

公司快评

公用事业行业

环保

合加资源 (600008)
谨慎推荐

(首次评级)

2009年3月12日

分析师: 谢达成

电话: 021-68866236

Email: Xiedc@guosen.com.cn

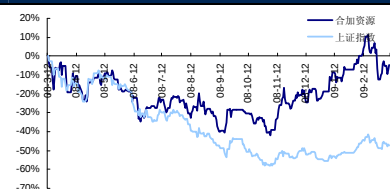
分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

Email: xuyz@guosen.com.cn

年报业绩点评

业绩略超预期, 高增长有望持续

一年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据

(3月12日)

上证综指	2139.03
52周日均换手	1.80%
52周价格波动	6.6-21.5
总股本(百万股)	413
流通股(百万股)	233
息率	0.0%

资料来源: 国信证券经济研究所

- 收入和净利分别增长 49% 和 29%，每股收益 0.28 元，略超预期。

公司 08 年全年实现收入 5.23 亿，同比增长 49.37%；净利润 1.11 亿，对应每股收益 0.28 元，同比增长 28.58%。收入超出预期 5%（我们原先预计 08 全年收入 4.97 亿），主要原因是子公司三峡水务收入确认开始时间早于我们预测。

- 污水业务爆发性增长，固废项目类型变化降低毛利率

收入维持 50% 高增长，主要受益于象湖、鹿城和三峡水务三个污水厂年内相继投产带来的污水处理爆发性增长；

垃圾处理方面，08 年所建项目中生活垃圾卫生填埋（相比生活垃圾焚烧、综合处理及危废项目，其土建比例较大而土建毛利率较设备低）比重上升，导致：（1）“工程建设”和“设备销售”增长产生分化，工程建设增长 144%，设备销售同比下滑 54%。（2）整体收入增速下降和毛利率下滑。

- 2009-2010 年高增长仍将持续

未来两年收入仍有望维持 40% 高增长。（1）订单充分：在建项目有湖南邵东生活垃圾综合处理，即将开工项目包括大庆、西安生活垃圾综合处理，新疆华美垃圾焚烧等，潜在项目包括第二批危废项目的竞标等。（2）固废项目工期缩短：公司凭借过去 3 年承建项目经验已经缩短了新项目工期。

（3）水务业务 09 年仍将维持 70% 以上增长，首先源于 08 年新投产 3 个厂运行持续时间增加，其次是湖北地区新获项目如荆清、清泉、嘉清、甘泉和枝清等投产。（4）2010 年中期公司开始自产固体垃圾处理设备。

毛利率将有所回升。今年固废项目将以高毛利率的生活垃圾综合处理和焚烧以及危废项目为主（危废项目毛利率最高），毛利率回升概率极大。

- 盈利预测与投资评级

我国固体废弃物和危险废弃物处理正处于发展初级阶段，市场空间大。公司在该领域具备先发和品牌优势，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.38 元、0.53 元和 0.74 元，对应 PE 水平分别为 28.8、20.5 和 14.3 倍。考虑到公司的高成长性，测算对应 PEG 水平分别为 0.96、0.68 和 0.48（按 30% 的 CAGR 水平），首次给予“谨慎推荐”评级。

- 风险提示

面临主要风险是经济放缓下国家政策对环保倾斜力度的减弱。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1: 合加资源盈利预测与主要财务指标

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	357	357	357	357	营业收入	523	733	967	1282
应收款项	428	599	791	1048	营业成本	309	402	532	708
存货净额	3	4	5	7	营业税金及附加	8	11	14	19
其他流动资产	199	279	368	487	销售费用	7	10	13	18
流动资产合计	987	1239	1520	1900	管理费用	22	62	69	78
固定资产	158	450	765	821	财务费用	33	46	57	58
无形资产及其他	1189	1149	1110	1070	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	14	14	14	14	资产减值及公允价值变动	(11)	(11)	(11)	(11)
长期股权投资	10	10	10	10	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2358	2862	3419	3815	营业利润	133	190	270	390
短期借款及交易性金融负债	228	400	544	366	营业外净收支	7	7	7	7
应付款项	381	484	620	817	利润总额	140	198	278	398
其他流动负债	156	216	278	366	所得税费用	25	36	51	72
流动负债合计	765	1100	1441	1549	少数股东损益	3	4	6	8
长期借款及应付债券	540	570	600	630	归属于母公司净利润	111	158	221	317
其他长期负债	21	41	61	81	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	560	610	660	710		2008	2009E	2010E	2011E
负债合计	1325	1711	2102	2259	净利润	111	158	221	317
少数股东权益	91	92	92	93	资产减值准备	2	(11)	0	0
股东权益	941	1059	1225	1463	折旧摊销	35	53	74	92
负债和股东权益总计	2358	2862	3419	3815	公允价值变动损失	11	11	11	11
关键财务与估值指标					财务费用	33	46	57	58
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(276)	(79)	(65)	(74)
每股收益	0.28	0.38	0.54	0.77	其它	(2)	11	0	1
每股红利	0.25	0.10	0.13	0.19	经营活动现金流	(119)	142	242	347
每股净资产	2.28	2.56	2.96	3.54	资本开支	972	(305)	(361)	(120)
ROIC	12%	12%	14%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	15%	18%	22%	投资活动现金流	972	(305)	(361)	(120)
毛利率	41%	45%	45%	45%	权益性融资	420	0	0	0
EBIT Margin	34%	34%	35%	36%	负债净变化	31	30	30	30
EBITDA Margin	40%	41%	43%	43%	支付股利、利息	(39)	(39)	(55)	(79)
收入增长	49%	40%	32%	33%	其它融资现金流	(973)	172	144	(178)
净利润增长率	29%	41%	40%	43%	融资活动现金流	(569)	163	119	(227)
资产负债率	60%	63%	64%	62%	现金净变动	284	0	0	0
息率	0.9%	0.9%	1.2%	1.7%	货币资金的期初余额	72	357	357	357
P/E	39.2	28.8	20.5	14.3	货币资金的期末余额	357	357	357	357
P/B	4.8	4.3	3.7	3.1	企业自由现金流	905	(129)	(75)	274
EV/EBITDA	27.8	20.8	16.1	12.3	权益自由现金流	(37)	35	53	79

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

免责条款:

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。