



2009 年 6 月 3 日

小盘股(环保产业)

事件点评

曾令波

分析师

zenglb@cicc.com.cn

朱亚锋

分析师

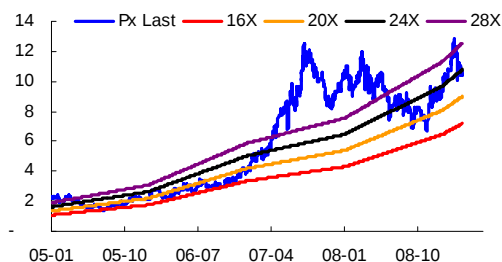
zhuyf@cicc.com.cn

推荐

合加资源(000826.CH)

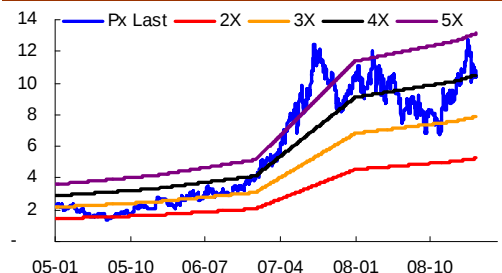
整合省内污水资产，小幅上调盈利预测

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: 本次资产收购溢价率较低

单位: 万元	净资产 (09.3.31)	评估 价值	收购 基准价	较评估值 溢价率	较净资产 溢价率
襄樊水务	5000	5557	5557	0%	11%
咸宁水务	1300	1451	1417	-2%	9%
合计	6300	7008	6974	0%	11%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 2: 公司污水业务 09 年底产能将达 90 万吨/日

(单位: 万吨/日)	已建成 项目	在建 项目	本次收购 项目	合计
污水运营业务产能	58	19	13	90

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 3: 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	791	791	0.0%	1,144	1,198	4.7%
主营业务利润	301	301	0.0%	433	456	5.4%
净利润	167	167	0.0%	250	258	3.0%
每股收益(元)	0.40	0.40	0.0%	0.61	0.62	3.0%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

事件:

公司今日公告: 公司及控股子公司荆门夏家湾水务合计以 4320 万元收购大股东桑德集团所持的襄樊水务 80% 股权, 公司以 1204 万元收购第三方所持的咸宁水务 85% 股权。

点评:

本次收购溢价率较低, 有望小幅增厚公司 2010 年盈利, 也体现了大股东对上市公司发展的支持。综合看, 公司此次对两项污水资产的收购价格较评估值、净资产的溢价率分别仅为 0% 和 11%, 溢价率较低。同时, 公司本次现金收购的两个污水项目(目前产能 13 万吨/日, 远期 26 万吨/日)目前均已进入试运营阶段, 我们预计 09 年内有望正式开始确认收入, 参照公司现有自建污水处理项目盈利能力, 我们初步估算此次收购有望增厚公司 2010 年每股收益 3%; 此外, 公司本次对襄樊水务项目的收购充分体现了大股东对上市公司发展的支持。

污水运营业务区域龙头地位进一步巩固。此次收购后, 公司已建和在建污水处理产能上升至 90 万吨, 湖北地区市场份额有望攀升至 25%; 考虑到公司大股东在湖北地区所拥有的其余污水资产(当前产能合计 15~20 万吨/日)未来同样可能由上市公司通过现金收购, 和公司现有项目的扩产计划及进一步整合湖北地区污水处理业务的可能, 我们认为公司污水处理业务湖北省内龙头地位未来将更为清晰, 而公司此前规划的 2010 年污水业务 100 万吨/日的产能目标也有望提前实现。

盈利预测调整:

基于此次收购项目对公司 2010 年业绩的增厚效应, 我们小幅上调公司 2010 年每股收益预测 3% 至 0.62 元。

估值与建议:

目前股价对应公司 09、10 年市盈率分别为 30.5x 和 19.7x, 相较于公司突出的成长性(2008~10 EPS CAGR 52%)和行业地位, 这一估值水平仍有提升空间, 我们重申推荐评级, 并上调公司 12 个月目标价至 15 元(对应 2010 PE 24.0x, 上涨空间 22%)。

风险:

1, 大盘下跌导致市场估值水平下降。

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	2008A	2009E	2010E
销售收入	130	230	350	523	791	1,198
销售成本及税金	87	151	202	317	490	742
营业费用	0	4	8	7	14	22
管理费用	7	15	15	22	36	60
EBIT	35	60	126	176	251	374
EBITDA	40	68	139	149	224	352
财务费用	3	7	12	33	40	42
投资收益	-3	-1	7	0	0	0
其他损益项	0	1	-8	-4	-4	-14
所得税	2	8	27	25	37	57
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	258

合加资源	资产负债表(人民币百万)					
000826	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
现金	27	80	72	357	111	102
应收帐款	65	150	226	428	620	926
预付帐款	143	20	87	199	235	296
存货	0	1	1	3	3	4
其他流动资产	0	-	-	-	-	-
流动资产	236	250	387	987	970	1,328
固定资产	313	608	1,124	158	361	426
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	1,799	2,001
资产总额	562	884	1,538	2,349	2,769	3,329
短期借款	8	101	151	228	308	328
各项应付款	63	91	309	495	729	1,091
应交税费	4	20	48	32	52	79
应付职工薪酬	0	1	0	1	1	2
其他流动负债	15	1	4	9	59	61
流动负债	90	214	512	765	1,149	1,560
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	1,638	2,000
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	828
股东权益	298	345	427	941	1,046	1,242
负债及股东权益	562	884	1,538	2,358	2,778	3,338

合加资源	现金流量表(人民币百万)					
000826	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净利润	28	46	87	111	167	258
折旧/摊销	5	8	13	-28	-27	-22
运营资本变化	69	-97	11	39	-21	-
其他项	-84	87	108	-102	68	68
经营活动现金流	18	44	218	21	187	304
固定资产投资	-195	-303	-231	-316	-410	-180
其他投资活动	62	105	8	20	-	-
投资活动现金流	-133	-198	-223	-296	-410	-180
股权融资	5	-	-	420	-	-
借款变动	188	224	28	179	80	-30
其他融资活动	-85	-18	-31	-39	-102	-104
融资活动现金流	107	207	-2	560	-22	-134
现金(等价物)变化	-8	53	-7	284	-245	-10

历史股价表现	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
行业板块	-2%	1%	17%	37%	31%	80%
公用事业			二级行业		公用事业	
第一大股东	桑德集团		持股比率		44.9%	
总市值	50.88 亿元		流通市值		28.66 亿元	
发行股数	4.13 亿股		股票现价		12.31 元	

成长性分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	55%	77%	52%	49%	51%	51%
销售毛利	2%	83%	88%	39%	46%	51%
EBITDA	0%	69%	105%	7%	51%	57%
EBIT	4%	68%	111%	41%	42%	49%
净利润	9%	63%	89%	29%	50%	55%

盈利能力分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
毛利率	33.0%	34.2%	42.2%	39.3%	38.1%	38.1%
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%	28.3%	29.4%
EBIT利润率	27.3%	26.0%	35.9%	33.7%	31.8%	31.2%
净利润率	21.6%	19.9%	24.7%	21.3%	21.1%	21.5%

偿债能力分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
流动比率	2.61	1.17	0.75	1.29	0.84	0.85
速动比率	2.61	1.17	0.75	1.29	0.84	0.85
现金比率	5%	9%	5%	15%	4%	3%
资产负债率	43%	58%	66%	56%	59%	60%
债务/权益	58%	115%	155%	84%	81%	66%
净债务/权益	49%	92%	138%	46%	70%	58%
利息覆盖倍数	10	7	7	3	4	6

杜邦分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净资产收益率	9.4%	13.3%	20.3%	11.8%	15.9%	20.8%
= 总资产收益率	5.8%	6.3%	7.2%	5.7%	6.5%	8.4%
×总资产/净资产	1.62	2.10	2.84	2.07	2.46	2.46
= 销售净利润率	21.6%	19.9%	24.7%	21.3%	21.1%	21.5%
×资产周转率	0.23	0.26	0.23	0.22	0.28	0.36
×总资产/净资产	1.62	2.10	2.84	2.07	2.46	2.46

回报率分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
投入资本回报率	7.0%	8.0%	10.2%	8.5%	10.3%	15.1%
资本回报率	9.4%	13.3%	20.3%	11.8%	15.9%	20.8%
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	2008A	2009E	2010E
摊薄每股收益	0.07	0.11	0.21	0.27	0.40	0.62
每股经营性现金流	0.04	0.11	0.53	0.05	0.45	0.74
每股股息	0.10	0.18	0.00	0.00	0.37	0.24
每股净资产	0.72	0.83	1.03	2.28	2.53	3.00

估值分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
市盈率	181.1	111.2	58.7	45.7	30.5	19.7
市净率	17.1	14.8	11.9	5.4	4.9	4.1
股价/每股经营性现金流	286.8	116.5	23.3	240.5	27.2	16.7
红利收益率	0.8%	0.2%	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%
DCF估值(RMB)	15.00					
目标股价(RMB)	15.00	预期收益率	21.9%			
目标市盈率			71.6	55.7	37.2	24.0
目标市净率			14.5	6.6	5.9	5.0

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

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。