



2019年12月27日

## 科创板询价报告之万德斯 (688178)

机械

建议询价区间: [13.01, 16.91]元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	493	673	847	978
(+/-)	74.3%	36.6%	25.9%	15.5%
营业利润	85	108	137	152
(+/-)	2.0%	26.7%	27.3%	11.0%
归属母公司净利润	78	94	120	133
(+/-)	11.6%	21.1%	26.8%	10.9%
EPS (元)	1.22	1.11	1.41	1.56

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

公司主营业务为环境整体解决方案, 主要包括垃圾污染削减、垃圾污染修复、高难度废水处理。同时, 委托运营也是公司主要业务之一, 该类业务系公司按照客户要求, 在一定的运营期内为客户提供垃圾污染和水污染治理设施的管理、运营和维护服务。

● **渗滤液污染问题亟待新技术突破。** 垃圾填埋场渗滤液是地下水主要污染源之一, 目前常规渗滤液处理采用“生化+膜分离”处理工艺, 其中膜处理技术主要有超滤、纳滤和反渗透膜, 但膜浓缩液处置问题已成为填埋场污染源削减的“瓶颈”问题, 膜浓缩液回灌填埋场的做法, 将导致填埋场内污染物不断累积, 加大填埋场污染风险与后续地下水修复难度。垃圾渗滤液全量化处理技术, 能够实现难降解有机污染物高效、经济、稳定地达标处理, 近年来受到国内外研究人员广泛关注, 国内已有小规模技术应用, 其运行稳定性与技术经济性是制约技术广泛应用的限制条件, 亟待技术突破。

● **我国垃圾污染修复领域明显滞后。** 目前我国常规填埋场治理技术仅涉及顶部覆盖与绿化、渗滤液与雨水倒排等方面, 而对于填埋场主要污染途径(地下污染)的防控修复手段缺失, 严重威胁地下水饮水安全和人体健康。目前国内外在含水层介质和污染物空间刻画、污染物迁移阻断、低渗透层污染物释放、修复材料与装备等方面已经积累了一定的研究成果。与国际先进水平相比, 我国在污染场地修复核心技术、材料装备和管理决策等方面还处于明显滞后状态。随着“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设的进一步推行, 现有生活垃圾填埋场将大面积进入封场阶段, 未来垃圾污染修复市场将迎来庞大的市场空间。

● **高难度废水处理领域市场规模达千亿元。** 据 GEP Research 发布的《全球及中国工业废水处理行业发展报告》, 从区域分布来看, 全球工业废水市场需求主要集中在美国、中国、欧盟、日本等地区2017年全球工业废水处理行业市场规模约为3,680亿元左右, 其中美国约为1,000亿元, 占全球的比重为27.2%, 位列第一; 中国约为889亿元, 占全球比重为24.2%, 位列第二。2017年中国工业废水处理行业市场规模同比增长5.44%, 随着水污染防治攻坚战推进, 预计工业废水治理投资仍将保持增长, 未来3年工业废水处理行业市场规模年复合增长率将保持在5%左右, GEP Research 预计, 到2020年, 中国工业废水处理行业市场规模将达到1,024.5亿元。

● **公司三大环保领域具备核心技术。** 在垃圾污染治理和

分析师: 魏旭锟  
执业证书编号: S1050518050001  
电话: 021-54967800  
邮箱: weixk@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司  
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号  
邮编: 200030  
电话: (8621) 64339000  
网址: <http://www.cfsc.com.cn>



水污染治理领域，公司已经掌握了包括生物处理工艺、物化处理工艺、膜处理工艺、MVR 蒸发处理工艺等在内成熟的技术集成工艺；在垃圾污染治理方面，公司研发的“填埋场地下水污染系统防控与强化修复关键技术及应用”处理工艺处于行业领先地位，获得国家科学技术进步二等奖；在水污染治理方面，通过各处理工艺的集成，在达标排放的基础上，公司已能实现对盐的回收利用，实现“近零排放”的效果。

● **盈利预测：**我们预测公司2019-2021年实现归属母公司所有者净利润分别为9,428万元、11,958万元和13,257万元，按照发行后8,500万股计算，公司EPS分别为1.11元、1.41元和1.56元。随着公司将进一步聚焦于垃圾污染削减及修复业务、高难度废水处理业务等核心业务，公司业绩增长也具备持续性。因此我们建议采用PE相对估值法，选取的对比公司2019年平均市盈率为13.92倍，对应公司的股价应为15.31元/股，对应公司总市值为13.01亿元，建议公司询价区间为13.01-16.91元/股。

● **风险提示：**1) 应收账款高的风险；2) 毛利率降低的风险。



## 目 录

一、公司概况	4
1. 公司简介	4
2. 公司融资历程及股权构成情况	6
二、环保事业大有可为	7
1. 垃圾污染削减领域亟待解决渗滤液污染	7
2. 垃圾污染修复领域明显滞后，公司填补技术装备空白	8
3. 到 2020 年，高难度废水处理领域需求将超千亿元	9
三、公司核心技术荣获国家技术进步二等奖	9
四、公司财务状况渐入佳境	11
1. 营业收入快速增长	11
2. 毛利率小幅下滑	11
3. 经营性净现金流波动较大	12
五、公司募投项目	12
六、公司主要竞争对手及同类公司估值	13
1. 同行业重点公司	13
2. 同行业重点公司估值比较	13
七、公司估值及询价建议	14
1. 假设条件	14
2. 公司估值与询价建议	14
八、风险提示	14



## 一、公司概况

### 1. 公司简介

公司专业提供先进环保技术装备开发、系统集成与环境问题整体解决方案，主营业务聚焦垃圾污染削减及修复业务、高难度废水处理业务等，是国内专业化程度较高的环保高新技术企业之一。

公司主营业务为环境整体解决方案，主要包括垃圾污染削减垃圾污染修复、高难度废水处理。同时，委托运营也是公司主要业务之一，该类业务系公司按照客户要求，在一定的运营期内为客户提供垃圾污染和水污染治理设施的管理、运营和维护服务。

#### (1) 垃圾污染削减及修复业务

##### 1) 垃圾污染削减业务

垃圾污染削减，主要是对垃圾渗滤液的处理。垃圾渗滤液是垃圾在堆放和填埋过程中进行发酵等生物化学反应，同时在降水和地下水渗流作用下产生的一种高浓度有机或无机成份的液体，具有污染物组成复杂、污染物浓度高、重金属离子含量高等特点，直接排放将会对环境造成极大破坏。由于我国垃圾处理方式目前以填埋和焚烧为主，因此垃圾渗滤液处理需求主要来自垃圾填埋场和垃圾焚烧厂。

公司的垃圾污染削减业务，主要是指通过提供垃圾渗滤液处理成套装备的开发、系统集成及技术服务，满足客户对垃圾渗滤液的处理需求。垃圾污染削减成套装备由“MBR+纳滤+反渗透技术装备、DTRO 膜技术装备、系列化高级氧化技术装备、强化生化技术装备、低耗蒸发技术装备”等组成，实现对垃圾中渗滤液的稳定高效处理。其中，“MBR+纳滤+反渗透技术装备”通过物理、化学、生物手段将渗滤液中无机物、有机物、氨氮、细菌、病毒及胶体等污染物质降解与分离，使出水达标排放；“DTRO 膜技术装备”将有机物、无机离子、细菌、病毒及胶体等污染物质从渗滤液中分离，使出水达标排放，处理效果好、运行稳定；“系列化高级氧化技术装备”通过产生的羟基自由基对渗滤液中的难降解有机物进行开环断链，将大分子转化为小分子物质，提高废水可生化性，同时去除部分有机物；“强化生化技术装备”能够增强生物处理效率与能力以及抗冲击及抗毒害能力，提高处理效率与稳定性；“低耗蒸发技术装备”将污染物质中的水分分离出来，实现达标排放，充分利用了二次蒸汽通过压缩实现再次利用，节能经济。

##### 2) 垃圾污染修复业务

垃圾污染修复是对垃圾填埋场的生态修复，填埋场生态修复是指针对国内数量众多的垃圾填埋场，基于不同填埋场综合治理要求与土地再利用需求，利用“渗滤液精准导排协同全量处理、垃圾原位稳定化、土壤地下水修复与监控预警、垃圾分选与资源化处置”等技术，实现填埋场污染的源头削减、立体阻控、污染修复与土地再利用。

公司的垃圾污染修复业务，主要是指通过提供填埋场生态修复整体方案设计、成套技术装备开发应用等综合解决服务，满足客户对填埋场修复需求。

垃圾污染修复成套装备由“原位好氧快速稳定化技术装备、地下水污染多级强化修复技术装备、微洗井地下水污染在线监测预警技术装备、渗滤液处理成套技术装备”等组成，成套装备的集成应用能够实现垃圾污染的全面修复及监控预警。其中，“原



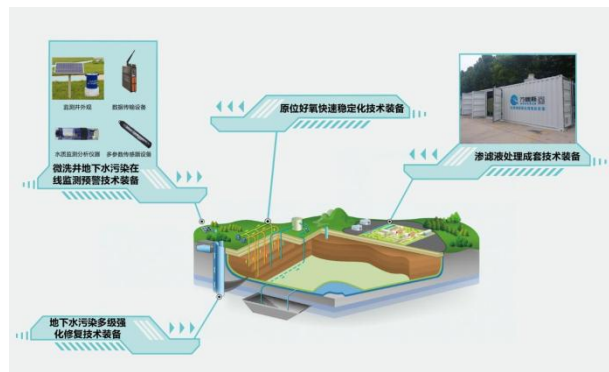
位好氧快速稳定化技术装备”加速垃圾的生物降解，使垃圾快速达到稳定状态，消除其对环境的污染；“地下水污染多级强化修复技术装备”通过安装渗透性反应屏去除地下水中污染物；“微洗井地下水污染在线监测预警技术装备”实现地下水污染状况的实时监控及垃圾堆体的分层采样，并减少洗井量和洗井时间，更为便捷、高效；“渗滤液处理成套技术装备”处理垃圾堆体产生的渗滤液，降低其污染物质，使之达标排放。

图表 1 公司垃圾污染削减装备示例



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 2 公司垃圾污染修复装备示例



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## (2) 高难度废水处理业务

公司高难度废水处理业务主要涉及对两类废水的处理：一种是含有高浓度难以生物降解有机物的废水，特点是毒性大、成份复杂、化学耗氧量高、难以被一般微生物降解，主要包括化工园区综合废水、矿井水、制药废水、印染废水等，需要通过物理、化学、生物处理技术实现废水近零排放及资源化利用；另一种是难以满足自然水体水质要求或经过一级、二级处理后难以达标排放的废水，特点是污染物浓度低、营养比例失调、生物降解效果差，主要包括城镇污水处理厂尾水、不达标河道湖库等自然水体、村镇生活污水等，需要通过多种技术工艺设计及组合实现该类型废水深度处理。

高难度废水处理成套装备由“生物强化废水处理技术同步短程硝化反硝化技术装备、多效电催化氧化技术装备、分盐资源化技术装备”等组成，实现废水的深度处理、近零排放及资源化利用。其中，“生物强化废水处理技术装备同步短程硝化反硝化技术装备”能够同步实现氨氮的硝化反硝化，降低对溶解氧和碳源的需求，减少占地面积，经济性高；“多效电催化氧化技术装备”应用了高级氧化技术高效降解有机污染物，并加快了反应速率，经济高效，处理后的水可实现资源化利用。；“分盐资源化技术装备”通过采用集成膜过滤深度处理、反渗透脱盐处理、蒸发处理等技术实现对废水中的一价盐、二价盐的高效分离及回收利用。

图表 3 公司高难度废水处理装备示例



资料来源：公司招股说明书，申报稿华鑫证券研发部

## 2.公司融资历程及股权构成情况

2007年8月日，股东杨丽红、宫建瑞、刘昱彤发起设立南京万德斯环保科技有限公司，注册资本100万元人民币。公司历次融资历程如下：

图表4公司融资历程

融资时间	参与机构与个人	认购金额(万元)	认购数量(万股)	投后股份数(万股)	公司估值(万元)
2007年8月	杨丽红、宫建瑞、刘昱彤	100.00	100.00	100.00	100.00
2016年1月	万德斯投资、刘军、汇才投资、宫建瑞			4,000.00	
2016年1月	创投二期、创投二期	3,000.00	705.89	4,705.89	19,999.82
2017年11月	合才企管	1,232.00	320.00	5,520.00	21,252.00
2017年12月	达晨创联	3,200.00	217.35	5,737.35	84,468.16
2018年11月	达晨创联	12,000	637.48	6,374.84	120,000.01

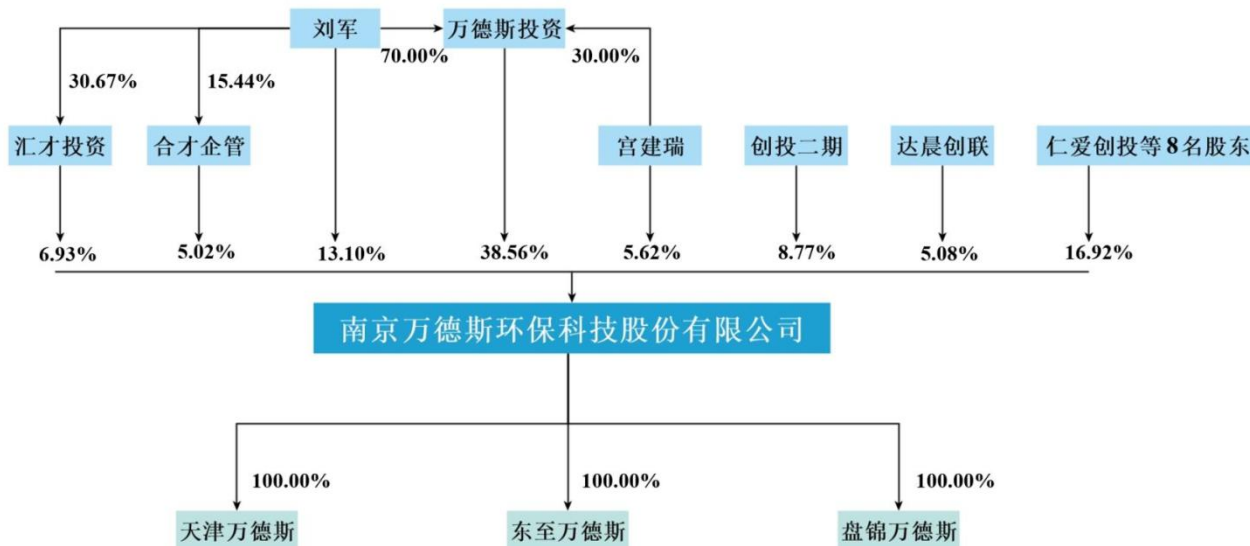
资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

公司首次公开发行股票数量不超过2,124.9461万股(不含采用超额配售选择权发行的股份数量)，不低于发行后公司总股本的25.00%，公司本次发行后总股本不超过8,499.7844万股。

刘军直接持有公司13.10%的股份，且持有公司控股股东万德斯投资70%股份，担任员工持股平台汇才投资、合才企管的执行事务合伙人以及公司董事长、总经理，实际支配公司股份表决权比例达63.61%，为公司的实际控制人。公司股票发行前股权结构图如下：



图表 5 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

## 二、环保事业大有可为

### 1.垃圾污染削减领域亟待解决渗滤液污染

垃圾填埋场渗滤液是地下水主要污染源之一，目前常规渗滤液处理采用“生化+膜分离”处理工艺，其中膜处理技术主要有超滤、纳滤和反渗透膜，但膜浓缩液处置问题已成为填埋场污染源头削减的“瓶颈”问题，膜浓缩液回灌填埋场的做法，将导致填埋场内污染物质不断累积，加大填埋场污染风险与后续地下水修复难度。

我国在垃圾分类工作方面的进展较为缓慢，滞后于欧美等发达国家，加之我国特有的饮食文化，中式餐饮的特点导致我国生活垃圾含水量较高，一般在 50%以上。在生活垃圾含水量较高的情况下，生活垃圾每年产生的渗滤液量也较高，部分地区受地域、降水等的影响，垃圾填埋场渗滤液的产量占垃圾填埋量甚至可达到 50%以上；焚烧厂产生的渗滤液则主要来自于新鲜垃圾在垃圾储坑中发酵熟化时沥出的水分。目前我国垃圾填埋场产生的渗滤液一般占垃圾填埋量的 40%，焚烧厂产生的渗滤液一般占垃圾焚烧量的 30%，其他渗滤液产生量约 35%。以此测算，截至 2017 年我国渗滤液产生量为 9,901.11 万吨，日均产生量超过 27 万吨，市场空间巨大。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到 2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 100%；其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95%以上；县城（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 80%以上，建制镇生活垃圾无害化处理率达到 70%以上。未来，随着城市垃圾的不断增多，如何在增强生活垃圾处理能力的同时，有效解决垃圾渗滤液的污染或二次污染问题，不仅是保证国家节能环保、增强可持续发展能力的需要，更加有利于恢复和建设良好的生态环境，垃圾污染削减行业具有广阔的市场空间和发展前景。

图表 6 全国城市垃圾渗滤液产生量（万吨）

年度	项目	无害化处理量	渗滤液产生比例	渗滤液产生量
2017	填埋量	17,125.07	40%	6,850.03
	焚烧量	9,321.50	30%	2,796.45
	其他	727.53	35%	254.64
	合计	27,174.10	-	9,901.11
2016	填埋量	16,779.92	40%	6,711.97
	焚烧量	7,956.57	30%	2,386.97
	其他	617.76	35%	216.22
	合计	25,354.25	-	9,315.16
2015	填埋量	16,171.40	40%	6,468.56
	焚烧量	6,576.95	30%	1,973.09
	其他	524.6	35%	1,973.09
	合计	23,272.95	-	8,625.26

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

目前国内正积极进行膜浓缩液处理与全量化处理技术研究与实践。垃圾渗滤液全量化处理技术，能够实现难降解有机污染物高效、经济、稳定地达标处理，近年来受到国内外研究人员广泛关注，国内已有小规模技术应用，其运行稳定性与技术经济性是制约技术广泛应用的限制条件，亟待技术突破。公司开发的“超滤、纳滤、反渗透膜系统”、“三维电芬顿水处理技术设备”、“臭氧催化氧化设备”、“生物流化床设备”、“MVR 蒸发设备”等垃圾污染削减技术与装备解决前述行业技术瓶颈问题，获江苏省环境保护科学技术二等奖，产品技术水平较高，为公司提高市场竞争力提供支撑。

## 2.垃圾污染修复领域明显滞后，公司填补技术装备空白

目前我国常规填埋场治理技术仅涉及顶部覆盖与绿化、渗滤液与雨水倒排等方面，而对于填埋场主要污染途径（地下污染）的防控修复手段缺失，严重威胁地下水饮水安全和人体健康。目前国内外在含水层介质和污染物空间刻画、污染物迁移阻断、低渗透层污染物释放、修复材料与装备等方面已经积累了一定的研究成果。与国际先进水平相比，我国在污染场地修复核心技术、材料装备和管理决策等方面还处于明显滞后状态。

2017 年，住房和城乡建设部对填埋场进行排查显示，全国正规城市生活卫生填埋场共计 654 座，非正规堆放点 27,276 个。对此，国家《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》要求到 2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”，建制镇实现生活垃圾无害化处理能力全覆盖。对非正规垃圾堆放点、不达标生活垃圾处理设施及库容饱和填埋场进行整治，有序的开展治理和修复。《全国地下水污染防治规划（2011-2020 年）》也明确将填埋场列为七大地下水污染源重点防控对象之一，是“水十条”、“土十条”中提出的亟待解决的国家重大任务。随着“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划的进一步推行，现有生活垃圾填埋场将大面积进入封场阶段，未来垃圾污染修复市场将迎来庞大的市场空间。

公司在前期研究基础上，开展研究符合我国国情的地下水修复技术体系，研制多级强化地下水原位修复模块化技术装备，构建地下水在线监控预警平台，克服地下水





污染羽拖尾和反弹问题，并实现地下水水质监控预警与装备自动化控制，完成了“识别-源控-阻断-净化-监测”全链条污染防治技术集成，填补国内地下水修复技术装备空白，获国家科学技术进步二等奖，同时正在主编住建部“填埋场生态修复技术导则”（建标工（2017）87号），促进行业技术发展。

### 3.到 2020 年，高难度废水处理领域需求将超千亿元

在需要进行深度处理的废水方面，目前国内主要采用高级氧化、物化及生物处理技术等，因其污染物浓度较低，营养比例失调，单一生物处理降解效果差，而单一高级氧化、物化处理成本高，因此，多采用高级氧化和生物处理技术相结合的方式进行处理。水处理技术发展至今，在处理低浓度污染物方面，技术参数、设备的选取及工艺的组合设计等将对处理成本产生较大的影响，因此，在废水深度处理方面，主要聚焦于如何选取经济高效的处理方案。

在难降解废水的近零排放及资源化方面，技术多采用物化预处理、生物降解、高级氧化等技术组合工艺，同时，因该类型废水常含有盐分，因此，常应用膜处理技术进行盐的分离，并用蒸发技术进行盐的提取。但在实际应用中，由于废水类型多样，水质千差万别，需要在工艺方案组合、参数选取、设备选型等方面进行综合考虑，会造成处理效果的不同及处理成本的差异，膜及蒸发器的堵塞及处理效率是其常见问题，此外，盐的资源化利用途径也是制约了技术发展的重要因素。

近年来我国污水排放总量呈上升趋势，根据中华人民共和国水利部《2017年中国水资源公报》，2017年我国废污水排放总量为756亿吨，其中主要为工业废水。在污水排放总量持续增加的背景下，各城市、县城的污水处理厂的数量及年污水处理量有所增加，但依然无法满足污水排放量所适应要求。同时，全国乡镇污水处理厂的覆盖率很低且污水处理能力有限。《水污染防治行动计划》（“水十条”）、《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》等法律法规的出台，对水质提标提出了要求，废水深度处理市场将持续扩大。

据 GEP Research 发布的《全球及中国工业废水处理行业发展报告》，从区域分布来看，全球工业废水市场需求主要集中在美国、中国、欧盟、日本等地区 2017 年全球工业废水处理行业市场规模约为 3,680 亿元左右，其中美国约为 1,000 亿元，占全球的比重为 27.2%，位列第一；中国约为 889 亿元，占全球比重为 24.2%，位列第二。2017 年中国工业废水处理行业市场规模同比增长 5.44%，随着水污染防治攻坚战的推进，预计工业废水治理投资仍将保持增长，未来 3 年工业废水处理行业市场规模年复合增长率将保持在 5%左右，GEP Research 预计，到 2020 年，中国工业废水处理行业市场规模将达到 1,024.5 亿元。

高难度废水处理领域分类多、特点与处理要求各异，因此对于关键技术装备水平、系统集成能力要求高。公司基于垃圾污染削减领域的关键技术装备并进行了二次开发，深耕细分领域，在宏观政策、市场的支持下，以国家提倡的绿色、循环理念为指导，通过技术不断开发提升，实现在高难度废水处理领域的高速增长。

## 三、公司核心技术荣获国家技术进步二等奖

目前，在垃圾污染治理和水污染治理领域，公司已经掌握了包括生物处理工艺、物化处理工艺、膜处理工艺、MVR 蒸发处理工艺等在内成熟的技术集成工艺。其中“MBR 系统（A/O+超滤）+纳滤+反渗透”处理技术、“两级 DTRO”处理技术、“电化学+生物

强化”深度处理技术、难降解有机污染物电化学预处理技术、生物强化废水处理技术、渗沥液精准导排抽出协同处理技术、堆体输氧曝气原位快速稳定化技术等集成技术已经处于行业领先地位，并取得相应产品发明专利，在复杂污染物的处理效率、经济性方面均取得显著成效，得到业主的高度认可。

在垃圾污染治理方面，公司研发的“填埋场地下水污染系统防控与强化修复关键技术及应用”处理工艺处于行业领先地位，获得国家科学技术进步二等奖，并在业务开展中树立了项目示范标杆；公司牵头开展编制“老生活垃圾填埋场生态修复工程技术导则”等行业标准的制定。

在水污染治理方面，通过各处理工艺的集成，在达标排放的基础上，公司已能实现对盐的回收利用，实现“近零排放”的效果；相关技术工艺应用入选了“江苏省水污染防治指导目录”、“南京市水污染防治先进适用技术”等指导案例。

公司核心技术荣获国家科学技术进步二等奖、国家重点环境保护实用技术、江苏省高新技术产品、江苏省环境保护实用新技术、江苏省环境保护科技奖（二等奖）、南京市新兴产业重点推广应用新产品等。公司荣获中国固废行业“渗滤液处理领域年度标杆企业”、中国固废行业“填埋场修复领域领先企业”、苏南国家自主创新示范区瞪羚企业、江苏省骨干环保企业、江苏省民营科技企业等称号。

公司是江苏省科学技术厅、江苏财政厅、国家税务总局江苏省税务局联合认定的高新技术企业。截至本招股说明书签署日，公司拥有50项专利，其中发明专利3项、实用新型47项，并已通过ISO9001、ISO14001、OHSAS18001等质量管理体系、环境管理体系、职业健康安全管理体系等多项权威认证。

公司依赖于成熟的项目经验，在示范项目、经典案例方面也不断提升行业影响力，为持续承接新项目、带动品牌影响奠定了良好的业务基础。近年来，公司承接的具有一定示范效应的项目如下：

图表 7 公司承接的具有一定示范效应的项目

实施时间	项目名称	合同金额（万元）	项目规模	示范特点
2018年	天津华明填埋场应急项目	10,478.60	500t/d	大型垃圾填埋场综合整治
2018年	沈阳市老虎冲生活垃圾焚烧发电厂项目渗滤液项目	4,413.14	1,100t/d	高标准低温地区大型垃圾焚烧发电厂渗滤液处理回用
2018年	郑州（东部）环保能源生活垃圾焚烧发电厂渗滤液项目	9,018.56	1,100t/d	高标准大型垃圾焚烧发电厂渗滤液处理回用
2018年	兴化市生活垃圾填埋场积存渗滤液处理采购项目	1,291.25	400t/d	渗滤液应急项目全量化（无浓缩液产生）处理
2017年	辽宁省盘锦市精细化工园区污水处理项目	1,735.72	250t/d	高难度（含盐量高、有机物浓度高、有毒物质含量高）化工废水处理
2017年	呼和浩特市垃圾无害化处理场渗滤液处理系统扩建项目	3,081.98	300t/d	低温地区老龄化填埋场渗滤液处理项目
2017年	宜昌市猗亭生活垃圾卫生填埋场扩建项目	2,502.50	300t/d	老龄化填埋场渗滤液及浓缩液综合处理项目
2016年	明光市明西垃圾填埋场生活垃圾存量治理项目	1,317.43	-	垃圾填埋场综合整治
2016年	加纳 LAVENDER 垃圾污染治理项目	6,618.33	2,000t/d	海外大型环保项目，西非地区首例专业化垃圾污染治理项目

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

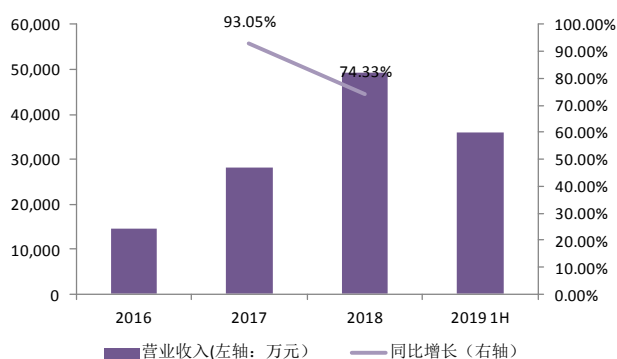
## 四、公司财务状况渐入佳境

### 1. 营业收入快速增长

2016-2018年，公司实现营业收入1.46亿元、2.83亿元和4.93亿元，同比分别增长93.05%和74.33%。随着公司业务规模的不断扩大，经营成果保持快速增长态势，营业规模快速提升。未来，公司将进一步聚焦于垃圾污染削减及修复业务、高难度废水处理业务等核心业务。

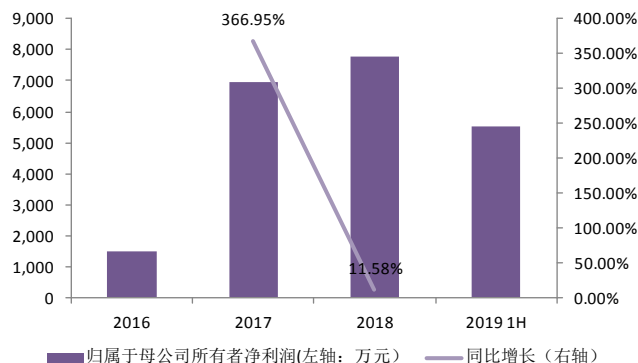
2016年-2018，公司归属母公司所有者净利润分别为1,494万元、6,975万元和7,783万元，同比增速分别为366.95%和11.58%。2017年公司归母净利润同比大幅增长是由于处置子公司曹妃甸万德斯76.48%股权获得7,394.97万元投资收益所致。

图表 8 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 9 公司归母净利润及增速

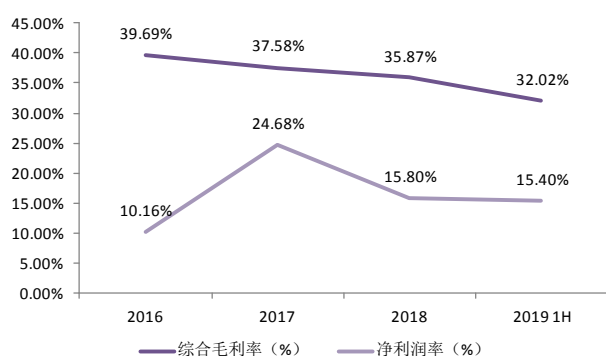


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

### 2. 毛利率小幅下滑

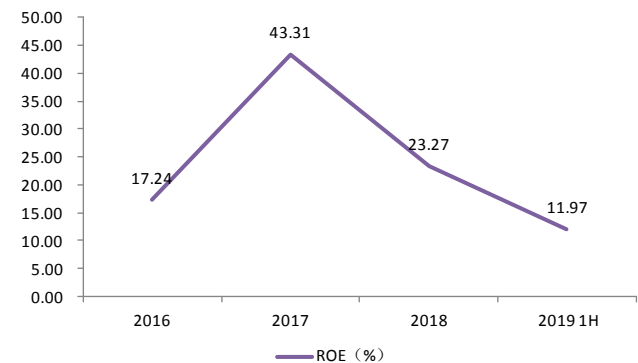
2016-2018年，公司综合毛利率分别为39.69%、37.58%和35.87%。公司毛利率小幅下滑。2016-2018年，公司净利润率分别为10.16%、24.68%和15.80%。

图表 10 公司毛利率和净利润率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 11 公司 ROE



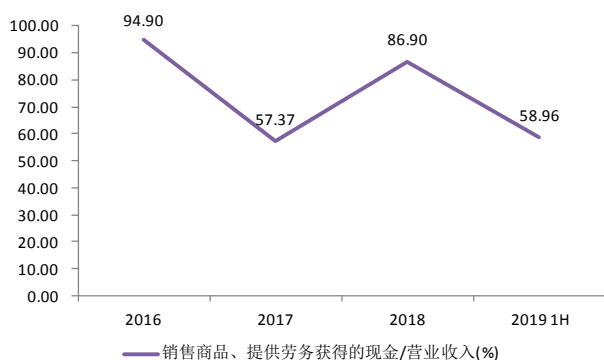
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

### 3.经营性净现金流波动较大

2016-2018年，公司销售商品、提供劳务获得的现金分别是营业收入的94.90%、57.37%和86.90%，公司所处行业普遍存在工程结算滞后、工程结算后回款较慢等特点，公司从业务承接、施工至账款回收一般需要相对较长时间，导致存货、应收账款金额逐渐增加，且销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比重较低。

2016-2018年，公司经营性净现金流分别为774万元、-4,567万元和552.86万元。

图表 12 公司销售商品提供劳务获得现金/营业收入 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 13 公司经营性净现金流



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 五、公司募投项目

公司拟使用本次发行的募集资金用于环保装备集成中心及研发平台建设项目和补充流动资金。公司募集项目资金使用计划如下:

图表 14 公司募投项目概况

序号	项目	投资金额
1	环保装备集成中心及研发平台建设项目	23,618.37
2	补充流动资金项目	30,000.00
合计		53,618.37

资料来源: 华鑫证券研发部, 公司招股意向书

公司投资的环保装备集成中心及研发平台建设项目项目总投资额为 23,618.37 万元, 项目建成达产后, 将实现年产 14,000 吨/日处理能力垃圾污染削减处理装备和 120,000 吨/日处理能力高难度废水处理装备的生产能力。垃圾污染削减 14,000 吨/日处理能力中的 6,500 吨/日处理能力系将原项目现场垃圾污染削减装配业务转移至集成中心, 其余 7,500 吨/日垃圾污染削减处理装备处理能力为新增产能; 高难度废水 120,000 吨/日处理能力中的 60,000 吨/日处理能力系将原项目现场高难度废水装配业务转移至集成中心, 其余 60,000 吨/日高难度废水处理装备处理能力为新增产能。项目建设期为 18 个月。

补充流动资金项目, 公司计划用于用于投标保证金、履约保证金、周转金、质保金和业务拓展。

## 六、公司主要竞争对手及同类公司估值

### 1. 同行业重点公司

公司是垃圾污染治理和水污染治理行业中的主要企业之一，在细分领域，公司是中国固废行业“渗沥液处理领域年度标杆企业”、中国固废行业“填埋场修复领域领先企业”等奖励的获得者。

公司在行业中的主要竞争对手包括江苏维尔利环保科技股份有限公司、北京天地人环保科技有限公司、武汉天源环保股份有限公司、北京高能时代环境技术股份有限公司、广西博世科环保科技股份有限公司、倍杰特集团股份有限公司、上海东硕环保科技有限公司等，各公司的具体情况如下：

图表 15 公司主要竞争对手

序号	公司名称	概况
1	江苏维尔利环保科技股份有限公司	2003年2月12日成立，注册资本81,411.28万元人民币，2011年在深圳证券交易所创业板上市，是我国主要的垃圾渗滤液处理企业之一
2	北京天地人环保科技有限公司	2002年3月26日成立，注册资本13,870万元人民币，主要从事垃圾渗滤液处理及废水处理业务
3	武汉天源环保股份有限公司	2009年10月21日成立，注册资本17,083.10万元人民币，主要从事垃圾焚烧厂、垃圾填埋场、垃圾中转站的垃圾渗滤液处理业务
4	北京高能时代环境技术股份有限公司	1992年8月28日成立，注册资本66,219.10万元，2014年在上海证券交易所主板上市，专业从事环境技术研究和提供污染防治系统解决方案，与公司在垃圾污染修复业务领域存在竞争关系
5	广西博世科环保科技股份有限公司	1999年4月13日成立，注册资本35,581.53万元，2015年在深圳证券交易所创业板上市，主要从事水污染治理业务
6	倍杰特集团股份有限公司	2004年10月12日成立，注册资本36,788.73万元，主要从事水处理系统设计、设备制造、安装调试及技术服务等业务
7	上海东硕环保科技有限公司	2003年6月10日成立，注册资本10,600.00万元，主要从事废水处理、纯水处理、工业水再生等业务

资料来源：华鑫证券研发部，公司招股意向书

### 2. 同行业重点公司估值比较

公司主要从事先进环保技术装备开发、系统集成与环境问题整体解决方案。我们选取维尔利、高能环境和博世科作为参考标的，同类公司估值如下：

图表 16 同类公司估值情况（以 2019 年 12 月 26 日收盘价为基准）

代码	简称	最新价格 (元)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
			2017	2018	2019	2017	2018	2019		
300190.SZ	维尔利	6.81	0.32	0.29	0.43	21.28	23.48	15.75	1.40	53.38
603588.SH	高能环境	9.40	0.30	0.48	0.64	31.76	19.46	14.65	2.16	63.36
300422.SZ	博世科	10.29	0.41	0.67	0.91	25.10	15.40	11.35	2.26	36.62
平均						26.05	19.45	13.92	1.94	51.12

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



## 七、公司估值及询价建议

### 1. 假设条件

- (1) 公司延续良好的成长势头；
- (2) 公司盈利能力保持稳定；
- (3) 公司费用控制良好；
- (4) 按照本次发行股份数量为 2125 万股计算，公司发行后总股本为 8,500 万股。

### 2. 公司估值与询价建议

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 9,428 万元、11,958 万元和 13,257 万元，按照发行后 8,500 万股计算，公司 EPS 分别为 1.11 元、1.41 元和 1.56 元。

随着公司将进一步聚焦于垃圾污染削减及修复业务、高难度废水处理业务等核心业务，公司业绩增长也具备持续性。因此我们建议采用 PE 相对估值法，选取的对比公司 2019 年平均市盈率为 13.92 倍，对应公司的股价应为 15.31 元/股，对应公司总市值为 13.01 亿元，建议公司询价区间为 13.01-16.91 元/股。

## 八、风险提示

主要风险包括：1) 应收账款高的风险；2) 毛利率降低的风险。



图表 17 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>493</b>	<b>673</b>	<b>847</b>	<b>978</b>
货币资金	253	565	430	400	营业成本	316	454	576	670
应收款	295	467	635	761	营业税金及附加	2	11	13	15
存货	152	227	288	335	销售费用	17	19	22	25
其他流动资产	12	12	12	12	管理费用	39	47	58	66
流动资产合计	711	1,271	1,365	1,507	财务费用	4	0	-3	-2
<b>非流动资产:</b>					费用合计	60	65	77	89
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	10	12	15	18
固定资产+在建工程	85	104	163	205	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	14	14	14	14	投资收益	0	1	1	1
其他非流动资产	76	76	76	76	<b>营业利润</b>	<b>85</b>	<b>108</b>	<b>137</b>	<b>152</b>
非流动资产合计	174	193	253	295	加: 营业外收入	5	2	2	2
资产总计	886	1,464	1,618	1,801	减: 营业外支出	0	0	0	0
<b>流动负债:</b>					<b>利润总额</b>	<b>90</b>	<b>110</b>	<b>139</b>	<b>154</b>
短期借款	65	70	20	50	所得税费用	12	15	19	22
应付账款、票据	172	252	320	372	<b>净利润</b>	<b>78</b>	<b>94</b>	<b>120</b>	<b>133</b>
其他流动负债	178	85	125	125	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	415	407	465	547	<b>归母净利润</b>	<b>78</b>	<b>94</b>	<b>120</b>	<b>133</b>
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	26	40	45	50					
其他非流动负债	11	11	11	11					
非流动负债合计	37	51	56	61					
负债合计	453	458	521	608					
<b>所有者权益</b>									
股本	64	85	85	85					
资本公积金	215	695	695	695					
未分配利润	141	202	281	365					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	433	1,006	1,097	1,193					
负债和所有者权益	886	1,464	1,618	1,801					

现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	78	94	120	133
折旧与摊销	9	11	20	28
财务费用	4	0	-3	-2
存货的减少	-82	-75	-61	-47
营运资本变化	-11	-92	-100	-73
其他非现金部分	8	-98	40	0
经营活动现金净流量	6	-160	16	39
投资活动现金净流量	-80	-30	-80	-70
筹资活动现金净流量	215	502	-70	1
现金流量净额	141	312	-135	-30

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	74.3%	36.6%	25.9%	15.5%
营业利润增长率	2.0%	26.7%	27.3%	11.0%
归母净利润增长率	11.6%	21.1%	26.8%	10.9%
总资产增长率	124.9%	65.2%	10.5%	11.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	35.9%	32.5%	32.0%	31.5%
营业利润率	17.3%	16.0%	16.2%	15.6%
三项费用/营收	12.1%	9.7%	9.0%	9.1%
EBIT/销售收入	18.0%	17.4%	17.2%	16.4%
净利润率	15.8%	14.0%	14.1%	13.6%
ROE	18.0%	9.4%	10.9%	11.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	55.6%	46.0%	52.4%	54.3%
<b>资产结构</b>				
资产负债率	51.1%	31.3%	32.2%	33.7%
<b>现金流质量</b>				
经营净现金流/净利	0.07	-1.70	0.13	0.29
<b>每股数据(元/股)</b>				
每股收益	1.22	1.11	1.41	1.56
每股净资产	6.80	11.83	12.90	14.04

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。





## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>