

## 业绩符合预期，外延扩张开始

推荐 维持评级

分析师: 冯大军 邮箱: [fengdajun@chinastock.com.cn](mailto:fengdajun@chinastock.com.cn) 电话: 010-66568837 执业证书编号: S0130110014638

## 1. 事件

\*ST 清洗 4 月 27 日公布了 2010 年一季度业绩报告, 公司本次业绩是以置入资产成都市排水有限责任公司为依据。2010 年一季度公司实现营业收入 1.39 亿元, 同比增加 4.62%; 归属于上市公司股东的净利润 5278 万元, 同比增加 2.82%; 基本每股收益 0.13 元, 同比减少 23.53%, 按照增发前 3.02 亿股本计算, 摊薄每股收益为 0.17 元。

## 2. 我们的分析与判断

我们认为公司未来业绩将保持高速增长, 主要基于以下分析:

(1) 内生性增长加快。成都市城市规模发展较快, 但是配套的供水管网、排水管网建设相对滞后, 污水收集率不高影响了排水公司的产能利用率。污水处理成本中固定资产折旧的比重较高, 提高产能利用率可以有效降低污水单位处理成本、实现规模效应。随着成都市中心城区排水管网建设的不断完善, 污水收集率会不断提升, 公司盈利能力将不断增加, 我们预计产能利用率的年均复合增长率至少有 3%。

(2) 外延式扩张开始。公司近日公告: 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, 并运营设计规模为 20 万吨/日的兰州市七里河安宁污水处理厂, 这标志着公司迈出了业务异地扩张的第一步, 我们预测该水厂收益将使 EPS 至少增加 0.03 元。根据成都市人民政府 2008 年颁布的《关于加强全市城镇污水处理厂建设和管理的实施意见》中的相关要求, 2010 年底前中心城区污水处理率达到 90% 以上, 郊区(市)县城镇污水处理率达到 70% 以上, 并实现中心城区污水收集率达到 95% 以上, 成都市中心城区现有产能无法满足远期需求, 随着成都市城市化进程的不断加快, 公司的污水处理业务规模将不断扩张, 我们预计产能将至少保持 4% 的增长率。

(3) 水价上涨将增强公司与政府对污水处理费的议价能力。国家发改委在 2010 年二季度价格形势报告中称, 水、电、油、天然气等价格将一定幅度上涨。成都市物价局近期将召开居民水价调整听证会, 居民生活用水价格调整的具体方案将在 5 月份向社会公布; 在 2009 年底的水价听证会中, 非居民生活用水价格拟在未来三年逐步调整到 4.30 元/吨。我们认为对于目前采用政府采购模式的污水处理企业而言, 水价上涨只是减轻地方政府的采购成本, 企业难以获得直接利益, 但从长期看, 水价上涨趋势将有助于稳定甚或提高企业盈利水平。

(4) 全面打造西南水务龙头。公司重组后控制权隶属于成都市国资委, 政府资源丰富、支持力度大; 公司拥有成都市区污水处理 30 年的特许经营权、完善的管网设施; 公司污水处理技术已达国外先进水平、成本控制优势明显。

## 3. 投资建议

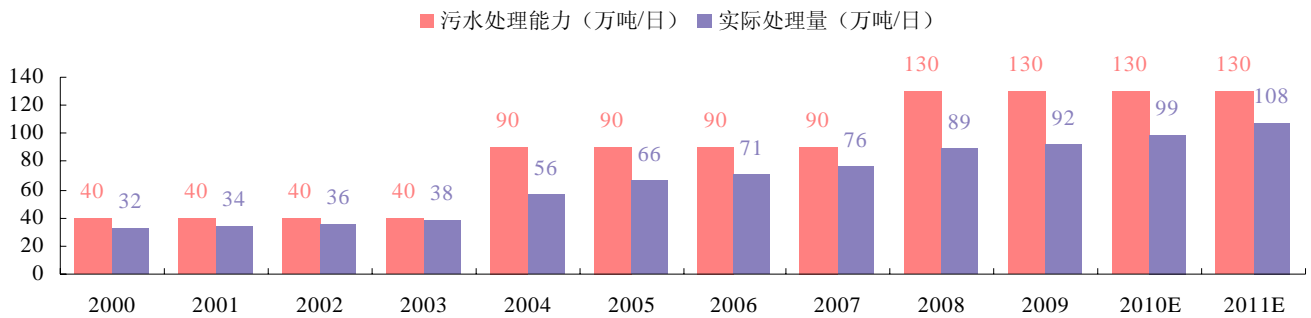
我们预测公司 2010-2011 年的营业收入分别为 5.8 亿元、6.4 亿元, EPS 分别为 0.53 元、0.67 元, 对应市盈率分别为 36.6x、29.0x。我们认为 2010 年经济发展形势非常复杂, 相应地资本市场会存在较大的波动性, 公司合理的相对 PE 区间为 30-40 倍。母公司自来水资产注入、污泥处理和再生水新业务将是公司股价表现的催化剂。虽然现阶段公司内生性增长价值已经反映在了股价之中, 但是外延扩张和资产注入有望带来超预期的业绩增长和股东回报率, 同时考虑到公司的高成长性和弱周期性, 我们认为可以给予公司一定的溢价空间, 继续维持“推荐”投资评级。

表 1: 排水公司成都市污水处理厂

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

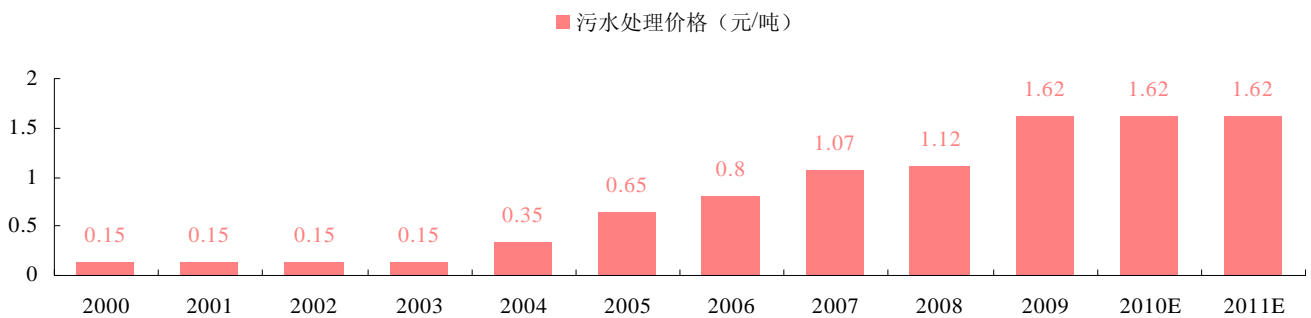
资料来源: 中国银河证券研究所

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 2: 成都排水 (000598) 财务报表预测**

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	472	360	569	753	952	营业收入	298	362	531	584	637
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	240	274	287	280	261
预付款项	109	35	50	64	77	营业税金及附加	0	0	1	1	1
其他应收款	2	24	35	38	42	管理费用	5	11	17	18	20
存货	2	2	2	2	2	财务费用	2	18	11	9	7
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	0	0	0
固定资产	3014	1315	1178	1146	1119	投资收益	0	3	3	3	3
在建工程	197	66	38	34	42	营业利润	51	61	219	280	352
无形资产	391	383	346	308	271	税前利润	51	61	219	280	352
长期待摊费用	1	1	0	0	0	减: 所得税	9	10	26	34	42
资产总计	4189	2186	2218	2346	2505	净利润	42	51	193	246	310
短期借款	0	30	0	0	0	母公司净利润	42	51	193	246	310
应付账款	8	131	112	94	80	基本每股收益	0.09	0.11	0.42	0.53	0.67
预收款项	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.09	0.11	0.42	0.53	0.67
应交税费	9	14	14	15	16						
其他应付款	611	479	503	528	555	<b>财务指标</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
其他流动负债	0	0	0	0	0	<b>成长性</b>					
长期借款	118	110	120	130	140	营收增长率		21.4%	46.6%	10.0%	9.1%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率		44.8%	196.8%	25.4%	24.7%
负债合计	1134	1150	1135	1153	1177	净利润增长率		21.1%	280.2%	27.7%	25.9%
股东权益合计	3055	1036	1083	1192	1328	<b>盈利性</b>					
						销售毛利率	19.6%	24.3%	46.0%	52.0%	59.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	销售净利率	14.0%	14.0%	36.3%	42.1%	48.7%
净利润	42	51	193	246	310	ROE	1.4%	4.9%	29.4%	32.2%	34.4%
折旧与摊销	0	0	103	105	107	ROIC	1.37%	5.45%	25.83%	28.06%	30.10%
经营现金流	166	238	284	347	418	<b>估值倍数</b>					
投资现金流	-405	-489	-8	-28	-48	PE	150.2	122.9	32.2	25.5	20.2
融资现金流	570	139	-67	-135	-171	P/S	16.8	13.8	9.4	8.6	7.9
现金净变动	331	-111	209	184	199	P/B	1.6	4.8	7.7	6.6	5.6
期初现金余额	0	472	360	569	753	股息收益率	10.0%	0.1%	0.7%	2.7%	3.5%
期末现金余额	331	360	569	753	952	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 3: 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

				估值	g					
					0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	
WACC	10.07%	Ke	13.3%	WACC	8.57%	19.12	19.78	20.52	21.36	22.34
永续增长率	1.0%	Kd	7.5%		9.07%	17.99	18.55	19.18	19.89	20.70
终值	36943	t	16.4%		9.57%	16.99	17.47	18.01	18.61	19.29
企业价值	796231	Rf	4.5%		10.07%	16.09	16.51	16.94	17.48	18.06
非核心资产价值	92918	E(Rm)	10.0%		10.57%	15.29	15.65	16.05	16.49	16.98
债务价值	11952	Rm-Rf	5.5%		11.07%	14.56	14.87	15.22	15.60	16.03
股权价值	784280	D/A	2.3%		11.57%	13.90	14.18	14.48	14.81	15.18
股本	46203	E/A	97.7%							
每股价值	16.94	Beta	1.6							

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](http://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