

## 蓝星清洗(000598)

## “脱胎换骨”取决于污水处理的结算定价 与成都兴蓉投资资产置换之点评

金润

021-38676277

jinrun@gtjas.com

## 本报告导读:

- 根据公告的污水处理费区间,置入资产的盈利能力将有很大提升

## 事件:

- 4月3日,蓝星清洗(000598)公告《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》,公司主业转变为污水处理。
- 蓝星清洗、蓝星集团、兴蓉公司三方签署《框架协议》:
  - 蓝星清洗置出上市公司的全部资产和负债;兴蓉公司置入其合法持有的排水公司100%股权。
  - 拟置入资产与拟置出资产之间的差额,蓝星清洗通过向兴蓉公司非公开发行股份的方式支付。
  - 兴蓉公司通过协议收购蓝星集团持有的蓝星清洗27.08%的股份。兴蓉公司以从蓝星清洗置出的全部资产和负债作为购买该部分股份的对价。
- 公告根据调价公式测算09年起3年内污水处理结算价格区间暂定为1.55~1.65元/立方米。具体结算价格及后续期间结算价格由市政府根据实施方案与公司签订《成都市中心城区污水处理特许经营权协议》予以明确。

## 评论:

- 蓝星清洗(000598)资产置换完成之后,原主业工业清洗剂、化工产品、化工新材料的研究、生产、销售等全部业务退出上市公司,兴蓉投资公司将其持有的排水公司100%股权注入,公司将成为以污水处理运营为主营业务的上市公司。置入资产是8座污水处理厂,日处理能力为130万吨,08年产能利用率为67.44%。本次资产置换成功后,公司资产负债率将从08年52.17%下降至37.45%,兴蓉投资公司将成为控股股东。
- 按公告的最新污水处理结算价格区间1.55~1.65元/立方米计算,污水处理结算价格将比08年增长38%~47%。在这样的价格假设下,置入资产的盈利能力和收益质量将有很大提升,置入资产的销售净利率将从08年13.45%提升至33.06%,ROE从08年4.54%提升至10.97%,ROE回归至公用事业的合理盈利水平。
- 公告的污水处理结算价格1.55~1.65元/立方米,在全国处于较高水平,仅次于创业环保位于天津的污水处理业务的价格1.93元/立方米。我们认为这主要与当地污水处理成本较高相关,排水公司过去3年的平均单位污水处理成本与费用合计在0.92元/立方米左右,处于较高水平。我们判断成本较高与成都污水处理标准较高相关。
- 在竞争优势上,置入资产拥有区域垄断性。根据成都市人民政府批复(成府函[2009]25号),置入资产拥有成都市中心城区(不含成都高新西区污水处理厂的特许经营区域范围)的30年污水处理特许经营权。在特许经营权期限和特许经营区域范围内政府不再批准其他个人或企业提供污水处理服务,经营期满市政府会优先考虑与公司续签污水处理特许经营权协议。
- 在成长空间上,产能利用率的提升、业务链的扩展以及外延式的扩张都是公司潜在的利润增长点。公司的污水处理业务拥有对外扩张的能力,下属污水处理厂多次获得“全国十佳污水处理厂”的殊荣。该奖项的主要评判标准为同等污水处理下的成本控制,我们认为公司在同等污水处理的成本控制上拥有一定优势,而成本优势是污水处理跨区域发展的重要条件之一。此外,3月3日住房和城乡建设部、环境保护部和科学技术部联合印发《城镇污水处理厂污泥处置及污染防治技术政策(试行)》,以推动各地开展城镇污水处理厂污泥处理处置技术

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥9.50

上次预测:

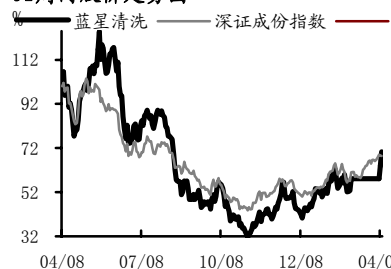
当前价格: ¥8.48

2009.04.09

## 交易数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 52周内股价区间(元)   | 3.25~13.07 |
| 总市值(百万元)      | 2,332      |
| 总股本/流通A股(百万股) | 302/221    |
| 流通B股/H股       |            |
| 流通股比例         | 72.9%      |
| 日均成交量(百万股)    | 5.1        |
| 日均成交值(百万元)    | 36.4       |

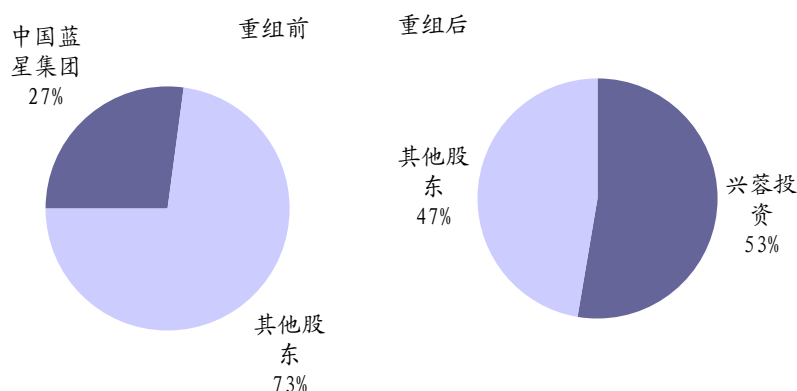
52周内股价走势图



研发和推广应用，避免二次污染。预计不久的将来，污泥处理业务将成为污水处理厂另一个利润增长点。

- 以成功资产置换为前提，不考虑产业链的延伸以及外延式的扩张，假设污水结算价格确定为 1.55 元/吨，污水处理率年均提升 5%，单位处理成本年均增长 3%，所得税率按西部大开发企业优惠税率 15% 计算，按照发行上限计算股本 467,470,737 股，测算可得公司 09 年净利润为 1.78 亿元，每股收益为 0.38 元。作为利润相对稳定、经营现金流优质的水务环保运营商，根据水务行业的相对稳健性和防御性溢价，给予 09 年 25 倍市盈率，目标价为 9.5 元，给予“谨慎增持”评级。目前，行业平均市盈率为 40~50 左右。
- 风险提示，本次“脱胎换骨”主要取决于污水处理的结算价格。若最终协商价格低于预期，将影响上述的盈利测算。尽管《特许经营权协议》中的主要内容已在《特许经营权实施方案的批复》中予以明确，但截至公告出具日，《特许经营权协议》尚未最终签订。排水公司和兴蓉公司承诺，将在本公司召开第二次董事会审议重组方案前，与成都市政府完成《特许经营权协议》的签署，此外排水公司首期 3 年污水处理的具体结算价格尚需与成都市政府协商确定，并在《特许经营权协议》中明确。

图 1: 蓝星清洗重组前后股权结构



数据来源：公司公告

注：蓝星清洗拟向兴蓉公司发行股份，购买置入资产与置出资产价值的差额部分，发行数量不超过 16,500 万股，拟发行价格为 6.24 元/股，最终发行价格须股东大会批准。若按照发行上限测算，兴蓉投资公司将持有 246,922,699 股，占比 52.82%，成为公司控股股东。

表 1: 置入上市公司的污水处理资产

| 名称       | 权益   | 日处理能力(万立方米) |
|----------|------|-------------|
| 一厂       | 100% | 40          |
| 二厂       | 100% | 30          |
| 三厂       | 100% | 10          |
| 沙河污水处理厂  | 100% | 10          |
| 江安河污水处理厂 | 100% | 10          |
| 天回污水处理厂  | 100% | 10          |
| 龙潭污水处理厂  | 100% | 10          |
| 武侯污水处理厂  | 100% | 10          |

数据来源：公司公告

注：置入上市公司的主要是 8 个污水处理厂，污水日处理能力为 130 万立方米。目前各污水处理厂的水质排放均已达到 GB18918-2002 规定的相关标准，成都市环境保护局已于 2009 年 3 月 11 日对 8 座污水处理厂出水水质达标予以确认。

**表 2: 盈利预测简表**

|               | 2006   | 2007   | 2008   | 2009        | 2010        | 2011        |
|---------------|--------|--------|--------|-------------|-------------|-------------|
| 日处理能力(万立方米)   | 90     | 90     | 130    | 130         | 130         | 130         |
| 年处理能力(亿立方米)   | 3.29   | 3.29   | 4.75   | 4.75        | 4.75        | 4.75        |
| 实际污水处理量(亿立方米) | 2.6    | 2.76   | 3.23   | 3.47        | 3.70        | 3.94        |
| 产能利用率         | 79.15% | 84.02% | 68.07% | 73.07%      | 78.07%      | 83.07%      |
| 单价            | 0.78   | 1.08   | 1.12   | 1.55        | 1.55        | 1.55        |
| 营业收入(亿元)      | 2.03   | 2.98   | 3.62   | 5.37        | 5.74        | 6.11        |
| 营业利润          | -0.40  | 0.55   | 0.65   | 2.09        | 2.13        | 2.15        |
| 所得税率          |        |        |        | 15%         | 15%         | 20%         |
| 归属于母公司净利润     | -0.09  | 0.41   | 0.49   | 1.78        | 1.81        | 1.72        |
| 股本(亿股)        |        |        |        | 4.67        | 4.67        | 4.67        |
| <b>EPS</b>    |        |        |        | <b>0.38</b> | <b>0.39</b> | <b>0.37</b> |

数据来源: 公司公告, 国泰君安

注: 以成功资产置换为前提, 不考虑产业链的延伸以及外延式的扩张, 假设污水结算价格为 1.55 元/吨, 污水处理率年均提升 5%, 单位处理成本年均增长 3%, 所得税率按西部大开发企业优惠税率 15% 计算, 按照发行上限计算的股本为 467,470,737 股。

## 作者简介:

**金润:** 毕业于复旦大学, 获管理学学士, 管理学硕士学位。2007 年 3 月起加入国泰君安证券研究所从事电力行业研究, 2007 年 10 月开始从事煤炭、城市公用事业行业研究。

## 免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)