

业绩符合预期 新项目进展顺利

——创业环保（600874）2009 年中报点评

分析师

寻春珍

☎ (86-755) 83515662

✉ xuncz@cgws.com

要点:

- **中期业绩:** 公司实现营业收入 58766 万元, 同比增长 14.38%; 营业利润 14322.2 万元, 同比增长 5.44%, 实现净利润 10801.3 万元, 同比增长 7.68%, 基本每股收益 0.08 元, 符合预期。
- **业绩分析:** (1) 上半年公司共处理污水 3.66 亿立方米, 同比增长了 18.45%, 主要为天津本埠污水处理厂处理水量增加; (2) 西安污水处理厂及净化中心于 08 年 5 月 17 日正式商业运行, 污水处理规模 27 万吨/日, 今年新增 4 个多月的供应量; (3) 自来水供水量同比下降了 11.09%, 主要是由于曲靖第三自来水厂自 08 年年底持续断流, 于今年 6 月初才恢复正常取水。供水量减少导致吨水折旧增加, 上半年公司供水业务毛利率仅达到 2.04%, 同比减少了 31.84 个百分点; (4) 赤壁项目投入商业运营时间超预期, 我们原预计今年下半年投产, 实际已于今年 5 月投入商业运营, 赤壁项目污水处理能力 4 万方/日; (5) 今年 8 月 10 日公司中标阜阳颖东污水处理厂项目, 采用 BOT 特许经营模式, 设计规模为 15 万吨/日, 其中一期为 3 万吨/日, 二期 9 万方/日。
- **两大不确定性因素进展状况:** (1) 天津地区特许经营权。天津市政府规定公司天津污水处理厂必须实施特许经营。目前公司在天津地区污水日处理规模为 164.5 万方, 污水处理费较高, 为 1.93 元/方。针对水价、水量、厂外管网等问题公司还在与天津市建设行政主管部门进行深入谈判, 具体方案还未确定; (2) 天津市 2010 年底前在建和已建成运行的污水处理厂出水要达到一级排放标准, 公司现运营的四座污水处理厂执行二级出水标准。报告期内公司天津本埠四座污水处理厂升级改造工程的环评报告、可行性研究报告已获天津市相关主管主管部门批复, 升级改造工程总投资约 10.4 亿元。咸阳路和北仓污水处理厂升级改造工程已于报告期内正式开工, 四座污水处理厂升级改造工程主体工程预计于 2010 年完工, 将增加公司的资金压力和运营成本。
- **盈利预测与投资建议:** 不考虑上述不确定因素, 我们预计公司 09、10 年公司净利润分别为 24903 万元和 26707 万元, EPS 分别为 0.17 元、0.18 元, 对应 PE 分别为 34.4X 和 32.1X, 估值相对合理, 维持“中性”投资评级。

投资评级: 中性

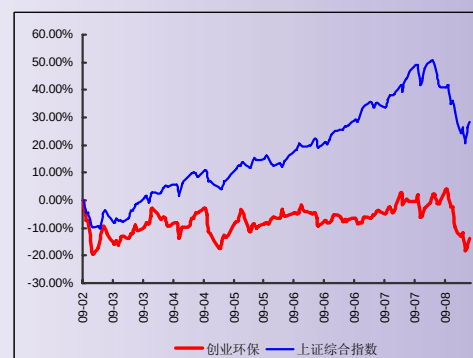
市场数据

总股本 (万股)	142722
流通股本 (万股)	142722
12 个月最高/最低股价 (元)	9.45/4.84
十大流通股东持股比例	79%
股东户数	104942

公司盈利预测 (单位 万元)

	2008A	2009E	2010E
营业收入	115931	123947	125321
营业利润	30849	33406	35826
净利润	23107	24903	26707
EPS (元)	0.16	0.17	0.19
PE	37.1	34.4	32.1

公司股价表现



相关报告

《污水处理专业运营商》调研简报 20090724

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。



表 1 公司主要参股或控股水务公司

公司	规模	价格	股权
天津东郊污水处理厂	40 万吨/日	1.93 元/吨	100%
天津纪庄子污水处理厂	54 万吨/日	1.93 元/吨	100%
天津咸阳路污水处理厂	45 万吨/日	1.93 元/吨	100%
天津北仓污水处理厂	10 万吨/日	1.93 元/吨	100%
贵阳小河污水处理厂	8 万吨/日	0.84 元/吨	95%
曲靖两江口污水处理厂	污水处理 8 万吨/日 自来水 20 万吨/日	自来水 1.1 元/吨 污水处理 0.8 元/吨	90.07%
阜阳第一污水处理厂	污水处理 10 万吨/日	0.75 元/吨	98%
宝应仙荷污水处理厂	污水处理 2.5 万吨/日	1.12 元/吨	70%
洪湖污水处理厂	污水处理 7 万吨/日	0.6 元/吨	90.1%
杭州七格污水处理厂	污水处理 60 万吨/日	0.836 元/吨	70%
文登污水处理厂	污水处理 4 万吨/日	-	100%
西安污水处理厂及净化中心	污水处理 27 万吨/日	0.8 元/吨	100%
安国创业水务	污水处理 3 万吨/日 自来水 4 万吨/日	-	100%
咸宁污水处理厂	污水处理 6 万吨/日	-	
纪庄子再生水厂	再生水 5 万吨/日	1.25 元/吨	100%
咸阳路再生水厂（试运行）	再生水 5 万吨/日	-	100%
北辰再生水厂	再生水 2 万吨/日	-	100%
东郊再生水厂	再生水 5 万吨/日	-	100%

数据来源：长城证券研究所

未来三年盈利预测

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	115931	123947	125321	126718	成长性				
营业总成本	85694	90841	89795	89609	营业收入增长	15.5%	6.9%	1.1%	1.1%
营业成本	51008	54773	55457	56155	营业成本增长	17.9%	7.4%	1.2%	1.3%
财务费用	21449	21691	20051	19008	营业利润增长	11.6%	8.3%	7.2%	4.4%
销售费用	0	0	0	0	利润总额增长	12.8%	7.7%	7.2%	4.4%
管理费用	9028	9668	9775	9884	净利润增长	25.7%	7.8%	7.2%	4.4%
投资净收益	613	300	300	300	盈利能力				
营业利润	30849	33406	35826	37409	毛利率	56.0%	55.8%	55.7%	55.7%
营业外收支	175	0	0	0	销售净利率	19.9%	20.1%	21.3%	22.0%
利润总额	31024	33406	35826	37409	ROE	7.2%	7.2%	7.1%	6.9%
所得税	7675	8251	8849	9240	ROIC	7.6%	6.8%	6.2%	6.1%
少数股东损益	242	252	270	282	营运效率				
净利润	23107	24903	26707	27887	销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
货币资金	90905	57502	167284	180074	投资收益/营业利润	2.0%	0.9%	0.8%	0.8%
应收帐款	79887	61974	62660	63359	所得税/利润总额	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
应收票据	0	0	0	0	应收帐款周转率	1.87	1.75	2.01	2.01
存货	945	1041	1054	1067	存货周转率	63.43	55.17	52.96	52.96
流动资产合计	185149	134854	245507	259184	流动资产周转率	0.83	0.77	0.66	0.50
固定资产	219254	276110	328136	371381	总资产周转率	0.17	0.17	0.15	0.14
资产总计	756026	741110	882009	916852	偿债能力				
短期借款	82189	82189	82189	82189	资产负债率	57.3%	52.3%	56.2%	54.1%
应付款项	1784	1917	1941	1965	流动比率	0.99	0.96	1.77	1.86
流动负债合计	186136	140520	138442	139116	速动比率	0.99	0.95	1.77	1.86
长期借款	231816	231816	341816	341816	每股指标（元）				
负债合计	433407	387336	495258	495932	摊薄 EPS	0.16	0.17	0.19	0.20
股本	142723	142723	142723	142723	每股净资产	2.26	2.44	2.63	2.82
留存收益	168047	192950	219657	247545	每股经营现金流	0.21	0.25	0.48	0.53
少数股东权益	11850	12101	12371	12653	每股经营现金/EPS	1.3	1.5	2.5	2.7
权益合计	322620	347774	374751	402920	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和股东权益总计	756026	735110	870009	898852	PE	37.1	34.4	32.1	30.7
现金流量表（万元）					PEG	5.73	5.91	7.26	
经营活动现金流	30460	36156	67952	75451	PB	2.7	2.5	2.3	2.1
其中营运资本减少	-24678	-28724	-2948	-212	EV/EBITDA	16.90	12.48	13.02	12.50
投资活动现金流	-84123	-69558	-68171	-62660	EV/SALES	10.23	9.56	10.34	10.22
其中资本支出	-88475	-69558	-68171	-62660	EV/IC	2.11	1.80	1.89	1.85
融资活动现金流	109870	0	110000	0	ROIC/WACC	0.90	0.80	0.73	0.72
净现金总变化	56208	-33402	109781	12791	REP	2.35	2.26	2.58	2.58

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

寻春珍: 华南理工大学制浆造纸专业工学硕士，2007年加入长城证券，任造纸、环保水务行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		