



2009年3月12日

推荐

小盘股

中金公司研究部

分析员: 曾令波 zenglb@cicc.com.cn

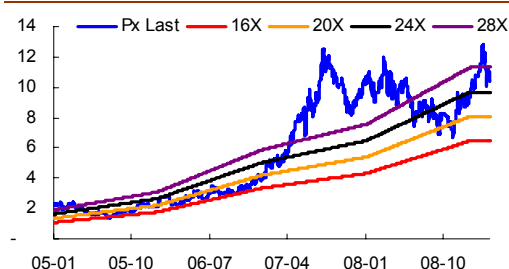
朱亚峰 zhuyf@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

合加资源(000826/10.98元)

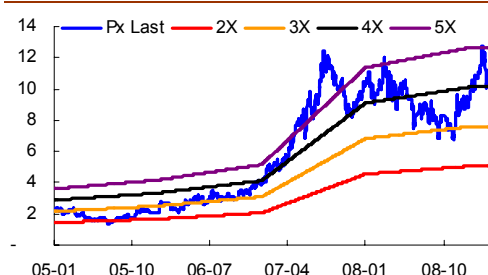
08年主营利润略低于预期, 长期前景依然乐观

图1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表1: 盈利预测调整

(百万元)	2009E			2010E		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
主营业务收入	860	791	-8.0%	1,274	1,144	-10.2%
主营业务利润	350	301	-13.9%	516	433	-16.1%
净利润	185	167	-9.9%	268	250	-6.6%
每股收益(元)	0.45	0.40	-9.9%	0.65	0.61	-6.8%

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 国家电网, 中金公司研究部

投资要点:

08年业绩未达预期。08年公司实现收入5.23亿元, 同比增长49%, 实现归属于股东的净利润1.11亿元, 对应全面摊薄每股收益0.27元, 同比增长29%。其中, 子公司收到的2000万补贴款未纳入损益表进行核算是业绩低于预期的主要原因, 剔除此会计处理差异, 公司主营利润仍略低于预期9%, 主要系08年固废业务大多处于施工阶段, 设备收入占比较低(尤其是4季度), 同时, 污水业务虽收入增长达到预期, 但运营初期成本费用高于预期所致。

09年固废业务将更具竞争力和更为全面。产业链上, 公司固废设备项目09年4季度起有望逐步释放产能, 公司将实现由以“设计+安装”为主的系统集成商向固废处置设施一站式服务商的转变, 产业链更为完备, 目前, 专业固废设备制造仍是我国固废产业空白点, 项目前景乐观; 从业务类别看, 基于政策驱动和大城市目前阶段对焚烧路线的倾向, 生活垃圾焚烧设施业务将成为公司09年固废收入的主要构成和增长点(西安及可能的后续项目), 同时, 填埋气的利用及污泥处置(近期污泥处理政策已进一步明确)业务的布局也将进入收获期, 公司固废业务将更为全面。

固废业务毛利率存在进一步小幅下滑压力, 不过, 行业仍处于良性竞争阶段。公司固废业务毛利率07年以来逐步下行(08年下半年为35.7%, 表2), 反应了新进入者数量加多及原有同行竞争力加强(如北机院、天津机电院等)使得竞争有所加剧, 09~10年固废领域企业毛利率也仍有进一步小幅下滑压力, 不过, 总体来看, 在政策面驱动需求快速增长而相对较高的门槛(资金、技术、标杆项目等)使得优势企业数量依然较为有限的背景下, 固废设备/工程领域09~10年依然处于良性竞争阶段, 维持对公司固废业务毛利率2010年前仍将维持在30%以上的判断。

污水业务09年起仍将维持稳定增长。公司污水业务收入在08年因三大污水项目(包头鹿城、南昌象湖、三峡水务)进入运营期而大幅增长591%的基础上, 09年起仍将维持较快增长: 1), 08年投产的三大污水项目09年将向满负荷靠拢, 运营成本也将进入稳定期, 污水业务利润率有望回升(08年毛利率同比下滑9.5个百分点); 2), 在建的6个污水项目(20万吨/日)09年底有望开始商业化运营, 同时, 公司收购部分大股东在湖北省内在建污水项目的预期也相对明确, 污水业务产能仍将维持适度的增长, 我们维持公司09年底日污水处理能力达到100万吨的判断。

盈利预测调整。公司固废设备项目投产可能略晚于预期2~3个月, 同时08年新投产污水项目全面达产进程也略晚于预期, 适度下调公司09~10年每股收益9.9%和6.8%至0.40元和0.61元。

维持长期推荐评级。公司股价近期表现突出(创下历史新高), 当前股价对应09、10年市盈率分别为27.2x和18.1x, 短期估值已偏高, 不过, 考虑到国内固废产业仍处于发展初期, 而公司业务模式清晰、竞争力突出, 维持长期推荐评级。

表 1：分季度业绩

(百万元)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	YoY	QoQ	2007	2008	YoY
主营业务收入	53.8	61.7	101.6	133.1	85.0	137.4	124.9	175.9	32.2%	40.8%	350.2	523.2	49.4%
主营业务成本	26.7	25.4	73.3	71.3	45.1	77.9	73.3	113.2	58.9%	54.5%	196.6	309.5	57.4%
主营业务税金及附加	0.9	1.7	0.4	2.8	2.9	0.6	1.7	2.6			5.8	7.8	34.1%
主营业务利润	26.3	34.6	27.9	59.0	37.0	58.9	49.9	60.1	1.8%	20.4%	147.8	205.8	39.3%
营业费用	2.2	1.8	1.9	1.8	2.2	2.2	1.7	1.1	-39.5%		7.7	7.2	-6.5%
管理费用	2.5	3.0	2.1	7.0	4.4	5.3	4.9	7.6	9.8%	54.6%	14.6	22.2	52.4%
财务费用	2.6	3.4	2.4	3.8	7.2	8.9	8.5	8.2	115.6%	-3.6%	12.3	32.8	167.2%
资产减值损失		2.1	0.0	7.0	0.0	4.8	-0.7	7.0			9.1	11.1	
营业利润	20.4	22.8	21.4	46.3	23.2	37.7	35.5	36.1	-22.0%	1.7%	111.0	132.5	19.4%
补贴收入		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			0.0	0.0	
营业外收入		0.6	1.2	0.5	0.8	0.6	0.8	5.6			2.3	7.9	
营业外支出	1.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.2	0.5	0.0			1.2	0.7	
营业外收支净额	-1.0	0.6	1.2	0.3	0.7	0.5	0.3	5.6			1.1	7.2	
利润总额	19.4	23.4	22.6	46.7	23.9	38.2	35.8	41.7	-10.5%	16.5%	112.1	139.6	24.6%
所得税	5.1	5.4	2.5	14.1	6.5	4.2	6.5	8.3	-41.3%	27.1%	27.0	25.5	
少数股东权益	1.5	-2.6	-0.7	0.2	-0.5	0.6	2.2	0.6			-1.5	2.9	
净利润	12.7	20.7	20.9	32.3	17.9	33.5	27.2	32.9	1.7%	20.9%	86.6	111.3	28.6%
每股收益 (人民币元)	0.03	0.05	0.05	0.08	0.04	0.08	0.07	0.08	1.7%	20.9%	0.21	0.27	28.6%
毛利率	50.4%	58.9%	27.9%	46.5%	47.0%	43.3%	41.3%	35.6%	-10.8%	-5.7%	43.9%	40.8%	-3.0%
营业费用率	4.0%	2.9%	1.9%	1.3%	2.6%	1.6%	1.3%	0.6%	-0.7%	-0.7%	2.2%	1.4%	-0.8%
管理费用率	4.6%	4.9%	2.1%	5.2%	5.2%	3.8%	4.0%	4.3%	-0.9%	0.4%	4.2%	4.3%	0.1%
营业利润率	37.9%	37.0%	21.1%	34.8%	27.3%	27.4%	28.4%	20.5%	-14.3%	-7.9%	31.7%	25.3%	-6.4%
净利润率	23.6%	33.5%	20.5%	24.3%	21.0%	24.4%	21.7%	18.7%	-5.6%	-3.1%	24.7%	21.3%	-3.4%
有效税率	26.5%	22.9%	10.9%	30.2%	27.3%	10.9%	18.1%	19.8%	-10.4%	1.7%	24.1%	18.2%	-5.9%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 2：分业务毛利率

	1H07	2H07	1H08	2H08	YoY	HoH	2007	2008	YoY
收入	115.5	234.7	222.3	300.8	28.2%	35.3%	350.2	523.1	49.4%
固废合计	107.0	224.3	199.6	232.2	3.5%	16.3%	331.3	431.8	30.3%
-固废系统集成	92.9	97.8	62.4	25.8	-73.6%	-58.7%	190.7	88.3	-53.7%
-固废工程	14.2	126.4	137.2	206.4	63%	50.5%	140.6	343.6	144.4%
污水处理	5.7	5.8	19.1	60.4	934%	217%	11.5	79.5	591%
自来水	2.8	4.6	3.6	8.2	78.0%	126.3%	7.4	11.8	59.6%
成本	52.0	144.5	123.0	186.5	29%	51.7%	196.6	309.5	57.4%
固废合计	46.4	138.5	111.3	149.2	8%	34.1%	184.9	260.5	40.8%
-固废系统集成	40.5	58.5	35.6	16.7	-71.5%	-53.1%	99.0	52.2	-47.2%
-固废工程	6.0	80.0	75.7	132.5	66%	n.m.	86.0	208.2	142.2%
污水处理	2.1	2.4	8.0	30.7	1200%	286%	4.5	38.7	761%
自来水	3.5	3.7	3.8	6.6	81.2%	76.4%	7.2	10.4	45.0%
毛利率	54.9%	38.4%	44.7%	38.0%	-0.4%	-6.7%	43.9%	40.8%	-3.0%
固废合计	56.6%	38.2%	44.3%	35.7%	-2.5%	-8.5%	44.2%	39.7%	-4.5%
-固废系统集成	56.4%	40.2%	43.1%	35.5%	-4.7%	-7.6%	48.1%	40.8%	-7.3%
-固废工程	57.9%	36.7%	44.8%	35.8%	-0.9%	-9.0%	38.9%	39.4%	0.5%
污水处理	62.4%	59.6%	58.3%	49.2%	-10.4%	-9.1%	61.0%	51.4%	-9.6%
自来水	-24.9%	20.6%	-3.6%	19.2%	-1.4%	22.8%	3.4%	12.2%	8.8%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

附表：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

合加资源 损益表 (人民币百万)						
000826	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入	130	230	350	523	791	1,144
销售成本及税金	87	151	202	317	490	712
营业费用	0	4	8	7	14	21
管理费用	7	15	15	22	36	58
EBIT	35	60	126	176	251	354
EBITDA	40	68	139	149	223	330
财务费用	3	7	12	33	37	33
投资收益	-3	-1	7	0	0	0
其他损益项	0	1	-8	-4	-7	-12
所得税	2	8	27	25	37	56
少数股东损益	0	-1	-1	3	3	3
归属于股东的净利润	28	46	87	111	167	250

合加资源 资产负债表 (人民币百万)						
000826	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
现金	27	80	72	357	41	-43
应收帐款	65	150	226	428	620	885
预付帐款	143	20	87	199	235	284
存货	0	1	1	3	3	4
其他流动资产	0	-	-	-	-	-
流动资产	236	250	387	987	899	1,130
固定资产	313	608	1,124	158	302	369
长期投资	5	15	10	10	10	10
其他长期资产	9	11	17	1,194	1,428	1,565
长期资产	326	634	1,151	1,362	1,740	1,944
资产总额	562	884	1,538	2,349	2,639	3,074
短期借款	8	101	151	228	178	128
各项应付款	63	91	309	495	729	1,046
应交税费	4	20	48	32	52	76
应付职工薪酬	0	1	0	1	1	2
其他流动负债	15	1	4	9	59	60
流动负债	90	214	512	765	1,019	1,312
长期借款	150	296	509	540	490	440
其他长期负债	-	-	1	21	-	-
长期负债	150	296	510	560	490	440
负债总额	240	510	1,022	1,325	1,508	1,751
少数股东权益	24	30	89	91	94	97
股本	181	181	200	413	413	413
公积金及未分配利润	116	163	227	528	632	821
股东权益	298	345	427	941	1,046	1,234
负债及股东权益	562	884	1,538	2,358	2,648	3,083

合加资源 现金流量表 (人民币百万)						
000826	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	28	46	87	111	167	250
折旧/摊销	5	8	13	-28	-28	-24
运营资本变化	69	-97	11	39	-21	-
其他项	-84	87	108	-102	65	65
经营活动现金流	18	44	218	21	183	292
固定资产投资	-195	-303	-231	-316	-350	-180
其他投资活动	62	105	8	20	-	-
投资活动现金流	-133	-198	-223	-296	-350	-180
股权融资	5	-	-	420	-	-
借款变动	188	224	28	179	-50	-100
其他融资活动	-85	-18	-31	-39	-99	-95
融资活动现金流	107	207	-2	560	-149	-195
现金(等价物)变化	-8	53	-7	284	-316	-84

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
行业板块	-16%	-6%	14%	21%	-3%	100%
公用事业			二级行业		公用事业	
第一大股东	桑德集团	持股比例	44.9%			
总市值	45.39 亿元	流通市值	25.57 亿元			
发行股数	4.13 亿股	股票现价	10.98 元			

成长性分析						
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入	55%	77%	52%	49%	51%	45%
销售毛利	2%	83%	88%	39%	46%	44%
EBITDA	0%	69%	105%	7%	50%	48%
EBIT	4%	68%	111%	41%	42%	41%
净利润	9%	63%	89%	29%	50%	50%

盈利能力分析						
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
毛利率	33.0%	34.2%	42.2%	39.3%	38.1%	37.8%
营业费用率	0.3%	1.7%	2.2%	1.4%	1.6%	1.5%
管理费用率	5.5%	6.5%	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%
EBITDA利润率	31.0%	29.5%	39.7%	28.4%	28.2%	28.9%
EBIT利润率	27.3%	26.0%	35.9%	33.7%	31.8%	30.9%
净利润率	21.6%	19.9%	24.7%	21.3%	21.1%	21.9%

偿债能力分析						
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
流动比率	2.61	1.17	0.75	1.29	0.88	0.86
速动比率	2.61	1.17	0.75	1.29	0.88	0.86
现金比率	5%	9%	5%	15%	2%	-1%
资产负债率	43%	58%	66%	56%	57%	57%
债务/权益	58%	115%	155%	84%	69%	50%
净债务/权益	49%	92%	138%	46%	65%	54%
利息覆盖倍数	10	7	7	3	4	8

杜邦分析						
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
净资产收益率	9.4%	13.3%	20.3%	11.8%	16.0%	20.3%
= 总资产收益率	5.8%	6.3%	7.2%	5.7%	6.7%	8.7%
*总资产/净资产	1.62	2.10	2.84	2.07	2.39	2.32
= 销售净利润率	21.6%	19.9%	24.7%	21.3%	21.1%	21.9%
*资产周转率	0.23	0.26	0.23	0.22	0.30	0.37
*总资产/净资产	1.62	2.10	2.84	2.07	2.39	2.32

回报率分析						
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
投入资本回报率	7.0%	8.0%	10.2%	8.5%	10.4%	14.7%
资本回报率	9.4%	13.3%	20.3%	11.8%	16.0%	20.3%
加权平均资本成本	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

每股指标						
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益	0.07	0.11	0.21	0.27	0.40	0.61
每股经营性现金	0.04	0.11	0.53	0.05	0.44	0.71
每股股息	0.10	0.18	0.00	0.00	0.37	0.25
每股净资产	0.72	0.83	1.03	2.28	2.53	2.99

估值分析						
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
市盈率	161.6	99.2	52.4	40.8	27.2	18.1
市净率	15.2	13.2	10.6	4.8	4.3	3.7
股价/每股经营性现金流	255.8	103.9	20.8	214.5	24.8	15.6
红利收益率	0.9%	8.0%	10.2%	8.5%	10.4%	14.7%
DCF估值(RMB)	10.70					
目标股价(RMB)	10.70	预期收益率	-2.6%			
目标市盈率			51.1	39.7	26.5	17.7
目标市净率			10.4	4.7	4.2	3.6

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。