



跨界新兵-环保业务布局再下一城，河道治理和农村分散点治理空间广阔

——华仪电气（600290）事件点评

事件：

华仪电气（600290）7月24日晚间公告，公司控股子公司华仪环保有限公司与北京佳润洁环保技术有限公司、北京博汇特环保科技有限公司分别签订了《战略合作协议》。双方同意建立战略合作伙伴关系，在河道、湖泊等地表水及农村分散点源治理等领域在浙江省内市场展开全面合作，同时包括但不限于华仪环保参与的河道治理EPC、BOT、TOT、DBO及其它形式的投资性项目。

北京佳润、北京博汇授权华仪环保运用其核心技术及工艺在浙江省范围内进行市场化开发；华仪环保在浙江省外获取的同类项目资源，可优先选择两公司的技术及工艺。

北京佳润拥有河道、湖泊等地表水及农村分散点源治理方面的世界领先的专利及专有技术，包括但不限于BioComb及Bagband技术。北京博汇拥有污水处理及污泥处置方面的世界领先的专利及专有技术，包括但不限于BioDopp及BioChar技术。

主要观点：

1、华仪环保有限公司平台作用进一步落实，这只是布局延生，远未到结束。

公司2013年12月成立“华仪环保有限公司”，作为平台公司主要用于孵化环保技术和环保项目投资。后续将逐步涉足污水处理、土壤治理、大气治理等环保领域。

2014年1月23日公司环保投资第一单落地，控股子公司华仪环保有限公司和北京睿驰投资管理有限公司以及法国VIVIRAD公司成立合资公司“浙江巍巍华仪环保科技有限公司”，引进法国VIVIRAD的电子束技术用于环保领域。我们预计年底前法国VIVIRAD技术在中国的落地将会成为现实。

这次公司又公布与北京佳润洁环保技术有限公司、北京博汇特环保科技有限公司分别签订了《战略合作协议》，正是进军河道、湖泊治理和农村分散点治理。

随着这些合资、合作、收购的战略布局落实，公司将逐步形成城市

2014年07月25日

强烈推荐/维持

华仪电气 事件点评

侯建峰

010-66554043

houjf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480513040001

弓永峰

010-66554025

gongyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480111020051

交易数据

52周股价区间（元） 9.18-40.06

总市值（亿元） 48.37

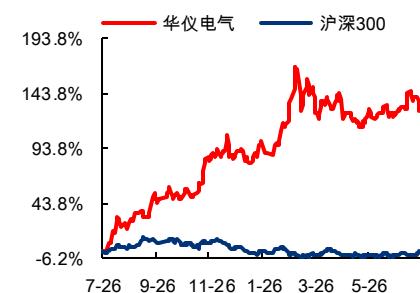
流通市值（亿元） 48.37

总股本/流通A股（万股） 52688/52688

流通B股/H股（万股） /

52周日均换手率 1.24

52周股价走势图



相关研究报告

1、《华仪电气（600290）：签订11亿元风电总包项目，获重大突破，未来总包业务和风电场运营将成为新的利润增长点》

2014-06-06

2、《华仪电气（600290）：在手订单保业绩反转，多储备项目推环保落地》2014-05-23

3、《华仪电气（600290）：风电回暖促业绩大幅反转，转型环保拓未来发展空间》

2014-04-30

4、《华仪电气（600290）：一季报10倍增长，全年大幅反转基础夯实》2014-04-22

污水治理、河道治理、湖泊治理以及农村分散点治理等业务形态以及设备销售、工程总包和工程运营的多环节产业综合布局。

我们认为从公司设立华仪环保有限公司当时定位为平台公司的初衷来看,公司现有两个业务方面的布局只是公司环保业务产业布局的开始,未来产业进一步延伸的想象空间值得期待。

2、合作的两家公司技术实力雄厚、工程经验丰富,基于浙江“五水共治”提速推进以及公司在浙江的良好政府关系,我们判断三方合作是基于已有的可以直接参与的项目。

北京博汇特环保科技有限公司 Beijing BHT Environment Technology Co., Ltd.是专业的水处理及污泥处置领域工艺技术及专有设备提供商,能为客户提供优质卓越的系列产品、领先的污水处理及污泥处置等专利技术、开创性的解决方案及 DBCO 流程化服务。BHT 同国外工商拥有成熟的股份合作模式,对先进新型技术工业化有着丰富的工程经验,借助环保部政策及行业资源平台,BHT 致力于国外污水及污泥技术工艺包的引进及行业化。先后与德国 EBV、美国密歇根大学、国际颗粒技术研究中心及 Canada Wormtive 公司建立合作关系,在全球范围内推广先进的生化技术、磷回收技术及污泥处置技术。公司的技术团队有着扎实的理论基础及丰富的工程经验,曾涉足煤化工、石油、化工、造纸、制药、印染、矿山、食品、酿酒等十余种工业废水领域,在市政污水领域也有研究及工程实施,先后设计并参与调试的工程多达百余项。

北京佳润洁环保技术有限公司是一家专业的地表水和地下水处理技术公司,致力于将世界领先的环保技术应用于中国的环境治理事业,公司由海归团队创立,拥有强大的海外技术资源,包括加拿大院士、德国专家以及华人环境学者工程师协会(CESPN)等。目前公司拥有大量的水处理工艺技术包,在地表水和地下水解决方案上具有独特之处。

从三方合作的方式来看,北京佳润、北京博汇授权华仪环保运用其核心技术及工艺在浙江省范围内进行市场化开发;华仪环保在浙江省外获取的同类项目资源,可优先选择两公司的技术及工艺。三方合作的互补性较强,我们认为在浙江“五水共治加快推进的背景下,考虑到公司在浙江省的良好政府关系,我们认为三方合作立足于已有的可以直接参与的项目的概率较大。

(备注:“五水共治,治污先行”。治污主要是“清三河、两覆盖、两转型”。“清三河”就是消灭垃圾河,整治黑河、臭河;“两覆盖”就是实现城镇截污纳管和农村污水处理、生活垃圾集中处理两个基本覆盖;“两转型”就是加快工业和农业转型,污染在水中,根源在岸上,治标更要治本,以转型治污染。同时,对于污水处理厂的建设等都有一系列的要求。

同时省里明确了“十百千万治水大行动”这一工作载体。“十”就是“十枢”,全省共排出 10 多个蓄水调水排水骨干型枢纽工程,今年开工建设 9 个;“百”就是“百固”,全省每年除险加固 100 座水库,加固 500 公里海塘河堤;“千”就是“千治”,全省每年高质量高标准治理 1000 公里黑河、臭河、垃圾河,整治疏浚 2000 公里河道。“万”就是“万通”,全省每年清疏 1 万公里给排水管道,增加 100 万立方米/小时的入海强排(机排)能力,增加 10 万立方米/小时的城市内涝应急强排(机排)能力,每年农村污水治理新增受益 100 万户以上农户。

“五水共治”分三步走,2020 年取得重大突破,总体投资规模巨大,共安排治水项目 125 项,总计投资达到 4680 亿(污水治理投资最大,达到 1721 亿),其中 2014 年计划投资 650 亿。)

3、公司在手风机订单超过 40 亿元, 在手风电总包订单超过 11 亿元, 成为国内风电业务弹性最大的公司之一, 而公司在手风电资源 548 万千瓦, 将有效支撑公司后续风电总包业务、风电场运营业务的拓展。

公司去年风电业务收入只有 6 个亿, 而目前在手风机订单超过 40 亿元, 随着风电行业的回暖, 估算公司下半年还能获得超过 10 亿元的风电订单, 同时考虑到这次超过 11 亿元的风电场总包以及后续可能持续推进的风电场总包和风电场运营业务, 公司将表现出极高的风电业务弹性, 估算近三年的复合增长率超过 50%。

根据公司近期发布的债券分析报告, 公司在手风电资源超过 548 万千瓦, 这些在手资源除了可以推动公司“资源换市场”对于风机项目的获取外, 更主要的是可以延伸公司的产业链形成新的商业模式支撑公司业务发展, 特别是对于风电总包业务和风电场运营业务的拓展。我们估算随着公司这次超过 11 亿元总包项目的获取, 公司后续将加大风电场总包和风电厂运营业务的开拓, 成为公司未来持续增长最为重要的贡献力量。

4、高压电气业务 2013 年完成产品线梳理和营销布局, 两网市场的开拓和产能的释放将提升公司未来盈利空间

2013 年是公司高压电气业务的产品线梳理和营销布局的一年, 特别是在去年公司获得国家电网 6 种产品的资质认证, 同时进入国家电网 B 类供货商名单, 为公司后续在国家电网和南方电网的中标奠定基础。从公司参与国家电网今年第一批农配网招标来看, 公司一次性中标近 2 亿元, 远超出市场预期。

由于公司高压电气产品主要面向配网领域, 未来随着国家电网配网投资的增加以及城镇化建设、轨道交通建设等对配网建设提速的推动, 公司的高压电气业务未来几年估计保持 30% 以上的复合增长。

5、公司目前估值合理, 风电行业回暖确认、后续风电扶持政策出台以及业绩大幅反转落实将是公司股价的重要驱动因素, 而公司环保业务落地和订单获取将有效提升公司估值。

公司是典型的反转+转型的公司, 2014 年一季度业绩 10 倍以上的大幅预增以及中报预计的 15 倍以上增长奠定了公司全年业绩反转的基础, 后续随着风电订单和收入的进一步放量以及公司高压电气业务的大幅增加, 公司业绩有望呈现数倍增长。2014 年是公司环保业务布局年和落地年, 公司 2014 年将有望依托于 VIVIRAD 的技术平台、与北京佳润洁环保技术有限公司和北京博汇特环保科技有限公司的战略合作以及后续可能的外延式扩张, 借助于浙江“五水共治”的实施快速获得环保业务落地, 后续订单落实和外延扩张将成为公司环保业务转型的重要推动。综合估算公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.44、0.77, 对应的 PE 20.8、12.7 倍, 维持公司“强烈推荐”评级, 目标价 15-18 元。

公司盈利预测表

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E
现金及现金等价物	970	900	1000	营业收入	1533	2717	3597
应收款项	2056	3125	3777	营业成本	1162	2072	2763
存货净额	387	636	806	营业税金及附加	8	19	25
其他流动资产	64	136	180	销售费用	94	141	180
流动资产合计	3478	4796	5762	管理费用	135	201	257
固定资产	687	903	991	财务费用	54	66	73
无形资产及其他	148	143	138	投资收益	52	30	40

投资性房地产	92	92	92	资产减值及公允价值变动	(90)	(40)	(40)
长期股权投资	156	156	156	其他收入	9	58	82
资产总计	4561	6091	7139	营业利润	49	266	382
短期借款及交易性金融负债	425	835	701	营业外净收支	0	10	10
应付款项	1312	2102	2796	利润总额	50	276	392
其他流动负债	141	236	312	所得税费用	4	41	59
流动负债合计	1878	3173	3808	少数股东损益	1	5	8
长期借款及应付债券	703	703	703	归属于母公司净利润	45	229	405
其他长期负债	14	14	14				
长期负债合计	717	717	717	现金流量表(百万元)	2013	2014E	2015E
负债合计	2594	3889	4525	净利润	45	229	405
少数股东权益	48	53	60	资产减值准备	93	(90)	0
股东权益	1919	2148	2554	折旧摊销	29	39	57
负债和股东权益总计	4561	6091	7139	公允价值变动损失	90	40	40
				财务费用	54	66	73
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	营运资本变动	182	(595)	(95)
每股收益	0.08	0.44	0.77	其它	(92)	96	8
每股红利	0.15	0.00	0.00	经营活动现金流	347	(281)	415
每股净资产	3.64	4.08	4.85	资本开支	(188)	(200)	(180)
ROIC	5%	7%	9%	其它投资现金流	0	0	0
ROE	2%	11%	16%	投资活动现金流	(268)	(200)	(180)
毛利率	24%	25%	25%	权益性融资	7	0	0
EBIT Margin	10%	13%	13%	负债净变化	0	0	0
EBITDA Margin	12%	14%	14%	支付股利、利息	(78)	0	0
收入增长	16%	77%	32%	其它融资现金流	223	411	(135)
净利润增长率	34%	414%	77%	融资活动现金流	73	411	(135)
资产负债率	58%	65%	64%	现金净变动	152	(70)	100
息率	1.7%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	818	970	900
P/E	105.1	20.8	12.7	货币资金的期末余额	970	900	1000
P/B	2.4	2.2	1.8	企业自由现金流	176	(465)	168
EV/EBITDA	39.8	22.5	18.0	权益自由现金流	399	(110)	(28)

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士, 天津大学工学学士, 10 年工作经验, 2011 年加盟东兴证券研究所, 现从事电力设备、节能环保行业研究。获得第六届 (2012) “水晶球” 卖方分析师 “新能源” 行业公募、私募类第二名以及 “电力设备” 行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘” 电力设备行业最佳分析师。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师, 组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度 “优秀工作者” 以及 2011 年度 “青年岗位能手” 称号。2012 年带领团队获得第六届 (2012) “水晶球” 卖方分析师 “新能源” 行业公募、私募类第二名以及 “电力设备” 行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘” 电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士, 天津大学工学学士, 2011 年加盟东兴证券研究所, 现从事电力设备、节能环保行业研究。获得第六届 (2012) “水晶球” 卖方分析师 “新能源” 行业公募、私募类第二名以及 “电力设备” 行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘” 电力设备行业最佳分析师。

高 坤 研究员

产业经济学硕士, 2009 年加盟东兴证券研究所, 从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋 凯 研究员

中小市值研究员, 制药工程专业硕士, 研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士, 资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究, 2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景, 擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘, 精于相对收益与绝对收益的把控, 注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好评好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。