



2017年1月26日

公司研究报告

公司研究

环保/水污染治理

投资评级 增持
评级变动 维持评级

总股本 8.65 亿股
流通股本 6.39 亿股
EPS (TTM) 0.288 元
每股净资产 6.27 元
当前股价 15.87 元

注：上述财务数据截止 2017 年 1 月 25 日
长城国瑞证券研究所

分析师：

刘宾

lb@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120001

分析师助理：

李凌翔

lilingxiang@gwgsc.com

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

万邦达（300055）

——立足节能环保领域，布局化工新材料

主要观点：

◆**立足水污染治理，拓展环保新领域** 公司传统主营为工业水处理，由于煤化工、石油化工行业整体发展放缓，公司工业水处理收入较往期有所缩减。2015 年，公司与乌兰察布市政府签订了乌兰察布市政 PPP 项目，成功开拓市政环保服务领域业务。

◆**布局固废处理** 2016 年 10 月，公司以 1.02 亿元自有资金竞价收购吉林固废，截至 2016 年三季度，吉林固废实现营业收入 5,210.4 万元，较上年同期增长 102.34%，预计未来该项业务将保持持续增长。

◆**布局化工新材料** 公司 2015 年出资 8800 万元参股惠州大亚湾伊科思 22% 股份，进军以高端树脂为主的化工新材料领域。2016 年 8 月，公司公告拟增资 2.72 亿元用于惠州伊科思公司二期项目建设，增资完成后公司占股比例将提升至 45%。若伊科思一期项目产能完全释放，预计达产后将新增 23 亿左右的收入。

◆**公司实际控制人及高管增持** 公司实际控制人王飘扬先生增持公司股票共计 29,185,370 股，总计金额为 50,232.23 万元，加权均价 17.21 元。公司高管范飞、刘建斌增持公司股票共计 747 万股，增持金额约 1.6 亿元，实际控制人及高管的增持彰显对公司未来发展的信心。

投资建议：预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 20.51 亿元、30.41 亿元、35.72 亿元，净利润分别为 2.87 亿元、3.99 亿元、5.83 元，EPS 为 0.33 元/股、0.46 元/股、0.67 元/股，维持增持评级。

风险提示：工程承包业务低于预期；PPP 项目回款较慢；新材料项目收入低于预期。

主要财务数据及预测（百万元）

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1971.28	2050.76	3041.86	3572.20
增长率（%）	91.54%	4.03%	48.33%	17.43%
归属母公司股东净利润（百万元）	290.02	287.28	399.33	582.86
增长率（%）	50.83%	-0.94%	39.01%	45.96%
EPS—最新股本摊薄（元）	0.34	0.33	0.46	0.67
销售毛利率	28.25%	28.43%	26.28%	28.89%
净资产收益率（ROE）	10.03%	5.18%	6.72%	8.95%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目录

1 立足水污染治理，拓展环保新领域.....	3
2 布局化工新材料，新利润增长点可期.....	4
3 实际控制人及高管增持，彰显对公司的信心.....	4
4 盈利预测.....	5
4.1 基本假设.....	5
4.2 盈利预测.....	5
4.3 投资评级.....	5
5 风险提示.....	6

图表索引

图表 1 万邦达 2016H 年主营业务收入结构.....	3
图表 2 惠州伊科思一期项目收入预估表.....	4
图表 3 万邦达估值水平.....	5

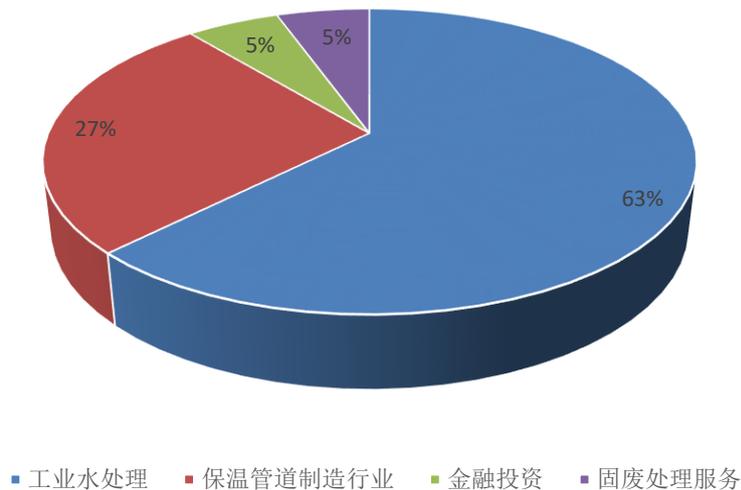


1 立足水污染治理，拓展环保新领域

公司传统主营为工业水处理，包含工程承包建设项目与托管运营项目。公司工业水系统服务主要是对大型煤化工、石油化工工业用水处理的设计、咨询、工程总承包、运营及 BOT 投资等专业服务，对给水、排水、中水回用及废水处理系统整体统筹，节省水土资源，满足客户需求。

由于煤化工、石油化工行业整体发展放缓，公司工业水处理新建工程类项目较往期有所缩减。2016 年前三季度，工程总承包业务实现收入约 5.02 亿元，较上年同期下降 13.05%；托管运营业务实现收入 1.69 亿元，较上年同期增长 19.33%。由于去年同期签署了 1.88 亿元的神华宁煤除盐水及凝液精制站合同，而今年公司无单独的工业污水设备销售，商品销售收入较上年同期下降 83.39%。

图表 1 万邦达 2016H 年主营业务收入结构



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

截至 2016 年三季度，公司节能环保工程在手订单 11.82 亿元。2016 年新增节能环保工程订单 13.17 亿元，其中，惠州伊科思碳五/碳九分离及综合利用 EPC 项目 12.77 亿，是未来公司节能环保工程类业务的主要收入来源。

成功开拓市政环保服务领域业务。2015 年，公司与乌兰察布市政府签订了乌兰察布供水 BOT 项目、乌兰察布排水 BOT 项目、乌兰察布供热 BOT 项目及乌兰察布污水处理 TOT 项目。截至 2016 年三季度，供水 BOT 项目进展顺利，项目执行进度 17.1%。

2016 年 10 月，公司以 1.02 亿元自有资金竞价收购吉林固废，收购完成后，吉林固废成为公司全资子公司。截至 2016 年三季度，吉林固废实现营业收入 5,210.4 万元，较



上年同期增长 102.34%。主要原因是固废处理量大幅增加并新增医疗废物处理，预计未来该项业务将保持持续增长。

2 布局化工新材料，新利润增长点可期

公司 2015 年出资 8800 万元参股惠州大亚湾伊科思新材料科技发展有限公司，参股 22%，首次进入以高端树脂为主的化工新材料领域。2016 年 8 月，公司发布公告，拟增资 2.72 亿元用于惠州伊科思公司二期项目建设，增资完成后公司占股比例将提升至 45%。

惠州大亚湾伊科思新材料科技发展有限公司成立于 2013 年，主要业务为通过对碳五、碳九馏分等原料进行深加工，生产高软化点、低色度的耐候性树脂、无色的加氢石油树脂及专用树脂、苯乙烯和溶剂油等石化产品。

惠州伊科思公司目前正投建一期项目，项目主要为 30 万吨/年碳五分离、5 万吨/年碳五石油树脂、3 万吨/年苯乙烯抽提、10 万吨/年碳九加氢等套生产装置及配套公用工程装置。我们根据相关产品的出厂价预估，若伊科思一期项目产能完全释放，预计将新增 23 亿左右的收入。二期项目，预计投资规模 12 亿元，主要在一期项目的 DCPD 产品和碳九苯乙烯联合装置产品的基础上，建设 DCPD 氢化树脂和碳九加氢树脂生产装置。

图表 2 惠州伊科思一期项目收入预估表

产品名称	产量（万吨/年）	预估单价（元/吨）	收入（亿元/年）
碳五	30	4300	12.9
碳五石油树脂	5	10000	5
苯乙烯	3	8200	2.46
碳九	10	2900	2.9
总计			23.26

资料来源：WIND，公司公告，长城国瑞证券研究所

3 实际控制人及高管增持，彰显对公司的信心

2015 年 7 月 10 日，公司发布公告称，公司控股股东王飘扬先生计划增持公司股票，即以不高于 18.94 元/股的价格通过第三方资产管理计划增持公司股票，增持金额不低于 5 亿元。截至 2016 年 11 月 30 日，公司实际控制人王飘扬先生通过第三方资产管理计划和个人持股账户共增持公司股票 29,185,370 股，占目前公司总股本的 3.37%，累计增持金额为 50,232.23 万元，已完成“总增持金额不低于 5 亿元”的增持计划。

此外，2015 年 8 月至 2015 年 12 月，公司高管范飞、刘建斌通过二级市场增持公司股票共计 747 万股，增持金额约 1.6 亿元。实际控制人及高管大幅度增持体现了公司高管对于公



司未来发展的信心。

4 盈利预测

4.1 基本假设

(1) 假设乌兰察布 PPP 项目进展顺利, 2016 年起供水 BOT 正式投入运营, 2018 年起供热、排水及污水处理项目正式投入运营。

(2) 假设伊科思项目顺利进行, 2016 年起按合同确认 EPC 收入。

(3) 假设伊科思项目 2017 顺利完成, 2018 年起伊科思开始正式投产, 2018 年释放 50% 的产能, 并表计入收入。

(4) 根据公司目前在手的 PPP 订单情况, 预计公司 16-18 年分别会有 6 亿元、10 亿元、10 亿元 BOT 和 TOT 项目结转无形资产。

(5) 公司固废处理业务将保持稳定增长。

4.2 盈利预测

预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 20.51 亿元、30.41 亿元、35.72 亿元, 净利润分别为 2.87 亿元、3.99 亿元、5.83 元, EPS 为 0.33 元/股、0.46 元/股、0.67 元/股。

4.3 投资评级

我们看好公司在市政 PPP 领域及新材料领域的局部, 当前股价低于实际控制人增持均价, 具备安全垫, 维持增持评级。

图表 3 万邦达估值水平

名称	估值倍数	2015A	2016E	2017E	2018E
环保工程及服务	P/E	63.42	49.28	34.59	27.26
	P/B	4.13	4.08	3.74	3.31
万邦达	P/E	47.34	47.80	34.38	23.56
	P/B	4.75	2.48	2.31	2.11
	P/S	6.97	6.70	4.51	3.84
	EV/EBIT	36.32	29.57	23.89	16.68
	EV/EBITDA	31.02	24.06	19.17	13.80
	EV/NOPLAT	42.89	34.56	27.92	19.48

资料来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所



5 风险提示

工程承包业务低于预期；PPP项目回款较慢；新材料项目收入低于预期；环保设备销售拿单风险。



附表：万邦达财务数据预测（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1250.83	3244.06	2794.14	3511.80	营业收入	1971.28	2050.76	3041.86	3572.20
应收票据及账款	846.80	737.29	1612.36	1146.94	营业成本	1414.48	1467.77	2242.32	2540.06
预付账款	52.18	33.65	97.48	51.06	营业税金及附加	9.77	10.16	15.08	17.70
其他应收款	13.50	18.75	29.09	27.10	销售费用	30.48	31.71	47.03	55.23
存货	911.86	792.00	1810.99	1137.63	管理费用	117.85	122.60	181.85	213.55
其他短期资产	60.67	60.67	60.67	60.67	财务费用	30.27	49.43	56.87	34.23
流动资产总计	3207.26	4886.42	6404.74	5935.20	资产减值损失	37.23	37.23	37.23	37.23
长期股权投资	87.92	87.92	87.92	87.92	投资收益	0.66	0.00	0.00	0.00
固定资产	680.97	642.76	583.95	513.15	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	5.87	2.94	0.00	9.00	营业利润	331.87	331.84	461.47	674.18
无形资产	251.82	414.68	762.04	1178.14	其他非经营损益	5.26	2.10	2.73	3.36
长期待摊费用	22.37	26.18	15.00	15.00	利润总额	337.13	333.94	464.20	677.54
其他长期资产	63.44	63.44	63.44	63.44	所得税	47.07	46.63	64.82	94.61
非流动资产合计	2783.68	2452.11	2726.53	3080.83	净利润	290.06	287.32	399.39	582.94
资产总计	5990.94	7338.53	9131.26	9016.03	少数股东损益	0.04	0.04	0.05	0.08
短期借款	245.00	245.00	647.61	647.61	归属母公司股东净利润	290.02	287.28	399.33	582.86
应付票据及账款	812.31	595.10	1555.01	880.60	现金流量表（百万元）				
其他短期负债	66.19	68.39	104.73	89.02	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动负债合计	1151.05	908.49	2307.35	1617.22	经营性现金净流量	31.22	487.54	-352.50	1297.02
长期带息债务	1750.00	750.00	750.00	750.00	投资性现金净流量	-1474.43	189.17	-437.65	-537.10
非流动负债合计	1813.10	750.00	750.00	750.00	筹资性现金净流量	1666.61	1316.51	340.23	-42.26
负债合计	2964.15	1658.49	3057.35	2367.22	现金流量净额	223.40	1993.22	-449.91	717.65
股本	735.18	865.18	865.18	865.18	主要财务比率				
资本公积	1388.61	3628.51	3628.51	3628.51	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
留存收益	767.53	1050.84	1444.67	2019.49	EPS	0.34	0.33	0.46	0.67
归属母公司权益	2891.33	5544.54	5938.37	6513.19	营收增长率	91.54%	4.03%	48.33%	17.43%
少数股东权益	135.46	135.50	135.55	135.63	净利润增长率	50.83%	-0.94%	39.01%	45.96%
股东权益合计	3026.78	5680.04	6073.92	6648.81	毛利率	28.25%	28.43%	26.28%	28.89%
负债和股东权益合计	5990.94	7338.53	9131.26	9016.03	ROE	10.03%	5.18%	6.72%	8.95%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。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及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。