

生活污水“一站式六维服务”提供商

国祯环保 (300388.SZ)

核心观点:

- 公司是我国生活污水处理行业市场化过程中提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一, 现已形成生活污水处理研究开发、设计咨询、核心设备制造、系统设备集成、工程建设安装调试、投资运营管理等全生命周期的完整产业链。公司已在全国五大片区七个省份运营 52 座生活污水处理厂, 污水处理能力超过 230 万吨/日。
- 公司在资金实力和总体规模上与国有大型水务公司、水务类上市公司存在一定的差距, 但是公司凭借准确的市场定位、完整的产业链, 已发展成为在二、三线及以下城市中小规模生活污水处理领域具备较强科研实力和先进管理水平的领先企业。目前, 公司业务广泛分布在安徽、湖南、江苏、广东、云南、河北、河南等七个省份, 为公司未来发展奠定了坚实的基础。
- 公司的主营业务为生活污水处理投资运营、环境工程 EPC、污水处理设备生产销售。污水投资运营业务去年收入 4.1 亿元, 同比增长 22.64%, 其中 BOT 运营产能 75.4 万吨/天, TOT 运营产能 47.5 万吨/天, 募投 BOT/TOT 将新增产能 20 万吨/天; 托管运营产能 111.7 万吨/天, 今年初到 5 月份新增托管运营产能 11.5 万吨/天, 预计公司未来每年新增 30 万吨/天的运营产能。环保工程 EPC 业务去年收入为 1.7 亿元, 同比增长 38.71%, 截止 2013 年底公司正在执行的 EPC 项目金额为 9.83 亿元, 今年初到 5 月份新签 EPC 项目金额 2.1 亿元, 预计公司未来每年新签 EPC 项目金额不低于 4 亿元。污水处理设备销售业务去年收入为 5115 万元, 同比增长 25.92%, 预计该业务将与 EPC 业务同步发展。
- 我们预测公司 2014-2016 年的营业收入分别为 8.5 亿、12.0 亿、15.3 亿元, EPS 分别为 0.98 元、1.44 元、1.92 元。根据目前 IPO 定价规则, 推算发行价 12.14 元左右。A 股市场同类可比公司的相对估值区间在 20-40 倍。
- 主要风险因素: 资产负债率较高及应收账款回收等。

主要财务指标

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	504	638	853	1206	1536
yoy	8.83%	26.70%	33.68%	41.36%	27.39%
归属净利(百万元)	76	58	86	127	169
yoy	33.63%	-24.17%	49.79%	47.37%	32.66%
摊薄 EPS(元)	0.86	0.65	0.98	1.44	1.92
PE (P=12.14 元)	14	18	12	8	6
PB (P=12.14 元)	2.3	2.1	1.4	1.2	1.1

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

分析师

冯大军

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

发行上市资料

拟发行股数 (万股)	2206
发行前总股本 (万股)	6616.6542
发行后总股本 (万股)	8822.6542
拟募集资金净额 (万元)	23000
主承销商	国元证券

发行人概况及放行方案简析

1. 发行人简介与发行前后股本变化:

本公司实际控制人李炜先生持有国祯集团 63.77% 的股份，而本次发行前国祯集团持有本公司 58.83% 的股份，本次股票发行成功后，国祯集团持有本公司股份比例将下降为 44.12%。

表 1: 发行前后公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股数 (万股)	持股比例	股数 (万股)	持股比例
安徽国祯集团股份有限公司	3892.5535	58.83%	3892.554	44.12%
九红株式会社	1654.1636	25.00%	1654.164	18.75%
合肥高新建设投资集团公司(SS)	431.2836	6.52%	251.2836	2.85%
九红(北京)商业贸易有限公司	330.8327	5.00%	330.8327	3.75%
安徽省环境科学研究院(SS)	53.9104	0.81%	31.4104	0.36%
安徽省环境工程评估中心(SS)	53.9104	0.81%	31.4104	0.36%
其他自然人(9名)	200	3.05%	200	2.26%
全国社会保障基金理事会			220.6	2.50%
社会公众股			2206	25.00%
合计	6616.6542	100.00%	8822.6542	100.00%

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究所

2. 发行人主营业务介绍与分析:

公司的主要业务为生活污水处理投资运营业务、环境工程 EPC 业务、污水处理设备生产销售业务, 是我国生活污水处理行业市场化过程中提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一, 现已形成生活污水处理研究开发、设计咨询、核心设备制造、系统设备集成、工程建设安装调试、投资运营管理等全生命周期的完整产业链。

污水处理行业作为《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》提出的节能环保产业的重要组成部分, 在我国工业化和城镇化进程中, 具有举足轻重的作用。作为我国生活污水处理行业市场化进程的见证者和参与者, 公司已发展成为在二、三线及以下城市中小规模生活污水处理领域具备较强科研实力和先进管理水平的领先企业。截至招股说明书签署日, 公司已在全国五大片区七个省份运营 52 座生活污水处理厂, 污能力超过 230 万吨/日。

3. 募集资金计划简介:

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 2,206 万股, 不进行老股转让。实际募集资金扣除发行费用后的净额为 23000 万元, 全部用于公司主营业务相关的项目。

公司本次募集资金投资项目是与公司从事的主营业务紧密相连的, 将进一步巩固公司在生活污水处理运营市场的竞争优势, 同时也将促进公司环境工程 EPC 业务、环保设备制造业务的稳步发展, 使公司各个业务板块协调发展, 从而增强整个公司的持续盈利能力。

目 录

一、盈利预测与估值定价	1
(一) 关键假设与敏感性分析	1
(二) 估值分析与价值区间	6
二、污水处理行业分析	7
(一) 我国污水处理行业发展现状	8
(二) 我国污水处理行业市场容量	9
(三) 我国污水处理行业竞争格局	11
三、公司竞争优势与行业地位	11
(一) 主营业务模式	11
(二) 公司竞争优势	13
(三) 公司行业地位	14
四、募集资金项目分析	15
五、公司主要风险因素	16
插图目录	18
表格目录	19

一、盈利预测与估值定价

(一) 关键假设与敏感性分析

我们预测公司 2014-2016 年营业收入增长率分别为 33.68%、41.36%、27.39%，综合毛利率分别为 36.20%、34.04%、33.30%。主要基于以下假设：

(1) 污水处理投资运营业务，其中 BOT 运营项目现有产能 75.4 万吨/天，利用率 80%，处理单价 0.83 元/吨，募投 BOT 项目产能 13 万吨/天，假设 2014-2016 年产能分别为 88、103、118 万吨/天，利用率分别为 80%、85%、90%。

TOT 运营项目现有产能 47.5 万吨/天，利用率 80%，平均单价 0.83 元/吨，募投 TOT 项目产能 10 万吨/天，假设 2014-2016 年产能分别为 58、68、78 万吨/天，利用率分别为 80%、85%、90%。

托管运营项目现有产能 111.7 万吨/天，利用率 80%，平均单价 0.36 元/吨，今年初到 5 月份新增托管运营产能 11.5 万吨/天，假设 2014-2016 年产能分别为 132、152、172 万吨/天，利用率分别为 80%、85%、90%。

假设污水处理投资运营业务未来 3 年的毛利率保持不变，与 2013 年毛利率一致为 46.98%。

(2) 环保工程 EPC 业务，该业务去年收入为 1.7 亿元，同比增长 38.71%，截止 2013 年底公司正在执行的 EPC 项目金额为 9.83 亿元，今年初到 5 月份新签 EPC 项目金额 2.1 亿元，假设未来每年新签 EPC 项目金额不低于 4 亿元，以往项目 2014-2016 年收入确认比例分别 30%、40%、30%，未来新签项目收入确认比例分别为 30%、70%。

假设环保工程 EPC 业务未来 3 年的毛利率保持不变，与 2013 年毛利率一致为 18.69%。

(3) 污水处理设备销售业务，该业务去年收入为 5115 万元，同比增长 25.92%，假设该业务收入未来年均增长率为 25%，毛利率保持不变，与 2013 年一致为 34.17%。

表 2: 主营收入增长预测

业务(万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
生活污水投资运营	24398	33808	41461	49127	60858	73608
增长率		38.57%	22.64%	18.49%	23.88%	20.95%
环保工程 EPC 项目	16996	12275	17027	29503	51337	69503
增长率		-27.78%	38.71%	73.27%	74.01%	35.39%
污水处理设备销售	4695	4062	5115	6393	7991	9989
增长率		-13.49%	25.92%	25%	25%	25%
合计	46090	50145	63603	85023	120187	153100
增长率		8.80%	26.84%	33.68%	41.36%	27.39%

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究所

表 3: 毛利率变化假设

业务	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
生活污水投资运营	46.98%	45.91%	46.98%	46.98%	46.98%	46.98%
环保工程 EPC 项目	17.18%	16.09%	18.69%	18.69%	18.69%	18.69%
污水处理设备销售	34.71%	34.16%	34.17%	34.17%	34.17%	34.17%
综合毛利率	34.74%	37.66%	38.38%	36.20%	34.04%	33.30%
营业成本/营业收入	65.26%	62.34%	61.62%	63.80%	65.96%	66.70%

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究所

表 4: 主营收入毛利率变动敏感性分析

	2014E	2015E	2016E
每股收益 (元)	0.98	1.44	1.92
主营收入变化率	+ 10%	1.11	1.77
	- 10%	0.85	1.14
毛利率变化率	+ 1 %	1.06	1.56
	- 1 %	0.90	1.33

资料来源: 中国银河证券研究所

表 5: 公司在水污水特许经营项目

	项目名称	设计规模(万吨/日)	运营方式
1	安徽省合肥市朱砖井污水处理厂	5.5	BOT
2	安徽省芜湖市天门山污水处理厂	6	BOT
3	广东省新会区东郊污水处理厂	10	BOT
4	广东省江门市新会区司前镇污水处理厂	0.5	BOT
5	广东省江门市江海区污水处理厂	8	BOT
6	广东省阳春市城区污水处理厂	6	BOT (股权收购取得)
7	河北省遵化市污水处理厂	8	BOT
8	云南省昆明市东川区污水处理厂	2	BOT
9	深圳南山商业文化中心区中水处理站项目	0.4	BOT
10	河南省兰考县污水处理厂	2.5	BOT
11	湖南省汨罗市污水处理厂	2.5	BOT
12	云南省曲靖市陆良县污水处理厂	2	BOT
13	东莞市万江(一期)污水处理厂	5	BOT (股权收购取得)
14	东莞市松山湖北部污水处理厂	5	BOT (股权收购取得)
15	淮北市污水处理厂(二期)	4	BOT (股权收购取得)
16	江苏省泗阳县城北污水处理厂	5	BOT (股权收购取得)
17	繁昌县污水处理厂	3	BOT (股权收购取得)
	合计	75.4	
18	湖南省长沙市湘湖污水处理厂	14	TOT
19	江苏省徐州污水处理厂	16.5	TOT
20	安徽省南陵县污水处理厂	2	TOT

21	富宁县污水处理厂	1	TOT
22	亳州国祯污水处理厂	8	TOT
23	故城县环卫污水处理厂	3	TOT
24	安徽省霍山县污水处理厂	2	TOT
25	双柏县污水处理厂	1	TOT
合计		47.5	

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究所（截止2013年12月31日）

表6：公司在手污水托管经营项目

	项目名称	设计规模(万吨/日)	运营方式
1	安徽省合肥经济技术开发区污水处理厂	20	托管运营
2	安徽省肥东县污水处理厂	5	托管运营
3	安徽省长丰县污水处理厂	2	托管运营
4	安徽省利辛县污水处理厂	4	托管运营
5	安徽省临泉县污水处理厂	2	托管运营
6	安徽省郎溪县污水处理厂	2	托管运营
7	江苏省宿迁市宿城区洋河污水处理厂	2	托管运营
8	深圳市龙岗区布吉河水质净化厂	20	托管运营
9	深圳市星河丹堤项目生活污水处理站	0.48	托管运营
10	湖南省桂阳县城镇污水处理厂	3	托管运营
11	湖南省衡阳市南岳区污水处理厂	1	托管运营
12	湖南衡山县污水处理厂	2	托管运营
13	广东省台山市斗山污水处理厂	0.4	托管运营
14	湖南省株洲县污水处理厂	2	托管运营
15	云南省禄劝污水处理厂	0.6	托管运营
16	芜湖市朱家桥污水处理厂	22	托管运营
17	合肥市肥西县三河镇污水处理厂	0.5	托管运营
18	安徽省芜湖经济技术开发区东区污水处理站项目	0.288	托管运营
19	淮南市潘集污水处理厂	2	托管运营
20	福田区红树林修复示范区凤塘河口水质净化工程委托运营管理项目	5	托管运营
21	长沙市开福区大明工业园污水处理站托管运营项目	0.1	托管运营
22	合肥市滨湖区塘西河生态补水工程	5	托管运营
23	合肥高新示范区污水处理厂	0.5	托管运营
24	西畴县污水处理厂	0.3	托管运营
25	合肥蔡田铺污水处理厂	5	托管运营
26	亳州南部新区污水处理厂项目	2.5	托管运营
27	亳州市涡北污水处理厂项目	2	托管运营
合计		111.668	

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究所（截止2013年12月31日）

表 7: 公司正在执行中污水 EPC 项目

项目名称	合同金额 (万元)	执行情况
1 安徽省东至县大渡口污水处理厂设备采购及安装	1037	执行中
2 合肥市北城区梅冲泵站扩容迁建项目	1030	执行中
3 浙江省宁海县宁东污水处理厂 (一期)	5477.57	执行中
4 宁海县城南污水处理厂 (一期)	3008.21	执行中
5 尉氏县建设污水处理厂提标改造工程项目 BT (建设-移交) 合同协议	1648.01	执行中
6 山东华恒矿业有限公司矿井水处理工程设计、安装施工承包合同	1480	执行中
7 高邮经济开发区污水处理厂一期工程	5293.18	执行中
8 宿州市埇桥经济开发区污水处理厂工程	2775	执行中
9 南京市六合区金牛湖旅游度假区污水收集处理一期工程	847.436	执行中
10 泾县污水处理厂二期工程设备供货及安装工程	899	执行中
11 长丰县下塘镇污水处理厂设备采购及安装工程	812.77	执行中
12 安徽省灵璧县污水处理厂升级改造项目	600	执行中
13 安徽省合肥市巢湖流域 36 个乡镇污水处理厂 (含湿地) DBO 及配套管网的建设	59075.47	执行中
14 福建惠安县崇山污水处理厂项目	1179.98	执行中
15 泗县污水处理厂扩建设备采购及安装	2386.64	执行中
16 太和县污水处理厂设备采购及安装	2448.13	执行中
17 乳山市银滩第二污水处理厂工艺设备安装及室外管网安装	1778.017	执行中
18 宿州埇桥污水处理厂配套管网建设工程施工项目	1600	执行中
19 合肥陶冲污水处理厂设备采购及安装	4967	执行中
合计	98343.41	

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究所 (截止 2013 年 12 月 31 日)

表 8: 公司已完工污水 EPC 项目

项目名称	合同金额 (万元)	执行情况
1 安徽省灵璧县污水处理厂设备供货	829	完工
2 内蒙古鄂尔多斯康巴什新区污水处理厂设备供货及安装	598.87	完工
3 安徽省临泉县污水处理厂设备供货、安装及服务总承包	895	完工
4 安徽省濉溪县污水处理厂设备供货、安装及服务总承包	995	完工
5 安徽省阜南县污水处理工程成套设备供货及安装调试工程	891.57	完工
6 安徽省合肥市长丰县污水处理厂一期工程总承包	2136.99	完工
7 安徽省霍山县污水处理厂设备供货、安装及服务总承包	897	完工
8 广东省鹤山市第二城市污水处理厂工程总承包	8000	完工
9 安徽省利辛县污水处理厂设备供货安装及服务	1257	完工
10 安徽省和县污水处理厂成套设备供货安装及服务总承包	1417	完工
11 安徽省太湖县污水处理工程成套设备供货及安装调试总承包	1293.09	完工
12 浙江省象山县西周镇污水处理厂设备采购与安装工程	682.7	完工
13 安徽省郎溪县污水处理工程成套设备供货	747	完工
14 安徽省繁昌城市 (南区) 污水处理厂一期工程设备供货、安装及调试服务总承包	1057.36	完工
15 湖南省衡山县污水处理厂成套设备及安装调试总承包	816.6	完工

16	安徽省泾县污水处理厂一期工程成套设备供货及安装调试	989.89	完工
17	安徽省东至县城污水处理厂设备采购安装调试项目	1017	完工
18	安徽省祁门县污水处理工程成套设备供货及安装调试	690	完工
19	湖北省当阳市污水处理厂工程 EPC 总承包项目	1800	完工
20	安徽省合肥市肥东县污水处理厂扩建工程成套设备供货及安装调试	1296	完工
21	江苏省宿迁市宿城区洋河污水处理厂二期工程 EPC 项目	1037.07	完工
22	云南省禄丰县污水处理厂设计优化、建造、调试和试运营总承包项目	2344.51	完工
23	江苏省连云港市南城污水处理厂一期项目	7473.06	完工
24	连云港胜海实业有限公司污水处理厂二期管道、阀门等设备采购及安装	1156.77	完工
25	云南中铁污水处理工艺设计(含隔油处理), 污水处理设备的采购和安装调试、污水处理站内的建筑物和站内道路及绿化工程	515.39	完工
26	海口卫生院污水处理站设计、施工、安装、调试等清污分流工程	758.21	完工
27	安徽省合肥北城污水处理厂设备采购及安装	1537	完工
28	安徽省合肥市红旗、胡浅、枞阳路及陆小郢四座排涝泵站机械及电气控制设备采购项目	3273	完工
29	塘西河生态补水工程项目	3700	完工
30	临泉县中水回用工程设备供货及安装调试总承包合同	1285.95	完工
31	界首市光武镇污水处理中心工程 1.0 万吨工艺设备、安装与服务项目	547	完工
32	安徽省合肥市吴山污水处理厂设备采购及安装	867	完工
33	北京市东坝污水处理厂成套设备采购	1590	完工
34	深圳市嘉康食品有限公司肉类综合加工厂屠宰污水处理设备采购与安装	617	完工
35	亳州市南部新区污水处理厂设备项目供货及安装调试	1680.03	完工
36	临泉县污水处理厂二期工程设备采购及安装调试项目	1360.55	完工
37	岳西县莲云乡农村环境连片整治示范项目、设计施工总承包项目	868	完工
38	利辛县污水处理厂二期工程成套设备供货及安装调试项目	1017.77	完工
39	台前县城污水处理改扩建工程设备供货及安装调试工程承包合同	1364	完工
合计		61299.38	

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究所(截止 2013 年 12 月 31 日)

表 9: 公司新签污水处理投资运营项目

序号	项目名称	设计规模(万吨/日)	运营方式	备注
1	合肥蔡田铺污水处理厂	5	托管运营	已签订合同
2	亳州南部新区污水处理厂	2.5	托管运营	已签订合同
3	利辛县污水处理厂(二期)	2	托管运营	已签订合同
4	亳州市涡北污水处理厂项目	2	托管运营	已签订合同
合计		11.5		

资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究所(审计截止日(2013 年 12 月 31 日)至 2014 年 5 月)

表 10: 公司新签污水处理 EPC 项目

序号	项目名称	合同金额(万元)	备注
1	合肥陶冲污水处理厂设备采购及安装	4967	已取得中标通知书(暂未签订合同)
2	泗县污水处理厂扩建设备采购及安装	2386.64	已签订合同
3	太和县污水处理厂设备采购及安装	2448.13	已签订合同

4	胡集镇孙大庄污水处理厂设备采购及安装	40	已签订合同
5	利辛县永兴镇人民政府污水厂配套管网工程	390	已签订合同
6	青岛市委山河污水处理厂二期扩建	6750.86	已取得中标通知书(暂未签订合同)
7	山东乳山银滩第二污水厂项目	1788.02	已签订合同
8	芜湖市美好乡村建设配套污水处理站项目	869.48	已取得中标通知书(暂未签订合同)
9	宿州埇桥污水处理厂配套管网建设工程施工项目	1600	已签订合同
合计		21240.13	

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究所（审计截止日（2013年12月31日）至2014年5月）

（二）估值分析与价值区间

水务环保公司价值的提升机会将来自于新增投资项目和水价上涨，可以在水价调整和工程项目建设中提升盈利能力。但是应该看到，水务环保行业是公用事业，其运营阶段的盈利水平会受到国家相关政策严格控制，只能获得相对的合理利润，很难达到超额收益。

基于水务环保行业的较弱周期性和较高成长性，我们认为行业动态估值水平在20倍市盈率左右。虽然现阶段行业内生性增长价值已经反映在了股价之中，但是行业整合及资产注入，将为其带来超预期的业绩增长和股东回报率，目前行业估值水平仍然处于估值区间，可以给予重点公司估值溢价。

国帧环保的业务不同于传统的水务运营公司（例如：首创股份、创业环保、重庆水务、兴蓉投资等），也不同于水务工程设备公司（例如：碧水源、万邦达、津膜科技、中电环保、维尔利等）。综合考虑可比公司的估值水平，我们认为国帧环保2014年PE区间在20-40倍。

根据证监会最新的IPO定价规定，新股发行价公式 = (募集资金+发行费用)/发行数量。以国帧环保为例，本次拟发行普通股不超过2,206万股，不进行老股转让，实际募集资金扣除发行费用后的净额为23000万元。本次发行相关费用有：保荐费用：400万元，审计、评估、和验资费用：576万元，律师费用：230万元，与本次发行相关的信息披露费：252万元，招股说明书印刷费：18万元，发行手续费：20万元，印花税：20万，合计1516万元，另外还有承销费用：本次发行募集资金总额的8.50%，即发行费用=1516+2206×发行价格×8.5%。假设发行价为X，则计算发行价的公式为：1516+2206X×8.5%+23000=2206X。计算得出，X是12.14元，即国帧环保发行价格在12.14元/股左右。

表 11：国帧环保可比公司相对估值

证券代码	公司简称	收盘价	EPS			PE			PB
		2014.7.17	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300070	碧水源	27.35	0.95	1.14	1.57	28	24	17	5.6
300055	万邦达	32.55	0.61	0.85	1.10	53	38	30	4.0
300334	津膜科技	20.33	0.46	0.47	0.65	45	44	32	6.7
300262	巴安水务	14.82	0.24	0.32	0.43	63	47	35	7.5
300190	维尔利	24.74	0.18	0.71	0.97	136	34	25	3.9
300172	中电环保	17.11	0.53	0.52	0.66	32	33	26	3.3
600008	首创股份	6.08	0.27	0.29	0.34	22	21	18	1.4
600874	创业环保	7.75	0.20	0.18	0.19	39	44	42	2.7

证券代码	公司简称	收盘价	EPS			PE			PB
		2014.7.17	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
000598	兴蓉投资	4.65	0.26	0.29	0.32	18	16	15	2.0
600187	国中水务	4.67	0.10	0.16	0.23	45	29	20	2.5
601158	重庆水务	4.95	0.39	0.43	0.44	13	12	11	1.8
600461	洪城水业	8.32	0.30	0.60	0.77	28	14	11	1.5
601199	江南水务	16.25	0.62	0.60	0.63	26	26	25	2.0
平均值						26	22	18	4.4

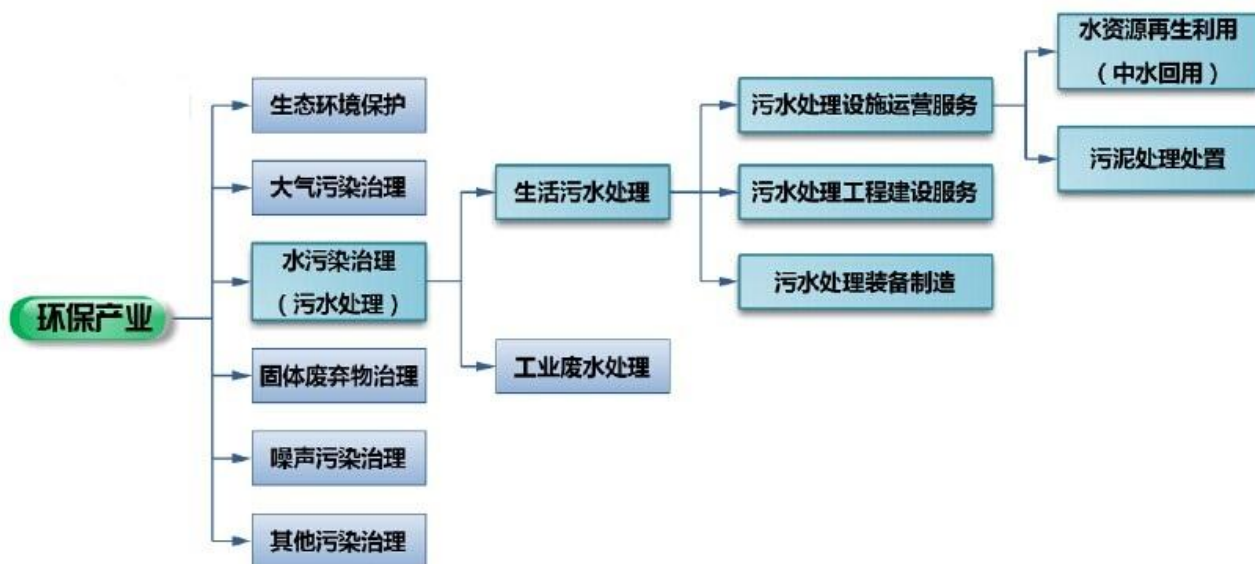
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

二、污水处理行业分析

污水处理即使污水达到排入某一水体或再次使用的水质要求,用各种方法将污水中所含的污染物分离出来或将其转化为无害物质,从而使污水得到净化的过程。污水处理行业作为环保产业的重要组成部分,主要包括生活污水处理和工业废水处理两个子行业。

随着我国工业化和城镇化的推进,日趋严重的水污染不仅降低了水体的使用功能,进一步加剧了水资源短缺的矛盾,对中国正在实施的可持续发展战略带来了严重影响,而且还严重威胁到城市居民的饮水安全和人民健康。因此,尽快提升我国污水处理行业技术和产业化水平,有效遏制水资源污染的状况,是缓解水资源短缺行之有效的方法。目前,我国政府大力推进城市基础设施建设,城市污水收集和污水处理能力都有了较大幅度的增长和提高。

图 1: 环保产业各细分子行业分类



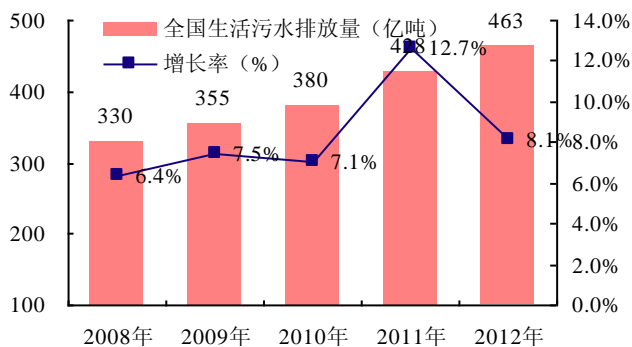
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究所

(一) 我国污水处理行业发展现状

我国污水排放量逐年增加，污水处理厂建设速度加快。根据住建部公告，截至 2013 年年底，全国设市城市、县累计建成污水处理厂 3513 座，污水处理能力约 1.49 亿立方米/日，比 2012 年年底增加处理能力约 680 万立方米/日。除黑龙江省尚志市、五常市、密山市、铁力市、海伦市，西藏自治区日喀则市 6 个城市外，全国建有污水处理厂的设市城市为 651 个，占设市城市总数的 99.1%；累计建成污水处理厂 1999 座，形成污水处理能力 1.22 亿立方米/日，比 2012 年年底增加了 500 万立方米/日。但是，我国有相当一部分污水处理设施存在因管网配套不全、设计不合理等多种因素影响，造成污水处理厂的效率低下，没有发挥应有的综合效益。

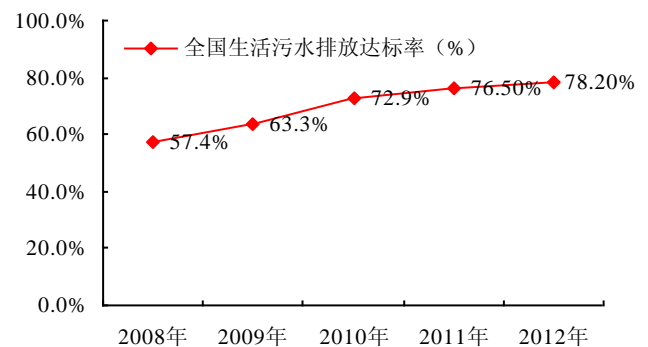
尽管近年来我国对水污染治理高度重视，投资规模不断扩大，但目前水污染状况依然严重。根据《2013 年中国环境状况公报》报道，2013 年，全国地表水总体为轻度污染，部分城市河段污染较重。2013 年，国务院出台《城镇排水与污水处理条例》，印发《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》、《国务院办公厅关于做好城市排水防涝设施建设工作的通知》，对城市排水防涝、污水处理等进一步提出明确要求。

图 2: 我国城镇生活污水排放量逐年增加



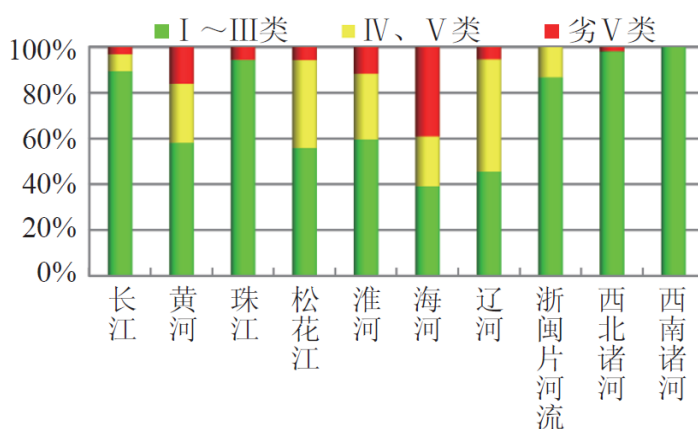
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 3: 我国城镇生活污水达标排放率逐年增加



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 4: 我国 2013 年十大流域水质状况



资料来源：国家环保部，中国银河证券研究所

(二) 我国污水处理行业市场容量

随着我国社会经济的发展、城镇化进程的加快以及人民生活水平的提高,我国生活污水排放量日益增多。2003年-2012年,我国生活污水排放量由247.6亿吨增长到462.7亿吨,十年间,生活污水排放量逐年增加,年复合增长率为7.19%。随着我国城镇化进程加快,城镇化率每提高1个百分点,将会有一千多万人进入城镇居住和生活,按目前年人均生活污水排放量平均值65吨计算,将每年至少带来6.5亿吨的污水排放量,市场空间巨大。

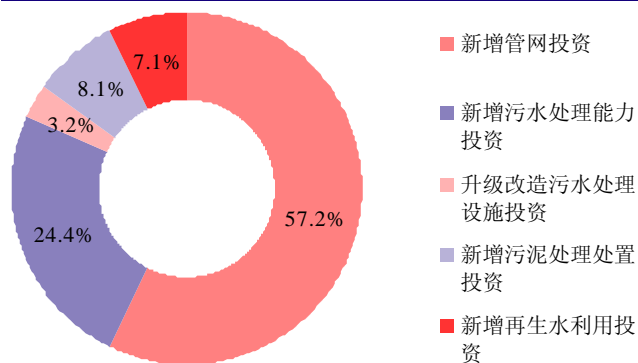
“十一五”生活污水处理投资超预期,规划投资3320亿元,实际投资3766亿元。“十二”生活污水处理投资将继续增长,规划投资4271亿元。根据“十二五”规划,到2015年,我国城镇污水处理及再生利用指标将提高,污水处理率36个重点城市100%,地级市85%,县级市及县城70%,建制镇30%;污泥无害化处置率设市城市70%,其中36个重点城市80%,县城及建制镇30%;再生水利用率15%;管网规模32.5万公里,增长95.7%;污水处理规模20805万吨/日,增长36.6%;升级改造规模新增2611万吨/日;污泥处理规模新增518万吨/年;再生水规模3885万吨/日,增长221%。

表 12: “十一五”全国城镇污水处理及再生利用主要指标实现情况及“十二五”规划

指标	“十一五”规划目标	实现情况	“十二五”规划目标	新增	
污水处理率(%)	设市城市	≥70	77.5	85	7.5
	其中:36个重点城市			100	
	地级市			85	
	县级市			70	
	县城	≥30	60.1	70	9.9
污泥无害化处置率(%)	设市城市	<25		70	>45
	其中:36个重点城市			80	80
	县城			30	30
	建制镇			30	30
再生水利用率(%)		<10		15	>5
污水处理能力(万立方米/日)	10500	12476	20805	4569	
	其中:新增处理能力(万立方米/日)	4500	6478		
升级改造规模(万立方米/日)				2611	
污泥处理处置规模(万吨/年)				518	
再生水规模(万立方米/日)		1210	3885	2675	
污水处理量(亿立方米/年)	296	318			
新增污水配套管网(万公里)	16	7	32.5	15.9	
新增COD削减量(万吨)	300	500			
设市城市污水处理厂负荷率(%)	≥70	78.9	85	6.1	
投资(亿元)	3320	3766	4271	505	

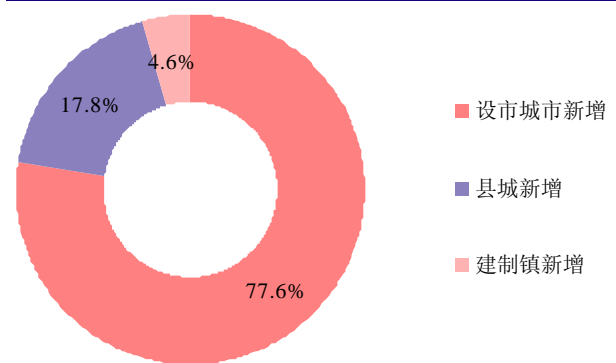
资料来源:国家环保部,中国银河证券研究部

图 5：“十二五”全国城镇污水处理投资方向



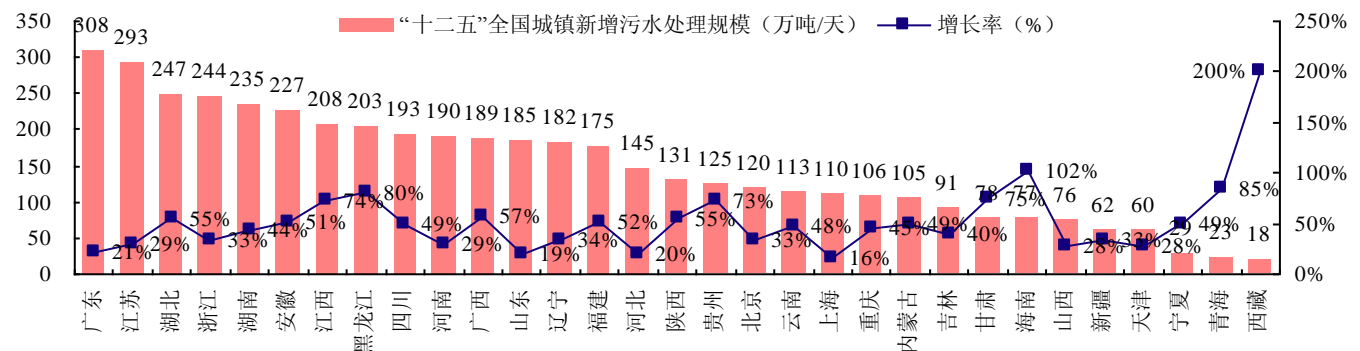
资料来源：国家环保部，中国银河证券研究部

图 6：“十二五”全国城镇新增污水处理规模分布



资料来源：国家环保部，中国银河证券研究部

图 7：“十二五”全国各省市城镇新增污水处理规模规划



资料来源：国家环保部，中国银河证券研究部

表 13：我国城镇生活污水及再生水新增投资及运营收入预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
生活污水排放量(万吨/日)	12676	13437	14243	15097	16003	16963	17981	19060	20204
增长率	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
处理率	78%	80%	82%	84%	86%	88%	90%	92%	94%
生活污水处理量(万吨/日)	9824	10749	11679	12682	13763	14928	16183	17535	18991
生活污水处理能力(万吨/日)	14200	14900	15543	16229	16961	17741	18571	19453	20390
新增生活污水处理能力 (万吨/日)	-	700	643	686	732	780	830	882	937
负荷率	69%	72%	75%	78%	81%	84%	87%	90%	93%
新增污水处理厂单位投资(元/吨)	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500	2500
新增污水处理厂总投资*(亿元)	202	175	161	172	183	195	207	221	234
再生水利用率	10%	12%	15%	19%	23%	27%	31%	35%	39%
再生水厂处理能力(万吨/日)	1420	1788	2331	3084	3901	4790	5757	6808	7952
新增再生水处理能力 (万吨/日)	-	368	543	752	818	889	967	1052	1143
再生水厂单位投资(元/吨)	4500	4500	4500	4500	4500	4500	4500	4500	4500
新增再生水厂总投资*(亿元)	150	166	245	338	368	400	435	473	515
生活污水年处理量(亿吨)	359	392	426	463	502	545	591	640	693

生活污水处理单价(元/吨)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
生活污水处理运营收入(亿元)	394	432	469	509	553	599	650	704	763

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部（*不含管网投资）

（三）我国污水处理行业竞争格局

国内生活污水处理企业主要包括地方政府主导型企业和市场化运营企业。

地方政府主导型运营企业是在我国生活污水处理市场化改革过程中，由国有企业转型与重组，或者由地方政府主导改制而成，得到地方政策支持力度较大，一般规模较大，有一定的资本实力，且引进了一些市场竞争机制，其中部分企业通过上市逐步实现转型，但依然在经营方面表现出较为明显的地域特征。

市场化运营企业包括北控水务、首创股份、创业环保等上市公司及其他民营企业。这类企业在国内市场上表现活跃、数量众多，捕捉市场机遇能力强，对竞争环境有较强的适应能力，在大量中小型生活污水处理项目中表现出较强的市场竞争力。随着市场化进程的加快，其中一部分企业将向规模更大、管理更规范的综合服务商转型，另一部分中小型企业将逐步走向专业化，在细分市场上占据一定市场份额。

随着我国环保产业的快速发展，市场规模将在相当长的时期内不断扩大，污水处理产业化服务需求将逐步突出，行业将呈现资源整合与跨区域发展的趋势，全行业将由区域性竞争逐步过渡到全国性甚至是国际性的竞争，技术与服务领先、市场占有率高的企业将会成为行业领导者。

2000 年之前，我国生活污水处理行业市场化程度低，几乎不存在行业竞争。2000 年 11 月，国务院发布了《国务院关于加强城市供水节水和水污染防治工作的通知》，标志着生活污水处理行业市场化的启动。经过十余年的市场化发展，生活污水处理行业市场化程度有所提高。2013 年 11 月，十八届中央委员会第三次全体会议做出《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，指出：发展环保市场，推行节能量、碳排放权、排污权、水权交易制度，建立吸引社会资本投入生态环境保护的市场化机制，推行环境污染第三方治理。

随着污水处理行业市场化改革的深入，行业法律、法规、政策不断推出，体制、机制逐步与国际接轨，市场规模逐步扩大，市场参与者综合实力不断提高，污水处理行业的市场化进程进一步加快。

三、公司竞争优势与行业地位

（一）主营业务模式

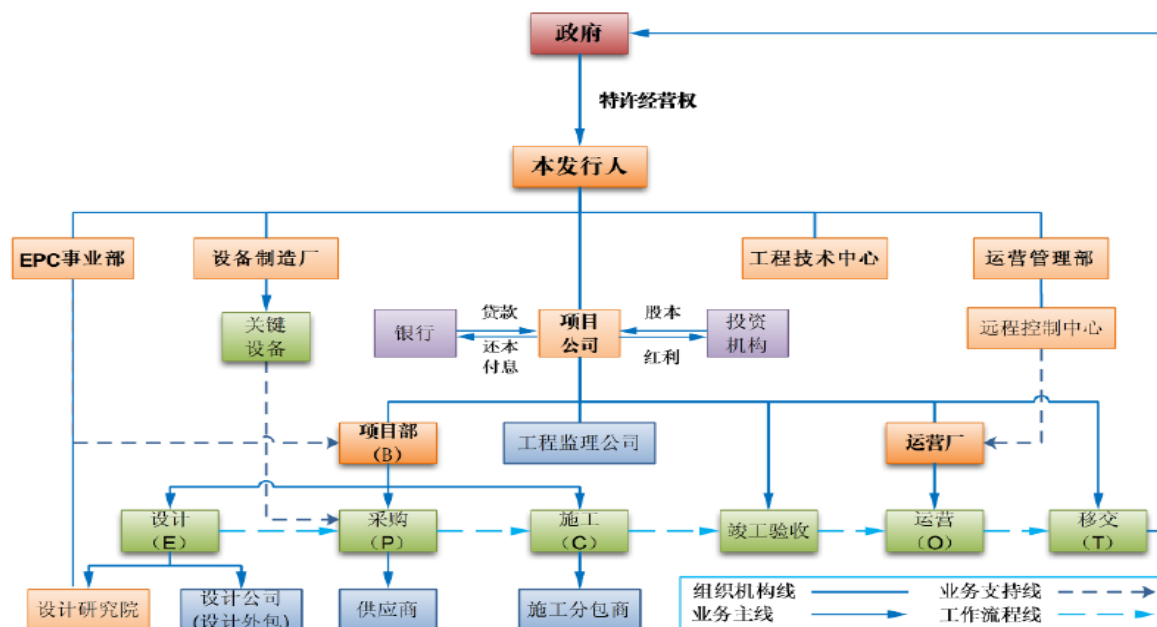
国恒环保为客户提供生活污水处理“一站式六维服务”，包括研究开发、设计咨询、核心设备制造、系统设备集成、工程建设安装调试、污水处理厂运营等为治理水污染所需的全方位服务。

图 8: 公司主营业务示意图



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究所

图 9: 公司经营模式示意图



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究所

公司主营业务为生活污水处理，划分为三大板块：生活污水处理投资运营、环境工程 EPC 和污水处理设备生产销售。公司主营业务概述如下：

(1) 生活污水处理投资运营业务

生活污水处理运营是指公司所属污水处理运营企业利用污水处理厂的设施与设备,对城镇污水管网所收集的生活污水进行处理,去除其中的污染物质,再将净化达标后的污水排放入指定的水体的全过程。公司主要通过 BOT、TOT 以及托管运营等方式取得经营权,并对生活污水处理厂进行投资运营管理。

(2) 环境工程 EPC 业务

环境工程 EPC 业务是受客户委托,按照合同约定对工程项目的设计、采购、施工、试运行(竣工验收)等实行全过程的承包。公司按照合同约定对工程项目的质量、工期、造价等向

客户负责，公司可依法将所承包工程中的部分工作发包给具有相应资质的分包企业，分包企业按照分包合同的约定对公司负责。

（3）污水处理设备生产销售业务

污水处理设备制造是指专业生产污水处理厂所需的专用水处理设备，主要包括预处理设备、生化处理设备、泥水分离设备等。因污水处理工艺呈现多样化的特点，所需专业设备也呈现很大的差异化，公司为单独购置设备的客户制造标准产品和非标产品，为运营商提供专用零配件，并为建设单位提供现场安装指导和设备调试服务。

（二）公司竞争优势

国祯环保作为国内通过市场竞争跻身生活污水处理行业的企业，其主要竞争优势如下：

1、一站式多维服务模式优势

公司拥有完整的污水处理产业链，可以针对不同的市场环境和客户需求，提供研究开发、设计咨询、核心设备制造、系统设备集成、工程建设安装调试、投资运营管理等全方位服务。公司在市场竞争中依托完整的产业链优势，各个业务环节在细分市场竞争中可以互补，通过优质服务获得延伸业务，比市场上单一设备制造商、集成商、运营商拥有更强的整体竞争优势。

2、技术创新能力优势

公司拥有完备的开放式研发体系、高效的研发机制和具有创新精神的研发团队，为不断自主创新提升核心竞争力和持续快速发展提供了有力保证。公司坚持以市场为导向、以技术为支撑的发展道路，坚持产学研相结合，与清华大学、北京工业大学、中国科学技术大学、合肥工业大学等高校及中国科学院生态研究中心、国家给水排水中心等科研院所建立了紧密的合作关系，形成联合攻关的技术优势，极大提高了企业竞争力。

经过多年不断的技术研发与创新，公司已拥有污水处理氧化沟工艺、SBR 工艺等核心技术。这些核心技术保证了公司提供的设备产品更加节能高效，保证了污水处理厂投资建设更加节省、运行更加经济、维护更加方便，成为带动公司各板块业务的强大引擎。

通过国家 863 课题的承担和实施，以及企业博士后科研工作站、工程技术研究中心的建设，公司引进、培养和锻炼了一批研发水平高、技术能力强、实践经验丰富的研究队伍，建立了完善的产品和技术研发体系，具备独立自主开发，持续进行技术和产品创新的能力，并能将公司参与国家级科技项目形成的技术成果转化为生产力。

3、运营管理模式快速复制优势

公司高效率、高性价比、可快速复制的运营管理模式为公司抢占生活污水处理项目资源提供了重要保障。公司以远程监控、远程诊断手段，为各污水处理厂建立日常运行数据库，及时获取各厂数据，综合分析研究各污水处理厂在不同环境、不同条件、不同标准下的最佳运行方式，并由总部成立专家组指导和监督各污水处理厂的日常运行。通过制定针对不同工艺的标准化运营流程，使污水处理厂运营管理更加规范、高效，形成了可快速复制的竞争优势。

（三）公司行业地位

国祯环保是我国生活污水处理行业市场化过程中提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一，现已形成生活污水处理研究开发、设计咨询、核心设备制造、系统设备集成、工程建设安装调试、投资运营管理等全寿命周期的完整产业链。截至招股说明书签署日，公司已在全国五大片区七个省份运营 52 座生活污水处理厂，污水处理能力超过 230 万吨/日。

近年来，我国生活污水处理量快速增加，吸引了众多国内外市场参与者，竞争日益激烈。公司凭借强大的科研实力、专业的运营管理能力以及完整的产业链为客户提供“一站式六维服务”，产业链中的每个环节都可以根据客户的特定需求制定系统化、专业化的解决方案，从而赢得客户的信任并获得其他延伸业务，有效保证了业务的内涵式增长。随着承接污水处理项目数量的增加，公司污水处理总能力不断提高，近年来一直保持较高的市场占有率。

公司在资金实力和总体规模上与国有大型水务公司、水务类上市公司存在一定的差距，但是公司凭借准确的市场定位、完整的产业链，已发展成为在二、三线及以下城市中小规模生活污水处理领域具备较强科研实力和先进管理水平的领先企业。目前，公司业务广泛分布在安徽、湖南、江苏、广东、云南、河北、河南等七个省份，为公司未来发展奠定了坚实的基础。

近年来，国家鼓励采用 BOT 等方式投资建设并运营生活污水处理设施，打破了过去污水处理厂由政府部门建设、运营的传统模式。污水处理市场的开放，既拓宽了融资渠道，解决了政府建设污水处理厂资金不足的问题，也促进了污水处理专业技术的不断进步，同时，适应了我国高速工业化和城镇化对污水处理行业的进一步需求，为有能力企业带来了市场发展机遇。

表 14：我国前 10 名水务公司污水处理能力及市场份额

排名	公司名称	污水处理能力 (万立方米/日)	市场份额 (%)
1	北控水务	921.00	6.53
2	首创股份	626.50	4.44
3	创业环保	425.05	3.01
4	桑德环境	360.48	2.56
5	威立雅	270.26	1.92
6	上实环境	243.75	1.73
7	国祯环保	221.77	1.57
8	光大国际	170.00	1.21
9	中环保水务	145.40	1.03
10	汉科环境	145.00	1.03
合计		3,529.21	25.03

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究所（2012 年）

四、募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 2,206 万股，不进行老股转让。实际募集资金扣除发行费用后的净额为 23000 万元，全部用于公司主营业务相关的项目。

近年来，随着我国城镇化进程的推进，水污染问题日益突出，日趋严重的水污染降低了水体的使用功能，加剧了我国水资源短缺的矛盾，严重威胁到城市居民的饮水安全和人民健康。为了解决水污染问题，各地方政府大力推进城市基础设施建设，污水处理厂的新建、扩建、提标改造是其中重要组成部分。

公司在市场化竞争中，投资运营的污水处理项目不断增加，公司自有资金难以完全满足项目建设需求，综合考虑上述 7 个污水处理投资运营项目的建设进度、融资方案等因素，公司拟使用募集资金向上述项目投入部分建设资金。

公司本次募集资金投资项目是与公司从事的主营业务紧密相连的，将进一步巩固公司在生活污水处理运营市场的竞争优势，同时也将促进公司环境工程 EPC 业务、环保设备制造业务的稳步发展，使公司各个业务板块协调发展，从而增强整个公司的持续盈利能力。

表 15: 募集资金投资项目

项目名称	项目总投资额 (万元)	使用募集资金投入金额 (万元)	设计规模 (万吨/日)	运营方式
1 涡阳县涡北污水处理厂 BOT 项目	4319.41	3100	2	BOT
2 宁海县宁东污水处理厂（一期）特许经营项目	4177.57	3100	3	BOT
3 宁海县城南污水处理厂（一期）特许经营项目	2008.21	1500	1.5	BOT
4 兰考县城市生活污水处理厂一期提标改造、二期扩建项目	7740	4000	3	BOT
5 繁昌县城市（南区）污水处理二期项目	3294.04	2400	1.5	BOT
6 淮北市经济开发区新区污水处理厂 BOT 项目	4794.11	2900	2	BOT
7 长沙市湘湖污水处理厂提质改造暨中水回用示范工程项目	21716	6000	10	TOT
合计	48049.34	23000	23	

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究所

五、公司主要风险因素

1、资产负债率较高的风险

2011年12月31日、2012年12月31日、2013年12月31日本公司资产负债率(母公司)分别为69.14%、77.90%和80.99%，存在一定的偿债风险，对公司经营可能产生不利影响。由于公司处于快速扩张期，在已有BOT及TOT项目负债率逐步降低的同时，还将承接更多的类似项目，因此，如果负债管理不够谨慎，仍将存在一定的偿债风险。

2、应收账款回收风险

2011年末、2012年末和2013年末公司应收账款净额分别为11,432.12万元、17,809.74万元和21,048.04万元，占同期营业收入的比例分别为24.70%、35.36%和32.98%。公司应收账款余额较大，主要是公司所处行业的性质所决定的。

公司应收账款净额增长较快，主要为生活污水投资运营收入增长而相应增加的应收账款；公司环境工程EPC业务新增部分项目尚未满足收款条件，导致环境工程EPC业务应收账款总体余额增加较大。尽管公司的主要客户为政府部门或政府部门成立的实体，但由于应收账款总额较高，公司仍存在一定的回收风险。

3、污水处理单价调整不及时的风险

生活污水处理投资运营业务为公司的主要利润来源，项目公司收入来源于根据特许经营权协议收取的污水处理费。特许经营权协议中约定了污水处理费初始单价及单价调整条款，项目运营期中按照约定的调价周期（调价周期一般为2至5年）根据项目运营成本要素（如电费、人工费、药剂费等）价格变动系数调整初始单价。因公司的投资运营项目客户主要为政府或政府成立的实体公司，根据协议约定调价周期实施单价调整时，单价调整涉及的成本要素变动系数需要多个主管机构的审核确认，单价调整可能会存在滞后性，这将会在一定程度上影响公司的经营业绩。

表 16: 国祯环保 (300388) 财务报表预测

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	64	80	171	241	307	营业收入	504	638	853	1206	1536
应收票据	0	9	9	9	9	营业成本	313	392	544	795	1025
应收账款	178	210	281	398	507	营业税金及附加	3	5	7	10	12
预付款项	60	32	32	32	32	销售费用	22	26	34	48	62
其他应收款	25	34	34	34	34	管理费用	51	56	75	106	135
存货	15	18	24	36	46	财务费用	53	90	88	92	96
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	1	1	1
长期股权投资	19	19	19	19	19	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	82	131	154	208	284	投资收益	5	1	1	1	1
在建工程	24	0	67	100	107	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	66	70	105	155	206
无形资产	142	141	138	135	132	营业外收支净额	19	1	1	1	1
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	85	71	106	156	208
资产总计	1829	2148	2405	2687	2952	减: 所得税	8	12	18	26	35
短期借款	456	360	311	354	358	净利润	77	59	88	130	173
应付票据	14	17	17	17	17	母公司净利润	76	58	86	127	169
应付账款	172	132	180	264	340	少数股东损益	0	1	2	3	3
预收款项	7	7	7	7	7	基本每股收益(元)	0.86	0.65	0.98	1.44	1.92
应付职工薪酬	5	4	4	4	4	稀释每股收益(元)	0.86	0.65	0.98	1.44	1.92
应交税费	7	7	7	7	7	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他应付款	31	59	59	59	59	成长性					
其他流动负债	0	100	0	0	0	营收增长率	8.83%	26.70%	33.68%	41.36%	27.39%
长期借款	432	670	731	788	840	EBIT 增长率	19.07%	37.95%	20.93%	27.85%	22.75%
预计负债	85	96	96	96	96	净利润增长率	33.63%	-24.17%	49.79%	47.37%	32.66%
负债合计	1368	1642	1603	1786	1919	盈利性					
股东权益合计	461	506	802	901	1033	销售毛利率	37.93%	38.58%	36.20%	34.04%	33.30%
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	销售净利率	15.21%	9.26%	10.34%	10.78%	11.23%
净利润	77	59	88	130	173	ROE	17.28%	12.03%	11.18%	14.64%	16.92%
折旧与摊销	0	14	14	18	22	ROIC	6.94%	7.79%	7.94%	9.24%	10.44%
经营现金流	-43	-92	61	194	247	估值倍数					
投资现金流	-126	-81	-101	-101	-101	PE	14.11	18.67	12.39	8.40	6.34
融资现金流	156	167	131	-22	-80	P/S	1.59	1.26	1.26	0.89	0.70
现金净变动	-14	-5	91	71	66	P/B	2.33	2.13	1.38	1.23	1.07
期初现金余额	76	64	80	171	241	股息收益率	2.30%	1.73%	1.94%	2.86%	3.79%
期末现金余额	62	59	171	241	307						

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部 (假设公司股价为 12.14 元/股)

插图目录

图 1: 环保产业各细分子行业分类	7
图 2: 我国城镇生活污水排放量逐年增加	8
图 3: 我国城镇生活污水达标排放率逐年增加	8
图 4: 我国 2013 年十大流域水质状况	8
图 5: “十二五”全国城镇污水处理投资方向	10
图 6: “十二五”全国城镇新增污水处理规模分布	10
图 7: “十二五”全国各省市城镇新增污水处理规模规划	10
图 8: 公司主营业务示意图	12
图 9: 公司经营模式示意图	12

表格目录

表 1: 发行前后公司股本结构	2
表 2: 主营收入增长预测	1
表 3: 毛利率变化假设	2
表 4: 主营收入毛利率变动敏感性分析	2
表 5: 公司在手污水特许经营项目	2
表 6: 公司在手污水托管经营项目	3
表 7: 公司正在执行中污水 EPC 项目	4
表 8: 公司已完工污水 EPC 项目	4
表 9: 公司新签污水处理投资运营项目	5
表 10: 公司新签污水处理 EPC 项目	5
表 11: 国祯环保可比公司相对估值	6
表 12: “十一五”全国城镇污水处理及再生利用主要指标实现情况及“十二五”规划	9
表 13: 我国城镇生活污水及再生水新增投资及运营收入预测	10
表 14: 我国前 10 名水务公司污水处理能力及市场份额	14
表 15: 募集资金投资项目	15
表 16: 国祯环保（300388）财务报表预测	17

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邹序元、冯大军，环保与公用事业行业证券分析师。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，本人承诺，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补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳广州：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn