

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

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

收购银川项目证明异地扩张的可行性

事件描述

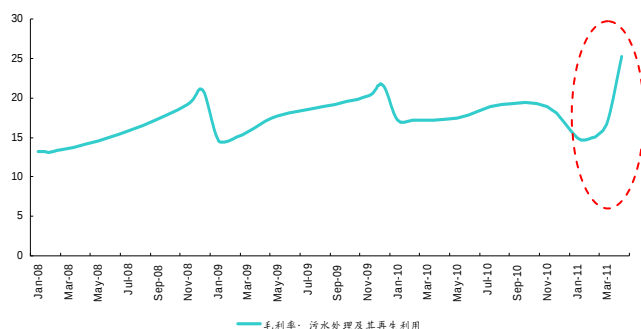
今日兴蓉投资（000598）公布了关于全资子公司中标银川市第六污水处理厂 BOT 项目的公告，主要内容如下：

- 银川市第六污水处理厂 BOT 项目，特许经营期为 30 年；
- 项目建设工程包括第一期工程和远期工程，设计污水处理能力共计为 15 万立方米/日，第一期工程污水处理能力 5 万立方米/日，分两步实施：一步工程设计污水处理能力为 2.5 万立方米/日，预计于 2012 年 7 月 31 日通水运行。二步工程设计污水处理能力为 2.5 万立方米/日，在一期一步工程连续 3 个运营月日平均进水量超过 2.25 万立方米的情况下，项目公司在上述 3 个月期满后 30 日内启动二步工程的建设，并使之在开始施工后 12 个月内投入正式商业运行；
- 项目第一期工程总投资为 9060 万元；
- 污水处理费为 0.89 元/吨。

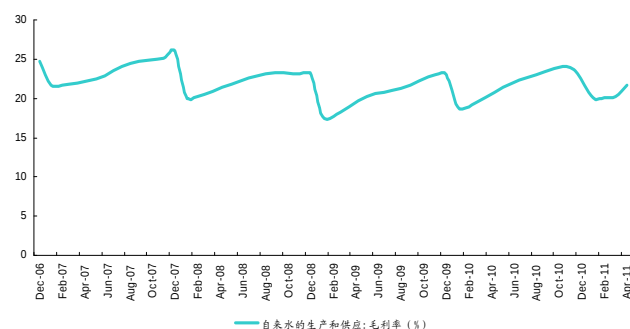
事件评论

第一、收购银川项目，污水处理项目扩张到四川和甘肃以外的省份

公司此次在四川、甘肃两个政府关系熟谙的地区之外获得项目，充分证明公司具有很强的对外扩张能力，整体上在我国污水处理产能并不缺乏，因此大规模上污水处理厂的可能性不大，由于大部分的污水处理产能较为分散，上市公司手中污水处理产能不及 10%，因此要让手中的污水处理能力更具有规模化优势，那么最快捷可行的方式就是对外收购兼并污水处理资产。公司成功的收购了甘肃 20 万吨 TOT 项目之后，再次获得宁夏的项目使得公司获得其他省份的项目成为可能性。

图 1：污水处理毛利率稳步上升


资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 2：自来水供应毛利率维持平稳


资料来源：CEIC，长江证券研究所

第二、收购该项目对于公司的业绩贡献象征意义大于实质

此项目表明公司正在不断开拓新的水务市场，由于该项目提量相对较小，相比公司目前 150 万吨的污水处理产能对业绩的贡献而言较小，我们粗略的计算了一下，一期达产后，对于公司业绩的贡献大约为 1 分钱左右。由于市场开拓初期，项目提量小情理之中，预计公司未来可以获得更多该市场的订单。

第三、我们维持对公司“推荐”评级

我们预计公司 2011-2013 年摊薄以后的 EPS 分别为 0.84、1.05 和 1.33 元/股，对应 PE 分别为 20.25、16.22 和 12.90 倍，目前公司估值在整个板块中处于相对较低水平，公司业绩因自来水注入得到大幅提升，同时公司未来在污水收购和环保行业中将会有所表现，我们维持公司“推荐”评级

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	612	1848	2246	2801	货币资金	231	1196	1628	2408
营业成本	274	1155	1394	1737	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	337	694	852	1064	应收账款	64	194	235	293
% 营业收入	55.2%	37.5%	37.9%	38.0%	存货	2	6	8	10
营业税金及附加	1	4	5	6	预付账款	29	124	149	186
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	326	1520	2021	2897
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	32	95	116	145	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	25	20	14	12	投资性房地产	8	8	8	8
% 营业收入	4.1%	1.1%	0.6%	0.4%	固定资产合计	1155	1573	1996	2324
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	1098	1043	991	942
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	279	574	717	901	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	45.7%	31.1%	31.9%	32.2%	资产总计	2588	4144	5016	6170
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	144	0	0	0
利润总额	278	574	717	901	应付款项	271	1143	1381	1720
% 营业收入	45.5%	31.1%	31.9%	32.2%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	42	87	109	137	应付职工薪酬	7	29	35	44
净利润	236	487	608	765	应交税费	13	27	33	42
归属于母公司所有者的净利润	235.9	487.1	608.0	764.6	其他流动负债	122	501	605	754
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	558	1700	2054	2559
EPS (元/股)	0.41	0.84	1.05	1.33	长期借款	353	353	353	353
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	334	1621	960	1235	其他非流动负债	35	35	35	35
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	945	2088	2442	2947
收回现金					归属于母公司	1643	2057	2573	3223
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-350	-418	-422	-328	股东权益	1643	2057	2573	3223
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	2588	4144	5016	6170
投资活动现金流净额	-344	-418	-422	-328	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	1	0	0	0	EPS	0.409	0.844	1.054	1.326
银行贷款增加 (减少)	-92	-144	0	0	BVPS	3.56	4.45	4.46	5.59
筹资成本	182	-93	-106	-127	PE	41.80	20.25	16.22	12.90
其他	-349	0	0	0	PEG	0.87	0.42	0.34	0.27
筹资活动现金流净额	-258	-238	-106	-127	PB	4.81	3.84	3.83	3.06
现金净流量	-268	965	432	780	EV/EBITDA	33.27	13.90	10.97	8.11
					ROE	14.4%	23.7%	23.6%	23.7%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。