

多点布局 力求成功转型

国中水务
 (600187.SH)

投资要点：

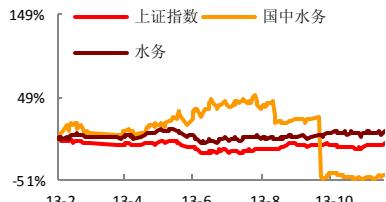
- **多点布局 力求转型成功**：在收购中科益之前，公司业务基本以自来水供应和污水处理项目运营为主，是一家典型的水务运营公司，现金流稳定，技术含量不高。自收购中科国益后，公司围绕水处理各个细分领域，展开了一系列针对水处理技术型公司的收购和投资，使业务领域由之前单一的收水费业务扩展到水处理工程、水处理设备及核心零部件，所覆盖行业也从城市供水、城市污水扩展至工业污水处理、垃圾渗滤液处理、农村供水和农村污水等领域，力求转型成为具有技术领先优势的水处理公司。
- **传统水务运营业务提供稳定的收益和现金流**：公司目前水务运营的手合约估计在150万吨/日左右，预计未来有望保持10%-15%的稳定增长，将为公司提供稳定的收益和现金流，相当于为公司未来积极的对外布局设立了一个可靠的大本营。
- **垃圾渗滤液处理保障近期增长**：国内垃圾渗滤液处理市场容量超过200亿，近期正处于快速增长阶段，天地人作为行业龙头有望充分分享行业增长。预计天地人2013年-2015年的收入分别为3.2亿、4.5亿和6.3亿，净利分别为0.78亿、1.1亿和1.54亿，同比分别增长20%、40%和40%。
- **农村水处理是公司中期增长点**：我们测算农村水处理市场容量超过5000亿，年市场容量至少也在1000亿以上，且已具备启动条件，如果国中水务能获得1%的市场份额，年收入也在10亿以上。公司在农村水处理市场已做好充分的技术和市场准备，并已与山东省住建厅签订200个镇的给排水设施建设合作协议，初步预计2014年-2016年公司农村水务市场的收入分别为1.5亿、4亿和8亿。
- **水通道蛋白膜是公司长期增长源**：水通道蛋白膜作为节能高效的水处理新技术，未来有望引爆水处理行业的革命性变化，目前该技术正处于大规模商业化应用的前夜，公司积极卡位，有望为公司长期持续增长奠定基础。
- **估值与投资建议**：我们认为公司基本面正在发生积极的变化，短、中、长期增长点清晰，未来有望持续实现30%以上的增长，结合相对估值法和绝对估值法，合理估值区间为7.2元-7.5元，维持买入评级。风险主要在于水务行业政策发生变化、天地人公司垃圾渗滤液处理业务增长不达预期，其他新业务拓展不及预期。

分析师：符彩霞
执业证书编号：S0050510120007
Tel：010-59355924
Email：fucx@chinans.com.cn
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	7.2-7.5

市场数据

市价(元)	5.96
上市的流通A股(亿股)	10.68
总股本(亿股)	14.56
52周股价最高最低(元)	15.05-4.61
上证指数/深证成指	2044.5/7572.63
2013年股息率	0%

52周相对市场改变

相关研究

《农村水处理：市场开启并非遥不可及》，2013年12月20日；

《水通道蛋白膜：节能高效的仿生水处理新技术》，2013年11月26日；

《水处理技术随水处理需求升级演变》，2013年11月26日；

《固废投资增加拉动渗滤液处理需求增长》，2013年10月30日；

《国中水务深度报告：水务环保行业系统服务提供商》，2013年9月30日；

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	357	713	1120	1769
增长率(%)	16.79	100	57	58
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	74	146	233	368
增长率(%)	12.57	89	60.12	57.83
毛利率%	50.14	45.00	45.48	45.45
净资产收益率(%)	6.4	5.69	8.35	11.64
EPS(元)	0.17	0.10	0.16	0.25
P/E(倍)	35	61	38	24
P/B(倍)	7.7	3.5	3.2	2.8

数据来源：民族证券

正文目录

一、多点布局 力求转型成功	3
1、公司对外投资收购频繁	3
2、围绕水处理延伸产业链	3
3、相比同行公司在水处理领域布局更全面	4
二、市政水务运营：提供稳定的收益和现金流	5
1、公司水务运营规模约为 150 万吨/日左右	5
2、水务运营将为公司提供稳定的收益和现金流	6
三、天地人的垃圾渗滤液处理业务将支撑近期增长	6
1、我国正处于垃圾处理设施的集中建设期	6
2、预计十二五期间国内垃圾渗滤液处理新增需求超过 130 亿元	6
3、预计十二五期间国内垃圾渗滤液处理改造需求超过 60 亿元	7
4、天地人 2013 年新增垃圾渗滤液订单有望超过维尔利	7
四、中科国益：积极拓展工业水处理市场	7
五、农村水处理：正在开启的大市场	7
1、农村水处理程度较低	8
2、农村水处理市场规模超过 5000 亿元	8
3、国中水务的小型供水/污水处理装置	8
4、国中水务已与山东省住建厅签订战略合作协议	9
六、收购 Aquaporin 公司：抢占膜技术的制高点	9
1、水通道蛋白具有输水量大、能耗低、选择性强等特质	9
2、水通道蛋白膜用于水处理能耗将大幅降低	10
3、水通道蛋白膜的应用领域和市场空间	10
4、Aquaporin 公司的水通道蛋白膜即将规模化应用	10
七、公司盈利预测	10
1、分部收入预测	10
2、公司盈利预测	11
八、公司估值与投资建议	11
1、绝对估值法	11
2、相对估值法	12
九、风险因素	12
财务预测	13

图表目录

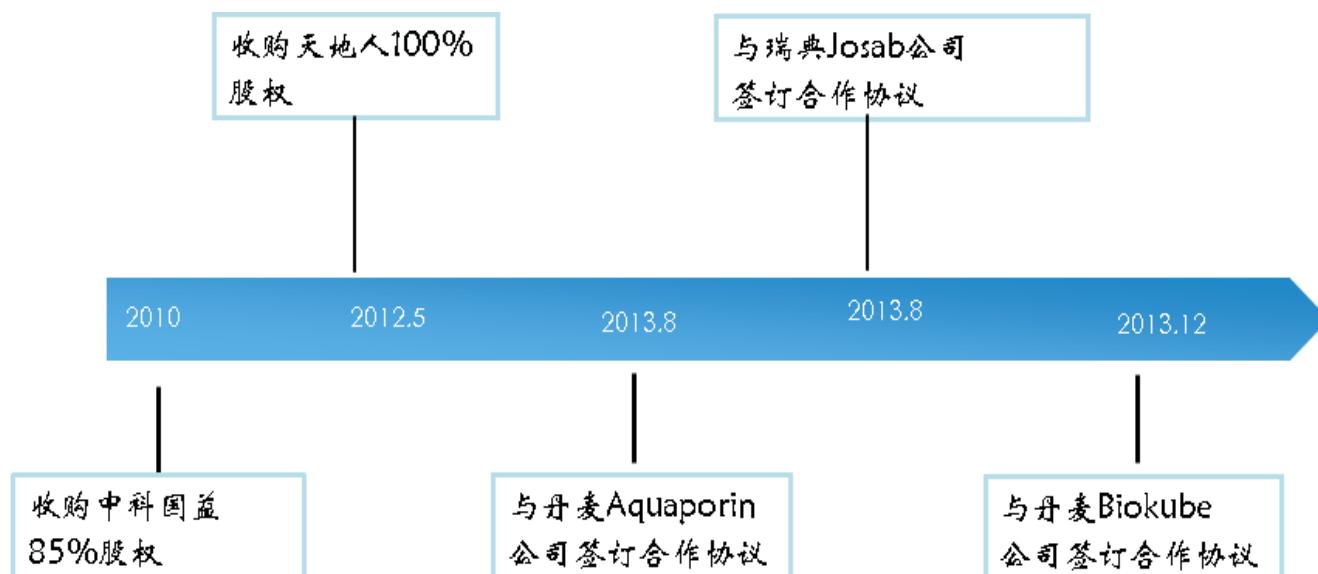
图 1：公司近年投资收购情况	3
图 2：公司水处理业务分布	4

一、多点布局 力求转型成功

1、公司对外投资收购频繁

公司继 2010 年收购北京中科国益 85% 股权后，2012 年启动对北京天地人公司的收购，到目前为止天地人股权收购及增资已完成，进入 2013 年以来，公司对外投资步伐进一步加快，先后与丹麦的 Aquaporin 公司、瑞典的 Josab 公司和丹麦的 Biokube 公司签订合作协议，详见图 1。

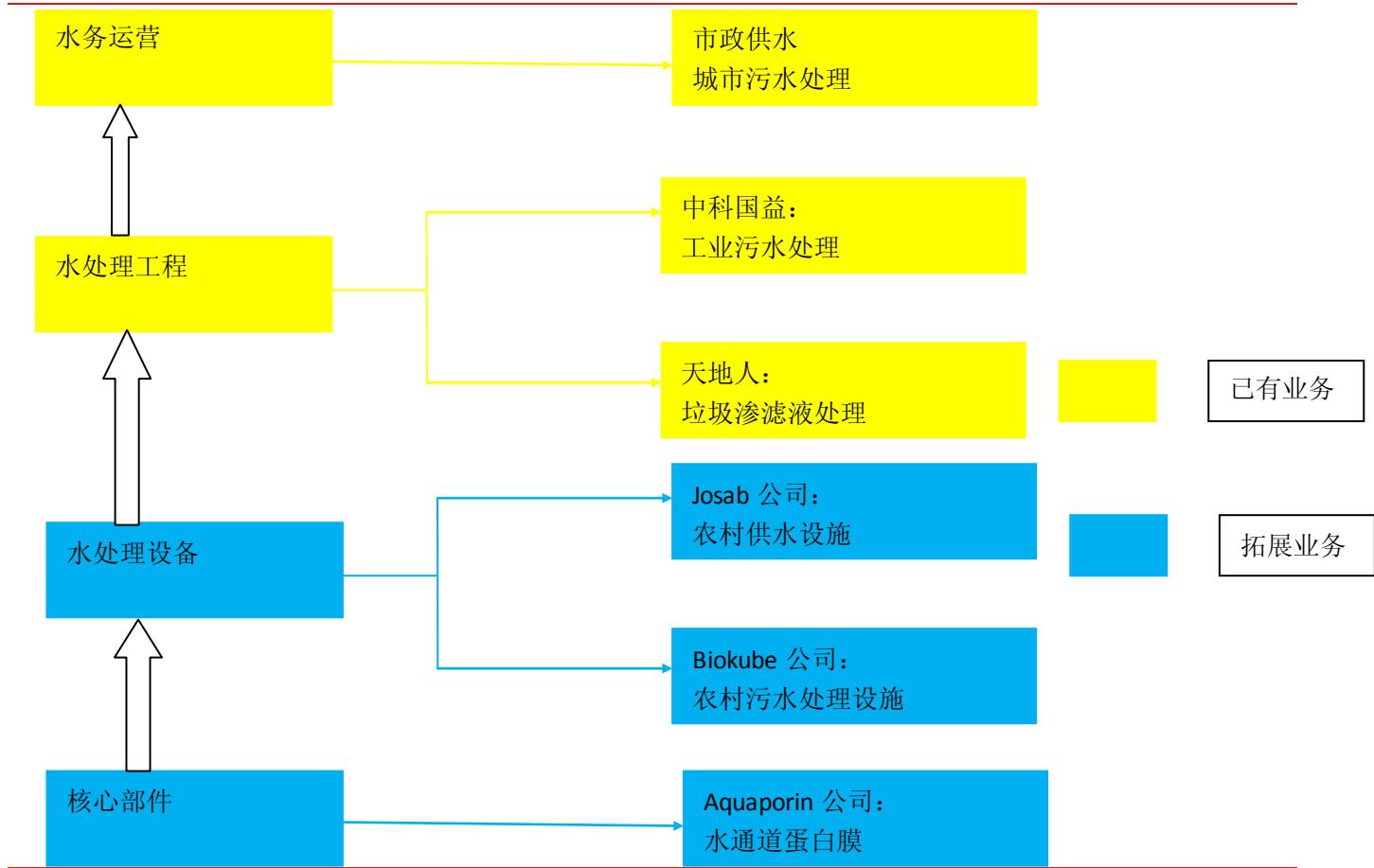
图 1：公司近年投资收购情况



数据来源：民族证券

2、围绕水处理延伸产业链

在收购中科益之前，公司业务基本以自来水供应和污水处理项目运营为主，是一家典型的水务运营公司，现金流稳定，技术含量不高。自收购中科国益后，公司围绕水处理各个细分领域，展开了一系列针对水处理技术型公司的收购和投资，使业务领域由之前单一的收水费业务扩展到水处理工程、水处理设备及核心零部件，所覆盖行业也从城市供水、城市污水扩展至工业污水处理、垃圾渗滤液处理、农村供水和农村污水等领域，详见图 2。公司所做的一切努力都是为了从一家收水费的公司转型成为具有技术领先优势的水处理综合运营公司。

图 2: 公司水处理业务分布


数据来源：民族证券

3、相比同行公司在水处理领域布局更全面

A股上市公司中与水处理相关的公司比较多，其中以首创股份、创业环保、重庆水务、江南水务、中山公用、兴蓉投资、武汉控股、瀚蓝环境等公司以市政供水或城市污水运营为主；万邦达和中电环保以工业水处理工程和项目运营为主；维尔利在水处理方面目前主要涉及垃圾渗滤液处理；碧水源以膜处理工程和运营为主，津膜科技以膜及膜组件为主，南方汇通下属的时代沃顿以膜为主；桑德环境以市政水处理工程为主，兼顾运营和农村水处理市场。相较而言，国中水务在水处理行业的布局最全面，详见表 1。

表 1：水务理相关公司业务比较

股票代码	股票名称	市政水处理工程	市政水务运营	工业水处理	垃圾渗滤液处理	农村水处理	膜及膜组件
600008	首创股份	√	√			√	
600874	创业环保	√	√				
600168	武汉控股		√				
601158	重庆水务	√	√				
601199	江南水务	√	√				

000598	兴蓉投资	√	√				
000685	中山公用		√				
600323	瀚蓝环境		√				
300055	万邦达			√			
300172	中电环保	√	√	√			
300190	维尔利				√		
300070	碧水源	√	√				√
300334	津膜科技	√					√
000920	南方汇通						√
000826	桑德环境	√	√			√	
600187	国中水务	√	√	√	√	√	√

资料来源：民族证券整理。

二、市政水务运营：提供稳定的收益和现金流

1、公司水务运营规模约为 150 万吨/日左右

截止到 2012 年末，公司拥有 13 家供水及污水处理运营公司，设计日处理水能力达 103.75 万吨，其中供水规模 39 万吨/日，污水处理规模 64.75 万吨/日，其中在建供水和污水处理规模为 24 万吨/日，在手合约对应的日处理水能力达 133.75 万吨。2013 年以来公司又陆续收购了几家水厂，估计目前水务运营的在手合约在 150 万吨/日左右。公司主要水处理子公司情况详见表 2。

表 2：国中水务下属供水及污水处理公司简介

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	签约日期	特许经营期限	水处理能力（万吨/日）	主营业务
1	秦皇岛污水	409 万美元	75	2003 年 2 月 10 日	20 年	12	污水处理
2	马鞍山污水	5,265.52	100	2004 年 5 月 18 日	22 年	6	污水处理
3	昌黎污水	4,100	100	2005 年 1 月 18 日	30 年	4	污水处理
4	青海环保	2,090	95	2005 年 7 月 22 日	25 年	4.25	污水处理
5	涿州水务	7,550	100	2006 年 7 月 4 日	25 年	8	污水处理
6	鄂尔多斯水务	15,400	100	2008 年 3 月 31 日	30 年	3.5	污水处理
7	太原污水	9,093	80	2009 年 8 月 5 日	25 年	16	污水处理
8	东营环保	6,900	55.13	2011 年 8 月 17 日	30 年	4	污水处理
9	湘潭污水	4,800	75.81	2012 年 3 月 7 日	28 年	5	污水处理
10	汉中自来水	6,000	100	2008 年 3 月 28 日	30 年	11	自来水
11	东营水务	11,000	55.45	2009 年 9 月 10 日	30 年	15	自来水
12	湘潭水务	15,000	81.8	2011 年 5 月 12 日	30 年	10	自来水
13	牙克石水务	1,100	100	2012 年 9 月 19 日		5	BT 项目
合计							103.75

资料来源：公司公告、民族证券。

2、水务运营将为公司提供稳定的收益和现金流

2012 年公司市政供水和城市污水处理板块收入 2.7 亿元左右，净利 7400 万元左右，经营现金流 1.3 亿左右。未来随着水价提升和水务运营规模的扩大，我们预计公司水务运营业务板块有望保持 10%-15% 的稳定增长，将为公司提供稳定的收益和现金流，相当于为公司未来积极的对外布局设立了一个可靠的大本营。

三、天地人的垃圾渗滤液处理业务将支撑近期增长

1、我国正处于垃圾处理设施的集中建设期

2011 年我国城市生活垃圾处理情况：

- 清运量为 1.64 亿吨，无害化处理率为 79.7%；
- 日处理量为 40.91 万吨/日，其中填埋处理量为 30.02 万吨/日，占 73.38%，焚烧处理量为 9.41 万吨/日，占 23%；
- 共有垃圾处理 677 座，其中填埋厂 547 座，焚烧厂 109 座。

未来我国城市生活垃圾处理前景预测：

- 预计未来我国城市生活垃圾清运量年增 1.5%-2% 之间；
- 到 2015 年日处理量达到 87.15 万吨/日，垃圾处理场达到 1100 座左右；
- 其中填埋场处理能力达到 51.34 万吨，新增 16.14 万吨，与十一五期间的增量基本相当；
- 焚烧厂处理能力达到 30.7 万吨，新增 21.74 万吨，是十一五期间增量的 3 倍多。
- 预计十二五期间国内城市生活垃圾处理总投资为 2636 亿元，是十一五的 4.7 倍。

2、预计十二五期间国内垃圾渗滤液处理新增需求超过 130 亿元

2010 年国内垃圾渗滤液产量超过 12 万吨/日。未来需求预测如下：

- 预计到 2015 年国内垃圾填埋场和焚烧场产生的渗滤液在 24.63 万吨/日-41.14 万吨/日之间，取中间值为 32.89 万吨/日，较 2010 年新增约 20 万吨/日左右。
- 根据上市公司维尔利公告的垃圾渗滤液项目建设成本估算，每吨垃圾渗滤液的投资成本在 6.74 万元/吨-15 万元/吨之间，平均成本为 10 万元/吨，则十二五期间国内新增垃圾处理场的渗滤液工程市场规模至少超过 134 亿元。
- 另据《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，十二五期间预计将新建垃圾处理设施 39.8 万吨/日，总投资 1385 亿元，按 10% 用于渗滤液处理工程计算，为 138.5 亿元。
- 综合上述分析，十二五期间国内垃圾渗滤液处理工程新增市场至少在 130 亿元以上。

3、预计十二五期间国内垃圾渗滤液处理改造需求超过 60 亿元

垃圾渗滤液更新改造需求预测：

- 2010 年我国垃圾渗滤液的日均产生量超过 12 万吨，其中进一步处理量却不到一半，能达到 2008 年标准的更少。
- 假设其中有一半需要改造，则投资需求在 60 亿元以上。
- 另据《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，十二五期间预计不达标生活垃圾处理设施改造项目 503 个，预计改造投资 211 亿元，按 30%用于渗滤液处理工程计算，为 63.3 亿元。

综合分析十二五期间国内垃圾渗滤液改造需求至少在 60 亿元以上；新建+改造需求应超过 200 亿元。

4、天地人 2013 年新增垃圾渗滤液订单有望超过维尔利

垃圾渗滤液处理市场的 2 家龙头公司分别为维尔利和天地人，2012 年天地人收入 2.56 亿，净利 6555 万；维尔利收入 3.54 亿，净利 6800 万。2013 年前 3 季度维尔利新签垃圾渗滤液处理工程建设及运营订单 1.69 亿元，天地人新签订单超过 2 亿，其垃圾渗滤液处理订单已超过维尔利。我们预计天地人 2013 年-2015 年的收入分别为 3.2 亿、4.5 亿和 6.3 亿，同比分别增长 25%、40% 和 40%；净利分别为 0.78 亿、1.1 亿和 1.54 亿，同比分别增长 20%、40% 和 40%。

有关垃圾渗滤液处理市场的详细情况请参阅我们于 **2013 年 10 月 30 日发布的《固废投资增加拉动渗滤液处理需求增长》报告。**

四、中科国益：积极拓展工业水处理市场

工业水处理由于所针对的下游行业水质差异很大，对水处理技术的要求远比市政水处理高，上市公司中参与工业水处理的主要是万邦达和中电环保，其中万邦达主要针对煤化工和石化行业，中电环保主要针对电厂。

中科国益拥有“分体式膜生物反应器”、“PVC 母液治理及回用技术”、“快速净化水的反应器”等多项技术，同时拥有“ZH-CSEP 高效气浮技术”、“ZH-CSEP 高效生物反应器”、“Z-BAF 工艺”、“ZH-CSEP 氧化沟活性污泥法”等一系列的专有技术，并已应用到工业 PVC、丙烯酸、石油化工等行业，在市政 BOT 项目、工业 EPC 项目等方面积累了多个成功业绩，其中在 PVC 和丙烯酸行业水处理领域具有明显的优势地位。

中科国益 2012 年的收入约为 4000 多万，盈利不足 800 万。2013 年中科国益的新签订单预计超过 1 亿，收入和盈利都将有较大增长。考虑到中科国益目前整体业务规模不大，面对庞大的工业水处理市场，未来预计还有较大的增长空间。

五、农村水处理：正在开启的大市场

1、农村水处理程度较低

2010 年我国农村集中供水率为 58%。2010 年我国农村集中供水率为 58%，全国已建 52 万处农村集中式供水工程，总供水能力为 8000 万吨/天，单一供水点平均供水能力为 153 吨/天。十一五期间，我国农村集中供水率提升了 18 个百分点，新建集中式供水工程 23 万处，新增集中供水能力 2628 万吨/天，解决了 19 万个行政村、2.12 亿农村人口的饮水安全问题，总计投资 1053 亿元，其中中央投资 590 亿元，地方和群众投资 439 亿元。十二五计划将农村集中供水率进一步提升至 80%，新建集中供水工程 22.5 万处，新增供水能力 2385 万吨/天。

2010 年第一次全国污染源普查公报显示，农业污染源化学需氧量、总磷、总氮的排放量分别占全国污染物排放总量的 43.7%、67.4% 和 57.2%，农村每年产生的生活污水达 90 多亿吨，污水集中处理率只有 4.9%。

2、农村水处理市场规模超过 5000 亿元

农村水处理市场规模测算如下：

- 目前国内农村供水的吨水投资成本为 4000 元左右，集中式污水处理厂的吨水投资成本在 3500 元-5200 元之间；
- 假设 5 年内新增供水能力 2385 万吨/天，则需投资 1200 亿元左右；
- 假设农村污水排放量按供水量的 40% 估算，到 2015 年国内农村供水能力将超过 1 亿吨/日，需配套建设的污水处理能力超过 4000 万吨/日，吨水投资成本假设为 3500 元，则需投资 1400 亿元，污水收集管网投资假设为厂站的 2 倍即 2800 亿元，则污水处理需投资 4200 亿元；
- 农村供排水合计需投资超过 5000 亿元。

我们认为目前我国农村水处理市场已具备启动条件：一是城市污水处理市场已逐渐饱和；二是农村供水和污水处理的技术基本成熟；三是经测算政府和农民完全有能力负担相关的建设费用和运营成本；四是实际上中央政府和各地方政府已经开始行动。

3、国中水务的小型供水/污水处理装置

国中水务针对农村水处理市场积极布局，公司之前收购的天地人已有移动应急供水车，近期收购的瑞典 Josab 公司主营小型供水装置，丹麦的 Biokube 公司主营小型污水处理装置。

天地人的移动应急供水车。公司将碟管式膜技术用于移动应急供水车，所开发的产品已用于汶川、舟曲等地的救灾供水。

瑞典 Josab 公司的集中供水装置。公司成立于 1999 年，是一家总部位于瑞典斯德哥尔摩的上市公司，主要为客户提供生态水净化解决方案，如饮用水、雨水、废水和污水处理。JOSAB 公司在印度、肯尼亚和匈牙利设立有分支机构，并已在亚洲、非洲及欧洲开展生态净化设备。JOSAB 公司的生态净化设备已被多家国际机构所推荐。JOSAB 的技术核心是对一种具有特殊吸附性能的天然矿石冰岩（AQUALITE®）的应用，原水经提升泵提升，

经过泥水分离器后，进入核心滤罐。滤罐内填充破碎成一定规格的冰岩颗粒，利用冰岩颗粒特殊性能对悬浮物、细菌进行截留，对水中阴阳离子、有机物、重金属进行吸附及离子交换，从而有效去除水中污染物，经过消毒设备彻底去除大肠杆菌、病原体等细菌后最终得到成品水。该系统设有反冲洗及再生系统，可适时进行系统反洗与再生，可用于市政供水、社区供水、应急供水、温室栽培生态水处理、渔业及农场生态水处理等。产品规格从 0.5 吨/小时-135 吨/小时不等。国中水务已从 Josab 公司采购 2 台设备在河北涿州、山东东营和湖南湘潭等地进行测试，估计吨水处理成本在 0.8 元/吨左右。

丹麦 Biokube 公司的污水处理装置。是一家专门为家庭、度假村、城市和工业，生产、销售生物污水处理系统的公司。处理后的水可以安全用来回用，和灌溉。目前，公司的污水处理系统已经销往 43 个国家。Biokube 生物污水处理系统是一个紧凑的生物净化系统，由 1-3 个单元构成，也基于对清洁程度的需要。每一个单元有一个合并的曝气过滤器（粗气泡曝气）部分和一个沉淀部分。公司产品水处理规模从 1 吨/ 天-1500 吨/天不等。

4、国中水务已与山东省住建厅签订战略合作协议

2014 年 1 月 18 日，国中水务公告与山东少住建厅、山东国新航城镇建设运营有限公司共同签订了《山东省“百镇建设示范行动”示范镇基础设施配套项目建设战略合作协议》，有意与山东省住建厅就山东省境内 200 个示范镇的供、排水建设项目达成战略合作意向。据中国水网信息，这 200 个镇的目标人口为 150 万，按人均供水 100L/天计算，日供水规模预计在 15 万吨以上，污水按供水的 40%估算，则日污水处理规模在 6 万吨以上。供水按 4000 元/吨估算，总投资在 6 亿元左右；污水设施+管网吨投资按 1 万元左右估算，总投资也在 6 亿元以上，合计投资至少在 12 亿元以上。

面对超过 5000 亿的市场，年市场容量至少也在 1000 亿以上，如果国中水务能获得 1% 的市场份额，年收入也在 10 亿以上，已经超过了公司 2013 年的收入规模；借鉴其他水处理设备和工程公司如巴安水务等的盈利水平，基本都在 10% 以上，则可带来 1 亿以上的净利贡献。我们预计国中水务农村水务市场的拓展有望在 2014 年开花结果赢得订单，初步预计 2014 年-2016 年公司农村水务市场的收入分别为 1.5 亿、4.0 亿和 8.0 亿。

有关农村水处理市场的详细情况请参阅我们于 **2013 年 12 月 20 日发布的《农村水处理：市场开启并非遥不可及》报告。**

六、收购 Aquaporin 公司：抢占膜技术的制高点

1、水通道蛋白具有输水量大、能耗低、选择性强等特质

水通道蛋白通过静电作用，吸引水分子翻过通道，且只允许水分子跨膜运输，通常每个水通道蛋白每秒钟能够运输多达 103~106 个水分子，以 1 克水通道蛋白为例，每秒钟能够运送 0.7~700L 的水，输水量惊人。同时作为细胞膜内的内含蛋白，水通道蛋白运输水的驱动力来自静压及渗透压，能量消耗很小，具有输水量大、能耗低、选择性强等优秀

品质。

2、水通道蛋白膜用于水处理能耗将大幅降低

与现有的微滤、超滤、纳滤、反渗透膜等各种膜技术相比，丹麦 Aquaporin 公司利用 DNA 重组技术研究开发出的仿生水通道蛋白液体膜孔径只有 0.5 纳米左右，可通过分子量达到个位数级别，比目前最精细的反渗透膜还要精细。在同等压力下，水通道蛋白膜的水通量是现有反渗透膜的约 8 倍，盐截留率达到 96%，比现有反渗透膜高出约 8 个百分点，如果达到同等水通量（即达到同等水处理效率），这意味着水通道蛋白膜的能耗将大幅降低。实验表明水通道蛋白膜用于海水淡化的吨水电耗<1 度，远低于传统反渗透的 2.1-6 度。实验表明，水通道蛋白膜的水通量、盐截留率、二价离子截留率也明显高于现有的正渗透膜。可以说水通道蛋白膜主要水处理性能明显优于市场上现有的各类膜技术。

3、水通道蛋白膜的应用领域和市场空间

Aquaporin 公司正在积极探索将水通道蛋白膜技术用于海水淡化、废水减量、污水处理、渗透压发电和产品浓缩等领域，其用于废水减量可将废水减少 75% 左右。假设未来水通道蛋白膜技术可占有全球 10% 的膜处理市场份额，则工程需求在 40 亿美元以上，膜组件需求在 11 亿美元以上。假设中国未来 10% 的反渗透膜被水通道蛋白膜替代，则膜需求为 367 万平米/3 亿元以上；假设中国未来 30% 的海水淡化采用水通道蛋白膜技术，则工程市场在 60 亿元以上，膜需求为 100 万平米/0.8 亿元；假设未来国内 10% 的污水用水通道蛋白膜减量，则膜需求为 2375 万平米/19 亿元。

4、Aquaporin 公司的水通道蛋白膜即将规模化应用

Aquaporin 公司经过多年的努力，以及与多家重量级行业用户的合作，探索出水通道蛋白膜的多种应用，其研制的水通道蛋白膜已实现小批量生产，预计 2014 年产量将达到 1 万平米，是国际领先的膜研制企业。我们认为水通道蛋白膜技术作为一种全新的水处理技术，未来可能引发全球水处理技术的革命性变化。国中水务作为 Aquaporin 在国内的唯一合作伙伴，有望分享 Aquaporin 公司水通道蛋白膜产业化带来的收益，同时实现水处技术上的跨越。

有关水通道蛋白膜的详细情况请参阅我们于 **2013 年 11 月 26 日发布的《水通道蛋白膜：节能高效的仿生水处理新技术》报告。**

七、公司盈利预测

1、分部收入预测

根据上述分析，公司主要业务收入预测详见表 3。

表 3：国中水务主要业务收入预测（百万元）

	2012	2013E	2014E	2015E	
水务运营	267.39	270	338.3	372.13	409.34
垃圾渗滤液		320	450	630	700
农村水处理			150	400	800
					1200

工业水处理	44.68	80	120	180	250	350
水通道蛋白膜				100	200	300
其他	30	40	50	60	70	80
合计	342.07	710.00	1,108.30	1,742.13	2,429.34	3,150.28

资料来源：民族证券

2、公司盈利预测

根据公司现有业务情况，我们初步预计公司原有业务 2013 年-2017 年收入分别为 7.13 亿、11.2 亿、17.7 亿、24.8 亿和 32.2 亿元左右，净利分别为 1.46 亿、2.33 亿、3.68 亿、5.16 亿和 6.67 亿，年增 30% 以上，每股收益分别为 0.10 元、0.16 元、0.25 元、0.35 元和 0.46 元左右，详见表 4。

表 4：公司盈利预测表

单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	357	713	1,120	1,769	2,477	3,220
主营业务成本	178	392	610	965	1,350	1,759
主营业务税金及附加	4	8	12	19	27	35
营业费用	9	17	27	42	59	77
管理费用	65	130	204	322	451	586
财务费用	36	29	45	71	99	129
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	-0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	245	530	832	1,314	1,840	2,392
营业外收支	24	34	53	83	116	151
税前利润	91	171	274	433	607	785
所得税费用	12	26	41	65	91	118
净利润	79	146	233	368	516	667
少数股东损益	5	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	74	146	233	368	516	667
EPS（元）	0.17	0.10	0.16	0.25	0.35	0.46

资料来源：民族证券。

八、公司估值与投资建议

1、绝对估值法

我们采用自由现金流贴现（FCFF）模型对公司现有业务的内在价值进行估算。2013-2017 年净利润年复合增速超过 30%；2017 年及以后以永续增长率稳定增长，永续增长率 2%；测算公司合理价值为 7.2 元。基本假设中，无风险收益率取 10 年期国债收益率 3.46%，市场风险溢价 8.50%， β 取公司过去 1 年对沪深 300 的值为 0.83，付息债务利率取一年期贷款利率 6.15%，付息债务比率为 40%，详见表 5。

表 5 FCFF 模型基本假设

指标	数值	指标	数值
无风险利率	3.5%	边际税率	15.00%
市场风险溢价	8.50%	付息债务利率	6.15%
β	0.83	付息债务税后成本	5.2%
公司风险溢价	8.5%	付息债务比重	40.00%
权益资本成本	10.5%	加权平均资本成本	8.4%

资料来源：民族证券。

2、相对估值法

同行业可比公司中，碧水源和津膜科技 2014 年的预测 PE 分别为 28 倍和 39 倍；万邦达和中电环保分别为 44 倍和 31 倍；维尔利为 34 倍；水务运营公司基本在 20 倍左右。考虑到公司产业链的完整性和未来持续 30%以上的增长，可给予 30 倍 PE，则公司 1 年后的合理估值应该在 7.5 元左右。

综合分析，公司 1 年后的合理估值区间为 7.2 元-7.5 元，维持买入评级。

九、风险因素

公司风险因素主要在于水务行业政策发生变化、政府部门不能足额支付污水处理费，天地人公司垃圾渗滤液处理业务增长不达预期，其他新业务拓展不及预期。

财务预测

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,332	1,736	1,841	2,666	营业收入	357	713	1,120	1,769	
现金	570	792	782	1,210	营业成本	178	392	610	965	
应收账款	234	287	322	436	营业税金及附加	4	8	12	19	
其它应收款	469	574	644	872	营业费用	9	17	27	42	
预付账款	39	55	61	97	管理费用	65	130	204	322	
存货	19	28	31	50	财务费用	36	29	45	71	
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0	
非流动资产	1,987	1,987	1,988	1,989	投资净收益	-0	0	0	0	
长期投资	507	507	507	507	公允价值变动收	0	0	0	0	
非营业投资	1	1	1	1	营业利润	245	530	832	1,314	
固定资产	1,478	1,478	1,478	1,478	营业外收支	24	34	53	83	
其他	1	2	2	4	利润总额	91	171	274	433	
资产总计	3,318	3,723	3,829	4,655	所得税	12	26	41	65	
流动负债	499	651	707	1,055	净利润	79	146	233	368	
短期借款	50	50	50	50	少数股东损益	5	0	0	0	
应付账款	144	221	248	429	归属母公司净利润	74	146	233	368	
其他	32	45	50	80	EBITDA	167	209	311	465	
非流动负债	121	170	190	301	EPS (元)	0.17	0.10	0.16	0.25	
长期借款	0	0	0	0						
其他	107	150	168	265						
负债合计	620	821	897	1,356						
少数股东权益	140	140	140	140						

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	主要财务比率	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	130	111	238	443	成长能力				
净利润	79	146	233	368	营业收入	16.79%	100.00%	57.00%	58.00%
折旧摊销	65	43	44	44	营业利润	11.04%	116.42%	57.00%	58.00%
财务费用	36	29	45	71	归属母公司净利	12.57%	89%	60.12%	57.83%
投资损失	0	0	0	0	盈利能力				
营运资金变动	-179	-113	-91	-52	毛利率	50.14%	45.00%	45.48%	45.45%
其它	-1	7	7	12	净利率	22.17%	20.40%	20.81%	20.79%
投资活动现金流	-349	-543	-44	-44	ROE	6.4%	5.69%	8.35%	11.64%
资本支出	-333	-93	-44	-44	ROIC	4.53%	4.70%	6.84%	9.43%
长期投资					偿债能力				
其他	-16	-450	0	0	资产负债率	36.95%	18.69%	23.44%	29.13%
筹资活动现金流	162	871	18	29	流动比率	1.7	2.67	2.60	2.53
借款	155	-356	63	100	速动比率	1.69	2.63	2.56	2.48
发新股	0	1,256	0	0	营运能力				
分红	0	0	0	0	总资产周转率	0.18	0.21	0.29	0.38
少数股东融资	12	0	0	0	应收类周转率	2.46	3.04	3.48	4.06
其他	-5	-29	-45	-71	存货周转率	32.92	20.49	19.68	19.13
现金净增加额	-57	439	212	428	每股指标(元)				
					每股收益	0.17	0.10	0.16	0.25
					每股经营现金	0.30	0.08	0.16	0.30
					每股净资产	2.71	1.76	1.92	2.17
					估值比率				
					P/E	35	61	38	24
					P/B	7.7	3.5	3.2	2.8
					EV/EBITDA	53	42	29	19

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

符彩霞，1993年华中理工大学机械本科，1999年中国人民大学产业经济学硕士。2001年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事行业与公司研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。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。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盈科大观 A 座 40 层(100101)