

# 成都市兴蓉投资股份有限公司

## 收购成都市自来水有限责任公司项目可行性分析报告

为完善供排水一体化的业务构架，形成自来水业务与污水处理业务联动，进一步丰富成都市兴蓉投资股份有限公司（以下简称“公司”）的收入来源，提高公司的经营业绩，增强公司抗风险能力，巩固公司在行业中的地位，实现从地方性水务运营商向全国性综合环保服务商的转变，成为西部乃至全国最受尊敬、最具影响力的现代大型环保企业之一的战略目标，公司拟通过非公开发行股票募集资金向控股股东成都市兴蓉集团有限公司（以下简称“兴蓉集团”）收购其下属全资子公司成都市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）100%的股权。本次收购采取协议定价，以经国有资产监督管理部门备案的资产评估结果为基础，结合交割审计结果确定。

### 一、自来水公司基本情况

公司名称：成都市自来水有限责任公司

公司类型：有限责任公司（法人独资）

注册地址：成都市蜀都大道十二桥路

公司设立日期：2005年6月28日

注册资本：10亿元

公司法定代表人：谭建明

营业执照：510100000083178

税务登记证：510105201907637

组织机构代码证：20190763-7

主营业务：自来水的生产和销售，供水管网的设计、施工和安装。

目前，自来水公司共有七家下属单位，包括四家分公司—郫县分公司、犀浦

分公司、天回分公司及水质监测站；两家全资子公司--成都市供水工程设计院、成都沃特地下管线探测有限责任公司；一家控股子公司--文昌市清澜供水开发有限公司。

## 二、自来水公司最近一年及一期的经营情况

单位：万元

项目	2010年1~9月	2009年度
营业收入	70,310.67	83,100.54
营业利润	11,974.88	-33.22
利润总额	15,096.23	16,089.70
归属于母公司股东的净利润	12,685.15	13,153.74

根据上表数据显示，自来水公司2009年以前盈利能力较弱，经营业绩一般，主要是因为：

第一，水价形成机制不合理，未充分反映经营成本的变化。成都市自来水价格一直以来在西部五省省会城市中居于较低水平，且水价调整不及时、相对滞后，自2005年4月调整以来，到2009年底一直未做调整，期间随着原水费、制水材料、电力等供水成本的不断攀升以及新增管网固定资产折旧的增加，自来水公司经营压力不断加大，导致自来水公司盈利能力较差，政府主要采取政府补助的形式对低水价进行补贴，未能形成水价与供水成本价格变动的联动机制，水价的市场化程度不高，定价原则未遵循“弥补成本、合理利润”的市场化原则，不能充分弥补自来水公司的成本费用，并实现合理利润水平。

第二，向成都市自来水六厂B厂（成都通用水务-丸红供水有限公司）BOT项目购水导致收入和成本倒挂，出现了一定的非市场化亏损。依据成都通用水务-丸红供水有限公司与成都市政府的《BOT协议》之约定，丸红公司为成都市自来水六厂B厂BOT项目实施主体，自来水公司作为成都市政府指定的购水人，自2002年8月11日起至2017年8月10日每年向成都通用水务-丸红供水有限公司采购一定数量的净水，转售给终端用户，按照《BOT协议》，自来水公司要以较高的价格采购净水，自来水公司采购的净水价格加上售水环节费用及输配水过程中管网损耗的成本高于自来水公司出售该部分净水的价格，导致自来水公司收入与成本倒挂，履行《BOT协议》出现了一定的非市场化亏损。

### 三、自来水公司的盈利预测情况及未来盈利前景分析

#### (一) 自来水公司的盈利预测情况

自来水公司编制的盈利预测报告业经信永中和审计并出具了《盈利预测审核报告》(XYZH/2010CDA2013-2)，盈利预测的主要数据情况如下：

单位：万元

项 目	已实现数		预测数		
	2009 年度	2010 年 1-9 月	2010 年 10-12 月	2010 年度	2011 年度
一、营业收入	83,100.54	70,310.67	24,643.88	94,954.55	107,432.59
减：营业成本	70,717.87	44,874.91	16,046.98	60,921.90	62,070.08
营业税金及附加	1,391.33	970.91	257.32	1,228.22	1,236.91
销售费用	4,268.89	3,071.41	1,346.32	4,417.73	5,123.83
管理费用	4,676.90	3,441.26	1,725.92	5,167.18	5,423.41
财务费用	1,893.66	6,067.96	1,604.77	7,672.73	4,922.73
资产减值损失	2,460.19	583.96	257.67	841.63	1,467.44
加：公允价值变动收益	1,693.02	-438.86	-	-438.86	-
投资收益	582.06	1,113.49	-	1,113.49	-
二、营业利润	-33.22	11,974.88	3,404.89	15,379.77	27,188.19
加：营业外收入	16,226.61	3,142.58	-	3,142.58	-
减：营业外支出	103.69	21.23	-	21.23	-
三、利润总额	16,089.70	15,096.23	3,404.89	18,501.12	27,188.19
减：所得税费用	2,533.82	2,403.70	420.12	2,823.82	4,128.72
四、净利润	13,555.88	12,692.53	2,984.77	15,677.30	23,059.47
归属于母公司股东的净利润	13,153.74	12,685.15	2,980.69	15,665.84	23,044.52

#### (二) 自来水公司的未来盈利前景分析

自来水公司的未来发展明朗，盈利前景可期，主要分析如下：

第一，自来水价格的持续上调将大幅提升自来水公司的盈利能力。近年来，国家加大了水价改革的力度，《水利工程供水价格管理办法》、《关于推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》等文件相继出台，水的资源性、稀缺性特点凸现，城市供水价格的逐步上调成为大势所趋。根据 1998 年 9 月国家计委和建设部共同印发的《城镇供水价格管理办法》，供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率 8%~10%，自来水公司的盈利能力远低于供水企业合理的盈利水平。随着国家对水资源稀缺性认识以及水务行业市场程度的提高，通过提高水价

等措施来合理分配和使用水资源已成为解决水资源危机的核心思路，鉴于此，成都市中心城区居民生活用水和特种用水价格实施了调整，其中居民生活用水采取两年分步调整到位的方式，从2010年6月1日起，上调了中心城区居民生活用水价格和特种用水价格，其中居民生活用水由1.35元/吨上调至1.70元/吨，从2011年1月1日起，居民生活用水价格再上调一次，由1.70元/吨上调至1.95元/吨。在原水费、制水材料、电力等成本不发生变化的情况下，提高水价将增加自来水公司收入，但并不影响公司的主营业务成本及三项费用，仅需增加缴纳增值税及少量营业税、城建税等税金及附加，水价的上调将大幅提升自来水公司的盈利能力，使自来水公司的盈利能力回归到行业合理利润水平范围内，逐步建立以合理利润目标为导向的市场运作机制。

第二，人口的增长以及供水区域的扩大将为自来水公司未来盈利前景提供有力保障。近年来，成都市城市化进程加快，用水量明显提高，自来水供应需求旺盛。目前，自来水公司供水能力为178万立方米/日，为成都市外环路以内的中心城区（一圈层）提供自来水供应服务，供水面积超过300平方公里，用水人口约400万人。根据《成都市供水规划》提出的“覆盖一圈层、辐射二圈层、指导三圈层”的统筹区域供水体系，成都市将按照水源水系及地理环境特征确定供水区域，在多个区市县的行政区域内，打破城乡二元结构，自来水公司作为大规模生产、工艺先进、成熟、稳定的水厂，出厂水质可靠、较为优良，不仅负责城市供水，未来还应当向城镇、农村供水。在该体系下，一圈层完全采用集中供水；二圈层的新都、青白江、龙泉、温江、双流、郫县由一圈层和当地联合供水，规划同时要求对于目前水源较差或保证率不高的二圈层各区县及地处三圈层的新津，不再建设新水厂，也不再对现有水厂进行大规模扩建，城镇小型水厂远期逐渐关闭。在统筹区域供水体系下，自来水公司的自来水供应实现了区域的拓展，自来水需求从中心城区拓展到了二圈层的四区两县，且随着中小型水厂未来的关闭，市场对公司的自来水供应需求将逐步增加，根据《成都市供水规划》，到2020年二圈层四区两县的日供水量将由目前的41.45立方米/日增长到85.69立方米/日，年均复合增长率将达8.4%。此外，根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，我国供水行业将长期保持稳定增长，到2030年城市供水需求年均复合增长率将达4.3%，随着公司“三步走”战略的实施，在供排水一体化

水务集团打造成功的基础上，不断拓展异地水务市场，实现跨区域发展将成为公司战略发展的必然，这将使公司分享到全国其他地区持续增长的供水需求。因此，自来水公司未来的供水量将随着人口的持续增长以及供水区域的扩大保持稳定上升的趋势，未来盈利前景广阔。

第三，自来水公司市场化盈利能力的还原将节约其运营成本并确保获取合理利润。自来水公司作为国有控股100%的企业，历史上企业经营与政府职能边界不清晰，过去承担了购买BOT项目净水的非市场化的亏损。根据2010年8月8日成都市人民政府与自来水公司签署的《BOT补充协议》，明确将BOT净水购水主体还原为了成都市政府，自来水公司仅作为指定人代政府支付相应的购水款项，自来水公司作为完全面向市场独立自主经营的市场主体，不再代政府承担相应的高价购水义务。同时，成都市政府与自来水公司于2010年8月6日签订的《供水特许经营权协议》明确了水价的确定原则为水费的收取额应足以覆盖供水业务的合理成本+税金及法定规费+合理利润。前述协议的签署使自来水公司运营成本得以节约，并确保自来水公司通过市场化的运作获得合理的利润，未来盈利前景更加明朗。

#### 四、自来水公司的评估情况及定价合理性分析

##### （一）自来水公司的评估情况

根据四川华衡资产评估有限公司对自来水公司截至2010年9月30日的资产状况出具的《评估报告》[川华衡评报(2010)116号]（兴蓉集团正在就评估结果履行国资备案程序），自来水公司股东权益账面价值162,744.97万元，采用成本法的评估价值190,934.28万元，增值额28,189.31万元，增值率17.32%；此外，本次评估还采用收益法对该评估结果进行了验证，在收益法下，自来水公司的净资产价值评估值为195,970.73万元。两种方法评估结果相比，相差5,036.45万元，差异率为2.64%。

基于以下原因，本次评估选用成本法的结果作为最终评估结果：

1、自来水公司未来收入及资本性支出预测的不确定性：水量供应的增长依赖于管网建设，但管网建设与城市发展进程、城市规划等密切相关。一方面，管网是否配套，直接影响到自来水供应量的大小，导致预测的水量可能和实际存在

差异，对收入预测带来较大影响；同时，对管网建设的资本性支出金额、支出时间带来一定不确定性，对评估结果带来影响。

2、未来成本预测的不确定性：在自来水公司的付现成本中，管网维护费占较大比例，但每年管网维护费的支出受管网损坏等偶然事件的影响，预测期管网费用的支出水平是在历史数据基础上进行的调整和估计，仍然可能和实际情况存在差异，成本的预测具有一定不确定性。

3、预测期选取的折现率具有不确定性：因国际金融危机对我国宏观经济产生较大影响，未来经济环境中不确定因素增多，国家财政政策和货币政策处于调整中。本次评估收益法对资金成本的预测基于评估基准日的政策条件下，鉴于评估师专业能力的限制，无法对未来利率水平走向给予准确的判断，对资金成本和折现率的预测带来影响。

4、收益法预测是建立在诸多假设基础上的，若假设的事项和未来发生的事项如存在不一致的情况，将对评估结果产生重大影响。

最终评估结果如下表所示：

单位：万元

项目	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
	A	B	C=B-A	D=C/A×100
流动资产	106,549.45	106,700.69	151.24	0.14
非流动资产	255,411.41	283,449.48	28,038.07	10.98
其中：长期股权投资	2,636.35	4,422.18	1,785.83	67.74
固定资产	225,224.95	246,146.79	20,921.84	9.29
在建工程	9,378.30	9,298.01	-80.29	-0.86
无形资产	16,875.89	22,286.58	5,410.69	32.06
递延所得税资产	1,295.93	1,295.93	-	-
<b>资产总计</b>	<b>361,960.86</b>	<b>390,150.17</b>	<b>28,189.31</b>	<b>7.79</b>
流动负债	81,307.20	81,307.20	-	-
非流动负债	117,908.69	117,908.69	-	-
<b>负债合计</b>	<b>199,215.89</b>	<b>199,215.89</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>股东权益</b>	<b>162,744.97</b>	<b>190,934.28</b>	<b>28,189.31</b>	<b>17.32</b>

自来水公司资产评估增值的主要原因是非流动资产评估增值所致，主要为固定资产、无形资产评估增值，分别评估增值20,921.84万元、5,410.69万元，固定资产评估增值主要为房屋建筑物、构筑物及其他辅助设施、管道及沟槽等评估增值，无形资产评估增值均为土地使用权评估增值所致。

## 1、固定资产

固定资产采用成本法评估，评估增值主要是评估基准日的建材价格及人工工资较建设期的建材价格及人工工资提高，及评估和企业会计采用的经济寿命年限有所区别，从而导致评估值增加。固定资产账面价值225,224.95万元，评估价值246,146.79万元，评估增值20,921.84万元，增值率为9.29%；其中，房屋建筑物账面价值8,101.70万元，评估值为12,614.22万元，评估增值4,512.53万元；构筑物及其他辅助设施账面价值17,816.19万元，评估值为21,848.81万元，评估增值4,032.62万元；管道及构槽账面价值182,663.78万元，评估值为192,972.26万元，评估增值10,308.48万元。

## 2、无形资产——土地使用权

土地使用权采用成本法与基准地价修正法对自来水公司土地进行评估。自来水公司土地使用权共计23宗，土地面积共409,893.72平方米，原始入账价值17,001.08万元，账面价值16,666.89万元，评估值为22,077.58万元，评估增值5,410.69万元，评估增值率为32.46%，主要是自来水公司实际取得和控制土地时间较早，早期拆迁补偿、安置费用较低，加上交纳的土地出让金，土地实际发生的成本相对较低，而在评估基准日土地基准地价或重置成本高于账面价值，故导致土地评估增值。

## （二）自来水公司的定价合理性分析

本次拟收购的标的资产为成都市自来水有限责任公司100%的股权，以2010年9月30日作为评估基准日，标的资产评估价值为190,934.28万元，2010年度盈利预测归属于母公司股东的净利润为15,665.84万元，市盈率为12.19倍；其对应的2010年9月30日归属于母公司股东的净资产为162,931.13万元，市净率为1.17倍。

目前，国内A股市场主要从事自来水供应业务的可比上市公司如下：

公司名称	股票代码	股价（元/股）	动态市盈率	市净率
重庆水务	601158	7.36	26.29	3.42
钱江水利	600283	11.53	28.83	3.35
南海发展	600323	16.94	47.06	4.52
洪城水业	600461	14.12	75.91	4.00

武汉控股	600168	9.13	28.53	2.57
<b>均值</b>			41.32	3.57

注：股价为各可比上市公司 2010 年 9 月 30 日收盘价，每股净资产为各可比上市公司 2010 年 6 月 30 日每股净资产，每股收益由各可比上市公司 2010 年半年度每股收益年化处理后计算而来。

由上表可知，若参照同行业可比上市公司平均市盈率对标的资产进行估值，则本次交易标的资产的估值应为 647,312.51 万元，而本次标的资产的定价为 190,934.28 万元，远低于前述可比情况的市盈率法估值，从市盈率法估值的角度，本次交易对标的资产的定价是合理的；若参照同行业可比上市公司平均市净率对标的资产进行估值，则本次交易标的资产的估值应为 581,664.13 万元，而本次标的资产的定价为 190,934.28 万元，远低于前述可比情况的市净率法估值，从市净率法估值的角度，本次交易对标的资产的定价是合理的。

## 五、本次收购的可行性及必要性

### 1、顺应水务行业市场化改革，实现集团公司优质水务资产整体上市

近年来，水务行业的市场化改革步伐加快，《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》、《市政公用事业特许经营管理办法》以及《成都市人民政府特许经营权管理办法》等一系列国家和地方的法律、法规的颁布对水务行业市场化改革形成了强有力的制度保障，成都市政府也大力支持成都水务行业的市场化改革，以不断提高效率、增强行业竞争力。排水公司已与成都市政府签订了《排水特许经营权协议》，成为真正面向市场经营的责任主体，符合中国水务行业市场化改革的发展潮流和变化趋势。本次非公开发行拟收购的自来水公司，于 2010 年 8 月 6 日与成都市政府签订了《供水特许经营权协议》，该特许经营权协议的签署为自来水公司实现充分市场化经营提供了良好的外部环境和条件，将为公司后续发展和经营业绩的提升起到重要的推动和促进作用，本次自来水公司注入上市公司后，自来水公司将由 100% 国有经济成份变为国有相对控股，产权结构的多元化、治理结构的完善也将对自来水公司未来市场化经营产生深远的影响。

2009 年排水公司注入上市公司时，兴蓉集团旗下的自来水供应相关资产未进入上市公司，存在优质水务资产分割于兴蓉集团和上市公司的格局，公司供排水

一体化的业务构架尚不完善，不利于发挥排水资产与供水资产的协同效应，不利于统筹规划、统一实施“成都市中心城水环境综合整治工程”。本次非公开发行股票募集资金用于收购兴蓉集团旗下的自来水公司，符合中国证监会倡导的通过注入优质资产实现整体上市，以做大做强上市公司、提升上市公司质量的监管理念和政策导向。

## 2、打造供排水一体化水务集团，为实现公司发展战略打下坚实基础

公司制定的发展战略目标为“逐步实现公司从地方性水务运营商向全国性综合环保服务商的转变，使公司成为西部乃至全国最受尊敬、最具影响力的现代大型环保企业之一”。为实现公司的发展战略目标，公司拟采取三步实施、梯次推进的方式：第一步为打造供排水一体化水务集团；第二步为不断拓展异地水务市场，实现跨区域发展；第三步为产业链条纵向发展，构建以水务产业为核心的完整环保产业链。其中，第一步是后两步的基础和前提，只有实现了集团公司旗下供排水业务的整体上市，才能为公司跨区域发展以及最终成为最具影响力的现代大型环保企业打下坚实的基础。

公司目前的主营业务仅为污水处理业务，主营业务相对单一，抗风险能力较弱，不考虑未来业务的异地扩张，利润增长的驱动因素仅限于未来污水处理量的增加以及污水处理费的上涨。本次非公开发行收购自来水公司 100%的股权，将使公司产业链延伸至自来水供应领域，增加公司新的利润来源和业绩成长的驱动因素，使公司能够享受未来供水区域扩大、供水量增加以及自来水水价上涨所带来的收益，增强公司后续发展动力，在供排水一体化的业务构架下，自来水供应业务与污水处理业务将形成协同效应，增强规模优势，并在此基础上将上市公司打造成为兴蓉集团体系内产业运作和产业整合的唯一平台，为实现公司最终战略目标打下坚实的第一步。

## 3、自来水公司未来盈利前景可期，本次收购将增厚公司每股收益，为股东带来更好的回报

自来水公司未来的盈利增长，主要来自于供水需求的持续增长以及自来水销售价格的逐步上调两方面。

供水需求方面，随着现有供水区域的内生式增长、成都市范围内供水区域扩

大带来的外延式增长以及异地扩张带来的外延式增长，公司将以不断分享供水需求增长带来的业绩增长。

自来水销售价格方面来看，随着水务行业市场化改革的大力推进，水价的市场化定价成为水务市场化改革的核心环节，通过放松价格管制以体现其资源性、商品性特征，水价的长期持续上涨成为必然结果，未来城市供水价格将保持逐步上调的大趋势不变，水价逐步上调将提升公司的盈利能力。

根据信永中和会计师事务所有限责任公司出具的《盈利预测审核报告》（XYZH/2010CDA2013-2），自来水公司2010年预计将实现归属于母公司股东的净利润15,665.84万元，2011年预计将实现归属于母公司股东的净利润23,044.52万元，本次收购实现后，公司的经营业绩将大幅提升，增强公司稳健经营能力。

## 六、结论

通过以上分析可知，随着水务行业的市场化改革步伐加快，成都市供水需求的持续增长以及自来水销售价格的逐步上调，自来水公司具有良好的发展前景。本次收购自来水公司将完善公司供排水一体化的业务构架，形成自来水供应业务与污水处理业务的协同效应，增强规模优势，增强公司后续发展动力，为实现公司最终战略目标打下坚实的基础。

成都市兴蓉投资股份有限公司

董 事 会

二〇一〇年十月十一日