公司简评研究报告 *ST 清洗（000598.SZ）► 2010 年 4 月 23 日

新收购水厂增厚 EPS 0.03 元

推荐 维持评级

分析师：冯大军 ✉: fengdajun@chinastock.com.cn ☎: 010-66568837 执业证书编号：S0130110014638

1. 事件

*ST 清洗 4 月 23 日发布并购公告：为进一步促进公司主营业务的发展，加大开拓市场的力度，发掘并形成公司新的利润增长点，经与兰州市城乡建设局洽谈协商，排水公司拟设立全资子公司，该全资子公司将按照 4.96 亿元的价格以 TOT(转让-经营-转让)方式获授污水处理服务的特许经营权并运营兰州市七里河安宁污水处理厂。

2. 我们的分析与判断

我们对新收购水厂的盈利预测，主要是基于以下分析：

（1）兰州市七里河安宁污水处理厂的设计规模为日处理污水 20 万吨，2009 年 12 月处理流量为 16 万吨/日，特许经营期为 30 年。污水处理价格确定方式：特许经营期内，首期（前两个经营年）的污水处理服务价格为 0.8 元/吨，从运营期第三个年度开始对污水处理服务费价格每二年进行一次调整。特许经营期内，如污水供应量小于基本水量，则按基本水量结算污水处理费；若实际处理污水量大于等于基本水量，则实际处理污水量超过基本水量的部分为超额水量，按基本水量和超额水量分别结算污水处理费，超额水量的污水处理价格为基本水量污水处理价格的 40%，不同年份的基本水量见新厂盈利预测表。新水厂第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。

（2）参照成都排水公司和其它水务上市公司污水处理厂的运行情况，我们假设新收购水厂污水处理成本为 0.3 元/吨，未来污水处理单价和成本的增长率均为 10%，营业费用率为 20%。

表 1：新收购水厂盈利预测表

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
设计污水处理能力（万吨/日）	20	20	20	20	20	20	20	20	20
实际污水处理能力（万吨/日）	16	17	18	19	20	20	20	20	20
单位污水处理价格（元/吨）	0.8	0.8	0.88	0.88	0.97	0.97	1.06	1.06	1.17
单位污水处理成本（元/吨）	0.3	0.3	0.33	0.33	0.36	0.36	0.40	0.40	0.44
基本水量（万吨/日）	13	13	15	15	17	17	19	19	20
基本水量收入（万元）	3796	3796	4818	4818	6006	6006	7384	7384	8550
超额水量收入（万元）	350	467	385	514	424	424	155	155	0
污水处理收入（万元）	4146	4263	5203	5332	6430	6430	7540	7540	8550
污水处理成本（万元）	1752	1862	2168	2289	2650	2650	2915	2915	3206
营业毛利率	57.75%	56.34%	58.33%	57.08%	58.79%	58.79%	61.34%	61.34%	62.50%
营业费用率	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
所得税率	0	0	0	12.50%	12.50%	12.50%	25%	25%	25%
净利润（万元）	1565	1549	1995	1577	2012	2012	1609	1609	1924
股本（万股）	46203	46203	46203	46203	46203	46203	46203	46203	46203
每股收益（元）	0.03	0.03	0.04	0.03	0.04	0.04	0.03	0.03	0.04

资料来源：中国银河证券研究所

3. 投资建议

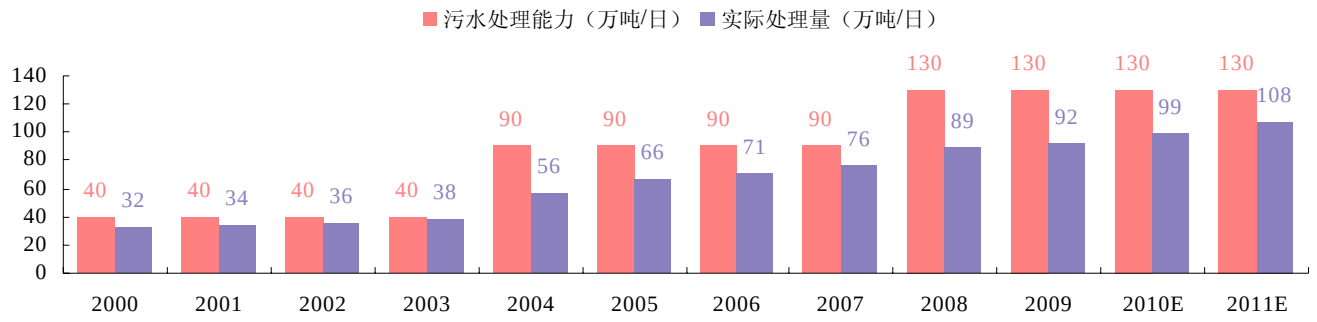
公司外延扩张开始，未来发展空间无限。我们预测本次新收购水厂将给 EPS 增厚 0.03 元，预测公司 2010-2011 年的营业收入分别为 5.8 亿元、6.4 亿元，EPS 分别为 0.53 元和 0.67 元，对应市盈率分别为 34.2X、27.0X。虽然现阶段公司内生性增长价值已经反映在了股价之中，但是外延扩张和资产注入有望带来超预期的业绩增长和股东回报率，同时考虑到公司的高成长性和弱周期性，我们认为可以给予公司一定的溢价空间，继续维持“推荐”投资评级。

表 2：排水公司成都市下属污水处理厂

水厂	处理能力（万吨/日）	投产时间	处理技术
一厂（成都市第一污水处理厂）	一期 10，二期 30	一期 1991 年，二期 1999 年	传统活性污泥法，A/O/E 二级生化处理
二厂（成都市第二污水处理厂）	30	2004 年	改良型 A2/O 活性污泥法
三厂（成都市第三污水处理厂）	10	2004 年	改良型 A2/O 活性污泥法
四厂（沙河污水处理厂）	10	2004 年	改良型 A2/O 活性污泥法+D 型滤池三级处理
武侯污水处理厂	10	2008 年	改良型 A2/O 功能活性污泥法+纤维滤池三级处理
天回污水处理厂	10	2008 年	改良型 A2/O 功能活性污泥法+纤维滤池三级处理
龙潭污水处理厂	10	2008 年	改良型 A2/O 功能活性污泥法+纤维滤池三级处理
江安河污水处理厂	10	2008 年	改良型 A2/O 功能活性污泥法+纤维滤池三级处理

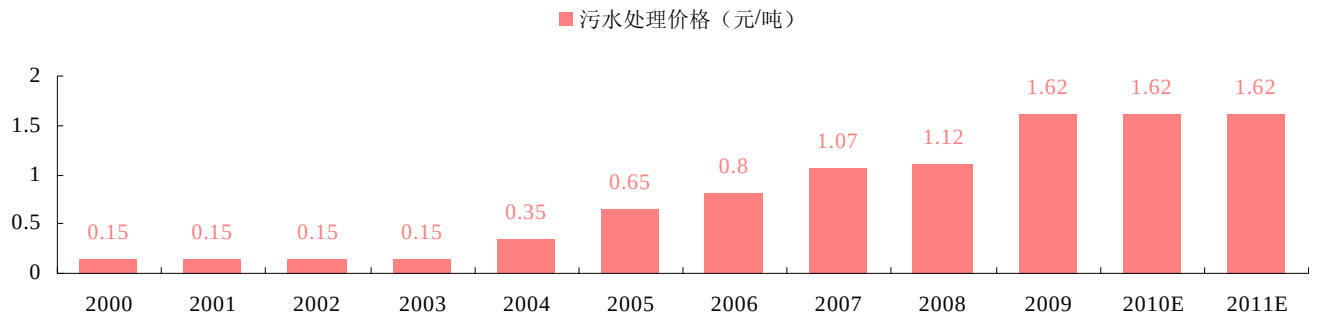
资料来源：中国银河证券研究所

图 1：排水公司成都市污水处理能力与实际处理量逐年递增



资料来源：中国银河证券研究所

图 2：排水公司成都市污水处理价格逐年增加



资料来源：中国银河证券研究所

表 3：成都排水（000598）财务报表预测

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	472	360	569	753	952
应收票据	0	0	0	0	0
预付款项	109	35	50	64	77
其他应收款	2	24	35	38	42
存货	2	2	2	2	2
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	3014	1315	1178	1146	1119
在建工程	197	66	38	34	42
无形资产	391	383	346	308	271
长期待摊费用	1	1	0	0	0
资产总计	4189	2186	2218	2346	2505
短期借款	0	30	0	0	0
应付账款	8	131	112	94	80
预收款项	0	0	0	0	0
应交税费	9	14	14	15	16
其他应付款	611	479	503	528	555
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	118	110	120	130	140
预计负债	0	0	0	0	0
负债合计	1134	1150	1135	1153	1177
股东权益合计	3055	1036	1083	1192	1328

现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	42	51	193	246	310
折旧与摊销	0	0	103	105	107
经营现金流	166	238	284	347	418
投资现金流	-405	-489	-8	-28	-48
融资现金流	570	139	-67	-135	-171
现金净变动	331	-111	209	184	199
期初现金余额	0	472	360	569	753
期末现金余额	331	360	569	753	952

利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	298	362	531	584	637
营业成本	240	274	287	280	261
营业税金及附加	0	0	1	1	1
管理费用	5	11	17	18	20
财务费用	2	18	11	9	7
资产减值损失	0	1	0	0	0
投资收益	0	3	3	3	3
营业利润	51	61	219	280	352
税前利润	51	61	219	280	352
减：所得税	9	10	26	34	42
净利润	42	51	193	246	310
母公司净利润	42	51	193	246	310
基本每股收益	0.09	0.11	0.42	0.53	0.67
稀释每股收益	0.09	0.11	0.42	0.53	0.67

财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性					
营收增长率		21.4%	46.6%	10.0%	9.1%
EBIT 增长率		44.8%	196.8%	25.4%	24.7%
净利润增长率		21.1%	280.2%	27.7%	25.9%
盈利性					
销售毛利率	19.6%	24.3%	46.0%	52.0%	59.0%
销售净利率	14.0%	14.0%	36.3%	42.1%	48.7%
ROE	1.4%	4.9%	29.4%	32.2%	34.4%
ROIC	1.37%	5.45%	25.83%	28.06%	30.10%
估值倍数					
PE	150.2	122.9	32.2	25.5	20.2
P/S	16.8	13.8	9.4	8.6	7.9
P/B	1.6	4.8	7.7	6.6	5.6
股息收益率	10.0%	0.1%	0.7%	2.7%	3.5%
EV/EBITDA	88.1	62.6	13.8	11.3	9.1

资料来源：公司数据，中国银河证券研究所（注：盈利预测以置入资产成都市排水有限责任公司为依据）

DCF 估值与目标价位

表 4：成都排水（000598）DCF 折现模型

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	22715	28489	35537	40740	48856	55318	62616	70857	80161	90663
所得税	2726	3419	4264	6111	7329	8298	9392	10629	12024	13599
NOPLAT	6400	19989	25070	31272	34629	41528	47020	53224	60228	68137
营运资金净变动	4116	-2013	-939	-277	885	1682	1497	1492	1478	1455
资本支出	-1100	-3100	-5100	-6100	-5100	-2100	-2100	-2100	-2100	-2100
自由现金流	27149	31519	36645	40480	49489	58018	64391	71535	79563	88582

WACC	10.07%	Ke	13.3%
永续增长率	1.0%	Kd	7.5%
终值	36943	t	16.4%
企业价值	796231	Rf	4.5%
非核心资产价值	92918	E(Rm)	10.0%
债务价值	11952	Rm-Rf	5.5%
股权价值	784280	D/A	2.3%
股本	46203	E/A	97.7%
每股价值	16.94	Beta	1.6

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	8.57%	19.12	19.78	20.52	21.36	22.34
	9.07%	17.99	18.55	19.18	19.89	20.70
	9.57%	16.99	17.47	18.01	18.61	19.29
	10.07%	16.09	16.51	16.94	17.48	18.06
	10.57%	15.29	15.65	16.05	16.49	16.98
	11.07%	14.56	14.87	15.22	15.60	16.03
	11.57%	13.90	14.18	14.48	14.81	15.18

资料来源：公司数据，中国银河证券研究所（注：盈利预测以置入资产成都市排水有限责任公司为依据）

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908