

王旭东
 021-68407681
 wangxd@cmschina.com.cn

2009年5月5日

合加资源(000826.SZ)/12.34 元

污水较快增长 固废平稳增长

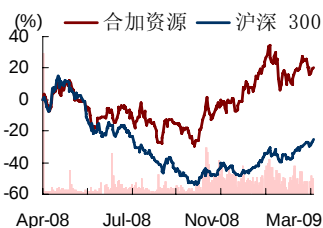
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 15-25 元

基础数据

总股本(万股)	41336
流通股本(万股)	23284
总市值(亿元)	47
流通市值(亿元)	27
52周股价	6.7-19.2 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	42	13
相对表现	-13	9	43



相关报告

- 1、《合加资源 - 增长及稀缺支持静态估值高于市场平均水平》
2008/10/28
- 2、《成长性 & 稀缺性支撑溢价》
2008/10/28
- 3、《增发加强固废行业龙头地位》
2008/07/03
- 4、《持续成长的环保领军企业》
2008/05/26

结合 09 一季报和我们参加合加资源在宜昌本部召开的股东大会了解情况,我们认为 09 年公司面临一些经营压力,但基于环保行业的高增长特性,公司 09 年业务能够保持增长。

- **08 年项目大多处工程期,填埋项目设备占比低,是 08 年设备收入低于工程收入的主要原因。**(1)阿苏卫、青浦项目等早期工程设备部分已在 07 年集中到货,08 年承接的湖南、山东、淮南、陕西等处项目处于土建期。(2)卫生填埋项目设备少工程多,09 年起开始进军生活垃圾焚烧(发电)领域,该领域设备占总投资比例大,利于提高设备业务,但毛利会较堆肥有所降低。
- **公司固废业务大幅增加及政府方面回款速度略有下降是应收帐款增加 78%的主要原因。**公司 08 年固废业务收入同比增长 30.4%,其中工程增加 144.4%,说明大部分业务处于施工阶段,按完成比例确认的部分收入形成应收帐款。同时经济增长(尤其是房地产业务)放缓对地方政府的支付能力造成了一定的负面影响,也是固废业务增长速度较 07 年略有放缓的原因。
- **固废业务仍能保持增长。**公司的西安生活焚烧项目总投资在 4 亿多元,虽然相对于堆肥,设备毛利会下降,但焚烧项目设备占比更高,可带动 09-10 年设备业务增长。此外,在政府加大环保投入的背景下,堆肥、焚烧、卫生填埋及工业医疗方面的行业发展会加快,作为国内固废行业龙头,业务仍将保持惯性增长。
- **公司倡导综合利用理念。**中国的垃圾在初始产生端并没有分类,现行的收集、运输和终端处理都没有进行很好预处理。无论是终端的堆肥、焚烧或填埋,都有较高的前处理价值。一方面前处理的分拣有产生循环回收价值,分拣后的垃圾也更宜后端的焚烧(保护锅炉)或堆肥处理。此外,在电厂上规模的时候,不进行预处理综合利用的中小垃圾发电厂仅凭优惠电价也未必拼得过大型火力电厂,尤其是在煤价下跌时。
- **2010 新增固废设备制造收入。**08 年 5 月增发募集 4.13 亿元,目前已投入既定环保设备研发制造项目 1.42 亿元(计划金额是 1.23 亿元),预计 2010 年 5 月建成日并投产后,可为 10、11 年带来利润增长。
- **预计污水业务可贡献 09 业绩 0.09 元左右**(08 年污水的业绩贡献是 0.028 元)。虽然污水受到一定的政府加大投资而产生挤出效应的影响,公司近两年积累的十余家污水业务子公司相继开业并进入投资回收期,为公司产生一定利润增量的同时,可以改善公司的现金流。
- **预估每股收益 09 年 0.35 元、10 年 0.45 元。**同比分别增长 28%和 29%。
- **维持“审慎推荐-A”的投资评级。**固废行业尚处于发展的早期阶段,数年后像“05 年至今污水市场”一样高增长可期。合加资源是市场中少有的固废类环保公司,具有很强稀缺性,从成长性和配置角度看,虽然目前公司静态估值高于市场平均水平,我们仍维持“审慎推荐-A”的投资评级。

表 1、财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营收入(百万元)	230	350	523	681	967
同比增长	77%	52%	49%	30%	42%
营业利润(百万元)	53	111	133	170	220
同比增长	77%	109%	19%	28%	29%
净利润(百万元)	47	87	111	143	185
同比增长	70%	83%	29%	28%	29%
每股收益(元)	0.26	0.43	0.27	0.35	0.45
PE	43.7	26.3	42.4	33.0	25.6
PB	6.0	5.3	5.0	4.0	3.6

资料来源：招商证券

表 2、合加资源主营预测

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入合计	350	495	645	915	1182
污水处理	12	79	154	181	218
自来水	7	12	13	14	15
市政施工	141	247	244	313	344
环保设备及安装	191	157	234	280	336
环保设备制造	0	0	0	126	269
合计收入增长率	52%	41%	30%	42%	29%
污水处理	3%	591%	93%	18%	20%
自来水	73%	65%	10%	10%	3%
市政施工	44%	76%	-1%	28%	10%
环保设备及安装	63%	-18%	49%	20%	20%
环保设备制造	--	--	--	--	113%
合计毛利率	44%	41%	42%	39%	37%
污水处理	61%	51%	50%	52%	52%
自来水	3%	12%	13%	15%	15%
市政施工	39%	39%	39%	39%	39%
环保设备及安装	48%	41%	40%	40%	40%
环保设备制造	0	0	0	19%	20%

资料来源：招商证券

表 3、盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	350	523	681	967	1249
营业成本	197	309	398	592	786
营业税金及附加	6	8	8	11	15
营业费用	8	7	7	10	13
管理费用	15	22	34	49	63
财务费用	12	33	63	85	101
资产减值损失	9	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	0	0	0	0
营业利润	111	133	170	220	272
营业外收入	2	8	1	1	1
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	112	140	171	221	273
所得税	27	25	18	24	29
净利润	85	114	153	197	243
少数股东损益	(1)	3	10	13	16
归属于母公司净利润	87	111	143	185	228
EPS (元)	0.43	0.27	0.35	0.45	0.55

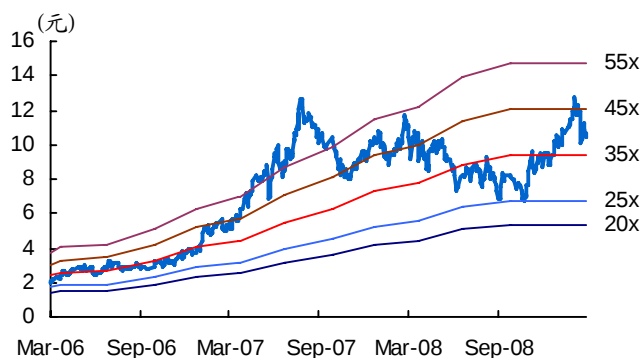
资料来源: 招商证券

表 4、估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB	ROE	市值
		08	09E	10E	08	09E	10E	(MRQ)	(TTM)	(亿元)
创业环保	600874	0.16	0.18	0.20	40	36	32	2.9	7.1	92
洪城水业	600461	0.15	0.16	0.21	59	55	42	2.5	4.2	12
南海发展	600323	0.35	0.42	0.58	29	24	17	2.8	9.8	27
首创股份	600008	0.12	0.13	0.16	54	50	40	3.0	5.5	142
合加资源	000826	0.27	0.35	0.45	46	35	27	5.3	12.1	51
中原环保	000544	0.24						4.8	13.4	23
平均	-				50	42	34	4.4	10.3	72

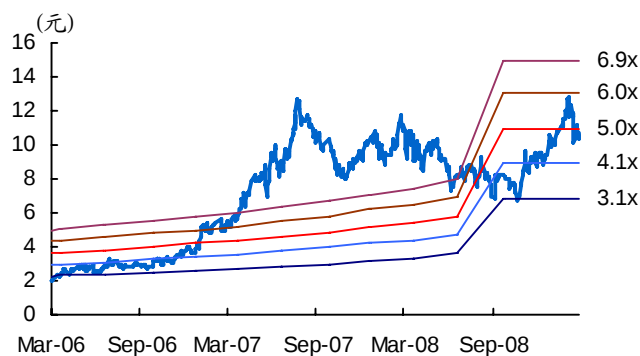
资料来源: 招商证券

图 1: 合加资源历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 合加资源历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:**1、《合加资源－增长及稀缺支持静态估值高于市场平均水平》 2008/03/12**

公司年报显示公司连续四年保持超过 30% 的高增长，符合固废领域商业化早期阶段的业务特性。从行业配置角度讲具有可选品种的稀缺性，这也是公司静态估值高于市场平均水平的原因。

2、《合加资源－成长性及稀缺性支撑溢价》 2008/10/28

当全球市场大幅持续下跌背景下，合加资源的抗跌性引人注目。结合三季报，我们综合考虑当前的两个估值不利因素（政府支付能力和相对估值），也考虑了两个估值有利因素（长期增长和稀缺性），维持“审慎推荐-A”投资评级。

3、《合加资源－增发加强公司固废行业龙头地位》 2008/07/03

合加资源近期连续发出“业绩预增”公告、“大股东延长减持时间”公告和“公开增发”公告。本文就此做出跟踪分析，认为增发可延伸公司产业链，加强公司固废行业龙头地位，并维持“审慎推荐”评级。

4、《合加资源－持续成长的环保领军企业》 2008/05/26

08 年 5 月参加了合加资源的交流会，就公司的经营情况、拟增发项目进行了沟通，我们认为增发可以延伸公司的固废业务产业链，提高公司竞争力和行业控制力，应该给予总体正面的评价。维持对该公司“审慎推荐-A”评级。

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。