

王旭东 021-68407681  
wangxd@cmschina.com.cn  
濮冬燕 021-68407301  
pudy@cmschina.com.cn

2009年6月15日

## 整体偏高估中选择成长性好的公司

### 水务环保行业2009年中期投资策略

#### 公用事业

#### 水务环保

#### 中性(维持)

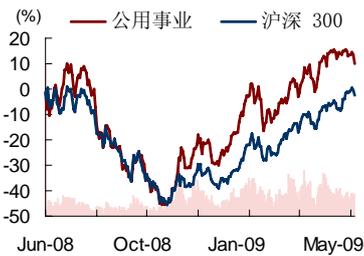
上证指数 2744

#### 行业规模

		占比%
股票家数(只)	18	1.1
总市值(亿元)	1027	0.5
流通市值(亿元)	761	0.9

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.2	48.3	2.7
相对表现	-7.4	0.0	8.5



#### 相关报告

- 1、《南海发展(600323)-五年复合增长率 12%》2009/5/21
- 2、《合加资源(000826)-污水较快增长 固废平稳增长》2009/5/5
- 3、《首创股份(600008)-投资亏损和财务费用上升为利润下降主因》2008/7/31

对于市场关注的水价上调,其意义在于增量,而非存量业务的改善。固废子行业类似于十五期间的污水子行业,面临高速增长机遇。目前公用板块(非电)整体偏高估,但可选择南海发展、合加资源等成长性好的公司投资。

- 国内整体水价上调是趋势。(1)目前的水价与国际水平比,还是处于比较低的水平。(2)人均收入的提高及宽松的CPI水平利于水价长期的上调。
- 水价上调对于上市公司的意义在于增量。(1)国内绝大部分水务企业是事业型单位,采用非市场化低收费。(2)政府为了吸引社会资本投资,而将非市场化的水价上调。(3)水价上调的意义不在于存量业务的改善,因为注入上市公司项目的约定价格已经保证了合理利润,一般不会调价。(4)水价上调的意义在于增量,随着价格的上调,非市场化水务市场的收益率逐步回升,可收购兼并的项目的产生利于优势企业扩张。
- 目前的固废处置子行业类似于十五期间的污水行业,面临高速增长机遇。固废处置行业从“十五”起开始受到政府重视,“十一五”规划将固废处置行业放在了很高的位置,成熟的游戏规则和商业模式形成后将刺激行业高增长。
- 固废运营未来盈利后必将产生一个大的盈利稳定的运营市场,利于产生大市值环保公司。中国将形成焚烧为主、堆肥、填埋多种方式并存的局面,且焚烧发电运营模式和堆肥运营盈利问题解决会产生新生的运营市场。
- 目前公用板块(非电)整体偏高估,但可选择成长性好的公司投资:
  - (1)南海发展--前五年的复合增长率超10%、公用板块中相对低的静态和动态估值,维持“审慎推荐-A”评级。
  - (2)合加资源--固废行业尚处于发展的早期阶段,数年后像“05年至今污水市场”一样高速增长可期。作为市场中少有的固废类环保公司,具有很强稀缺性,从成长性和配置角度看,虽然目前公司静态估值高于市场平均水平,仍维持“审慎推荐-A”的投资评级。

#### 重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
南海发展	9.57	0.35	0.16	0.43	27	58	2.7	审慎推荐-A
合加资源	11.48	0.27	0.35	0.45	43	33	4.9	审慎推荐-A
城投控股	12.4	0.55	0.46	0.71	22	27	2.7	中性-A
首创股份	6.37	0.12	0.13	0.16	54	48	3.0	中性-A

资料来源:招商证券 更新日期09.6.14

## 正文目录

一、水价上调的意义在于增量市场.....	3
(一) 水价上调是趋势.....	3
(二) 水价上调对于上市公司的意义在于增量.....	6
二、固废市场处于市场化的早期摸索阶段.....	9
(一) 固废市场处于市场早期阶段.....	9
(二) 将形成焚烧为主、堆肥、填埋多种方式并存的局面.....	10
三、整体行业高估中选择成长性好的公司.....	12
(一) 南海发展--五年复合增长率超 10%.....	12
(二) 合加资源--污水较快增长 固废平稳增长.....	15

## 图表目录

图 1: 水务行业产业链.....	3
图 2: 国内水价组成.....	3
图 3: 部分城市居民用水价格统计.....	4
图 4: 部分城市居民生活用水污水处理费统计.....	4
图 5: 人均可支配收入上升支持水价同步上涨.....	5
图 6: CPI 同比和环比增长率.....	6
图 7: 国内水务企业亏损面情况.....	7
图 8: 自来水行业盈利变化情况.....	7
图 9: 污水处理行业盈利变化情况.....	7
图 10: 主要水务公司毛利率变化情况.....	8
图 11: 主要水务公司资产净收益率利变化情况.....	8
图 12: 南海区行政及公司供水情况 (蓝色部分为公司供水覆盖范围).....	13
图 13: 南海发展历年供水量.....	13
图 14: 南海发展污水业务前景.....	14
图 15: 南海发展垃圾焚烧发电业务模式.....	14
表 1: 上市公司在水务固废产业链中的位置.....	4
表 2: 国际水价对比.....	5
表 3: 固废处理与污水处理和大气处理市场化进程对比.....	9
表 4: 重点公司列表.....	12
表 5: 南海发展主营业务预测.....	12
表 6: 一、二厂项目情况介绍.....	14
表 7: 合加资源主营预测.....	15

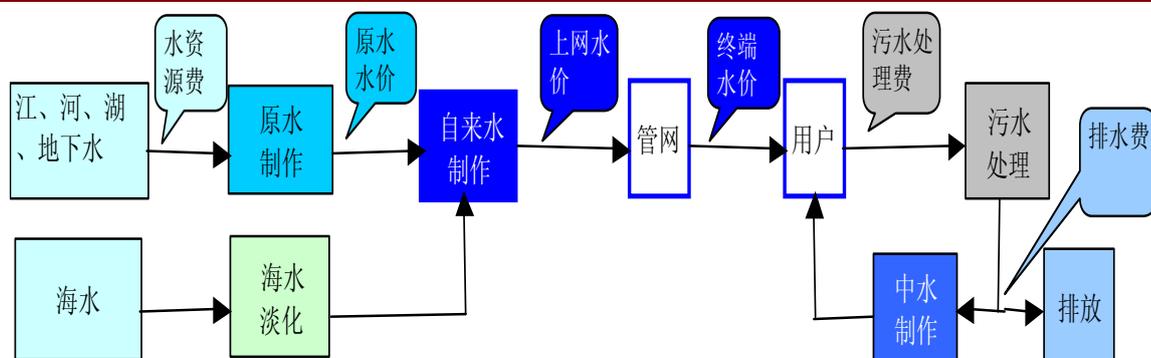
## 一、水价上调的意义在于增量市场

### (一) 水价上调是趋势

对应于水务产业链，水价由“水资源费”、“原水费”“自来水费”“排污费”“中水费”构成。其中水资源费需上交国家（由企业代收），自来水费对应自来水生产企业的收入和污水（一般由企业直接面向终端收取）。排污费又叫污水处理费，由政府的污水基金收取，污水处理企业再向污水基金收取污水处理费。污水经深度处理后可产生中水，主要用于绿化或清洁，目前中水产业规模还很小。

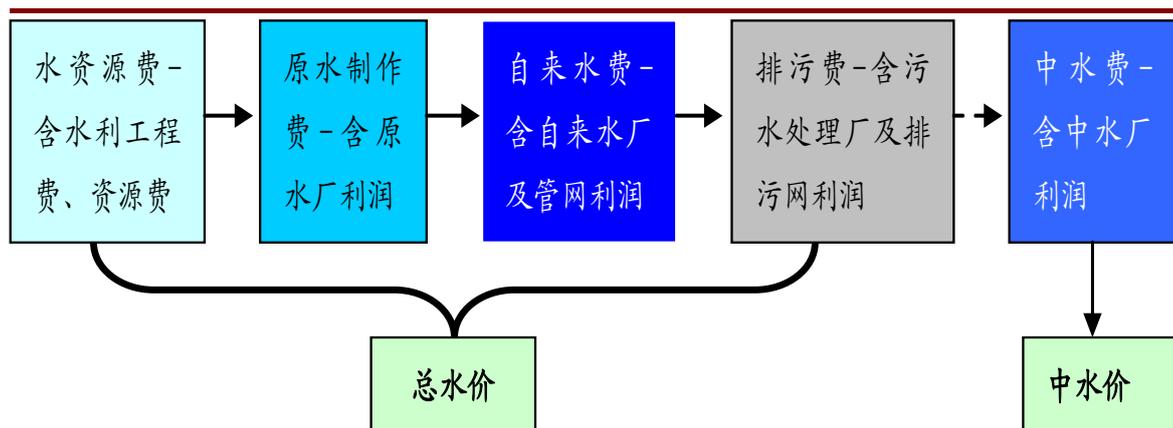
与企业效益有关的价格是指自来水费和污水处理费，如果国家从引导节约用水的角度上调水资源费，往往与水企业的效益无关。

图 1：水务行业产业链



资料来源：招商证券

图 2：国内水价组成



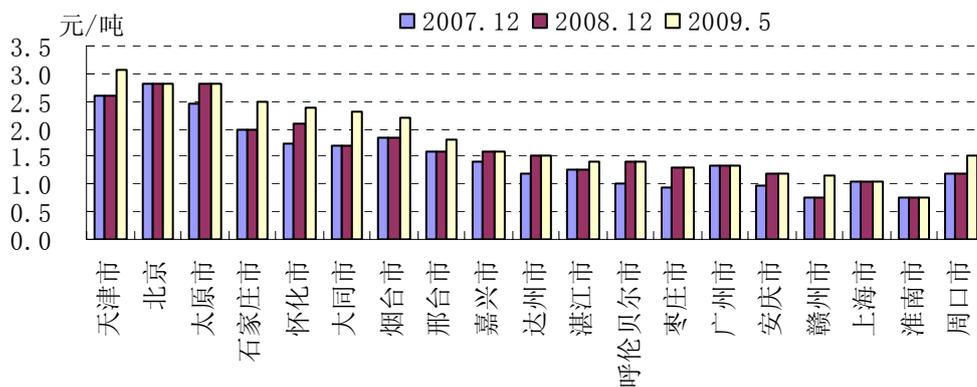
资料来源：招商证券

表 1: 上市公司在水务固废产业链中的位置

	代码	原水制作	自来水		污水处理		固废
			生产	管网	处理	管网	
首创股份	600008	■	■	■	■		
南海发展	600323	■	■		■		■
创业环保	600874				■	■	
城投控股	600649	■	■	■		■	■
洪城水业	600461	■	■	■			
钱江水利	600283	■	■	■			
合加资源	000826	■	■		■		■
国中水务	600187				■	■	
蓝星清洗	000598	■	■	■	■		

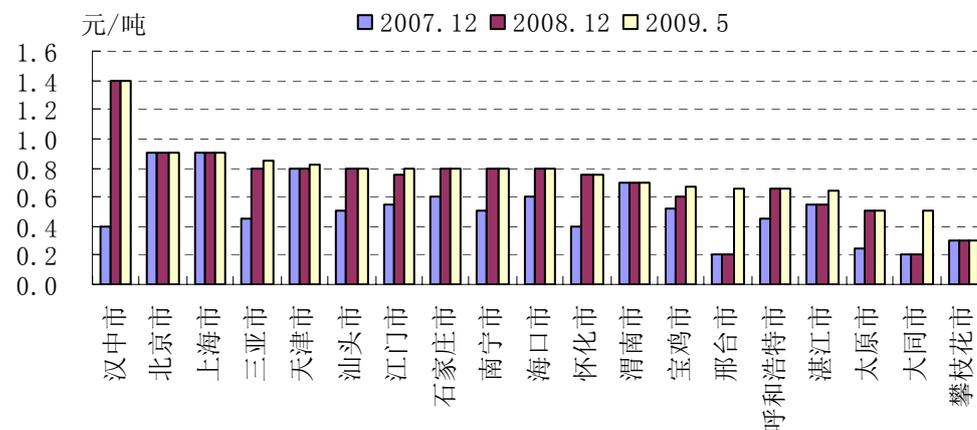
资料来源: 招商证券

图 3: 部分城市居民用水价格统计



资料来源: 招商证券

图 4: 部分城市居民生活用水污水处理费统计



资料来源: 招商证券

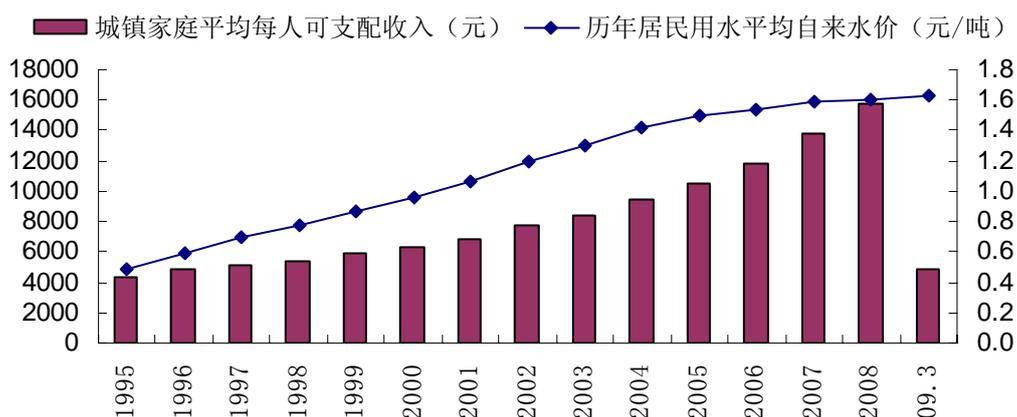
**表 2: 国际水价对比**

国家	城市/州	水价信息	水价换算
日本	日本	120 日元/立方米	8.24 元/吨
韩国	汉城	110 韩元/立方米	0.87 元/吨
马来西亚	森美兰州	11 林吉特/20 立方米	1.25 元/吨
英国	Kent, East and West Sussex	排水量按照供水量的 95% 计算, 自来水 60.5 便士/吨, 排水 103.0 便士/吨 不分用水性质, 其标准统一为:	总水价 23.19 元/吨 = 自来水 8.58 元/吨 + 排水 14.61 元/吨
德国	纽伦堡	2.7 马克/吨, 排水费价格高于饮用水价格, 排水费为: 5.4 马克/吨。	总水价 58.75 元/吨 = 自来水 19.58 元/吨 + 排水 39.16 元/吨
德国	德国	127.19 英国便士 / 吨	18.04 元/吨
法国	巴黎	约 18 元/吨	18 元/吨
西班牙	西班牙	51.96 英国便士 / 吨	7.37 元/吨
意大利	意大利	51.42 英国便士 / 吨	7.29 元/吨
土耳其	土耳其	20 元/立方米	20 元/立方米
美国	纽约	15 美分/加仑	39.47 元/吨
加拿大	加拿大	29.75 英国便士 / 吨	4.22 元/吨
中国	平均	自来水 1.63 元/吨, 排水 0.65 元/吨	总价 2.28 元/吨

资料来源: 招商证券

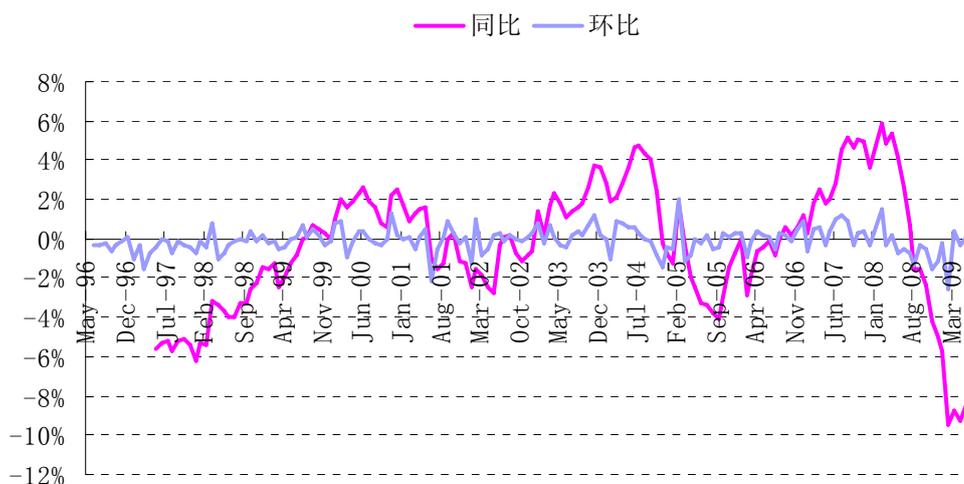
虽然这几年中国各地水价有所上调, 目前的水价与国际水平比, 还是处于比较低的水平。

**图 5: 人均可支配收入上升支持水价同步上涨**



资料来源: 招商证券

图 6: CPI同比和环比增长率



资料来源：中国经济统计数据库、国家统计局、招商证券研发中心

人均收入的持续稳定走高及宽松的 CPI 水平利于水价长期的上调。

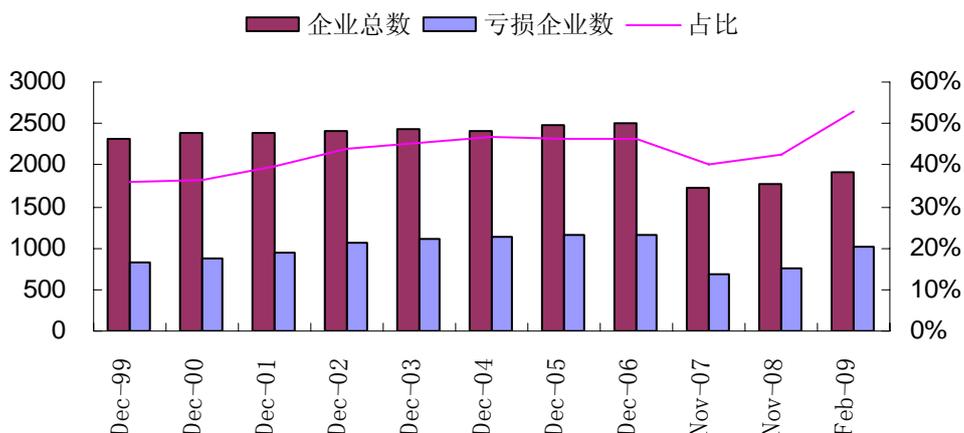
## (二) 水价上调对于上市公司的意义在于增量

对于普通制造业，价格一般是全面市场化的，终端产品价格的上涨意味着企业毛利率的提高。水务行业是特殊的制造业，水价是由各级地方政府制定，水价不完全市场化。对于已经市场化运作的项目，往往采用“成本+合理利润”的模式定价，即先定利润率再倒推水价，这个价格在项目中标之初就已约定，将来若要上调价格也是因为电及再投资等成本上涨的推动。

目前国内水务市场的现实情况是，绝大部分水务企业都是政府包办的事业型单位，其收费很低，亏损由政府承担。随着经济水平的提升，老的管网与设备需要提升，制水标准在提高，原本没有或不足的污水处理能力要迅速提升，这就需要大量的固定资产投资，政府为了吸引各类社会资本投资水务行业，就必须将这些非市场化的低价格进行市场化上调，以分担政府的资金压力，这就是我们见到近几年，国内各地政府纷纷上调水价的原因。

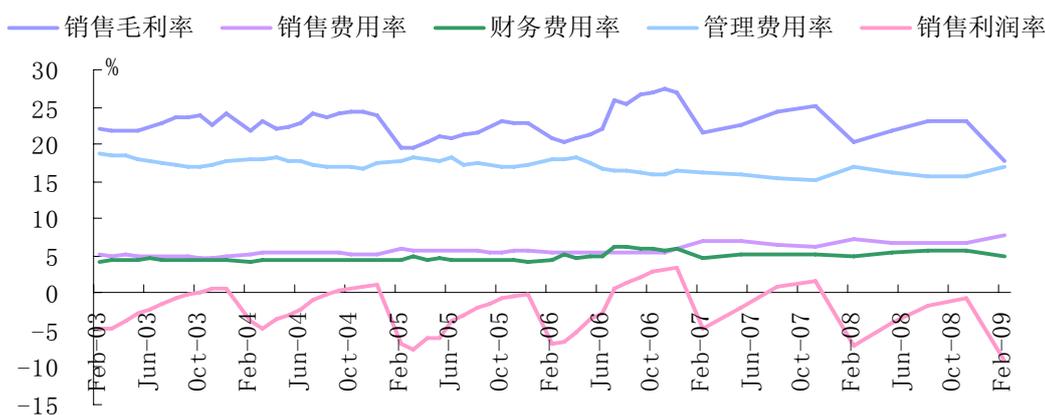
非市场化水务价格的上调与上市公司已经市场化的项目并无多大关联，因为注入上市公司项目的价格已经保证了合理利润，因此，水价上调的意义不在于存量业务的改善，如果有改善也仅限于在宽松高价环境下，可以敦促政府尽快兑现原先承诺或因成本推动该发生的调价而已。

图 7: 国内水务企业亏损面情况



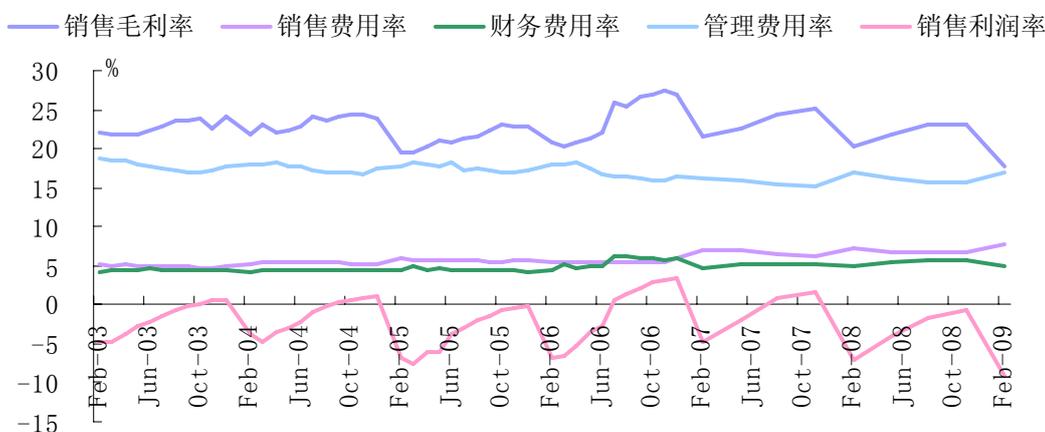
资料来源: 万德、招商证券

图 8: 自来水行业盈利变化情况



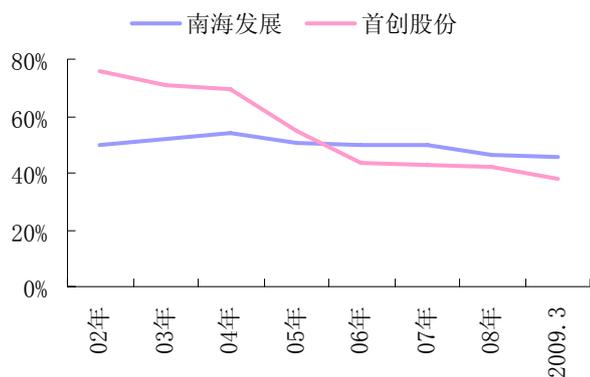
资料来源: 万德、招商证券

图 9: 污水处理行业盈利变化情况



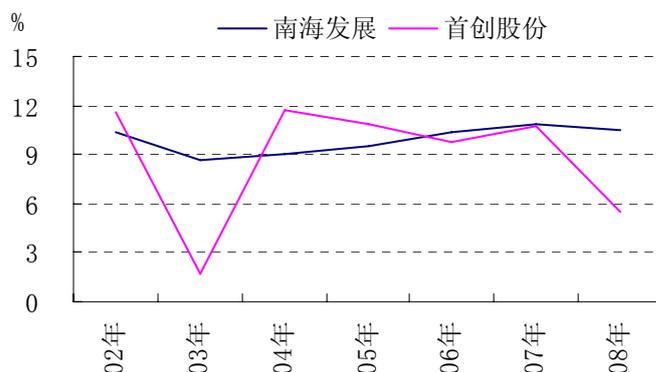
资料来源: 万德、招商证券

图10: 主要水务公司毛利率变化情况



资料来源: 招商证券

图11: 主要水务公司资产净收益率变化情况



资料来源: 招商证券

由图 8-图 10 行业与上市公司对比可以看出, 水行业 (对应整体水务市场) 是亏损的, 但水务上市公司 (对应市场化水务市场) 盈利情况良好, 说明目前我国水务市场市场化率还不高, 绝大部分是非市场化部分。

随着价格的全面上调, 非市场化水务市场的收益率由亏损向 6-12% 的投资回报率逐步回升, 市场化的可收购兼并的项目不断产生, 带来了增量市场。优势企业有强大的融资能力, 可以通过财务杠杆实现快速外延式扩张。

“十一五”期间, 整个中国水务市场年增长率将保持在 15% 左右, 2020 年以后中国将成为国际上最大的城市环保基础设施市场。未来中国水务业将处于快速发展时期, “十一五”期间, 城镇的污水处理, 以及再生利用设施建设规划, 新增加的投资额约 3300 多亿元人民币。同时, 随着城市的建设和老城区的改造, 需大批更新原来陈旧的管网, 以及污水管网雨污分流的改造, 需要 500 亿元以上的投资。如果再加上水的安全体系的建设, 海水的淡化以及相应的水工程的建设, 需要的投资将略超过 1 万亿元。

我们认为, 水务市场增量空间很大, 水价全面上调的意义就在于增量市场, 盈利项目的增多为优势企业提供了很好的扩张环境。

## 二、固废市场处于市场化的早期摸索阶段

### (一) 固废市场处于市场早期阶段

环保领域分为大气处理、污水处理和固体废弃物处理三个大方向。大气处理主要是烟气脱硫和粉尘处理，这是一个高度分散和市场化的市场，处于成熟期。污水处理从“九五”起国家开始重视，于“十五”完成了市场化，目前处于高速增长期，盈利比较稳定且外延式成长性良好。目前的固废处置行业类似于“十五”期间的污水行业，面临市场化加速的增长机遇。固废处置行业从“十五”起开始受到政府重视，“十一五”规划期发改委将该行业放在了很高的位置，但该行业仍处于市场化早期阶段，成熟的游戏规则和商业模式有待形成。

表 3: 固废处理与污水处理和大气处理市场化进程对比

	九五	十五	十一五
大气处理	电厂等基本上脱硫装置	烟气排放单位必须上排装置，技术成熟，脱硫企业基本收取加工费模式。	高度成熟、充分竞争的行业。
污水处理	提出处理目标，各地开始建设，但实际开工率很低，政府支付不积极，向企业个人收费难转嫁	《特许经营权管理办法》、污水处理标准、0.8 元/吨处理费指导	70%污水处理率，开始走向成熟。
固废处置	大城市有垃圾的收集和运输，但处理很少。部分垃圾实行填埋。	部分填埋，少量焚烧，堆肥试点，并开始工业和医疗垃圾处置试点。除焚烧发电外，尚无具体垃圾处理标准和商业模式。仅收垃圾收集运输费用，基本没有收垃圾处置费。处于高速增长期。	60%垃圾处理率，《特许经营权办法》、处理标准和商业模式、收费有待形成，市场化进程将加速。

资料来源：招商证券

“九五”计划、“十五”计划及“十一五”计划对环保行业的重视度快速提高，十一五规划更是明确提出“建设资源节约型、环境友好型社会”，环保行业的重点规划为三个方面：“加强水污染防治”、“加强大气污染防治”和“加强固体废物污染防治”。相应的环境治理重点工程有：**重点流域水污染治理、燃煤电厂烟气脱硫、医疗废物及危险废物处置、核与辐射安全工程、铬渣污染治理。**关于**医疗废物及危险废物处置**，规划指出：在城市垃圾处理方面，根据环保总局的计划，未来五年内，将以 113 个城市为重点，深化城市环保工作，加强城市垃圾处理设施建设，加大城市垃圾处理费征收力度，到 2010 年城市生活垃圾无害化处理率不低于 60%。具体来说，大致估算总投资需 300 亿元用于：城镇生活垃圾分类收集、储运和处理系统的建设，优先进行垃圾减量化和资源化，高标准建设城镇生活垃圾处置设施。此外，还将建成以地级市为基础的医疗废物集中处置设施与体系，建设 31 个省级危险废物集中处置中心、300 个设区市的医疗废物集中处置中心，以及配套的国家 and 省级技术支持和监管能力建设项目，总投资约 150 亿元。同时我国将在大力发展环保产业过程中，建立社会化多元化环保投融资机制，运用经济手段加快污染治理市场化进程。积极参与全球环境与发展事务，认真履行环境国际公约。

## （二）将形成焚烧为主、堆肥、填埋多种方式并存的局面

经济的高速发展伴随着大量增加的城市垃圾，我国大中城市每年新产生 1 亿多吨垃圾，已有高达近 70 亿吨的未经处理垃圾堆，城郊堆场不堪重负，严重危害到当地的生态环境。如果城市生活垃圾继续每年 2.3% 的速度增加的话，预计到 2010 年城市垃圾产量将在 1.5 亿吨/年以上。

### 1、垃圾焚烧（发电）

垃圾发电可以较好地解决堆场占地问题。通过垃圾焚烧，一方面可以减少城市生活垃圾增量，节省堆场空间，另一方面可以增加能源供给，具有资源化（能源供给）、减量化（减少堆场需求）、无害化（高温焚烧可灭菌和分解有害物质）三大优势。

工业垃圾和医疗垃圾也一般采取焚烧形式，但由于规模小一般不发电。

垃圾焚烧发电的优点是减量化达到 80% 以上，且在处理技术路径中市场化速度最快，技术相对成熟。

垃圾焚烧发电的缺点是投资巨大，一般吨垃圾处理能力的投资为 25-40 万/吨·日（全国产-全进口），且中国生活垃圾厨房余垃圾居多，热值不高。此外，致癌气体二恶英的排放也是一个缺点。

焚烧发电目前已在上海、北京、南京等大城市有推广，运营企业可以获得合理利润。运营企业的利润来源是垃圾处理费（政府支付）和上网电费收入（政府支持高于同区燃煤电价 0.25 元/度）。垃圾发电的成本主要来自垃圾处理成本和发电运行成本。目前国家针对垃圾发电主要的优惠政策有：一是发电量保证全部上网，二是免征增值税，并在所得税上享受减免政策，三是国家会以垃圾处理费的方式给予企业补贴。

目前介入垃圾焚烧（发电）领域的上市公司有南海发展、城投控股等，其行业增长前景看好。

### 2、堆肥

堆肥技术路径很好地适应了中国厨余垃圾居多的特点，且投资额一般在 1.1 万/吨·日，相对垃圾焚烧发电成本较低。减量化也能达到 60% 以上。堆肥技术的缺点是对垃圾量要求高，一般中小城市不适用，且减量化相对焚烧技术低。

走堆肥技术路径企业的收入主要是政府支付的垃圾处理和少量的化肥销售（主要用于土壤沙化改良和市政绿化）收入。

目前还没有介入堆肥运营领域的上市公司，合加资源作为固废处理方案提供商和设备提供商，活跃于这一技术路径的项目建设，且取得很好的成长性，成长前景看好。

### 3、（卫生）填埋

相对于垃圾发电技术和堆肥技术，填埋技术作为生活垃圾的传统和最终处理方法，目前仍然是我国大多数城市解决生活垃圾出路的主要方法，目前全国共建有 450 多座生活垃圾填埋场，85% 以上的城市生活垃圾采用填埋处理。根据环保措施（主要有场底防渗、分层压实、每天覆盖、填埋气导排、渗沥液处理、虫害防治等）是否齐全、环保标准能否满足来判断，大致可分为简易填埋场、受控填埋场和卫生填埋场三个等级。

（卫生）填埋的主要优点是投资额少，一般投资额在数千元/吨·日，适用于垃圾体量不大的中小城镇。

（卫生）填埋的缺点占地大，且垃圾自然降解年份长。

填埋技术路径的运营一般由政府直接完成，且目前正由简单填埋卫生填埋及沼气发电升级。合加资源对填埋场建设施工有所涉足，此类项目一般投资少、上马快。

我们认为，结合中国土地紧张和厨余垃圾多的特点，参照国际经验，中国将形成焚烧为主、堆肥、填埋多种方式并存的局面，且焚烧发电运营模式有待完善，堆肥运营盈利问题将会解决（向企业、居民征收垃圾处理费而不是收集运输费，以转嫁成本是一个趋势）。

### 三、整体行业高估中选择成长性好的公司

**表 4: 重点公司列表**

重点公司	股价	EPS08	EPS09	EPS10	08PE	09PE	PB	投资评级
南海发展	9.57	0.4	0.2	0.4	27.1	58.1	2.7	审慎推荐-A
合加资源	11.48	0.3	0.4	0.5	42.6	32.8	4.9	审慎推荐-A
城投控股	12.40	0.6	0.5	0.7	22.4	26.9	2.7	中性-A
首创股份	6.37	0.1	0.1	0.2	53.7	48.1	3.0	中性-A
创业环保	6.37	0.2	0.2	0.2	39.3	37.8	2.9	中性-B
钱江水利	9.780	0.2	0.3	0.4	58.6	35.3	2.8	中性-B
武汉控股	6.030	0.1	0.0	-	46.7	-	1.8	中性-B
洪城水业	8.78	0.1	0.2	0.2	59.4	54.6	2.5	中性-B

资料来源: 招商证券

#### (一) 南海发展--五年复合增长率超 10%

**表 5: 南海发展主营业务预测**

单位: 百万元	07	08	09E	10E	11E
<b>销售收入合计</b>	<b>412</b>	<b>424</b>	<b>466</b>	<b>566</b>	<b>681</b>
自来水	357	360	385	405	417
污水处理	28	33	47	81	133
垃圾发电	18	19	21	67	118
<b>合计收入增长率</b>	<b>12%</b>	<b>3%</b>	<b>10%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>
自来水	9%	1%	7%	5%	3%
污水处理	5%	54%	42%	72%	64%
垃圾发电	195%	4%	4%	219%	75%
<b>合计毛利率</b>	<b>45%</b>	<b>46%</b>	<b>47%</b>	<b>46%</b>	<b>46%</b>
自来水	51%	46%	47%	47%	48%
污水处理	30%	47%	48%	48%	41%
垃圾发电	57%	41%	41%	41%	53%
<b>毛利合计</b>	<b>187</b>	<b>195</b>	<b>219</b>	<b>263</b>	<b>315</b>
自来水	183	165	180	190	202
污水处理	8	16	23	39	54
垃圾发电	10	8	9	27	63
<b>毛利增长率</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>12%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>
自来水	11%	-10%	9%	5%	7%
污水处理	-8%	90%	45%	72%	37%
垃圾发电	504%	-26%	13%	215%	130%

资料来源: 招商证券

#### 1、公司自来水业务仍有提升空间

(1) 里水镇 09-10 年可实现 6.28 万吨的供水增量。公司自 2006 年 5 月起陆续向里水供水, 受制于市政建设对管道铺设的影响, 未以全面供水, 06-08 年供水量分别为 1.44、1.69、4.72 万吨。目前, 与该供水项目配套的里水增压泵站工程现已完成基础垫层混凝

土浇筑，正进行泵房、配电间、进出厂管道施工。预计 2009 年 5 月中旬可实现向里水镇全面供水，供水量增加至约 11 万立方米/日。

(2) 仍有进一步整合南海区内供水市场的空间。南海区共有八镇，如图 1 所示，蓝色部分为公司已供水区域，仍有西樵镇（20 万吨）、丹灶镇（13 万吨）及九江镇部分地区（3-5 万吨）供水业务公司尚未涉足，在区政府支持下，仍有进一步整合的可能。

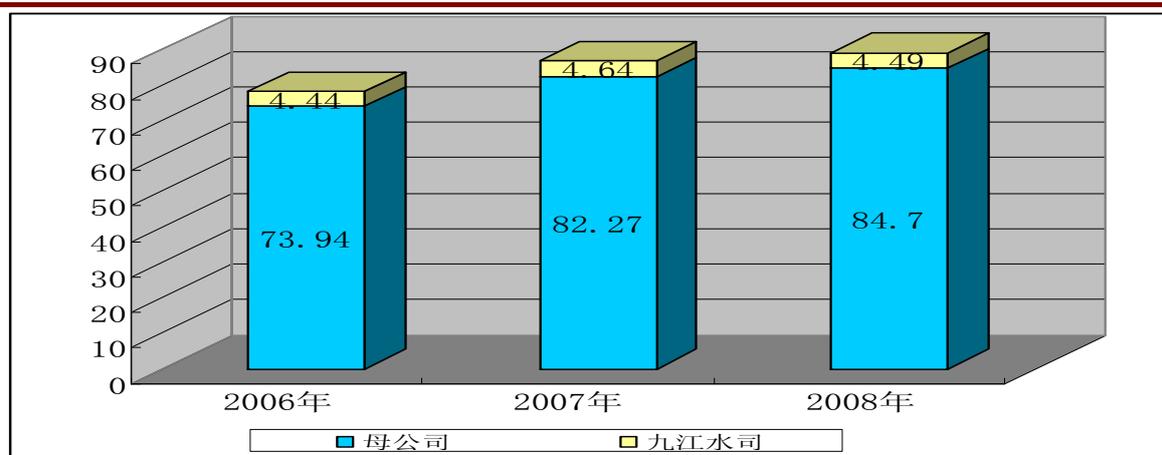
图12: 南海区行政及公司供水情况（蓝色部分为公司供水覆盖范围）



资料来源：招商证券

(3) 工业用水下滑势头已缓。南海区有相当部分出口型企业，08 年起，经济危机和产业结构调整导致部分企业开工不足或迁出，用水增长速度放缓甚至负增长。从目前国内的经济情况看，应该说，工业用水下滑势头不会进一步恶化。

图13: 南海发展历年供水量



资料来源：招商证券

## 2、污水处理业务处于增长期。

根据南海区政府的规划，已建成和待建的污水厂总处理规模为 69.82 万立方米/日（不含远期规划数），其中由南海发展运营、投资的污水项目总处理规模为 40.3 万立方米/日。3 年可带来约 1 亿元的业务增量。

**图14: 南海发展污水业务前景**

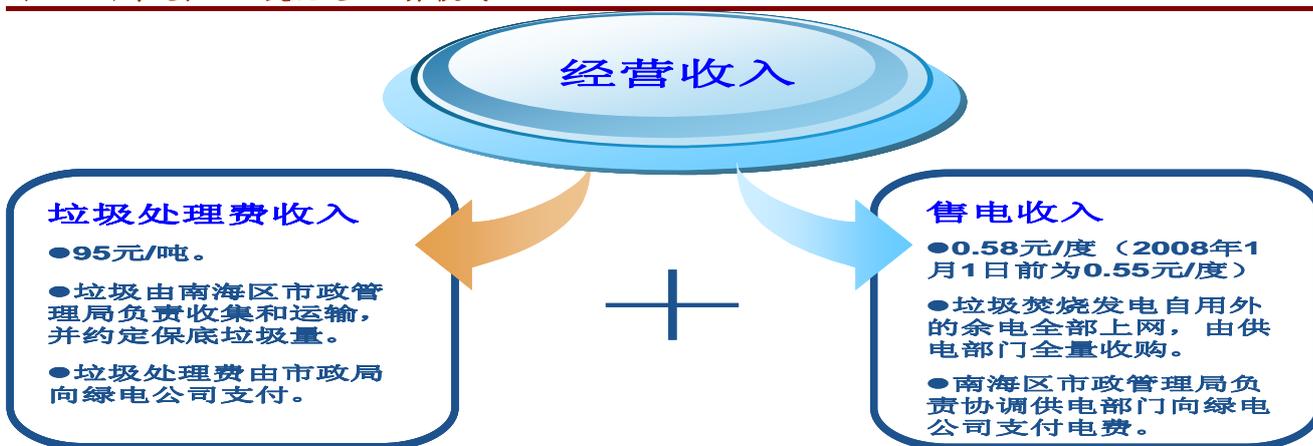


资料来源：招商证券

**3、垃圾焚烧发电启动在即。**

公司绿电公司垃圾发电二期(1500吨/日日处理能力)项目2009年5月开工,2010年底建成投产。建成后将为公司带来1.3亿元收入增量。

**图15: 南海发展垃圾焚烧发电业务模式**



资料来源：招商证券

**表6: 一、二厂项目情况介绍**

一、二厂总投资	7.91 亿
一、二厂合并实际处理能力	可达 2200 吨/日
年处理垃圾量	70 万吨
发电量	1.845 亿度
上网电量	1.476 亿度
年收入	15211 万元
投资利润率	9.73%
全部投资的内部收益率	10.42%
自有资金的内部收益率	11.60%

资料来源：招商证券

#### 4、三年固定资产投资为 12 亿元，公司债务融资能力良好。

公司近三年垃圾发电及污水项目资本需求约在 12 亿元左右，目前公司负债率 43.2%，债务融资能力强。资金需求全部通过债务方式筹集的话，公司负债率略超 50%，对于公用事业公司，是正常的负债水平。我们认为公司增发的需求并不强烈，相应地公司未来业绩增长也不会有摊薄。

#### 5、09-12 年每股收益预期为 0.39 元、0.43 元、0.53 元、0.59 元，同比分别增长 9%、12.7%、21.8%和 10.8%。

#### 6、维持“审慎推荐-A”投资评级，可分两阶段看南海发展的估值：

1、第一阶段是至 2012 年左右，公司南海区域内公司的自来水业务份额仍有 30% 左右的增长，污水业务和垃圾发电业务保持高速增长，能保持 10-15%的较高复合增长率 4 至 5 年。

2、第二阶段是 5 年后，看公司有业务范围或业务区域方面的突破，若无，则进入 3-5%的公用事业公司自然增长阶段。

综合考虑公司前五年的较高速增长及在水务、公用板块中相对低的静态和动态估值，维持审慎推荐评级。

## （二）合加资源--污水较快增长 固废平稳增长

表 7：合加资源主营预测

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>销售收入合计</b>	350	495	645	915	1182
污水处理	12	79	154	181	218
自来水	7	12	13	14	15
市政施工	141	247	244	313	344
环保设备及安装	191	157	234	280	336
环保设备制造	0	0	0	126	269
<b>合计收入增长率</b>	52%	41%	30%	42%	29%
污水处理	3%	591%	93%	18%	20%
自来水	73%	65%	10%	10%	3%
市政施工	44%	76%	-1%	28%	10%
环保设备及安装	63%	-18%	49%	20%	20%
环保设备制造	--	--	--	--	113%
<b>合计毛利率</b>	44%	41%	42%	39%	37%
污水处理	61%	51%	50%	52%	52%
自来水	3%	12%	13%	15%	15%
市政施工	39%	39%	39%	39%	39%
环保设备及安装	48%	41%	40%	40%	40%
环保设备制造	0	0	0	19%	20%

资料来源：招商证券

#### 1、08 年项目大多处工程期，填埋项目设备占比低，是 08 年设备收入低于工程收入的主要原因。

(1) 阿苏卫、青浦项目等早期工程设备部分已在 07 年集中到货，08 年承接的湖南、山东、淮南、陕西等多处项目处于土建期。(2) 卫生填埋项目设备少工程多，09 年起开始

进军生活垃圾焚烧（发电）领域，该领域设备占总投资比例大，利于提高设备业务但毛利会较堆肥有所降低。

## 2、公司固废业务大幅增加及政府方面回款速度略有下降是应收帐款增加 78%的主要原因。

公司 08 年固废业务收入同比增长 30.4%，其中工程增加 144.4%，说明大部分业务处于施工阶段，按完成比例确认的部分收入形成应收帐款。同时经济增长（尤其是房地产业务）放缓对地方政府的支付能力造成了一定的负面影响，也是固废业务增长速度较 07 年略有放缓的原因。

## 3、固废业务仍能保持增长。

公司的西安生活焚烧项目总投资在 4 亿多元，虽然相对于堆肥，设备毛利会下降，但焚烧项目设备占比更高，可带动 09-10 年设备业务增长。此外，在政府加大环保投入的背景下，堆肥、焚烧、卫生填埋及工业医疗方面的行业发展会加快，作为国内固废行业龙头，业务仍将保持惯性增长。

## 4、公司倡导综合利用理念。

中国的垃圾在初始产生端并没有分类，现行的收集、运输和终端处理都没有进行很好预处理。认为，无论是终端的堆肥、焚烧或填埋，都较高的前处理价值。一方面前处理的分拣有产生循环回收价值，分拣后的垃圾也更宜后端的焚烧（保护锅炉）或堆肥处理。此外，在电厂上规模的时候，不进行预处理综合利用的中小垃圾发电厂仅凭优惠电价也未必拼得过大火力电厂，尤其是在煤价下跌时。

## 5、2010 新增回废设备制造收入。

08 年 5 月增发募集 4.13 亿元，目前已投入既定环保设备研发制造项目 1.42 亿元（计划金额是 1.23 亿元），预计 2010 年 5 月建成日并投产后，可为 10、11 年带来利润增长。

## 6、预计污水业务可贡献 09 业绩 0.09 元左右（08 年污水的业绩贡献是 0.028 元）。

虽然污水受到一定的政府加大投资而产生挤出效应的影响，公司近两年积累的十余家污水业务子公司相继开业并进入投资回收期，为公司产生一定利润增量的同时，可以改善公司的现金流。

## 7、预估每股收益 09 年 0.35 元、10 年 0.45 元。同比分别增长 28%和 29%。

## 8、维持“审慎推荐-A”的投资评级。

固废行业尚处于发展的早期阶段，数年后象“05 年至今污水市场”一样高增长可期。合加资源是市场中少有的固废类环保公司，具有很强稀缺性，从成长性和配置角度看，虽然目前公司静态估值高于市场平均水平，我们仍维持“审慎推荐-A”的投资评级。

### 参考报告：

- 1、《南海发展(600323)-五年复合增长率 12%》2009/5/21
- 2、《合加资源(000826)-污水较快增长 固废平稳增长》2009/5/5
- 3、《首创股份(600008)-投资亏损和财务费用上升为利润下降主因》2008/7/31

## 分析师简介

**王旭东**，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007年“21世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008年新财富公用事业第四名（团队）。

**濮冬燕**，经济学学士，06年进入招商证券，现任造纸印刷、公用事业行业研究助理，具有2年证券从业经验。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。