

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

濮冬燕 021-68407301
pudy@cmschina.com.cn

2009年8月24日

合加资源(000826.SZ)/10.12元

水务业务改善公司现金流

公用事业·公用事业

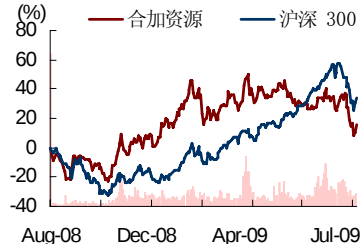
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2961
总股本(万股)	41336
已上市流通股(万股)	23284
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	2.4
ROE(TTM)	12.4
资产负债率	58.6%
主要股东	北京桑德环保集团有
主要股东持股比例	44.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	-13	9
相对表现	-8	-50	-22



相关报告

- 1、《合加资源(000826)-污水较快增长 固废平稳增长》2009/05/05
- 2、《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
- 3、《成长性及稀缺性支撑溢价》2008/10/28
- 4、《增发加强固废行业龙头地位》2008/07/03
- 5、《持续成长的环保领军企业》2008/05/26

公司 09 中报净利润增长 24%，经营现金流状况也大为改善。09 年污水业务高增长且固废业务维持较快增长态势，10 年投产的固废设备业务是新的增长点。考虑到环保类公司的稀缺性和长期增长潜力，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

- **09 年中报业绩同比增长 24.25%。**公司 09 年中期实现营业收入 2.94 亿元，利润总额 0.83 亿元，净利润 0.63 亿元，同比分别增长 32.15%、34.44%、24.25%。每股收益为 0.15 元。业绩符合预期。
- **工程业务增长、设备业务暂时下降。**(1) 08 年承接的湖南、山东等项目处于土建期。西安焚烧发电项目预计 10 年开工，施工期两年。工程施工同比增长 14.46%。(2) 卫生填埋项目设备少工程多，加之固废项目大多处于土建期，故设备业务同比下降 44.45%，其中项目咨询及技术服务附加值高，带动设备业务毛利提高至 74.14%。09 年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有所降低。
- **污水业务带来中报增长。**南昌象湖、包头鹿城等大型污水项目 08 年下半年投产，带动 09 上半年污水业务大增 249.3%，毛利虽有回落但仍达 44.3%。
- **自来水业务大增。**托管运营宜昌自来水公司，带动业务大增 8 倍，毛利率也稳定在 44.6%的理想水平，预计净利润贡献 1000 万元(相当于 0.025 元/股)。
- **经营性现金流大幅改善。**每股经营性现金流由去年同期的-0.06 元增至 0.21 元，主要原因是：(1) 污水业务几乎无应收帐款或坏帐，污水业务的大幅增长带来稳定的现金流。(2) 公司加大了催款力度，回款状况改善。
- **增发项目如期进行。**建设期二年，第三年投产，目前主体结构已经完成，预计环保设备生产线 10 年 7-8 月建成投产。
- **预估每股收益 09 年 0.36 元、10 年 0.45 元，同比分别增长 32.3%和 25.9%。**
- **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，数年后象“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。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	350	523	633	753	857
同比增长	52%	49%	21%	19%	14%
营业利润(百万元)	111	133	191	241	282
同比增长	109%	19%	44%	26%	17%
净利润(百万元)	87	111	147	185	217
同比增长	83%	29%	32%	26%	17%
每股收益(元)	0.43	0.27	0.36	0.45	0.52
PE	22.3	35.9	27.1	21.6	18.5
PB	4.5	4.2	3.7	3.4	3.1

资料来源：招商证券

表 1、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	598	712	811
污水处理	12	79	154	181	218
自来水	7	12	70	77	80
市政施工	141	247	283	362	399
环保设备及安装	191	157	91	91	110
环保设备制造	0	0	0	0	5
合计收入增长率	52%	41%	21%	19%	14%
污水处理	3%	591%	93%	18%	20%
自来水	73%	65%	496%	10%	3%
市政施工	44%	76%	15%	28%	10%
环保设备及安装	63%	-18%	-42%	0%	20%
环保设备制造	--	--	--	--	--
合计毛利率	44%	41%	45%	45%	46%
污水处理	61%	51%	50%	52%	52%
自来水	3%	12%	44%	46%	46%
市政施工	39%	39%	39%	39%	39%
环保设备及安装	48%	41%	55%	55%	55%
环保设备制造	0	0	0	0%	19%

资料来源: 招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入	85	137	125	176	123	171
营业毛利	40	59	52	63	44	80
营业费用	2	2	2	1	1	3
管理费用	4	5	5	8	6	9
财务费用	7	9	8	8	9	10
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	23	38	36	36	26	55
归属母公司净利润	18	33	27	33	23	41
EPS (元)	0.04	0.08	0.07	0.08	0.06	0.10
主要比率						
毛利率	47%	43%	41%	36%	36%	47%
营业费用率	53%	57%	59%	64%	64%	53%
管理费用率	5%	4%	4%	4%	5%	5%
营业利润率	27%	27%	28%	21%	21%	32%
有效税率	27%	11%	18%	20%	11%	23%
净利率	21%	24%	22%	19%	19%	24%
YoY						
收入	58%	123%	23%	32%	45%	24%
归属母公司净利润	40%	51%	31%	1%	29%	22%

资料来源: 招商证券

表 3、盈利预测简表

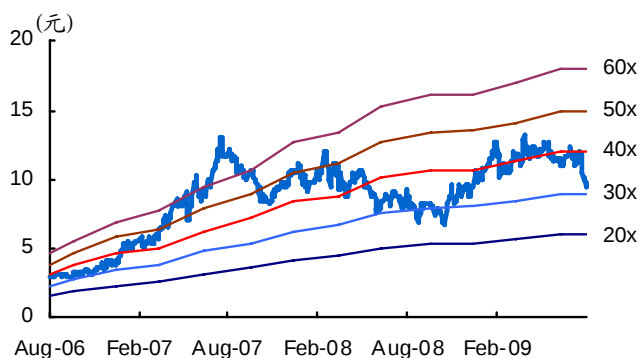
单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	350	523	633	753	857
营业成本	197	309	348	412	467
营业税金及附加	6	8	8	10	11
营业费用	8	7	9	10	12
管理费用	15	22	33	39	45
财务费用	12	33	44	41	40
资产减值损失	9	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	0	0	0	0
营业利润	111	133	191	241	282
营业外收入	2	8	2	2	2
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	112	140	193	243	284
所得税	27	25	36	45	53
净利润	85	114	157	197	231
少数股东损益	(1)	3	9	12	14
归属于母公司净利润	87	111	147	185	217
EPS (元)	0.43	0.27	0.36	0.45	0.52

资料来源: 招商证券

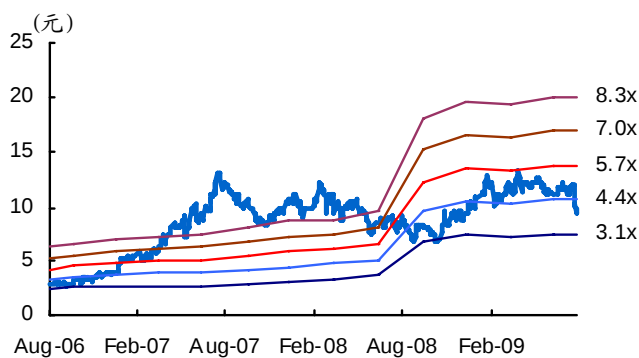
表 4、估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09E	10E	08	09E	10E			
创业环保	600874	0.16	0.17	0.19	39.35	37.36	33.88	2.94	7.71	90.91
洪城水业	600461	0.15	0.18	0.22	59.39	48.89	40.11	2.52	4.83	12.29
南海发展	600323	0.35	0.39	0.43	27.09	24.54	22.26	2.69	9.76	25.94
首创股份	600008	0.12	0.13	0.15	53.72	49.57	43.54	3.08	6.35	140.14
合加资源	000826	0.27	0.36	0.45	42.63	31.89	25.51	4.74	12.36	47.45
中原环保	000544	0.24	0.00	0.00	36.82			4.87	13.38	23.90
平均	-	0.22	0.20	0.24	43.17	38.45	33.06	3.47	9.06	56.77

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(000826)-污水较快增长 固废平稳增长》 2009/05/05
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。
- 2、《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。
- 3、《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。
- 4、《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。
- 5、《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。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	387	987	2039	2318	2598
现金	72	357	611	619	665
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	209	373	1024	1219	1388
其它应收款	18	55	142	169	192
存货	1	3	9	11	13
其他	87	199	253	300	340
非流动资产	1151	1371	1256	1280	1255
长期股权投资	10	10	0	0	0
固定资产	192	40	53	186	257
无形资产	6	1189	1070	963	867
其他	943	132	132	131	131
资产总计	1538	2358	3295	3598	3852
流动负债	512	765	1572	1773	1916
短期借款	151	228	300	300	300
应付账款	225	271	650	770	873
预收账款	2	6	19	23	26
其他	135	260	603	680	717
长期负债	510	560	556	526	526
长期借款	509	540	510	480	480
其他	1	21	46	46	46
负债合计	1022	1325	2128	2299	2441
股本	200	413	413	413	413
资本公积金	105	396	396	396	396
留存收益	122	131	256	377	474
少数股东权益	89	91	101	113	127
母公司所有者权益	427	941	1066	1187	1284
负债及权益合计	1538	2358	3295	3598	3852

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	218	21	234	293	336
净利润		111	147	185	217
折旧摊销		0	126	122	124
财务费用		0	44	41	40
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(94)	(70)	(61)
其它		(90)	11	15	15
投资活动现金流	(223)	(296)	(11)	(150)	(100)
资本支出		0	(20)	(150)	(100)
其他投资		(296)	9	0	0
筹资活动现金流	(3)	560	31	(136)	(190)
借款变动		0	72	(30)	(30)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(22)	(65)	(119)
其他		560	(19)	(41)	(40)
现金净增加额	(8)	284	254	8	46

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	350	523	633	753	857
营业成本	197	309	348	412	467
营业税金及附加	6	8	8	10	11
营业费用	8	7	9	10	12
管理费用	15	22	33	39	45
财务费用	12	33	44	41	40
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	191	241	282
营业外收入	2	8	2	2	2
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	112	140	193	243	284
所得税	27	25	36	45	53
净利润	85	114	157	197	231
少数股东损益	(1)	3	9	12	14
母公司所有者净利润	87	111	147	185	217
EPS (元)	0.43	0.27	0.36	0.45	0.52

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	52%	49%	21%	19%	14%
营业利润	109%	19%	44%	26%	17%
净利润	83%	29%	32%	26%	17%
获利能力					
毛利率	43.9%	40.8%	45.0%	45.3%	45.5%
净利率	24.7%	21.3%	23.3%	24.6%	25.3%
ROE	20.3%	11.8%	13.8%	15.6%	16.9%
ROIC	8.0%	7.5%	9.5%	10.9%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	66.5%	56.2%	64.6%	63.9%	63.4%
净负债比率	42.9%	32.6%	25.5%	22.5%	20.2%
流动比率	0.8	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.8	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	186.4	96.7	55.3	40.1	39.3
应收帐款周转率	2.0	1.4	0.9	0.7	0.7
应付帐款周转率	1.3	1.2	0.8	0.6	0.6
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.27	0.36	0.45	0.52
每股经营现金	1.09	0.05	0.56	0.71	0.81
每股净资产	2.14	2.28	2.58	2.87	3.11
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.16	0.29
估值比率					
PE	22.3	35.9	27.1	21.6	18.5
PB	4.5	4.2	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	33.1	26.8	12.5	11.2	10.1

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）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任造纸印刷、公用事业行业研究助理。

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、未来也将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

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±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。