

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

自来水业务扩张加速，非公开发行提升行业地位

事件描述

近日我们调研了 ST 国中，与公司董秘，证代就公司经营情况和未来发展进行了沟通。

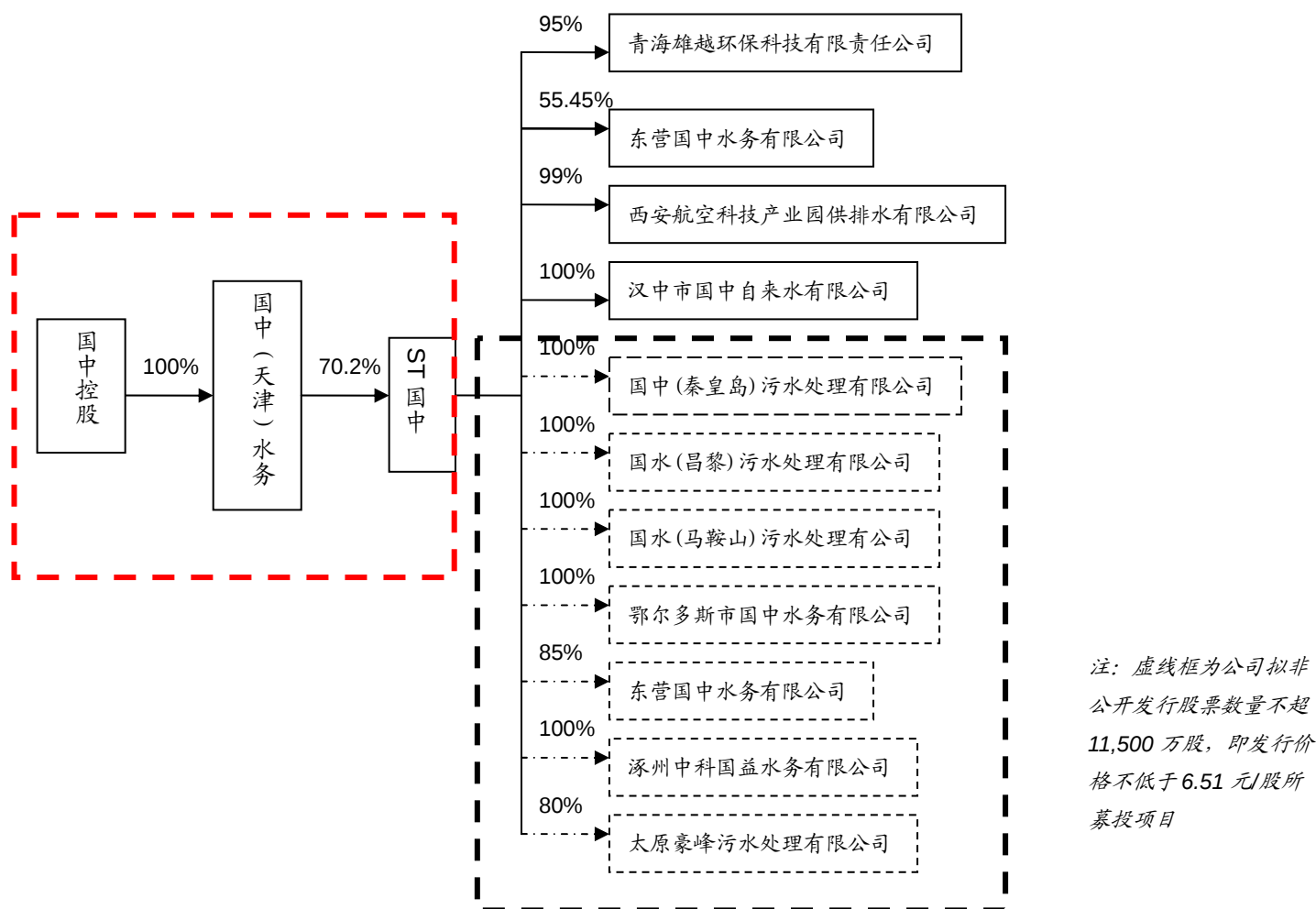
事件评论

- 公司重组 ST 黑龙打开 A 股融资平台，目前公司已经完成重组事项，通过打开 A 股融资平台，公司实际控制人为国中控股有限公司（HK.0202），考虑公司股权结构的特殊性（香港上市公司——境内全资子公司——国内 A 股上市公司），使其具备了其他公司所不具备的投融资优势。我们预计公司将会更好使用两大平台，为公司未来扩张和发展提供充足的资金支持。
- 公司自来水业务扩张速度明显加快，6 月份公司已经取得了湘潭和西安市临潼区的自来水供应特许经营权，公司之前自来水供应仅有 18 万吨/日供应量，今年东营国中一期项目 15 吨/日水厂投产，以及明年湘潭九华 20 万吨/日供水项目和东营国中二期 5 万吨/日投产后，公司自来水供应将达到 58 万吨/日供水量。由于公司所有自来水供应项目都是在外埠，前期的项目对于公司未来获取外埠项目的能力将会有有一个促进作用，因此我们看好公司未来自来水的获取能力。
- 公司前期公告拟向大股东国中（天津）非公开发行股票数量不超 11,500 万股，即发行价格不低于 6.51 元/股，所募投 7 个项目，若此次非公开性发行今年能够顺利完成，公司的水务处理能力增加 49.5 万吨/日，预计将增加公司盈利近 5000 万，实现了公司业务能力和业绩的大幅提升。
- 公司主要供水区域是陕西西安，西安水价从 2005 年调整后就未进行过调整，去年全国部分城市和省份都已经进行了水价调整，而像陕西 5 年末进行水价调整的省份很少。2008 年之后自来水行业总体成本大幅提高，使得整个行业面临亏损，公司供水地区西安 5 年末进行水价调整，势必加重政府的财政补贴的负担，特别是公司又在西安获得了临潼区供水特许权，供水量增加同时将会加大政府的补贴负担，必然存在强烈的水价上涨预期。
- 公司本次非公开性发行股票收购北京中科国益环保工程有限公司，北京中科是中科院中科集团投资控股的高新技术企业，业务集中于水处理领域，涵盖了工业废水、市政污水、生活污水处理及水回用等领域。我们认为国中将为国益环保提供良好的资本平台，使其工业污水处理业务得到全面快速发展，经过几年时间发展将成为国中公司未来业绩贡献点。
- 我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.17 元、0.20 元和 0.28 元，对应动态市盈率为 49.0、41.65 和 29.75 倍。考虑公司后期的成长性和想象空间虽然可观，但公司目前估值已经远高于行业平均水平，给予“中性”评级。

重组 ST 股打开 A 股融资平台，双向平台为公司提供更多融资机会

ST 国中是 2007 年国中（天津）水务有限公司收购 ST 黑龙实行 A 股上市，目前公司已经完成重组事项，通过打开 A 股融资平台，公司实际控制人为国中控股有限公司（HK.0202），考虑公司股权结构的特殊性（香港上市公司——境内全资子公司——国内 A 股上市公司），使其具备了其他公司所不具备的投融资优势。我们预计公司将会更好使用两大平台，为公司未来扩张和发展提供充足的资金支持。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

自来水处理业务扩张速度明显加快

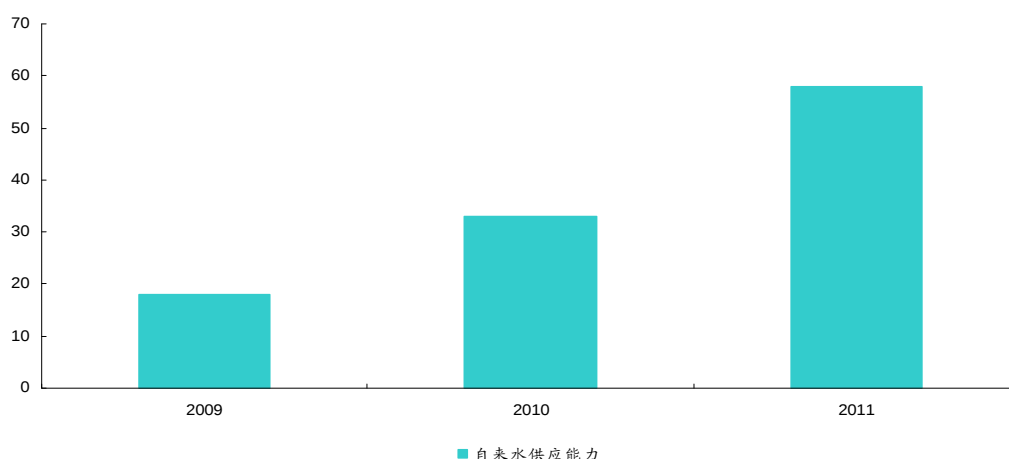
公司目前自来水业务扩张速度明显加快，仅 6 月份公司已经取得了湘潭和西安市临潼区的自来水供应特许经营权，公司之前自来水供应仅有 18 万吨/日供应量，今年东营国中一期项目 15 吨/日水厂投产，以及明年湘潭九华 20 万吨/日供水项目和东营国中二期 5 万吨/日投产后，公司自来水供应将达到 58 万吨/日供水量。由于公司所有自来水供应项目都是在外埠，也证明了一点，公司在外埠获取项目的能力很强，前期的项目对于公司未来获取外埠项目的能力将会有一个促进作用，因此我们看好公司未来自来水的获取能力，扩张速度也会出现提升。

表 1：公司近期自来水扩张情况一览

时间	项目
2010年6月26日	公司子公司西安航空科技产业园供排水有限公司与西安市临潼区新都市城市发展有限公司签订了《城市供用水合同》。
2010年6月14日	公司将在湖南省湘潭市九华示范区内，投资建设并运营20万吨/日城市供水项目。
2009年8月25日	投资6100万元控股东营国中85.31%股权。东营国中的水处理项目规模为20万吨/日，其中一期投资建设范围包括新建输水管建工程、15万吨/日水厂工程。

资料来源：长江证券研究所

图2：公司自来水供应能力大幅提升



资料来源：长江证券研究所

非公开发行提升水务行业地位

公司前期公告拟向大股东国中（天津）非公开发行股票数量不超11,500万股，即发行价格不低于6.51元/股，所募投7个项目，若此次非公开性发行今年能够顺利完成，公司的水务处理能力增加49.5万吨/日处理量，我们预计7个项目将增加公司盈利近5000万，实现了公司业务能力和业绩的大幅提升。

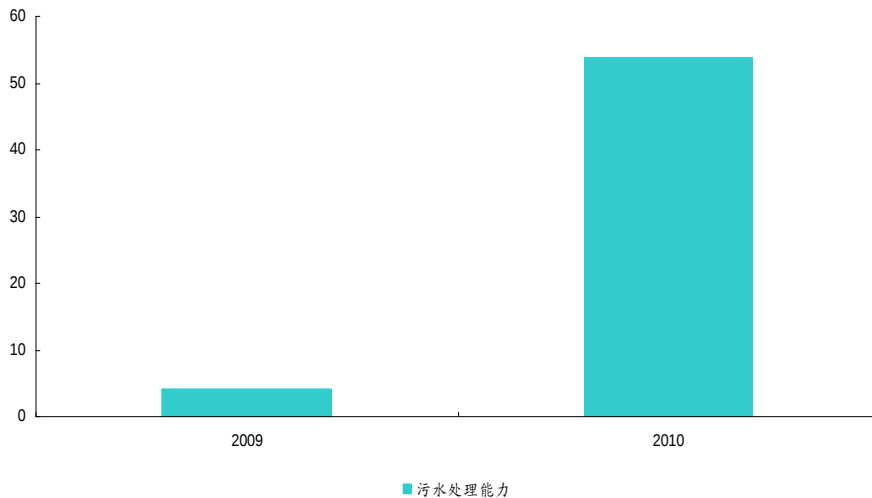
表2：公司非公开性发行将要募集项目和盈利预测

项目	注册资本	股权比例	经营期限	运营模式	日处理量 (万吨/日)	污水处理费 (元/吨)	污水排放标准	产能利用率
秦皇岛公司	\$409 万	75%	20 年	BOT	12	0.668	国家一级	100%
昌黎公司	¥2600 万	100%	25 年	BOT	4	0.94		100%
马鞍山公司	5066 万港元	100%	22 年	BOT	6	0.82	一级 B	100%
鄂尔多斯公司	¥6300 万	100%	30 年	BOT	污水 2+再生水 1.5	污水 1.95+再生水 3.3		100%
太原公司	¥9093 万	80%	30 年	BOT	16	1.13	一级 A	100%
涿州中科	¥3600 万	100%	25 年	BOT	8	0.998		100%
中科国益	¥1000 万							

资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：鄂尔多斯公司和太原公司都只计算了半年的业绩

图 3：公司污水处理能力大幅提升



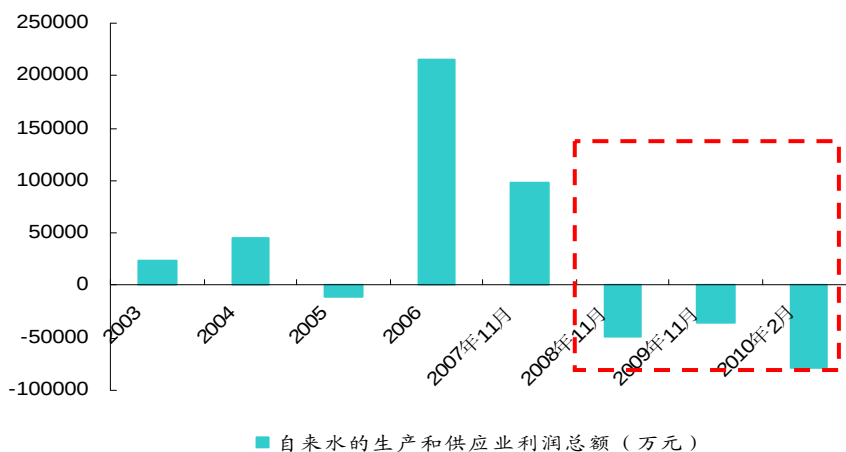
资料来源：长江证券研究所

5 年未调整水价 PK 水价上涨预期

公司主要的供水区域是陕西西安，西安水价从 2005 年调整后就未进行过调整，去年全国部分城市和省份都已经进行了水价调整，而像陕西这边 5 年未进行水价调整的省份很少。

从 2008 年之后自来水行业总体成本大幅提高，使得整个行业面临亏损，公司供水地区西安 5 年未进行水价调整，势必加重了政府的财政补贴的负担，特别是公司又在西安获得了临潼区供水特许权，供水量增加同时将会加大政府的补贴负担，那么在政府财力一定的基础上，财政负担随着每年公司的供水量增加会加大，而这种趋势不能长期存在，必然存在强烈的水价上涨预期。

图 4：城市供水行业仍然处于亏损状态



资料来源：WIND，长江证券研究所

表 3：我国各省份水价涨幅情况

自来水价格（元/吨）：不含污水处理费	调整时间	上调	上调幅度
--------------------	------	----	------

北京	2.96	Nov-09	0.16	5.71%
天津	3.08	Mar-09	0.48	18.46%
内蒙古	2.35	Nov-09	0.4	20.51%
辽宁	1.8	Jun-09	0.2	12.50%
黑龙江	2.4	Dec-09	0.6	33.33%
江苏	1.5	Mar-09	0.6	66.67%
江西	1.18	Aug-09	0.3	34.09%
重庆	2.7	Dec-09	0.6	28.57%
贵州	2	Mar-10	0.8	66.67%
广西	1.48	Dec-09	0.42	39.62%
甘肃	1.75	Oct-09	0.2	13.33%
宁夏	1.6	Feb-10	0.45	39.13%
已涨价省份平均涨幅			0.43	31.55%

资料来源：中国水网，长江证券研究所

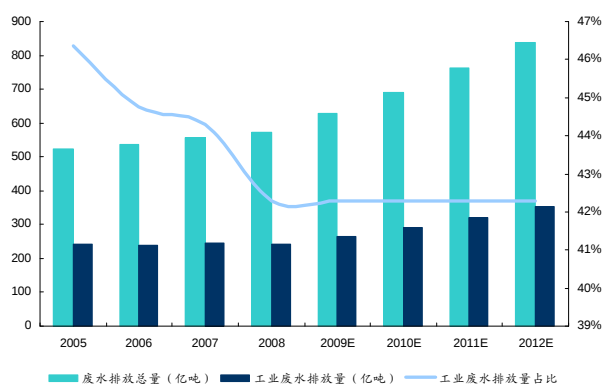
新模式新想法，积极部署新项目

公司本次非公开性发行股票收购北京中科国益环保工程有限公司，北京中科是中科院中科集团投资控股的高新技术企业，公司业务集中于水处理领域，涵盖了工业废水、市政污水、生活污水处理及水回用等领域。

目前中科这边不管在人才储备和技术支撑上都能达到前列水平，公司通过收购国益环保以后，我们认为国中为国益环保提供良好的资本平台，使其工业污水处理业务得到全面快速发展，经过几年时间与母公司磨合，将成为国中公司未来的一个业绩贡献点。

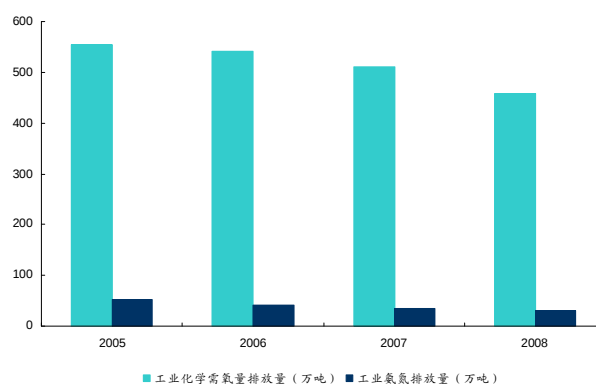
其他环保领域包括污泥处理，再生水等领域，目前在我国仍然处于刚刚起步阶段，随着公司进一步发展，我们认为都为公司以后再环保领域提供多角度发展。

图 5：工业废水排放量占比仍维持在 40%以上



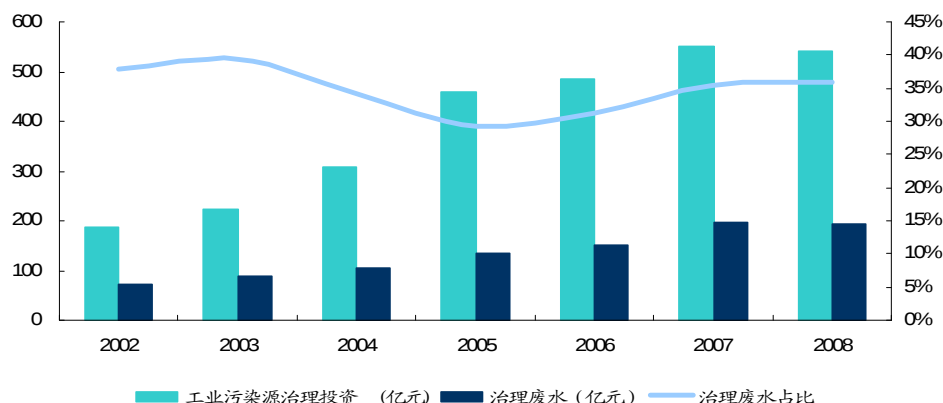
资料来源：全国环境统计公报，长江证券研究所

图 6：工业废水 COD 和氨氮含量仍居高不下



资料来源：全国环境统计公报，长江证券研究所

图 7：工业废水处理投资比例逐年加大



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

表 4：北京中科业务主要工程业绩一览

工程名称	处理水量 m3/d	主体工艺	工程内容
化工废水处理			
东曹 22 万吨/年 PVC 离心母液回用项目	1680	水解+好氧+BAF	工程总承包
石家庄化纤有限公司污水处理项目	2400	物化+SBR	工程总承包
榆中钢铁焦化污水处理工程	1560	物化+A/O	工程调试
新疆天业集团 PVC 母液废水回用工程	1680	厌氧+好氧+过滤	工程总承包
甘肃新川化工有限公司 20 万吨年产 PVC 废水工程	2400	水解+接触氧化+过滤	工程承包
内蒙古君正化工废水处理工程	10000	水解+接触氧化+过滤	工程承包
贵州水解有机化工有限公司废水扩能工程	6000	混沉+好氧+过滤	工程设计
甘肃银达化工有限公司 12 万吨年产 PVC 废水工程	1200	水解+好氧+过滤	工程承包
新建中泰重化工有限公司污水处理回用项目	4800	水解+接触氧化+过滤	工程设计
石化废水处理			
大港十二井钻进废水处理工程	480	超声 fenton+催化氧化+好氧+沉淀	工程总承包
正和丙烯酸及酯废水处理工程	720	EGSB+好氧+混沉	工程总承包
九江资产公司 450 万吨/年污水回用项目	12480	厌氧+活性污泥+MBR	工程总承包
山东正和炼油厂项目	12000	EGSB+气浮+A/O+BAF	工程总承包
大庆炼化公司腈纶聚合污水预处理项目	1680	微电解+混凝沉淀	工程设计
市政和生活污水处理			
内蒙古岱海旅游学校-码头污水处理站	400	复合生化	工程总承包
内蒙古码头温泉浴疗污水处理项目	400	复合生化	工程总承包
东莞市垃圾处理厂污水处理工程	200	SBR	工程总承包
北京光机电一体化产业基地污水回用工程	10000	SBR	工程总承包

无锡太阳绿宝科技有限责任公司	400	A/B	工程总承包
5 涿州市城市污水处理厂西厂工程	40000	CASS	工程总承包
涿州市城市污水处理厂东厂工程	40000	CASS	工程总承包
安庆市城市生活垃圾焚烧发电项目污水处理项目	240	SBR	设计供货

污水深度处理

宁波镇海垃圾发电厂化水处理项目	960	超滤+反渗透	工程总承包
天津大港油田污水回用深度处理工程	32000	BAF+超滤+反渗透	工程设计
慈溪中科众茂垃圾发电厂化水处理工程	4800	超滤+反渗透	工程总承包
中原石油化工有限公司污水回用项目	4320	超滤+反渗透	工程设计

资料来源：公司公告，长江证券研究所

潜在的 ST 摘帽预期助推公司股价

公司去年完成了对于 ST 黑龙的重组，实现了 A 股登陆，公司去年年报公布已经略有盈利，如果公司在 A 股市场经营年限有 1 年，我们预计公司 ST 摘帽的可能性极大，在摘帽预期下，公司的股价已经在前期有所反应，如果后期公司的股价有一定的回落，建议可关注。

盈利预测与假设

盈利预测主要假设：

- 公司非公开性发行在今年能够顺利完成；
- 自来水供应项目如期完成供水；
- 对外项目在外埠顺便推进；

根据上述假设，我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.17 元、0.20 元和 0.28 元，对应动态市盈率为 49.0、41.65 和 29.75 倍。考虑到公司后期的成长性和想象空间较可观，但公司目前估值已经远高于行业平均水平，给予“中性”评级。

表 5：公用事业行业公司预测 PE 值

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000598.SZ	*ST 清洗	18.35	-0.380	0.518	0.648	(48.29)	35.43	28.32
000685.SZ	中山公用	16.23	1.360	1.601	1.867	11.93	10.14	8.70
000712.SZ	锦龙股份	17.86	0.660	0.848	1.070	27.06	21.06	16.69
000826.SZ	桑德环境	20.20	0.350	0.529	0.742	57.71	38.21	27.22
600008.SH	首创股份	5.69	0.203	0.208	0.239	27.97	27.38	23.83
600168.SH	武汉控股	7.28	0.160	0.000	0.169	45.50	/	43.05
600323.SH	南海发展	13.35	0.380	1.305	0.612	35.13	10.23	21.81
600461.SH	洪城水业	14.89	0.150	0.566	0.671	99.40	26.31	22.18

600874.SH	创业环保	5.86	0.170	0.203	0.224	34.47	28.91	26.16
601158.SH	重庆水务	6.95	0.240	0.265	0.295	28.96	26.23	23.58
行业中值						31.71	26.31	23.71
600187.SH	ST 国中	8.35	0.060	0.170	0.200	139.63	49.12	41.75

资料来源: wind,长江证券研究所

风险提示

1. 公司目前估值已经相当行业平均较高,后期有回调的压力;
2. 非公开性发行今年年内不能完成;
3. 公司的外埠项目扩张能力不能实现。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	85	281	411	635	货币资金	31	28	41	63
营业成本	53	148	209	315	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	31	133	202	320	应收账款	59	195	284	439
% 营业收入	37.0%	47.4%	49.1%	50.3%	存货	2	7	9	14
营业税金及附加	1	4	6	10	预付账款	75	208	293	442
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	8	26	37	58	流动资产合计	167	437	628	959
% 营业收入	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	16	52	76	118	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	7	12	28	42	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	7.8%	4.4%	6.7%	6.6%	固定资产合计	227	607	969	1312
资产减值损失	0	1	0	1	无形资产	54	52	49	47
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	4	4	4	4
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	0	38	53	91	其他非流动资产	77	77	77	77
% 营业收入	0.0%	13.5%	13.0%	14.4%	资产总计	529	1176	1727	2398
营业外收支	28	40	40	40	短期贷款	10	354	688	995
利润总额	28	78	93	131	应付款项	7	21	29	44
% 营业收入	33.0%	27.7%	22.8%	20.7%	预收账款	1	5	7	11
所得税费用	8	23	27	39	应付职工薪酬	0	1	2	2
净利润	20	55	66	93	应交税费	19	54	68	97
归属于母公司所有者					其他流动负债	108	318	454	691
的净利润	19.6	54.7	65.6	92.1	流动负债合计	147	753	1247	1839
少数股东损益	0	0	0	1	长期借款	79	79	79	79
EPS (元/股)	0.06	0.17	0.20	0.28	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	6	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	122	77	121	177	负债合计	235	835	1330	1922
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	243	289	345	423
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	52	52	52	53
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	295	341	397	476
固定资产投资	-89	-403	-404	-406	负债及股东权益	529	1176	1727	2398
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-89	-403	-404	-406		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.060	0.167	0.200	0.281
股权融资	0	0	0	0	BVPS	0.74	0.88	1.05	1.29
银行贷款增加 (减少)	-9	344	334	307	PE	139.20	49.86	41.55	29.60
筹资成本	6	-21	-37	-56	PEG	2.06	0.74	0.62	0.44
其他	-12	0	0	0	PB	11.22	9.42	7.90	6.44
筹资活动现金流净额	-14	323	297	251	EV/EBITDA	111.02	40.91	27.56	18.72
现金净流量	18	-3	13	22	ROE	8.1%	18.9%	19.0%	21.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。