

今年业绩增长面临压力

中性 维持评级

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

1. 事件

2010 年 7 月 7 日, 我们调研了创业环保, 与公司证券事务负责人交流了公司经营状况和未来发展规划。

2. 我们的分析与判断

我们认为公司 2010 年业绩增长将面临一定压力, 主要基于以下分析: (1) 公司天津地区的纪庄子 (54 万吨/天)、东郊 (40 万吨/天)、咸阳路 (45 万吨/天)、北仓 (10 万吨/天) 污水处理厂今年将进行大规模的水厂改造工程, 这四个污水处理厂的运营将受到一定影响, 预计产能利用率可能降低 10%-20%。(2) 通过水厂改造工程, 公司污水处理厂出水指标将从二级提高到一级 B, 同时将新增固定资产折旧和增加运营成本。但是公司天津地区水厂的污水处理费一直维持在 1.93 元/吨的价格, 并且未来可能会下调, 预计公司天津地区水厂毛利率短期内可能降低 2%。(3) 公司在天津以外地区 BOT 新建或 TOT 收购的污水处理厂, 由于初期折旧比较大以及产能利用率不高的原因, 短期内部分可能出现亏损, 预计这些水厂的盈亏平衡点可能出现在正式运营后 3-4 年。(4) 公司今年没有新建的水厂投产, 增量来自于排水区域的扩大, 而这些又与政府的市政管网建设工程进度有关。根据以上分析, 我们预计公司今年的污水处理业务的增长率约为-10%。

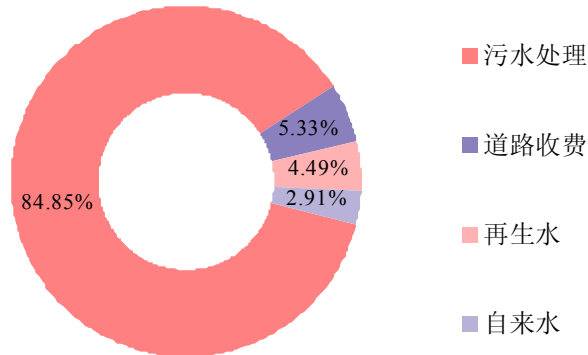
我们预计公司 2011 年业绩增长率至少有 20%, 主要基于以下分析: (1) 水厂改造工程完成后, 公司产能利用率将会有很大幅度的反弹。(2) 公司天津地区四个水厂特殊经营权的续签可能在今年年底或明年初签署, 管网资产可能剥离出公司, 同时污水处理价格也可能调整, 公司水厂净资产收益率将会提升。(3) 公司目前托管运营污水处理规模达到了 52.5 万吨/日, 凭借其丰富的污水处理管理经验和领先的技术优势, 将会进一步扩大其在污水处理厂托管运营的市场份额。公司托管运营项目收益率水平至少高出 BOT 或 TOT 项目 10%, 将是污水处理业务未来的主要增长点。

我们预计未来几年后公司再生水业务将会出现一段爆发性增长的发展时期, 年均复合增长率将至少达到 30%。再生水回用将是我国北方地区水资源可持续利用的发展趋势。随着市政再生水管网设施投资建设的逐年加大, 再生水业务未来市场发展空间巨大。公司是国内水务运营商中开发再生水业务较早的企业, 目前再生水生产规模达 19 万吨/天。

3. 投资建议

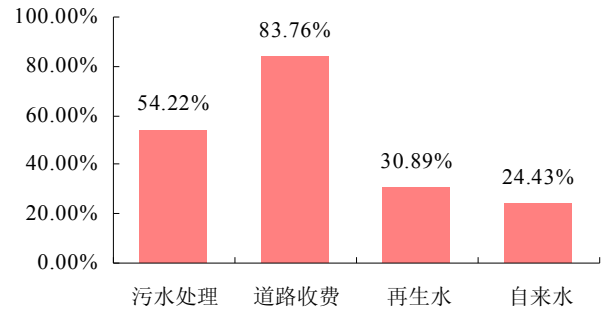
我们预测公司 2010-2012 年营业收入分别为 11.5 亿、13.9 亿、15.1 亿元; EPS 分别为 0.15 元、0.19 元和 0.21 元; 对应目前 PE 分别为 38X、30X、27X; 相对于其它水务公司目前估值偏高。虽然公司在污水处理领域具有丰富的运营管理经验和成熟的工艺技术, 同时历年经营业绩稳定。但是在目前资本市场弱势的行情下, 公司估值相对较高, 并且今年业绩可能出现负增长。因此, 我们继续维持对公司的“中性”投资评级。

图 1: 公司主营收入构成比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部 (2009 年报数据)

图 2: 公司主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部 (2009 年报数据)

表 1: 公司控股污水处理厂基本情况

名称	地区	设计处理能力 (万吨/日)	污水处理费 (元/吨)	特许经营期 (年)	合作方式	投产时间
纪庄子污水处理厂	天津	54	1.93			已投产
咸阳路污水处理厂	天津	45	1.93			已投产
北仓污水处理厂	天津	10	1.93			已投产
东郊污水处理厂	天津	40	1.93			已投产
静海天宇科技园污水处理厂	天津	1.5 (5)			BOT	2011 年
汉沽营城污水处理厂	天津	10			DBO	2011 年
津南区八里台镇污水处理厂	天津	4			BOT	2012 年
贵阳小河污水处理厂	贵州	8	1.21	25	TOT	已投产
阜阳第一污水处理厂	安徽	10	0.92	30	TOT	已投产
阜阳市颍东污水处理厂	安徽	15		30	BOT	2012 年
杭州七格污水处理厂	浙江	60	0.75	25	TOT	已投产
洪湖污水处理厂	湖北	7	0.6	30	TOT	已投产
赤壁污水处理厂	湖北	4	0.8	25	BOT	已投产
咸宁污水处理厂	湖北	6		30	BOT	2011 年
文登污水处理厂	山东	8	0.93	30	TOT	已投产
西安市污水处理、北石桥净化中心	陕西	27	0.8	25	TOT	已投产
宝应仙荷污水处理厂	江苏	2.5 (5)	1.47	25	BOT	已投产
安国污水处理厂	河北	3	1.1	30	BOT	已投产
曲靖两江口污水处理厂	云南	8	0.8	30	TOT	已投产

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 主营收入增长预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
污水处理（万元）	85308	97600	106634	95128	116951	126225
增长率		14.41%	9.26%	-10.79%	22.94%	7.93%
自来水供应（万元）	2788	4368	3660	4209	4840	5566
增长率		56.66%	-16.20%	15.00%	15.00%	15.00%
道路收费（万元）	6976	6702	6704	6771	6839	6907
增长率		-3.93%	0.03%	1.00%	1.00%	1.00%
再生水（万元）	2867	4841	5649	6496	7471	8591
增长率		68.86%	16.68%	15.00%	15.00%	15.00%
合计（万元）	97939	113510	122647	112605	136101	147290
增长率		15.90%	8.05%	-8.19%	20.87%	8.22%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3: 毛利率变化假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
污水处理	57.81%	57.05%	54.22%	52.28%	54.19%	55.44%
自来水供应	25.52%	26.71%	24.43%	24.43%	24.43%	24.43%
道路收费	67.32%	83.85%	83.76%	83.76%	83.76%	83.76%
再生水	30.25%	26.65%	30.89%	30.89%	30.89%	30.89%
综合毛利率	56.77%	56.17%	53.87%	51.89%	53.34%	54.16%
营业成本/营业收入	43.23%	43.83%	46.13%	48.11%	46.66%	45.84%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 4: 主营收入和毛利率变动敏感性分析

		2010E	2011E	2012E
每股收益（元）		0.15	0.19	0.21
主营收入变化率	+ 10%	0.18	0.25	0.32
	- 10%	0.12	0.14	0.12
毛利率变化率	+ 1 %	0.16	0.20	0.22
	- 1 %	0.14	0.18	0.20

资料来源：中国银河证券研究部

表 5: 创业环保 (600874) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	909	603	577	697	755	营业收入	1159	1257	1154	1395	1509
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	510	579	555	651	692
应收账款	799	503	462	559	605	营业税金及附加	42	43	39	48	52
预付款项	82	194	194	194	194	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	52	55	55	55	55	管理费用	90	100	92	112	121
存货	9	10	9	11	12	财务费用	214	187	165	202	224
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	6	6	6	6
长期股权投资	44	44	44	44	44	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1985	1960	2092	2187	2274	投资收益	6	0	0	0	0
在建工程	207	375	344	344	344	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	308	343	296	377	416
无形资产	2277	2751	3186	3611	4026	营业外收支净额	2	-5	-5	-5	-5
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	310	338	291	372	411
资产总计	7560	7196	7664	8401	9007	减: 所得税	77	91	73	93	103
短期借款	822	100	771	1662	1866	净利润	233	246	218	279	308
应付票据	0	500	0	0	0	母公司净利润	231	243	215	275	304
应付账款	18	23	23	27	28	少数股东损益	2	3	3	4	4
预收款项	229	305	363	433	508	基本每股收益	0.16	0.17	0.15	0.19	0.21
应付职工薪酬	5	4	4	4	4	稀释每股收益	0.16	0.17	0.15	0.19	0.21
应交税费	24	10	10	10	10	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	100	231	231	231	231	成长性					
其他流动负债	167	20	0	0	0	营收增长率	15.46%	8.41%	-8.19%	20.87%	8.22%
长期借款	2318	2164	2205	2239	2266	EBIT 增长率	21.54%	3.52%	-12.71%	25.19%	10.34%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	25.71%	5.16%	-11.34%	27.87%	10.31%
负债合计	4334	3780	4077	4597	4963	盈利性					
股东权益合计	3226	3416	3586	3804	4045	销售毛利率	56.00%	53.94%	51.89%	53.34%	54.16%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	20.14%	19.61%	18.93%	20.03%	20.42%
净利润	233	246	218	279	308	ROE	7.44%	7.38%	6.22%	7.49%	7.77%
折旧与摊销	191	199	164	181	198	ROIC	5.65%	6.72%	5.16%	5.98%	6.20%
经营现金流	305	1390	75	758	817	估值倍数					
投资现金流	-841	-701	-700	-700	-700	PE	35.83	34.07	38.43	30.05	27.24
融资现金流	1099	-984	598	62	-60	P/S	7.14	6.59	7.17	5.94	5.48
现金净变动	562	-295	-26	120	57	P/B	2.66	2.51	2.39	2.25	2.12
期初现金余额	340	909	603	577	697	股息收益率	0.65%	0.65%	0.58%	0.74%	0.82%
期末现金余额	902	614	577	697	755	EV/EBITDA	15.90	14.25	17.81	15.11	14.01

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

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 研究部

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