

**增持 首次**
**水务行业**
**2010年11月26日**

## 关注分享行业成长的细分领域龙头

电力及公共事业行业分析师: 陆凤鸣  
 SAC 执业证书编号: S0850210100002  
 lufm@htsec.com  
 021-23219415

电力及公共事业行业助理分析师: 白瑜  
 SAC 执业证书编号: S0850209010592  
 baiy@htsec.com  
 021-23219430

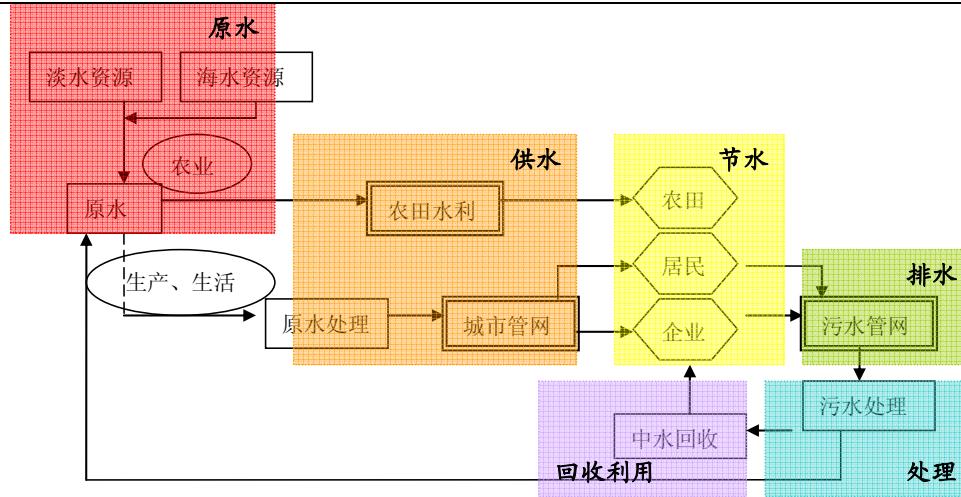
2010年11月17-18日我们参观了在北京举办的中国水博览会。展会涉及饮水安全、防洪防旱、节水设备和技术、水处理技术和设备、给排水设备和技术、灌溉、水信息化、水利水电设备和技术、仪器仪表、水土保持等方面。展会还同时举行了第五届中国水务高峰论坛,水利部水资源司、中国环保产业协会、中环保水务、桑德集团、首创股份、威立雅水务、及部分高校研究学者等相关领导和专家到会发言。

考虑到未来各个子行业的发展重点,我们建议关注细分领域的成长性较为突出的企业,如大禹节水、兴蓉投资、国中水务、首创股份。

### 1. 水务行业产业链初步形成

随着我国对水资源开发利用的重视,目前我国已经形成原水、供水、节水、排水、污水处理和水资源回收利用等多个子行业,企业涵盖相关技术研发、设备制造、工程施工、项目运营等多方面。整个水务产业链已经初步形成,但是在关键技术及设备生产、以及项目运行效益(包括供水及污水处理厂运营)方面,国内企业与国外巨头仍有较大差距。

**图 1 水务行业产业链**



资料来源: 海通证券研究所

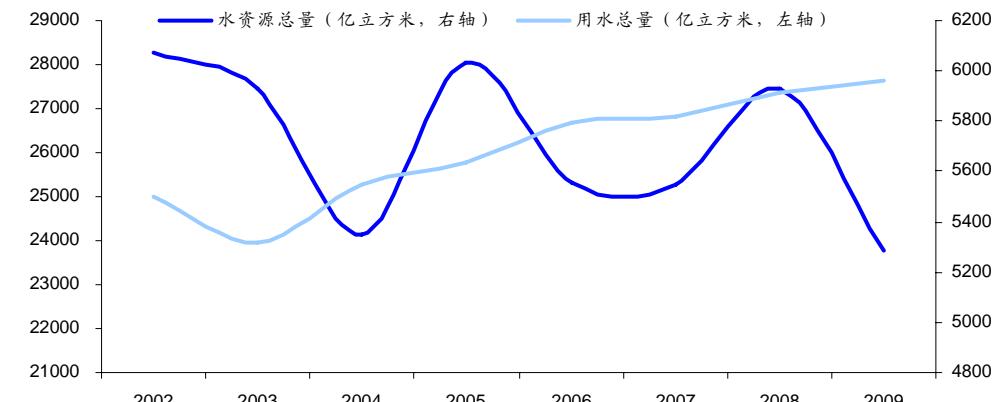
### 2. “十二五”期间推行最严格水资源管理制度

经济发展带来水资源需求提升,未来关注重点转向水资源的配置、节约和保护。2009年我国水资源总量为23763亿立方米,比常年值偏少14%。从2000年以来,除了2002年和2005年,全国总的水资源量都是较常年值偏少,而2009年尤为严重。与此同时,为了满足经济发展对水资源的需要,我国的水资源开发利用程度在持续提升。2009年全国用水

总量为 5965 亿立方米，占当年水资源总量的 25%。

一方面是有限的水资源总量，而另一方面是持续增长的用水需求。为了避免水资源过度开发所带来的水体污染、地下水资源枯竭、漏斗现象等问题进一步恶化，未来我国的水资源政策将从开发利用为主，转移到对资源的配置、节约和保护。  
**“十二五”期间，我国将推行最严格水资源管理制度，采用总量控制，用水总量不超过 6200 亿立方米；万元工业增加值的用水量下降 30%，农业灌溉用水系数从目前的 0.47 上升到 0.52；工业区排水达标率从 41%上升到 60%。**

**图 2 我国水资源总量与用水总量（2002-2009）**



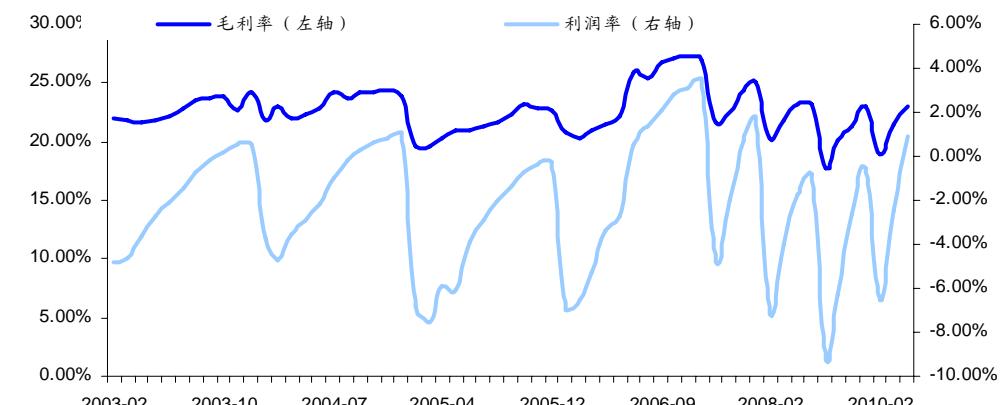
资料来源：国家统计局、海通证券研究所

### 3. 各子行业发展关注重点不同

**原水：**兼顾流域开发与水源地保护。“十二五”期间，为了实现节能减排的目标，水力发电将再进入一个集中开发周期，尤其是以流域开发大型水电站为开发重点。但是，由于流域开发所带来的生态、以及水质影响也不容忽视。因此，可以预见的是，未来在水电项目建设中对于移民安置以及环境补偿等建设成本将日益提升，同时，水资源费的征收也将日益严格。

**供水：**水价改革难点还在定价机制。由于河流污染、用电成本上升等原因导致原水处理成本提升，加之水资源费的征收，供水行业的总体经营效益并不理想，而 2009 年全国一轮水价上涨，使得这一情况略有改善。但是水价改革并不等同于简单的上调水价，关键在于根据企业的实际成本给予一定的合理回报。而如何测算企业的合理成本，在促进其提高内部运行效率的同时，也进一步鼓励企业提升服务质量，是未来定价机制改革中需要重点关注的。

**图 3 我国供水企业毛利率、利润率（2003-2010）**

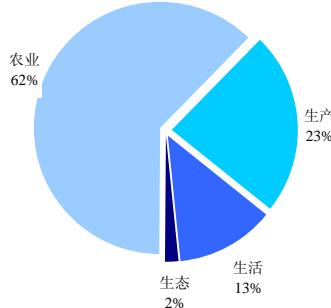


资料来源：国家统计局、海通证券研究所

**节水：**农业节水大有可为。从目前来看，农业用水占到全部用水量的 60%以上。基于对水资源利用的总量控制，在经济社会发展所带来的粮食需求持续攀升、以及城镇化以来居民生活用水的快速提升的背景下，提高农业用水效率将是必然

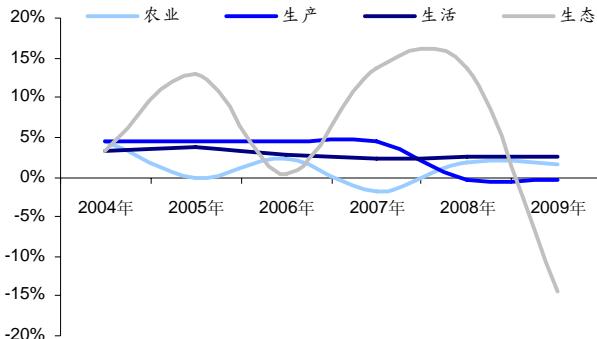
的选择。在日前今冬明春农田水利基本建设目标中，也强调要加大中型灌区节水改造，大力推广节水灌溉技术。相关的技术研发、以及设备制造企业将从中受益。

**图 4 我国用水结构 (2009)**



资料来源：国家统计局、海通证券研究所

**图 5 我国各领域用水增速 (2004-2009)**



资料来源：国家统计局、海通证券研究所

**排水：供排回收一体化持续推进。**由于区域管网的垄断性和公益性，未来将进一步强化政府在该领域建设的主导地位。同时，为了实现城镇水资源的综合利用及管理，供水、排水、回收再利用一体化势在必行。2010年，四川省、甘肃省、以及江西省南昌市、河北省石家庄、云南省昆明市等多个省市均实现了水务一体化。目前，已经实现一体化的地区达到70%。在进一步推进的过程中，部分区域性的运营企业将存在一定的地区整合可能。

**污水处理：MBR 及污泥处理技术关注度较高。**目前市场较多关注的是城市污水处理市场，而在本次高峰论坛上有专家指出，未来农村市场的污水处理规模也相当庞大。近期环保部就将陆续出台一系列技术法规《农村生活污染防治技术政策》《发展报告》、《最佳可行技术指南 (BAT)》、《工程技术文件》，以推广各类适合农村情况的污水处理技术。另一方面，在污水处理技术中，受关注度最高的还是膜生物反应器 (MBR)。从现场的交流结果来看，国外厂商所生产的膜元件及组件在质量和技术研发领域仍明显领先于国内企业。同时，值得一提的是，为解决大量污水处理项目上马后对污泥管理不善所造成的二次污染问题，国内众多科研院所都在做进一步研究，目前来看，干化焚烧仍是最为可行的办法。

#### 4. 成长为先，建议关注：大禹节水、兴蓉投资、国中水务、首创股份

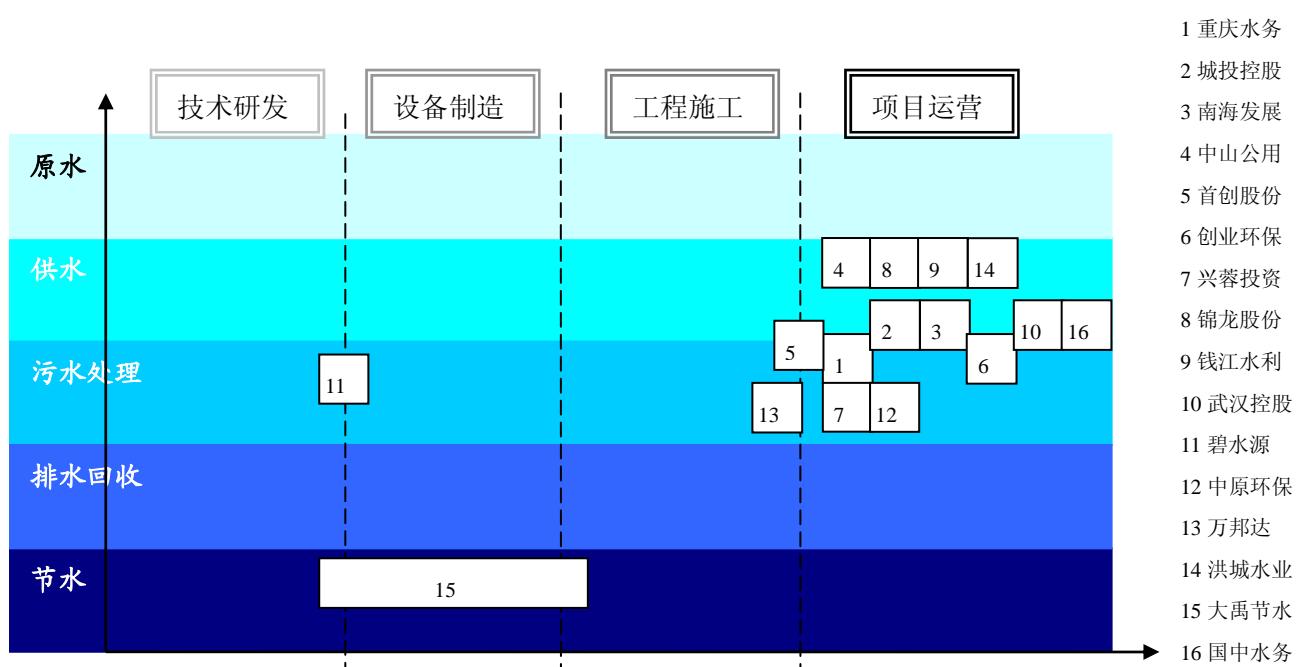
**“十二五”水务投资加大，市场规模超过万亿。**适逢“十二五”开局之际，未来水务行业将陆续出台包括《全国城镇污水处理及再生利用设施“十二五”建设规划》、《“十二五”水污染防治规划》，同时，其将作为节能环保的子行业被纳入国家有关部门正在制定的《战略性新兴产业发展规划》《环境保护“十二五”规划》，外部扶持政策仍将持续。

根据行业协会预测，2011-2015年期间，我国城市供水行业的投资需求为2200亿元、城市污水处理行业的投资需求为7000亿元（包括污泥处理处置投资1500亿元）、污水再生利用投资为300亿元，同时，考虑到农村饮用水、以及污水治理领域至少需要投资千亿元资金。因此，“十二五”期间，水务领域的投资规模将超过1万亿元。

**我们建议关注充分分享行业成长的细分领域龙头。**目前水务相关的上市公司共有16家，其中，80%的企业分布在供水及污水处理的运营领域。其盈利成长性主要体现在规模扩张及水价的提升，但在09年全国普遍一轮水价上调，加之，目前国内通胀水平较高，短期内水价再次调整的难度较大。因此，主要关注的还是项目运营类公司的规模扩张能力。目前国内水务运营市场主要还是地方割据，因此，我们相对更看好两类运营型公司的成长性，一类受益于地方水务一体化整合，如兴蓉投资和国中水务；另一类是公司综合经营能力较强，异地扩张已有成功范例，如：首创股份。

在非项目运营类的公司中，我们建议关注从事农业节水行业的大禹节水。作为涵盖技术研发、设备制造和工程施工的一体化服务商，公司的综合竞争优势在行业内较为明显。而近年来大量异常气候频繁出现，滴灌技术对于农业生产的重要性日益凸显。作为一个巨大市场中的先发进入者，大禹节水的未来成长空间值得期待。

图 6 A股上市水务类公司所处行业分布



资料来源：海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

陆凤鸣：公用事业行业分析师

白瑜：公用事业行业助理分析师

覆盖上市公司：深圳能源、穗恒运、粤电力、皖能电力、建投能源、宝新能源、漳泽电力、九龙电力、华能国际、上海电力、华电国际、广州控股、金山股份、申能股份、通宝能源、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、大禹节水。

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

#### 公司评级

**买入：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

**增持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

**中性：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

**卖出：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

**中性：**我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。