

蓝星清洗(000598)**污水处理结算价格确定, 蓝星清洗脱胎换骨在即****蓝星清洗重大资产置换草案点评**

金润

021-38676277

jinrun.sh@hotmail.com

本报告导读:

- 重大资产置换草案已定, 只待股东大会通过。
- 增发股本及污水处理结算价格确定, 盈利预测比前篇报告有所提升。

事件:

- 6月5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报告书(草案)》。相比前期的《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》, 草案明确了向兴蓉公司发行股数及排水公司污水处理计算价格。
- 公司将以6.24元/股的价格(第五届董事会第十一次会议决议公告日前二十个交易日公司股票交易均价), 向兴蓉公司发行15,955.93万股股份, 购买拟置入资产与拟置出资产的交易作价差额部分; 置入资产评估值超出置出资产评估值的差额部分大于股份认购价款的部分(即75.18元), 由蓝星清洗以现金形式向兴蓉公司支付。
- 4月29日成都排水公司与成都市政府签订特许经营权协议。自09年1月1日起, 成都市政府将成都市中心城区(不含成都高新西区污水处理厂的特许经营区域范围)污水处理特许经营权授予成都排水公司, 实行政府采购, 结算价格每三年核定一次, 首期污水处理服务的结算价格执行时间为09年1月1日至11年12月31日, 结算价格为1.62元/立方米; 八座污水处理厂的设计污水处理能力的70%作为保底水量。

评论:

- 本次注入蓝星清洗(000598)的资产是兴蓉公司下100%控股的成都市排水有限责任公司。排水公司拥有八座污水处理厂, 日处理能力达130万立方米, 是成都地区最主要的污水处理企业, 污水处理服务区域包括成都市锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区以及成都市高新西区和南区, 建成面积283平方公里, 人口超过300万, 2008年实际污水排放量为107万立方米/日, 公司08年实际污水处理量为88.54万立方米/日, 产能利用率为68.11%。在成长空间上, 产能利用率的提升、外延式的扩张以及污泥处理、再生水业务都是公司潜在的利润增长点。根据成都市总体规划, 至2020年成都市中心城区远期控制人口为600~800万人口, 估计日产污量约为210万立方米/日, 按95%污水集中处理率, 中心城污水处理厂远期需求为200万立方米/日, 有很好的成长空间。
- 根据特许经营权协议, 置入资产拥有区域垄断性。成都市政府将成都市中心城区(不含成都市政府已授权成都市高新西区污水处理厂的特许经营权区域范围)污水处理业务特许经营权独家授予排水公司, 排水公司在特许经营区域范围内新收购、新建或改扩建的污水处理厂自动获得协议所授予的特许经营权。
- 污水处理结算价格确定, 置入资产的盈利能力和收益质量将有很大提升。根据公告, 4月29日成都排水公司与成都市政府签订特许经营权协议, 将污水处理结算价格定为1.62元/立方米(比08年上涨44.6%), 结算价格每三年核定一次。在水质达标的前提下, 保底水量按目前排水公司八座污水处理厂的设计污水处理能力的70%计算, 即产能利用率小于70%, 污水处理量按70%支付。据此计算, 置入资产的年收入至少有5.38亿元。
- 2009年1季度的污水处理成本具有可参考性。根据公告, 排水公司下属各污水处理厂污水处理的水质排放均已达标, 一厂和二厂达到国家二级排放标准, 三厂达到国家一级B标准, 四到八厂均达到国家一级A标准。成

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:**增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格:**¥12.60**

上次预测: ¥9.50

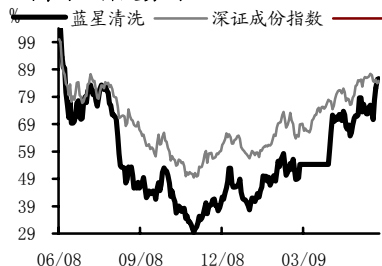
当前价格:

¥9.95

2009.06.08

交易数据

52周内股价区间(元)	3.25 ~ 11.69
总市值(百万元)	3,037
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)	5.9
日均成交值(百万元)	39.9

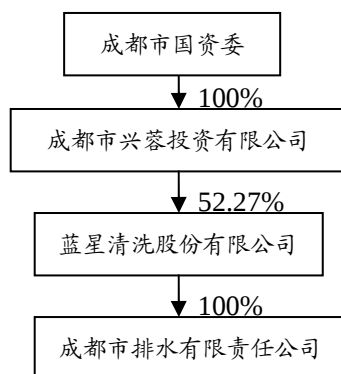
52周内股价走势图**相关报告**

“脱胎换骨”取决于污水处理的结算价格

都市环境保护局已于 2009 年 3 月 11 日对排水公司 8 座污水处理厂出水水质达到《城镇污水处理厂污染物排放标准》(GB18918-2002) 规定的相关标准予以确认。结合确定的污水处理价格计算可知, 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 36.7%, ROE 从 08 年 4.54% 提升至 12.06%。

- 根据草案确定的发行股数及污水处理结算价格, 我们上调 09 年-11 年盈利预测至 0.42 元、0.44 元和 0.46 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, 以及目前的市场估值水平, 给予 09 年 30 倍市盈率, 目标价为 12.6 元, 上调至“增持”评级。目前, 行业平均市盈率为 40~50 左右。
- 风险提示, 本次重大资产置换及发行股份购买资产构成重大资产重组行为, 需公司股东大会审议通过以及相关政府部门或机构备案、批准。此外, 本次交易完成后, 兴蓉公司持有公司股份超过 30%, 触发要约收购义务, 经公司股东大会同意豁免其要约收购义务后, 尚需中国证监会对兴蓉公司免于其要约收购义务的核准。
- 此外, 如果进水水质发生严重变化, 可能会影响处理成本, 但公司在成本管理上处于全国先进水平, 2008 年在以成本数据为重要指标的全国污水处理厂评比中, 排水公司下属的第一污水处理厂和第三污水厂获得全国十佳污水处理厂称号, 第二污水处理厂和第四污水处理厂获得全国优秀污水处理厂称号。

图 1: 资产置换后公司股权结构及控制关系



数据来源: 公司公告 (重组后总股本为 46203 万股)

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)	已达到的 水质排放标准
一厂	100%	40	国家二级排放标准
二厂	100%	30	国家二级排放标准
三厂	100%	10	国家一级 B 标准
四厂 (沙河污水处理厂)	100%	10	国家一级 A 标准
江安河污水处理厂	100%	10	国家一级 A 标准
天回污水处理厂	100%	10	国家一级 A 标准
龙潭污水处理厂	100%	10	国家一级 A 标准
武侯污水处理厂	100%	10	国家一级 A 标准

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: 资产置换后盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	36,197	54,027	56,314	59,388
其中: 污水处理收入	36,039	53,893	56,199	59,274
营业成本	27,384	25,393	26,878	28,427
其中: 污水处理成本	27,322	25,354	26,841	28,389
营业税金及附加	34	65	68	71
管理费用	1,309	2,053	2,140	2,257
财务费用	1,786	3,404	3,097	3,266
资产减值损失	128	168	237	237
投资收益	320			
营业利润	5,876	22,945	23,894	25,131
利润总额	5,875	22,945	23,894	25,131
所得税费用	965	3,442	3,584	3,770
净利润	4,910	19,503	20,310	21,361
每股收益	0.106	0.422	0.440	0.462

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

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.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com