

公司调研简报

公用事业

水务

创业环保 (600874)
中性

2009 年 2 月 18 日

本埠特许经营权实施增加业绩不确定性

公用事业分析师：谢达成 徐颖真

事项：

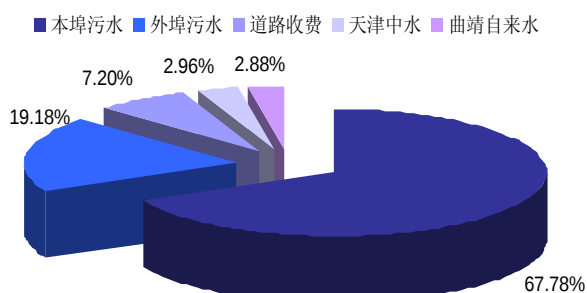
我们于 2 月 12 号对公司进行了初步调研，就特许经营权、业务经营基本情况以及未来的规划与公司进行了沟通。创业环保是国内污水处理领域的领先者，技术运营能力突出。随着我国污水处理行业政府投资力度的加大，污水处理运营商将更多转向后期的运营环节。长远看，公司凭借自身的专业能力和运营优势势必在运营环节有所作为。短期看，天津本埠特许经营权的实施是市场较关心的问题，同时为全国布局而选择性扩张带来的财务压力将给公司短期业绩造成影响。

评论：

■ 业务清晰的专业污水处理商

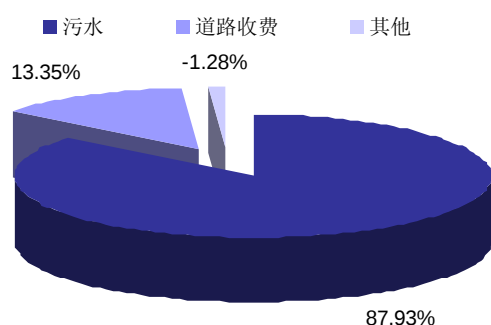
专注污水处理和中水回用。公司于 1995 年上市，2000 年实施业务重组进入污水领域，是目前 A 股市场唯一以污水处理为主业的上市公司。07 年污水处理收入和营业利润分别达 86% 和 88%，剩余为中水、自来水、道路收费和建材业务。子公司控股基本在 70% 以上，没有联合营企业，不涉及金融资产投资。

图 1：2007 年主营收入构成



资料来源：公司年报

图 2：2007 年营业利润构成



资料来源：公司年报

污水处理规模国内领先。目前集团公司水处理能力达 313.5 万立方米/日，污水处理、自来水生产和再生水能力分别达 283.5（本埠：149；外埠：134.5）、20、10 万立方米/日。污水处理能力在国内仅次首创股份，分布云南、贵州、安徽、江苏、湖北、浙江、山东、陕西等省，已基本形成全国布局。

■ 财务费用成 08 年业绩制约因素

07 年以前，公司毛利率高达 60%，ROE 水平却处业内中游。07 年 ROE 为 6.67%，低于行业平均的 8.23%。主要

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

源于：（1）实际税负为业内最高；（2）财务费用率高。

08 年来，收益面临两个正面因素：税率下降和收入增长。前三季度收入同比增长 15.84%，主要来自异地项目的投产。但增厚的收益被异地扩张引起的财务费用增加所抵消，前三季度每股收益 0.11 元，同比下降约 5.76%。财务费用将成为 08 年全年业绩制约因素。

09 年这一状况将有所改善。公司拟于 09 年中期发行 11 亿短期融资券，按其利率低于短期借款利率 2 个基点测算，将降低财务费用 2200 万元，增厚每股收益 0.012 元。另一方面，08 年投资的西安项目较大，而 09 年预计更多集中于本埠较小规模项目的获取，短期借款不至增加太多。考虑到公司资产负债率较高（08 年三季度末为 56%），以下分析了降息对公司业绩影响。

表 1：降息对业绩影响静态测算

08 年三季度末有息负债情况				08 年降息累计对 09 年净利影响（百万）				累计增厚 EPS	09 年降息 17BP 对全年 EPS 影响
短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	07 年底前有息负债贡献部分	08 年前三季度有息负债贡献部分	合计			
981.89	590.84	1,876.16	0.00	30.10	5.22	35.33	0.025		0.0042

数据来源：国信证券经济研究所、公司资料

■ 本埠特许经营权实施对 09 年业绩影响存在不确定性。

天津市政府规定公司本埠污水处理厂必须实施特许经营。针对此，市场预期本埠污水处理费将下调，我们认为其对公司业绩的影响取决于实施时间和具体协议。

时间：公司于 05 年底开始递交特许经营申请，由于各种原因而耽搁。随着天津首个污水处理特许经营项目——北辰科技园区污水处理厂项目于 07 年底的签订，我们认为公司天津四厂的特许经营在 09 年中期获批可能性大。

方案：天津四厂特许经营的方案主要有三种：（1）污水处理服务费下调，政府回购厂外管网资产；（2）污水处理服务费下调，政府以另一资产置换管网资产；（3）污水处理服务费下调。预计第一种方案实施的概率较大。

影响：截至目前具体方案都未确定，对公司收益的影响存在不确定性。在第一种方案实施的情况下，特许经营将从如下几方面影响公司：（1）本埠污水处理收入下降。（2）营业外收入当年增加，体现为厂外管网资产的出售。（3）成本下降，体现为厂外管网资产出售导致的维修费用和折旧的减少。对收益的影响大小需视具体协议而定。从长远看，特许经营权的实施将使公司和政府的利益关系较为清晰，有利于本埠业务的稳定。

■ 公司 08、09 年增长情况

08 年业绩增长主要源于外埠污水项目投产，如杭州七格水厂处理量上升、文登创业（8 万立方米/日）1 月投产和西安创业（31 万立方米/日）5 月投产；本埠污水厂收入将基本持平。

09 年业绩增长主要源于天津本埠污水厂处理量的自然增加以及西安项目处理量的增加。

表 2：08、09 年公司收入增长结构

08 年收入增长贡献（百万）		09 年收入增长贡献（百万）	
杭州七格	25.93	杭州七格	9.15
文登项目	22.78	赤壁项目	9.96
西安项目	39.09	西安项目	35.81
		本埠污水	68.33
全部	152.03	全部	140.00

数据来源：公司资料、国信证券经济研究所

本报告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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

其余增长还来自：（1）天津本地和异地污水项目的获取；（2）中水业务；（3）委托经营项目

天津本地和异地污水项目

天津未来三年将新建污水处理厂 41 座，到 2010 年全市污水处理率达到 85%以上，中心城区达到 90%以上（今年预计达 82%），公司凭借多年的运营将较大可能获得项目。

中水业务

天津中水已运行产能 5 万立方米/日，在建 12 万立方米/日，但由于中间配套管网没跟上，实际供给量仅为 0.5 万立方米/日。天津市政府规定新建的电厂必须使用中水，公司也与周边一些电厂签订了协议。如果工业用户得以增加，中水业务将大幅增长。

委托经营项目——战略方向

鉴于公司后期运营的强大品牌效应，其“以点带面”的战略得以实施。目前异地处理厂周边的一些厂纷纷委托运营。公司 07 年委托运营项目产能从 14 万立方米/日增加至 38 万立方米/日。预计未来公司更大的精力将集中于委托运营项目的获取上，真正成为专业的水务运营商。

■ 盈利预测及估值

总体来说，创业环保作为国内技术运营实力雄厚的专业污水处理商，发展前景良好，但短期内面临财务压力以及特许经营权带来的不确定性。不考虑特许经营权实施情况下，预计公司 08-10 年每股收益分别为 0.15, 0.18, 0.20 元，对应 A 股 PE 水平分别为 46.1, 38.4, 34.6 倍，暂给予“中性”投资评级。我们将对公司本埠污水厂特许经营权的进展进行持续跟踪。

附：天津本埠特许经营实施背景

根据 2005.7.15 日颁布的《天津市市政公用事业特许经营管理办法》，新建污水处理项目必须通过公开招投标方式实施特许经营，已商业化运作项目必须重新与政府签订特许经营协议，公司本埠四厂均在后者之列。天津四厂污水处理服务费较高，约为 1.93 元/吨。政府本着国家对公用事业保本微利的指导原则，也希望利用特许经营的机会来减轻负担。因此市场存在特许经营后服务费下调的预期。但事实上该价格包含了对历史划入公司的厂外管网资产维修支出的补偿，公司正努力就此问题和政府沟通。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	340	1051	2199	2272	营业收入	1004	1162	1307	1427
应收款项	522	796	895	977	营业成本	433	506	573	617
存货净额	7	19	22	24	营业税金及附加	44	44	56	61
其他流动资产	58	67	75	82	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	926	1933	3191	3356	管理费用	102	116	126	142
固定资产	3261	4054	4174	4289	财务费用	146	208	219	234
无形资产及其他	678	655	632	610	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	953	928	928	928	资产减值及公允价值变动	(5)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	68	68	68	68	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5887	7639	8994	9251	营业利润	276	288	333	372
短期借款及交易性金融负债	571	1700	1700	1700	营业外净收支	(1)	2	2	2
应付款项	12	15	17	18	利润总额	275	290	335	374
其他流动负债	501	584	661	727	所得税费用	92	73	84	93
流动负债合计	1085	2298	2378	2445	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	1646	2076	3226	3276	归属于母公司净利润	184	219	252	282
其他长期负债	147	147	147	147					
长期负债合计	1794	2223	3373	3423	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2879	4522	5751	5869		2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	115	114	113	113	净利润	184	219	252	282
股东权益	2893	3003	3129	3270	资产减值准备	(3)	(5)	0	0
负债和股东权益总计	5887	7639	8994	9251	折旧摊销	194	217	247	262
					公允价值变动损失	5	0	0	0
					财务费用	146	208	219	234
关键财务与估值指标									
	2007	2008E	2009E	2010E	营运资本变动	(388)	(191)	(31)	(24)
每股收益	0.13	0.15	0.18	0.20	其它	2	5	(1)	(1)
每股红利	0.04	0.08	0.09	0.10	经营活动现金流	(6)	244	468	520
每股净资产	2.03	2.10	2.19	2.29	资本开支	(139)	(982)	(344)	(355)
ROIC	6%	7%	7%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(139)	(982)	(344)	(355)
毛利率	53%	53%	52%	52%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	42%	43%	42%	42%	负债净变化	27	430	50	50
EBITDA Margin	62%	61%	61%	61%	支付股利、利息	(57)	(109)	(126)	(141)
收入增长	24%	16%	12%	9%	其它融资现金流	(189)	1129	0	0
净利润增长率	16%	19%	15%	12%	融资活动现金流	(249)	1449	1024	(91)
资产负债率	51%	61%	65%	65%	现金净变动	(394)	711	1148	74
息率	0.7%	1.3%	1.5%	1.6%	货币资金的期初余额	734	340	1051	2199
P/E	47.2	39.6	34.4	30.8	货币资金的期末余额	340	1051	2199	2272
P/B	3.0	2.9	2.8	2.7	企业自由现金流	74	(584)	286	338
EV/EBITDA	18.7	18.5	18.1	16.8	权益自由现金流	(89)	818	172	212

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 ± 10%之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 ± 5%之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

本报告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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我