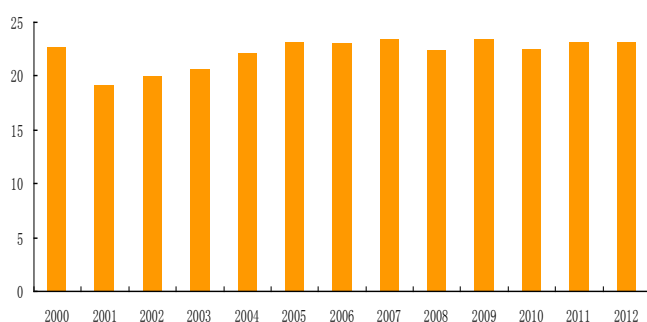
Figure 14 2000-2012 年天津市地下水占供水总量比例



资料来源：天津水资源公报 世纪证券研究所

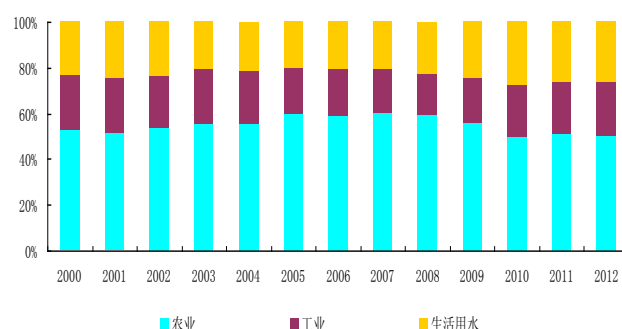
天津市用水总量基本保持稳定。天津市长期缺水的情况,使得政府和社会高度重视节约用水,水资源利用效率不断提升,在用水方面实行总量控制和定额管理相结合的制度。2000-2012 年天津市 GDP 总值从 1700 亿元增加到 14370 亿元,同比增加 745%;常驻人口从 1000 万增加到 1413 万,同比增长 41.3%;但同期用水总量基本保持原来的水平,从 22.64 亿立方米增加到 23.13 亿立方米,同比仅增长 2.15%。用水结构也基本维持不变,农业用水占比有所下降,而居民生活类用水占比上升 3.23 个百分点,工业用水占比略有下降。

Figure 15 2000-2012 年天津市用水总量 单位: 亿立方米



资料来源: 天津水资源公报 世纪证券研究所

Figure 16 2000-2012 年天津市用水占比



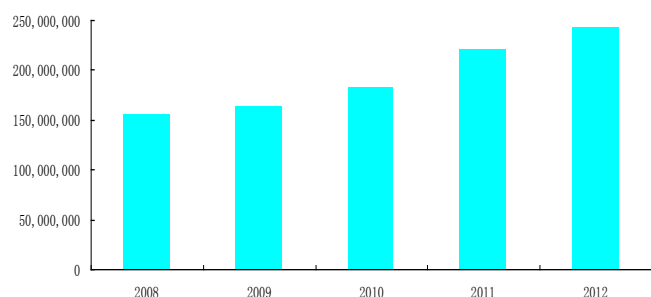
资料来源: 天津水资源公报 世纪证券研究所

总结:天津市处于我国北方缺水地区,城市供水来源主要由地表水源和地下水源构成,其中地表水源包含自然降水以及区域外调水(引滦、引黄、南水北调等)。随着地下水保护政策更加严格的实施,地下水源供水能力将进一步下降,未来城市供水来源更多依靠跨区域外调。引滦入津、引黄入津是运行多年的主要调水管线,南水北调中线预计 2014 年下半年通水,将成为天津外调水源的又一重要渠道。

公司主营业务分析

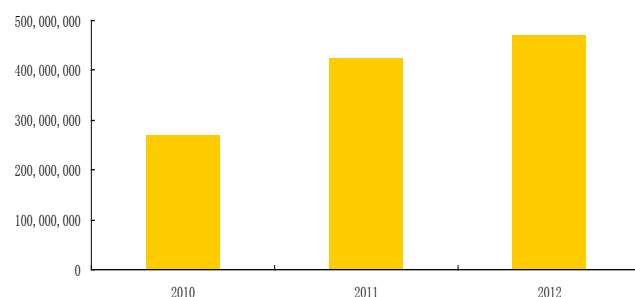
1、原水供应是公司主要业务。公司主营业务为通过引滦入津管线取得原水,经过初级处理向自来水厂和工业企业进行销售。2012 年公司原水销售为 2.43 亿立方米,占天津市全部跨区域调水总量 4.4 亿立方米的 55.23%,实现营业收入 4.68 亿元,原水销售占比为 74.7%。业务实施主体看,母公司经营原水业务,控股子公司主要提供自来水销售,2012 自来水销售占比 25.3%。未来随着 BT 工程项目和污水处理业务发展,供水业务占比将会下降。

Figure 17 2008-2012 年公司原水销售量 单位：立方米



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

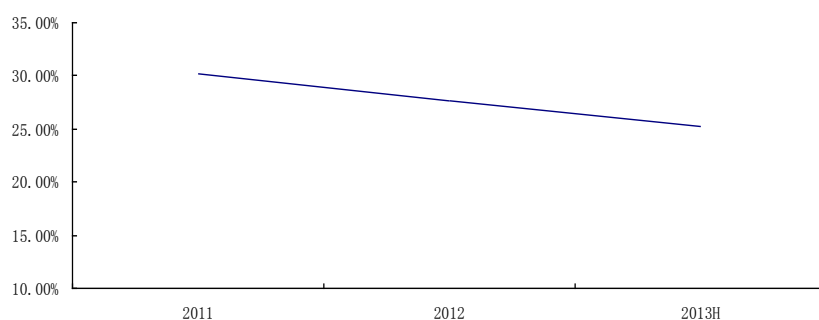
Figure 18 2010-2012 年公司原水销售收入 单位：元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

原水供应业务毛利率基本稳定。公司从天津水务局购买原水，经初加工后向自来水厂和工业用户出售，销售价格确定为自来水厂 1.75 元/吨、工业用户 2.45 元/吨，根据年售水量乘以价格进行收入确认。成本方面：公司需向天津水务局支付原水购买费用，价格根据天津物价局 2011 年的通知确定为 1.11 元/吨；供水运行成本主要是泵站设施等消耗的电力资源费用，2012 年公司电费支出为 3632 万元，平均计算每吨 0.15 元。特许经营的行业性质决定公司原水采购和销售价格完全由政府定价，剔除调价的影响看，公司毛利率基本保持稳定（销售价格采用成本加成的政府定价）。

Figure 19 2011-2013 年母公司主营业务毛利率



资料来源：公司公告

容量水费以及原水购销差价变化影响短期毛利率。容量水费：主要指供水企业为弥补建造供水管线时的固定成本支出，而在一定年限内向用户收取的固定金额的水费，容量水费收取与供水量无关。2011-2013 年滨海水业收取的容量水费分别为 1710 万元、1299 万元、33 万元，未来容量水费变化不大，到 2018 年基本维持每年 66 万元的水平，对未来毛利率继续影响可能性较小。

原水购销差价：2011 年公司原水购进价格由 1.00 元调整为 1.03 元，2012 年由 1.03 元调整为 1.11 元，原水价格调整导致公司购销差价每年下降 0.01 元，从而影响毛利率略有下降。未来终端用水价格和原水价格仍有可能发生调整，但政府采用成本加成的定价模式预计对公司毛利率影响较小。

2、水务工程 BT 以及污水处理 BOT 项目发展迅速。2012 年滨海水业中标了天津市北辰区大双片区污水干管及泵站工程和外延北路北延一期工程项目（项目合计金额 5.12 亿元），2013 年滨海水业新中标北辰区双青片区北辰西道、七纬路污水干管及泵站工程 BT 项目（项目合计 1.85 亿元）、大邱庄综合污水处理厂配套管网工程 BT 项目（项目资金 1 亿元）。污水处理方面已中标大邱庄综合污水处理厂 BOT 项目，承接了武清区第七污水处理厂、武清汽车园污水处理厂等水环境治理项目，承接了中新天津生态城河道景观用水项目。BT 项目、BOT 项目及水环境治理项目的开展进一步丰富公司业务体系，是公司未来业务增长的重点。

3、原水业务主要运营资产：滨海水业本部进行运营管理的输水管线共计 10 条，其中滨海水业拥有 3 条管线的所有权，分别是：引滦入石化（聚酯）管线、引滦入塘管线、引滦入塘管线（二线）；引滦入汉管线产权归滨海水业下属子公司天津龙达水务有限公司所有；其余 5 条管线由业主方建造，滨海水业拥有管线运营管理权，分别是：引滦入大港管线、引滦入开发区管线、引滦入开发区备用管线、引滦入开发区逸仙园管线、南水北调津滨管线。

Figure 20 公司运营管理的主干输水管线

序号	管线名称	长度(千米)	管线运营管理人
1	引滦入石化（聚酯）管线	95.95	滨海水业
2	引滦入塘管线（一线）	42.53	滨海水业
3	引滦入塘管线（二线）	42.97	滨海水业
4	引滦入汉管线	40.48	滨海水业
5	岳龙管线	69.85	滨海水业
6	引滦入港管线	113.54	滨海水业
7	引滦入开发区管线	102.82	滨海水业
8	引滦入开发区管线（备用）		滨海水业
9	引滦入开发区逸仙园管线	32.03	滨海水业
10	南水北调津滨管线	42.94	滨海水业
合计		583.11	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

根据滨海水业与业主方签订的管线委托管理及维护协议的规定，滨海水业拥有管线运营权的期限一般为 20 年，在此期间享有管线的运营、维护、管理权利，业主不得以任何方式处置托管资产或设置权利负担，包括但不限于出售、托管、改变用途、更改设计、为自身或第三方提供担保、抵押、优先权等，滨海水业按照约定指标向业主提供原水并保证供水安全。

4、主要下属子公司基本情况：公司拥有 7 家控股子公司，目前业务主要是承担区域自来水供应销售以及水利管网设施工程建设。多源水务和润达环境成立于 2012 年，处于业务处拓展初期，当年无收入。

A、龙达水务：滨海水业拥有龙达水务 56.72% 股权，龙达水务通过引滦入汉管线取得滦河水，再经由自有水厂对原水进行物理处理，生产出自来水供应给所服务区域天津市汉沽区的工业、企业及居民用户。2012 年公司营业收入为 1.39 亿元，净利润 1981 万元。

B、泰达水务：滨海水业拥有泰达水务 60% 股权，泰达水务通过岳龙管线将取得的地下水注入蓄水池后加氯处理，生产出粗质水，部分直接供给工业用户，其余通过自来水厂生产为自来水，供应给所服务区域天津市开发区的工业、企业用户。2012 年公司营业收入为 6353 万元，净利润为 921 万元。

C、安达供水：滨海水业拥有安达供水 70% 股权，安达供水通过跃龙管线（引滦入聚酯管线）取得地下水，再经由自有水厂对原水进行物理处理，生产出自来水供应给所服务区域天津市大港区的工业、企业用户。2012 年营业收入为 1809 万元，净利润为 -77 万元。

D、多源供水：滨海水业拥有多源供水 100% 股权，多源供水主要是通过与原水、自来水供应方签订托管协议，对输送水泵站、及管网进行维护、管理，并收取管理费。公司成立于 2012 年，当年收入为 0 元。

E、宜达水务：滨海水业拥有宜达水务 85% 股权，宜达水务通过引滦暗渠获取滦河水，通过自有水厂的物理加工制成自来水供应给所服务区域天津市北辰区的工业、企业及居民用户。2012 年营业收入为 459 万元，净利润为 -417 万元。

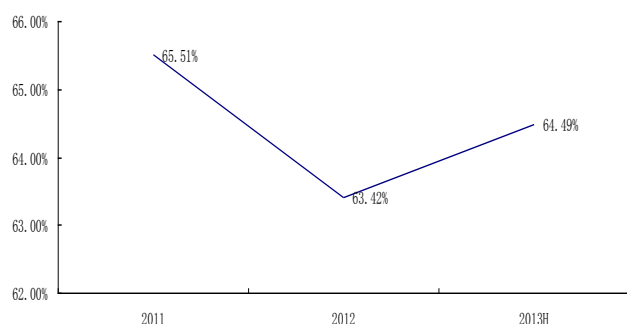
F、翰博管道：滨海水业拥有翰博管道 100% 股权，翰博管道主营业务为供水管网和供水设施工程安装，2012 年营业收入为 913 万元，净利润为 244 万元。

G、润达环境：滨海水业拥有润达环境 100% 股权，润达环境的主营业务为水环境治理及再生利用，污泥处理处置。润达环境业务经营主要采用 BOT 模式，公司成立于 2012 年，当年营业收入为 0 元。

公司财务分析

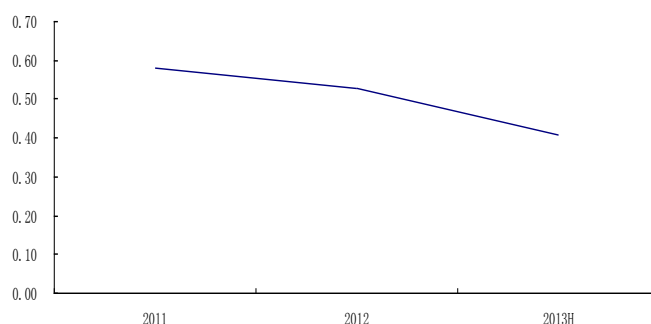
1、公司短期资金有压力。截止 2013 年 6 月末，公司流动负债为 6.6 亿元，接近公司 2012 年的全年 6.9 亿元营业收入水平，整体资产负债率为 64.49%。2012 年开始，公司开始进入水利管网工程 BT 项目、污水处理厂 BOT 项目，资金需求量明显上升，短期内资金压力较大。截止 2013 年 6 月底，公司流动比率仅为 0.4，大幅低于合理财务水平。

Figure 21 2011-2013H 公司资产负债率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 22 2011-2013H 公司流动比率



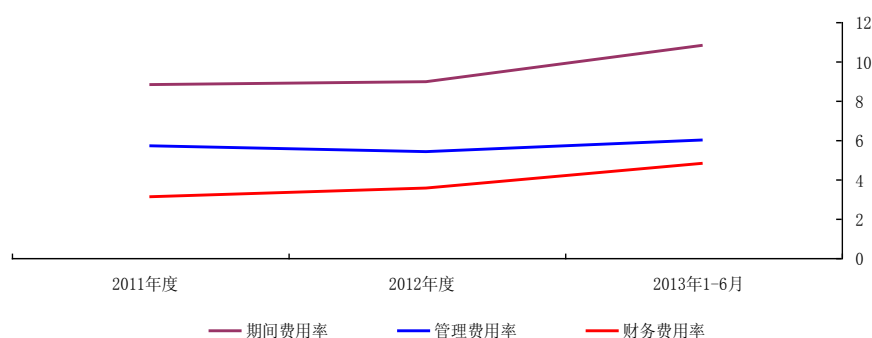
资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、定向增发有望缓解资金压力。针对业务发展对资金的需求，公司拟通过增发股份来募集资金，计划募集资金 3.05 亿元用于天津市北辰区双青片区北辰西道、七纬路污水干管及泵站工程 BT 项目、大邱庄综合污水处理厂 BOT 项目。目前增发方案已经获得董事会同意，等待股东大会（将于 2 月 27 日召开）批准后方可实行，如果增发顺利实施，公司资本结构会明显改善。

3、期间费用率有所上升。近两年供水管网工程及污水处理业务快速发展导致资金需求上升，以及贷款结构调整共同影响公司财务费用持续

增加, 使得期间费用率呈现逐步上升趋势。2011-2013 年上半年, 公司财务费用分别为 1279 万元、1656 万元、1108 万元。管理费用占比基本稳定, 财务费用上升时导致期间费用率上升的主要原因。

Figure 23 2011-2013 年公司期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

4、水价调整对公司毛利率敏感性分析。公司业务为原水输送, 已建成运营的管网设施每年运行成本基本是固定的, 可变成本主要是电力资源费用, 对营业成本影响较小。公司收入来源主要是原水的购销差价, 在成本相对固定的情况下, 原水销售价格调整对公司毛利率影响较为显著, 以 2012 年公司实际数据每立方米 1.80 元测算, 水价每变动 0.05 元, 对公司毛利率影响在 2 个百分点左右。从过去几年看,

从过去几年情况看, 基本上天津市每年都会对水资源价格做出调整, 虽然我们无法预测水价调整的幅度和时间, 但总体上以涨价为主。鉴于天津市缺水的情况将长期存在, 即使南水北调通水后, 由于远距离输水成本较高, 因此未来水价的调整将维持上涨趋势。水价的变化会对公司经营情况产生重大影响。

Figure 24 水价调整对公司毛利率敏感性分析

售水量 (万立方米)	25946.22	25946.22	25946.22	25946.22	25946.22	25946.22	25946.22	25946.22	25946.22
平均售价 (元/立方米)	1.60	1.65	1.70	1.75	1.80	1.85	1.90	1.95	2.00
收入 (万元)	41513.95	42811.26	44108.57	45405.88	46703.20	48000.51	49297.82	50595.13	51892.44
成本 (万元)	33019.16	33019.16	33019.16	33019.16	33019.16	33019.16	33019.16	33019.16	33019.16
毛利率	20.46%	22.87%	25.14%	27.28%	29.30%	31.21%	33.02%	34.74%	36.37%

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

盈利预测

1、主要假设条件:

A、随着滨海新区经济发展以及南水北调管线通水，公司原水业务有望稳步增长，根据过去几年统计，原水供应年增长在 10%左右，考虑未来天津地下水源供水萎缩，外调水比例进一步上升，我们预计原水销售增速会略有提高。

B、公司已签订的供水管网 BT 工程逐年开始贡献收益，按照协议的要求，实际交工起三年内回购比例分别为 30%、30%、40%。目前公司在手订单大约在 8 亿元左右，正常情况下，部分项目在 2014 年开始回购，将有效提振公司业绩。

C、公司污水处理业务有望继续获得扩展，据天津环保局 2014 年工作会议中提出，年内将组织推动新、扩建污水处理厂 23 座、配套管网 476 公里，公司有望继续获得订单。

D、公司定向增发事宜将于 2 月 27 日的临时股东大会审议，本次盈利预测暂不考虑增发新股影响。

2、收入预测：根据以上假设，在不考虑水资源价格调整的情况下，我们预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 7.61 亿、8.8 亿、10.3 亿，同比增长 11.36%、15.62%、17.03%，业务规模保持相对稳定增长。

Figure 25 2013-2015 年公司收入预测表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
原水业务					
售水量（万立方米）	23578.25	25946.22	28540.84	31680.33	35481.97
增长率	-	10.04%	10%	11%	12%
销售单价（元/立方米）	1.79	1.80	1.80	1.80	1.80
原水收入（万元）	42205.07	46703.20	51373.51	57024.60	63867.55
营业成本（万元）	30005.68	33019.16	36321.07	40316.39	45154.36
毛利率	28.91%	29.30%	29.30%	29.30%	29.30%
自来水业务					
售水量（万立方米）	2538.5608	3036.8282	3492.35243	4016.21	4618.64
增长率	-	19.63%	15.00%	15.00%	15.00%

单价 (元/立方米)	5.25	5.22	5.22	5.22	5.22
业务收入 (万元)	13327.39	15860.63	18230.08	20964.59	24109.28
营业成本 (万元)	11195.00	13322.93	15313.27	17610.26	20251.80
毛利率	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
工程收入 (万元)	4990	5775	6000	8000	9000
营业成本 (万元)	3243.5	3753.75	3900	5200	5850
毛利率	35%	35%	35%	35%	35%
污水处理收入 (万元)			500	2000	6000
营业成本 (万元)			350	1200	3300
毛利率			30%	40%	45%
收入合计 (万元)	60,522.46	68,338.83	76,103.59	87,989.19	102,976.83
同比增速	-	12.91%	11.36%	15.62%	17.03%
营业成本 (万元)	44444.19	50095.84	55884.34	64326.65	74556.16
毛利率	26.57%	26.69%	26.57%	26.89%	27.60%

资料来源：世纪证券研究所

3、盈利预测：虽然公司收入增长在 15% 左右，但公司未来业绩仍可维持高速增长，主要原因是工程 BT 项目在未来两年陆续进入回购期，投资收益将大幅上升，以及毛利率更高的污水处理业务也将产生收益。

综合以上假设条件，我们预计公司 2013-2015 年每股收益 (EPS) 分别为 0.62 元、0.85 元、1.23 元，对应 2014 年 2 月 24 日收盘价 18.53，市盈率分别为 29.86X、21.72X、15.04X。

Figure 26 2013-2015 年公司盈利预测表

重要财务指标	单位: 百万元			
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	58	761	880	1030
收入同比 (%)	51%	1207%	16%	17%
归属母公司净利润	5	58	80	115
净利润同比 (%)	185%	1009%	37%	44%
毛利率 (%)	36.6%	26.6%	26.9%	27.6%
ROE (%)	9.2%	50.4%	40.9%	37.1%
每股收益 (元)	0.06	0.62	0.85	1.23
P/E	330.98	29.86	21.72	15.04
P/B	30.30	15.04	8.89	5.59
EV/EBITDA	150	15	10	7

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

4、资产重组盈利补偿协议：2013 年 5 月 27 日，四环药业与入港处签署了《盈利预测补偿协议》。入港处确认并承诺，滨海水业 2013 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润预测数为 59,139,669.36 元，实际与预测差额由入港处补偿。

5、投资评级：根据 WIND 同行业估值比较数据看，公司市盈率低于行业平均水平。2014 年开始污水业务、工程 BT 项目陆续释放业绩，且作为滨海新区唯一授权的原水供应商，公司排他性的资源优势在水资源紧缺的天津市场会有长期的发展空间。综合考虑，我们首次给予“买入”投资评级。

Figure 27 同行业上市公司估值比较

代码	简称	最新日期	最新收盘价	总市值	每股收益		市盈率	
			(元)	(亿元)	2013E	2014E	2013E	2014E
行业中值		2014-02-24	9.06	88.07	0.33	0.45	33.12	25.30
300070.SZ	碧水源	2014-02-24	39.23	347.49	0.95	1.36	41.08	28.84
601158.SH	重庆水务	2014-02-24	5.52	264.96	0.42	0.45	13.03	12.17
000598.SZ	兴蓉投资	2014-02-24	5.39	160.96	0.28	0.34	18.98	15.81
600008.SH	首创股份	2014-02-24	6.93	152.46	0.28	0.34	24.59	20.23
000712.SZ	锦龙股份	2014-02-24	29.88	133.86	0.26	0.64	114.82	46.58
600874.SH	创业环保	2014-02-24	9.06	129.31	0.20	0.18	44.84	50.57
600187.SH	国中水务	2014-02-24	6.05	88.07	0.11	0.18	54.88	32.69
600323.SH	瀚蓝环境	2014-02-24	13.00	75.30	0.39	0.47	33.12	23.24
000605SZ	四环药业	2014-2-24	18.53	17.27	0.62	0.85	29.86	21.72

资料来源：WIND 世纪证券研究所

风险因素分析

水资源价格调整风险：公司收入和业绩对水价变化非常敏感，未来政府有随时调整水价的可能，对公司业绩产生不确定性。

项目进展低于预期风险：公司工程和污水处理厂涉及多方参与主体，存在项目进展未能按计划完成可能，将会对公司业绩产生不利影响。

短期资金压力风险：公司拟通过增发来募集项目资金，如果增发方案未能获得监管部门批准，有可能通过银行借款进行，可能导致财务费用继续增加的风险。

附件：三大财务报表

Figure 28 2013-2015 年资产负债表预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	
流动资产	44	497	567	655	
现金	11	117	128	141	
应收账款	8	228	264	309	
其他应收款	3	114	132	154	
预付账款	3	20	23	26	
存货	20	18	21	24	
其他流动资产	0	0	0	0	
非流动资产	94	687	1068	1399	
长期投资	0	73	80	82	
固定资产	36	234	498	779	
无形资产	45	63	63	63	
其他非流动资产	13	317	427	476	
资产总计	138	1183	1635	2054	
流动负债	72	924	1296	1600	
短期借款	0	428	781	1017	
应付账款	8	168	162	206	
其他流动负债	65	328	354	377	
非流动负债	4	140	140	140	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	4	140	140	140	
负债合计	76	1064	1436	1740	
少数股东权益	5	5	5	5	
股本	93	93	93	93	
资本公积	185	185	185	185	
留存收益	-222	-164	-84	31	
母公司股东权益	57	115	194	309	
负债和股东权益	138	1183	1635	2054	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究

Figure 29 2013-2015 年利润表及现金流量表预测

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	
营业收入	58	761	880	1030	
营业成本	37	559	643	746	
营业税金及附加	1	34	38	41	
营业费用	8	8	9	10	
管理费用	9	63	73	85	
财务费用	0	25	35	40	
资产减值损失	-1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	2	20	40	
营业利润	6	74	102	147	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	6	74	102	147	
所得税	0	16	22	32	
净利润	5	58	80	115	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	5	58	80	115	
EBITDA	12	113	176	258	
EPS (元)	0.06	0.62	0.85	1.23	
现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	
经营活动现金流	3	-7	71	168	
净利润	5	58	80	115	
折旧摊销	6	14	39	70	
财务费用	0	25	35	40	
投资损失	-0	-2	-20	-40	
营运资金变动	-6	-67	-62	-17	
其他经营现金流	-1	-35	0	0	
投资活动现金流	-1	-391	-387	-362	
资本支出	2	300	400	400	
长期投资	0	73	7	2	
其他投资现金流	1	-18	20	40	
筹资活动现金流	5	503	327	206	
短期借款	0	428	352	236	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	5	75	-25	-30	
现金净增加额	7	106	12	13	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.