

公司简评研究报告 *ST 清洗 (000598.SZ) ▶ 2010 年 3 月 9 日

化工如期亏损，水务带来新生

推荐 维持评级

分析师: 冯大军 邮箱: fengdajun@chinastock.com.cn 电话: 010-66568837 执业证书编号: S0130110014638

1. 事件

蓝星清洗于 3 月 9 日发布了 2009 年年度业绩报告。2009 年公司实现营业收入 22.23 亿元，同比减少 6.13%；实现归属于上市公司股东的净利润-11416 万元，同比减少 1092.27%；实现基本每股收益-0.38 元，同比减少 1166.67%。

2. 我们的分析与判断

(1) 公司原有化工资产经营业绩如期亏损。

业绩亏损原因：受化工产品市场价格波动影响，公司主要化工产品利润率较上年同期都出现了较大幅度的下滑。公司因连续两年亏损，在 2009 年年报发布后沦为 ST 股，但与兴蓉排水公司的重大资产置换重组，*ST 清洗将会得到重生。

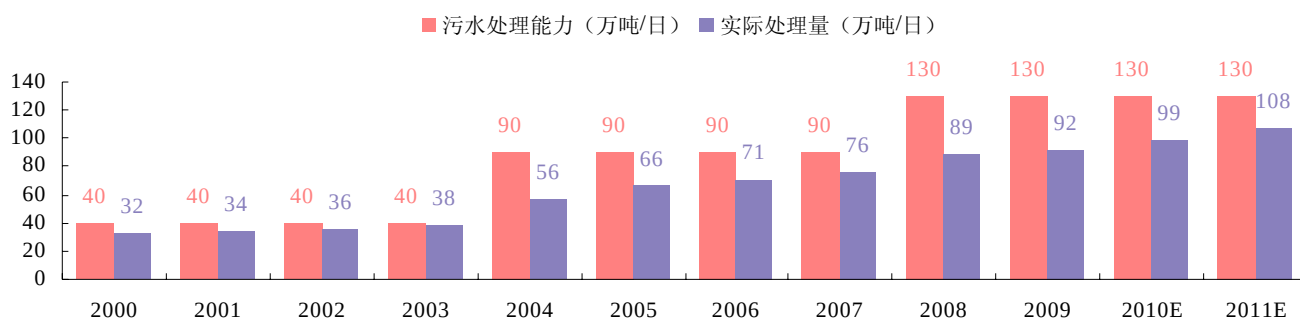
2010 年 1 月 14 日，公司和兴蓉公司同时收到中国证监会有关批复，核准公司重大资产重组及向成都市兴蓉投资有限公司发行 15955.93 万股股份购买相关资产；核准豁免兴蓉公司因上述事项而应履行的要约收购义务。公司重大资产重组目前静待最后交割，我们认为该重组将在今年上半年彻底完成。

(2) 公司未来业绩增长率至少将达到 20%。

兴蓉排水公司目前污水处理能力为 130 万吨/日，污水处理协议水价为 1.62 元/吨，产能利用率为 68%，毛利率为 50%。预计今后产能增长率为 4%，产能利用增长率为 3%，毛利增长率为 2%。未来新增的自来水以及污泥和再生水处理业务，对公司业绩增长的贡献至少有 15%。

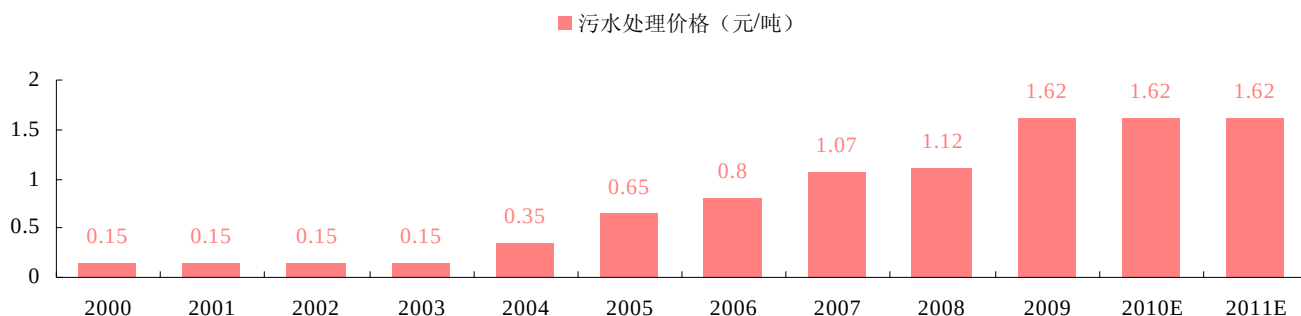
兴蓉公司的债券融资将会提升排水公司的盈利能力，2010 年 2 月兴蓉公司发行了期限为 3 年的年度第一期中期票据。该融资项目包括成都市锦江区、武侯区拟定 2008-2018 年间需建设的排水工程，其中建设污水管道 493.35 公里，雨水管道 499.24 公里。兴蓉公司未来三年总投资将达到 33 亿元，其中排水管网建设 7.8 亿元。项目建成后将完善成都市中心城区污水收集系统，提高成都市中心城区污水处理率，预计污水处理率将提高到 95%。

图 1：兴蓉排水公司污水处理能力与实际处理量逐年递增



资料来源：中国银河证券研究所

图 2：兴蓉排水公司污水处理价格逐年增加



资料来源：中国银河证券研究所

(3) 公司将成为西南水务龙头，业务扩张空间巨大。

公司有丰富的政府资源，政府支持力度大；公司重组后控制权隶属于成都市国资委，拥有成都市区污水处理 30 年的特许经营权；公司具有相当规模的产能，拥有完善的管网设施，为公司做大做强提供了基础；公司污水处理技术已达国外先进水平，污水处理厂运营经验丰富，成本控制优势明显。

公司污水处理业务未来战略将在四川省内城镇进行外延式扩张；公司远期规划将把母公司的自来水业务合并到上市公司中；公司将努力拓展污泥和再生水处理新业务，最终使公司形成多元化的水务经营模式。

(4) 公司重组后的污水处理属于可以长期看好的朝阳行业。

公司重组后的污水处理业务属于环保行业，而环保行业未来发展前景一片光明。当金融危机初期“保增长促消费”的任务基本完成以后，环保问题已经成为了关注的焦点。目前国家发改委正在抓紧制定《节能环保产业发展规划》，未来 5 年我国环保产业投资需求可达 4500 亿元，节能环保等新型产业面临着前所未有的发展机遇。我们认为，我国正在进入工业化中后期，后工业化阶段是环保投资的高峰，我国环保行业将迎来广阔的发展空间，在未来一段时期将保持 15%-20% 的年均复合增长率。

3. 投资建议

主要风险因素：公司重组进程的快慢、债务转移、污水处理价格和产能利用率都会影响我们对公司的盈利预测。

我们预测公司重组后 2010 年、2011 年的营业收入分别为 5.8 亿元、6.4 亿元，EPS 分别为 0.53 元和 0.67 元。我们认为 2010 年经济发展形势非常复杂，相应地资本市场会存在较大的波动性，公司合理的相对估值 PE 区间为 25-40 倍。

虽然现阶段公司内生性增长价值已经反映在了股价之中，但是资产重组及资产注入将为其带来超预期的业绩增长和股东回报率。我们考虑到蓝星清洗重组后的高成长性和弱周期性，继续维持“推荐”的投资评级。

表 1: 兴蓉排水 (000598) 财务报表预测

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	472	360	569	753	952	营业收入	298	362	531	584	637
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	240	274	287	280	261
预付款项	109	35	50	64	77	营业税金及附加	0	0	1	1	1
其他应收款	2	24	35	38	42	管理费用	5	11	17	18	20
存货	2	2	2	2	2	财务费用	2	18	11	9	7
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	0	0	0
固定资产	3014	1315	1178	1146	1119	投资收益	0	3	3	3	3
在建工程	197	66	38	34	42	营业利润	51	61	219	280	352
无形资产	391	383	346	308	271	税前利润	51	61	219	280	352
长期待摊费用	1	1	0	0	0	减: 所得税	9	10	26	34	42
资产总计	4189	2186	2218	2346	2505	净利润	42	51	193	246	310
短期借款	0	30	0	0	0	母公司净利润	42	51	193	246	310
应付账款	8	131	112	94	80	基本每股收益	0.09	0.11	0.42	0.53	0.67
预收款项	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.09	0.11	0.42	0.53	0.67
应交税费	9	14	14	15	16	财务指标					
其他应付款	611	479	503	528	555	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率		21.4%	46.6%	10.0%	9.1%
长期借款	118	110	120	130	140	EBIT 增长率		44.8%	196.8%	25.4%	24.7%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率		21.1%	280.2%	27.7%	25.9%
负债合计	1134	1150	1135	1153	1177	盈利性					
股东权益合计	3055	1036	1083	1192	1328	销售毛利率	19.6%	24.3%	46.0%	52.0%	59.0%
现金流量表						销售净利率	14.0%	14.0%	36.3%	42.1%	48.7%
净利润	42	51	193	246	310	ROE	1.4%	4.9%	29.4%	32.2%	34.4%
折旧与摊销	0	0	103	105	107	ROIC	1.37%	5.45%	25.83%	28.06%	30.10%
经营现金流	166	238	284	347	418	估值倍数					
投资现金流	-405	-489	-8	-28	-48	PE	150.2	122.9	32.2	25.5	20.2
融资现金流	570	139	-67	-135	-171	P/S	16.8	13.8	9.4	8.6	7.9
现金净变动	331	-111	209	184	199	P/B	1.6	4.8	7.7	6.6	5.6
期初现金余额	0	472	360	569	753	股息收益率	10.0%	0.1%	0.7%	2.7%	3.5%
期末现金余额	331	360	569	753	952	EV/EBITDA	88.1	62.6	13.8	11.3	9.1

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所 (注: 盈利预测假设蓝星清洗重组在 2008 年 12 月 31 日完成)

DCF 估值与目标价位

表 2: 兴蓉排水 (000598) DCF 折现模型

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	22715	28489	35537	40740	48856	55318	62616	70857	80161	90663
所得税	2726	3419	4264	6111	7329	8298	9392	10629	12024	13599
NOPLAT	6400	19989	25070	31272	34629	41528	47020	53224	60228	68137
营运资金净变动	4116	-2013	-939	-277	885	1682	1497	1492	1478	1455
资本支出	-1100	-3100	-5100	-6100	-5100	-2100	-2100	-2100	-2100	-2100
自由现金流	27149	31519	36645	40480	49489	58018	64391	71535	79563	88582

WACC	10.07%	Ke	13.3%	估值	g					
永续增长率	1.0%	Kd	7.5%		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	
终值	36943	t	16.4%	WACC	8.57%	19.12	19.78	20.52	21.36	22.34
企业价值	796231	Rf	4.5%		9.07%	17.99	18.55	19.18	19.89	20.70
非核心资产价值	92918	E(Rm)	10.0%		9.57%	16.99	17.47	18.01	18.61	19.29
债务价值	11952	Rm-Rf	5.5%		10.07%	16.09	16.51	16.94	17.48	18.06
股权价值	784280	D/A	2.3%		10.57%	15.29	15.65	16.05	16.49	16.98
股本	46203	E/A	97.7%		11.07%	14.56	14.87	15.22	15.60	16.03
每股价值	16.94	Beta	1.6		11.57%	13.90	14.18	14.48	14.81	15.18

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所 (注: 盈利预测假设蓝星清洗重组在 2008 年 12 月 31 日完成)

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908