

2014年07月27日

证券研究报告·公司研究·公用事业

合理估值区间

15.06元-18.82元



国祯环保(300388)新股分析报告

产业链完整的水处理企业，跨区域拓展能力强

投资要点

- **污水处理行业处于黄金发展阶段，市场空间大。**三大行动计划之一的《水污染防治行动计划》预计2014年出台，相关投资有望达到2万亿元，污水处理领域市场需求将有望大幅提振。我们测算2014-2015年新增城镇污水处理能力年均增长率将达到17.88%，再生水利用年均增长率为38.95%。此外，目前农村水处理逐步受到了中央到地方政策的支持，这为农村水处理市场启动营造良好环境，农村水处理将有望成为未来新的投资蓝海。
- **公司为专业的生活污水处理企业，产业链完整，在手订单充足确保收入持续增长。**公司是最早为客户提供“一站式六维服务”解决方案的专业水处理公司之一，业务范围覆盖生活污水处理的全产业链，产业链各环节优势互补、协同发展。2014年前5月，公司新签的运营项目有4个，合计规模11.5万吨/日；新获得的EPC项目有9个，合计金额为2.12亿元。目前公司运营管理的污水处理项目有52个，正在执行的EPC订单金额达9.8亿元，是2013年营业收入约1.5倍。持续的订单数量及稳健的拿单能力将保障公司业绩持续增长。
- **市场份额位居前列，跨区域拓展能力强。**公司目前拥有30余家分、子公司，污水处理能力超过230万立方米/日，规模较大。2012年市场份额排名第7，位居全国前列。公司定位清晰，项目广泛分布在五大片区七个省份，特别是在二、三线及以下中小规模城市的生活污水处理上，具备显著的竞争优势。除安徽地区以外，华东、华南等地均为公司主要收入来源地，外阜地区也持续获得新订单，跨区域拓展能力强。
- **募投项目缓解资金压力，提升公司盈利能力。**公司此次拟发行股数不超过2,206万股，募集资金将用于涡北污水处理厂BOT项目等7个污水处理投资运营项目。募集资金到位后，将有效缓解公司正在投资建设的BOT、TOT项目资金需求压力，保证项目顺利推进，项目建成后将扩大公司运营项目规模，进一步提升公司的竞标能力及市场占有率。
- **盈利预测与估值分析。**我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.75元、0.95元和1.05元。结合目前可比公司估值情况，我们认为公司2014年动态市盈率在22-27倍较为合理，对应2014年EPS为0.75元计算，我们认为公司二级市场的合理价值区间为16.56元-20.33元。
- **风险提示：**项目建设进展不及预期风险；市场竞争加剧导致毛利率下滑；应收账款回款风险。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	638.23	976.31	1142.59	1312.73
增长率	26.70%	52.97%	17.03%	14.89%
归属母公司净利润(百万元)	57.73	66.43	83.69	92.88
增长率	-24.17%	15.07%	25.98%	10.98%
每股收益EPS(发行后股本摊薄)(元)	0.65	0.75	0.95	1.05
净资产收益率ROE	12.03%	8.38%	9.85%	10.17%

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王恭哲

执业证号：S1250513060003

电话：010-57631225

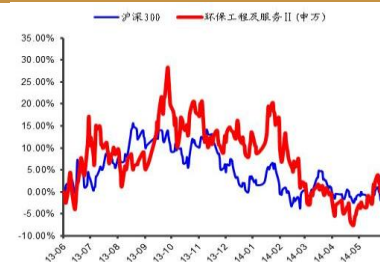
邮箱：wgz@swsc.com.cn

研究助理：王颖婷

电话：023-67610701

邮箱：wyting@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	6617
本次发行(万股)	2206
发行后总股本(万股)	8823

主要指标(2013年)

每股净资产(元)	7.25
毛利率(%)	38.58
流动比率(倍)	0.50
速动比率(倍)	0.48
应收账款周转率(次)	3.28
资产负债率(合并报表)(%)	80.99
净资产收益率(加权平均)(%)	12.30

相关研究

请务必阅读正文后的免责声明部分

目 录

一、公司是专业的生活污水处理企业	1
（一）公司基本情况	1
（二）公司股本构成	1
（三）公司经营分析	2
二、污水处理行业处于黄金发展阶段	4
（一）生活污水处理行业成长性及需求分析	4
（二）再生水处理行业成长性及需求分析	5
（三）行业竞争格局	7
三、公司核心竞争优势分析	9
（一）产业链完整，各环节优势互补	9
（二）规模总量较大，市场占有率高	9
（三）在二、三线城市更具竞争优势，跨区域拓展能力强	10
（四）技术水平领先，研发投入高	11
四、公司募投项目情况	11
五、盈利预测与估值分析	12
（一）盈利预测假设	12
（二）合理估值分析	12
六、风险提示	12

插图目录

图 1: 公司生活污水处理“一站式六维服务”	1
图 2: 发行前公司股权结构	1
图 3: 公司 2011-2014Q1 营业收入增长情况	2
图 4: 公司 2011-2014Q1 扣非后净利润及增长情况	2
图 5: 公司 2011-2013 年主营业务结构情况（单位：万元）	3
图 6: 公司 2013 年主营业务收入构成占比（单位：亿元，%）	3
图 7: 公司 2011-2013 年毛利率情况	3
图 8: 公司 2011-2013 年期间费用率情况	3
图 9: 我国生活污水排放总量及增长率	5
图 10: 我国城市生活污水处理率	5
图 11: 城镇污水行业市场空间测算	5
图 12: “十一五”期间城市污水再生利用情况	6
图 13: 城镇污水再生利用领域市场空间测算	6
图 14: 2012 年全国前 10 名水务企业污水处理能力和市场份额	10
图 15: 公司主营业务收入占比（单位：万元）	10
图 16: 2013 年公司各地区主营业务收入占比（单位：万元，%）	10

表格目录

表 1: 公司发行前后股本结构对比	2
表 2: 2014 年 5 月前公司新签投资运营项目	4
表 3: 2014 年 5 月前公司新签或中标 EPC 项目	4
表 4: 生活污水处理领域的市场参与者	7
表 5: 2012 年前 10 名水务企业污水处理能力和市场份额情况	7
表 6: 2013 年以来水处理领域重大并购案例	8
表 7: 公司环境工程 EPC 业务中使用自产污水处理设备的比例（单位：万元）	9
表 8: 公司核心技术情况	11
表 9: 公司募投项目	11
附: 财务预测表（单位：百万元）	13

一、公司是专业的生活污水处理企业

（一）公司基本情况

公司主营业务为生活污水处理，主营业务覆盖了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三大板块，是国内最早能为客户提供包括研发、设计咨询、核心设备制造、系统设备集成、工程建设安装调试、污水处理厂运营的“一站式六维服务”解决方案的专业公司之一，具备完整的污水处理产业链。目前公司已经有 30 余家分、子公司，52 个污水处理厂，项目分布在五大片区七个省份，拥有污水处理能力超过 230 万吨/日，2012 年污水处理能力和市场份额全国排名第七，位居前列。

图 1：公司生活污水处理“一站式六维服务”

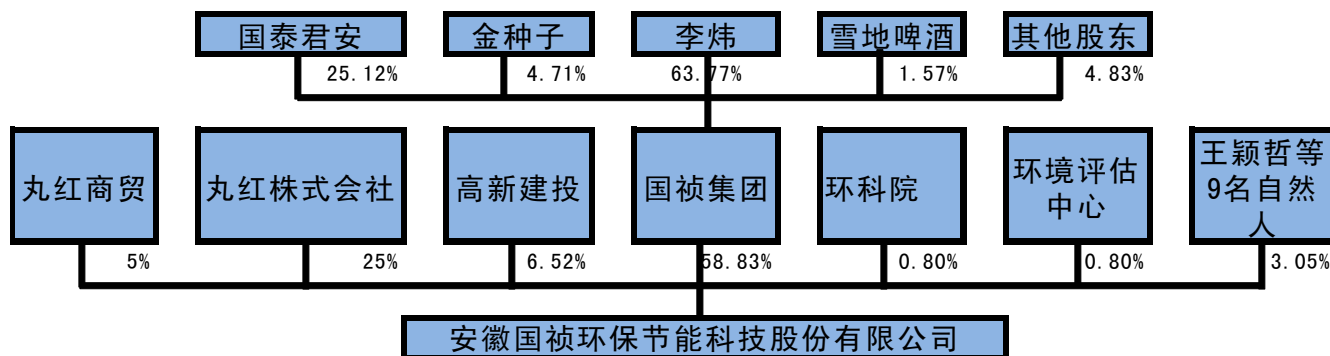


数据来源：公司招股说明书，西南证券

（二）公司股本构成

公司的控股股东为安徽国祯集团股份有限公司，持有公司发行前 58.83% 的股份，公司实际控制人李炜先生持有国祯集团 63.77% 的股份。公司此次发行前的总股本为 6,616.6542 万股，此次发行股数不超过 2,206 万股，占发行后总股本的比例不超过 25.00%，不进行老股转让。发行后国祯集团依然是公司第一大股东，李炜先生仍为公司实际控制人。

图 2：发行前公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，西南证券

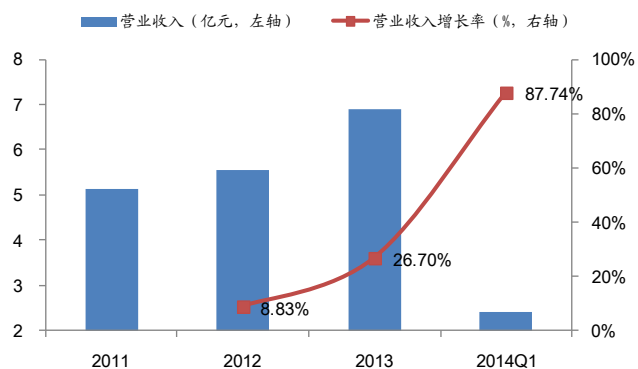
表 1: 公司发行前后股本结构对比

股 东	此次发行前		此次发行后	
	持股数 (万股)	比例 (%)	持股数 (万股)	比例 (%)
安徽国祯集团股份有限公司	3,892.55	58.83	3,892.55	44.12
九红株式会社	1,654.16	25	1,654.16	18.75
合肥高新建设投资集团公司(SS)	431.2836	6.52	254.8036	2.89
九红 (北京) 商业贸易有限公司	330.8327	5	330.8327	3.75
安徽省环境科学研究院(SS)	53.9104	0.81	31.8504	0.36
安徽省环境工程评估中心(SS)	53.9104	0.81	31.8504	0.36
王颖哲	50	0.76	50	0.57
孟 平	25	0.38	25	0.28
陈会武	25	0.38	25	0.28
贺燕峰	25	0.38	25	0.28
刘端平	25	0.38	25	0.28
王 淦	25	0.38	25	0.28
罗 彬	15	0.23	15	0.17
刘云星	5	0.08	5	0.06
张洪勋	5	0.08	5	0.06
全国社会保障基金理事会	-	-	220.6	2.5
社会公众股	-	-	2,206.00	25
合 计	6,616.65	100	8,822.65	100

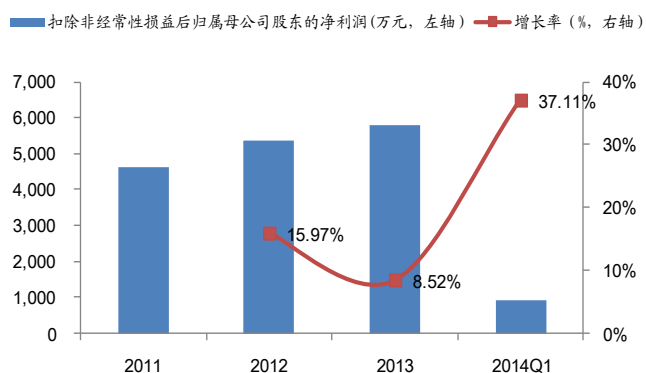
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券

(三) 公司经营分析

2011 年-2013 年, 公司实现营业收入分别为 4.6 亿元、5.0 亿元 (+8.83%) 和 6.4 亿元 (+26.70%); 实现扣非后净利润 4612 万元、5348 万元 (+15.97%) 和 5804 万元 (+8.52%), 2014 年一季度, 公司实现营业收入和扣非净利润分别为 1.92 亿元 (+87.74%) 和 904 万元 (+37.11%), 业绩保持持续增长势头。

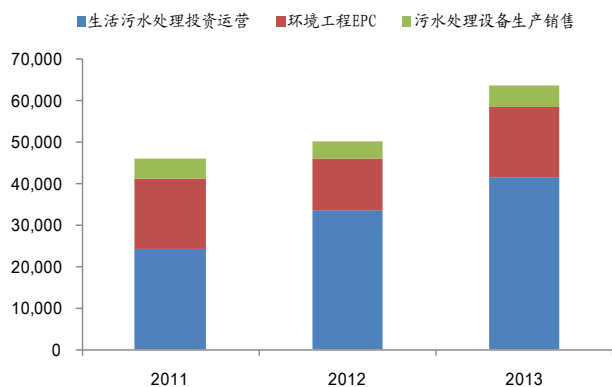
图 3: 公司 2011-2014Q1 营业收入增长情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

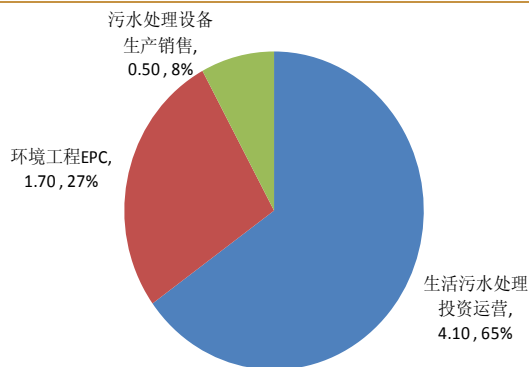
图 4: 公司 2011-2014Q1 扣非后净利润及增长情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

2011-2013 年，公司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三大主营业务合计营收占比均超过 99%，主营业务贡献突出。2013 年公司主营业务构成中，生活污水投资运营业务占比最高，达 65%，环境工程 EPC 业务占比为 27%，污水处理设备销售占比相对较低，为 8%。

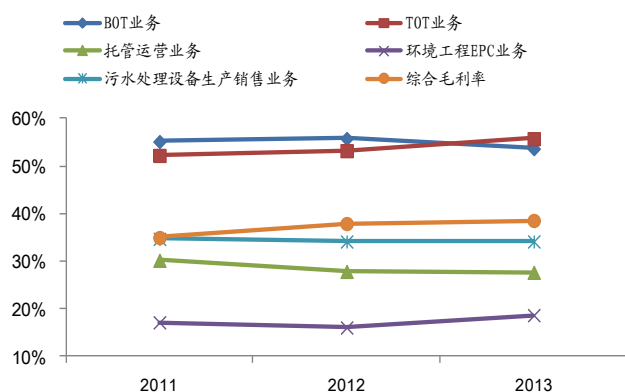
图 5：公司 2011-2013 年主营业务结构情况（单位：万元）


数据来源：公司公告，西南证券

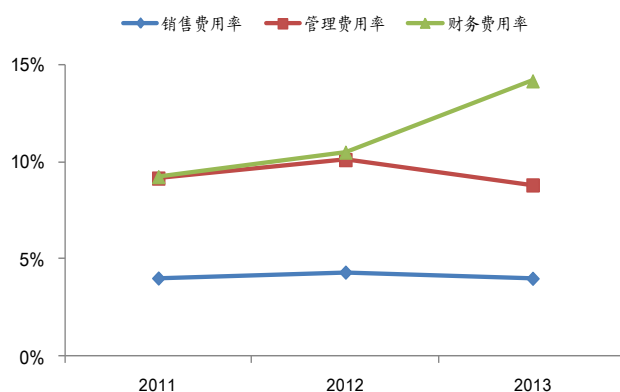
图 6：公司 2013 年主营业务收入构成占比（单位：亿元，%）


数据来源：公司公告，西南证券

从毛利率来看，2011-2013 年公司的综合毛利率分别为 35.00%、37.93%和 38.58%，保持稳中有升的态势，其中 BOT、TOT 业务均毛利率均超过 50%，具有较强盈利能力。从期间费用率来看，销售费用率基本保持不变；管理费用率呈现一定的波动，主要是 2012 年新增污水处理项目投运及研发投入加大等因素造成管理费用增幅较大（+20.11%）所致，2013 年管理费用的增长保持在合理的水平（+10.41%）使管理费用率有一定下降；财务费用率持续上升，这主要与公司业务发展较快，新增贷款规模增长有关。

图 7：公司 2011-2013 年毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券

图 8：公司 2011-2013 年期间费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券

根据公司招股说明书测算，目前公司正在执行的 EPC 订单金额为 9.8 亿元，运营管理的污水处理项目有 52 个。2014 年前 5 月，公司新签的运营项目有 4 个，合计规模为 11.5 万吨/日；新获得的 EPC 项目 9 个，合计金额为 2.12 亿元，持续的订单数量及稳健的拿单能力将保障公司业绩持续增长。根据项目的建设周期，我们认为仅现有的 EPC 项目订单就将成为公司未来两年贡献较大收入，预计 2014 年公司 EPC 业务有望实现翻倍。

表 2：2014 年 5 月前公司新签投资运营项目

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		

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 3：2014 年 5 月前公司新签或中标 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	4,967.00	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	2,386.64	已签订合同
3	太和县污水处理厂设备采购及安装	2,448.13	已签订合同
4	胡集镇孙大庄污水处理厂设备采购及安装	40.00	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	390.00	已签订合同
6	青岛市娄山河污水处理厂二期扩建	6,750.86	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	1,788.02	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
9	宿州埇桥污水处理厂配套管网建设工程施工项目	1,600.00	已签订合同
	合 计	21,240.13	-

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

二、污水处理行业处于黄金发展阶段

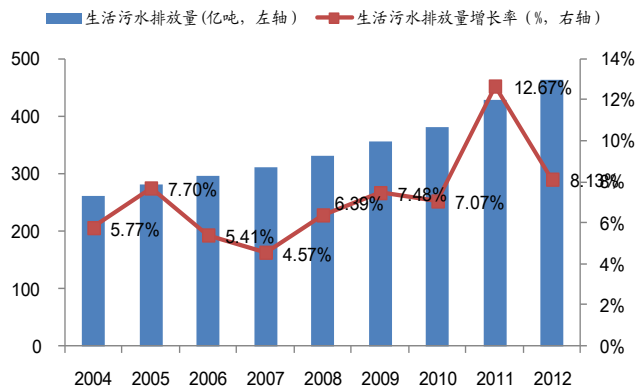
公司从事的生活污水处理业务属于环保行业的污水处理子行业。环保行业 2010 年被列入七大战略新兴产业之一，行业迎来高速发展阶段，景气程度不断提升。污水处理领域作为环保行业中的重要一环也迎来了黄金发展阶段，三大行动计划之一的《水污染防治行动计划》预计将于年底前出台，相关投资有望达到 2 万亿元，将大幅提振污水处理领域市场需求。

（一）生活污水处理行业成长性及需求分析

污水处理行业主要分为工业污水处理及生活污水处理，目前我国水污染问题极其严重，污水排放总量从 2003 年的 439.5 亿吨增长到 2012 年的 684.76 亿吨，年均增长率约为 4%。其中生活污水排放总量早已超过工业污水排放总量且保持持续增长态势，2003-2012 年生活污水排放量由 247.6 亿吨增长到 462.7 亿吨，年复合增长率为 7.19%。未来随着我国城镇化推进加快，城镇化率提高 1%就将有 1,000 多万人进入城镇生活，按人均污水排量 65 吨/年计算，每年新增至少 6.5 亿吨污水排放量，生活污水处理的行业空间巨大。

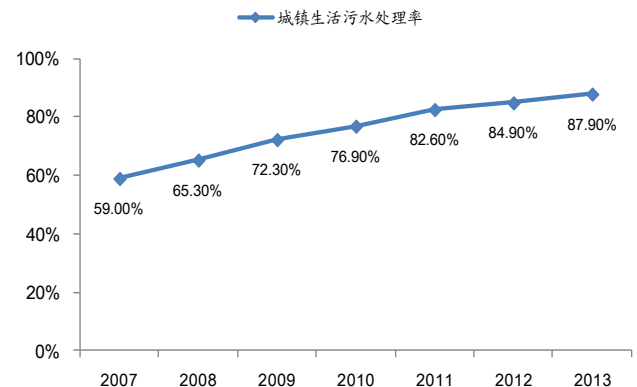
从污水处理率来看，2013 年城市生活污水处理率达到 87.90%，虽然较 2005 年已有大幅提升，但仍有近 12%的污水处理尚未达标，一些监管不当地区的偷排等现象仍时有发生，污水处理仍有较大提升空间。广大县镇地区污水处理率水平仍然较低，亟待进一步提升。

图 9：我国生活污水排放总量及增长率



数据来源：国家统计局，西南证券

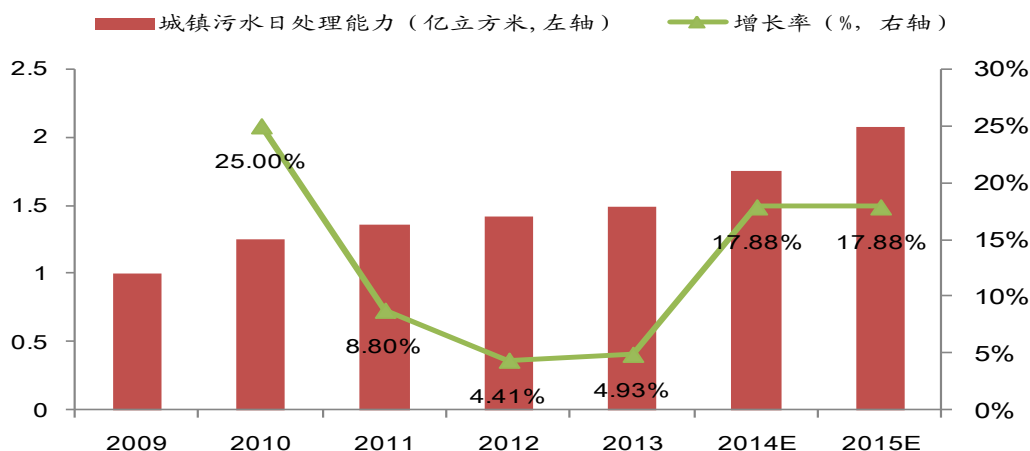
图 10：我国城市生活污水处理率



数据来源：国家统计局，西南证券

需求测算：根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》测算，2015 年 will 比 2010 年新增污水处理规模 4,569 万立方米/日，达到 2.08 亿立方米/日的处理能力。而截止到 2013 年底，全国城镇累计建成污水处理厂 3,513 座，污水处理能力约 1.49 亿立方米/日，新增城镇污水处理能力完成“十二五”规划的 58.9%，若要达到规划的目标，则 2014-2015 年新增城镇污水处理能力年均增长率将达到 17.88%。

图 11：城镇污水行业市场空间测算

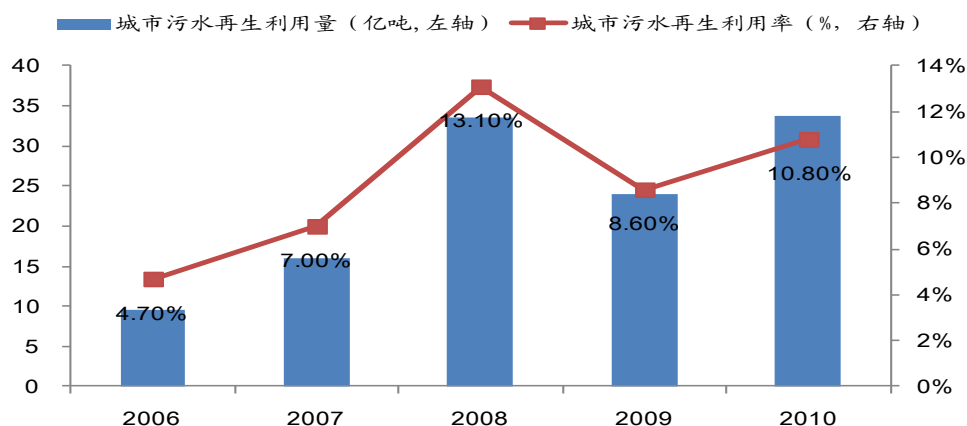


数据来源：住建部，西南证券测算

（二）再生水处理行业成长性及需求分析

再生水是指污水处理后达到一定再利用标准，实现水资源再利用的过程。截止到 2010 年我国再生水利用规模为 1,210 万立方米/日，利用率小于 10%。从再生水利用投资主要集中在地区分析可见：1) 主要集中在用水需求量大的经济发达地区，如广东、江苏、浙江等地区；2) 资源性缺水地区，如京津冀及西北干旱等地区。

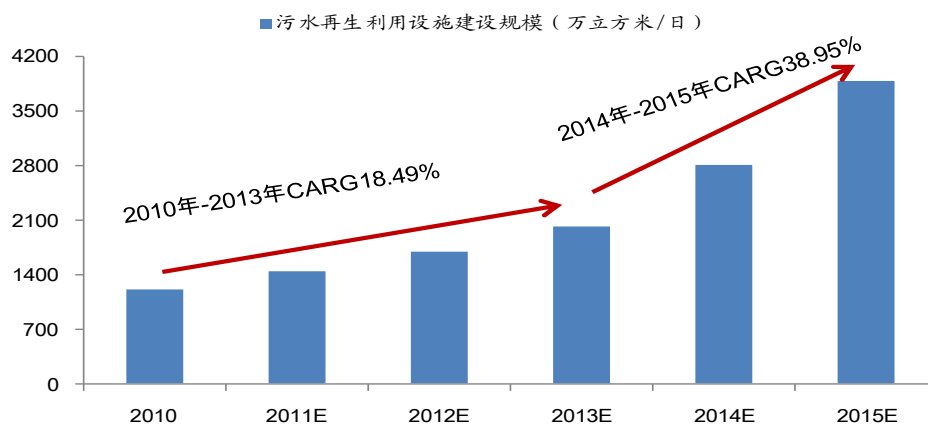
图 12：“十一五”期间城市污水再生利用情况



数据来源：宜兴环保产业。西南证券

需求测算：我们根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，到 2015 年全国规划建设污水再生利用设施规模新增 2,675 万立方米/日，城镇污水再生利用该设施总规模达 3,885 万立方米/日，再生水利用率需要提升至 15%。而根据住建部最新统计，2013 年底我国城镇污水再生利用设施建设规模已完成 29.9%。则我们测算再生水利用规模距离“十二五”末期还有约 70% 的增长空间，2014-2015 年将年均增长率约为 38.95%。

图 13：城镇污水再生利用领域市场空间测算



数据来源：住建部，西南证券测算

同时，目前我国的农村地区河流、地下水等地水质持续恶化，污水处理能力低。根据 2007 年发布的《国务院办公厅转发环保总局等部门关于加强农村环境保护工作意见的通知》，有条件的小城镇和规模较大村庄应建设污水处理设施，城市周边村镇的污水可纳入城市污水收集管网，对居住比较分散、经济条件较差村庄的生活污水，可采取分散式、低成本、易管理的方式进行处理，未来中小规模的水污染治理项目市场空间将十分广阔。

此外，《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中要求，到 2015 年县城污水处理率平均要达到 70%，建制镇污水处理率平均达到 30%。《全国农村饮水安全工程“十二五”规划》提出，“十二五”期间要使全国农村集中式供水人口比例提高到 80% 左右。根据各个规划可见，目前农村水处理正逐步受到中央到地方政策的支持，这为农村水处理市场启动营造良好的环境，农村水处理将有望成为未来新的投资蓝海。

（三）行业竞争格局

目前生活污水处理领域的市场参与者主要有国际水务巨头、地方政府主导型企业及市场化运营企业。

表 4：生活污水处理领域的市场参与者

主体	优势	劣势	公司
国际水务巨头	资本实力雄厚，在 20 万吨/日以上大项目中能够体现一定的资本优势。	在中小型项目中由于其管理成本相对较高，竞争优势不明显。	威立雅、苏伊士、柏林水务等
地方政府主导型企业	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	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	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。	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。	北控水务、首创股份、创业环保等其他民营企业等。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司以中小规模生活污水处理厂的建设和投运为主，主要的相似上市公司有：

桑德集团：拥有完整的产业链，在水务、固废、新能源和绿色健康产业等领域均有业务布局，提供“一站式”服务及城乡整体环境解决方案，下辖桑德环境、桑德国际上市公司。市政污水处理实力强、最早进军我国农村水处理市场，桑德 smart 工艺开创了中国乡镇污水治理新模式。

北控水务：香港上市的大型水务集团，公司在很多省市拥有自来水厂和污水处理厂，初步实现全国性的投资布局。

首创股份：以水务为主体，致力于成为国内领先的综合服务商。公司的水务项目遍及 8 个省区和 13 个城市，服务人口超过 1,500 万，污水处理能力在全国范围内领先。

创业环保：是中国首家以污水处理为主业的 A、H 股上市的公司。以投资运营污水处理项目为主，同时进行再生水生产销售、自来水供水等业务。

我国生活污水处理市场集中度低：截至 2012 年 12 月 31 日，按市场化运作获得的控股、参股项目合计污水处理总能力排名，前 10 名企业总市场份额为 25.03%，市场份额最高的北控水务市场占有率仅为 6.53%。

表 5：2012 年前 10 名水务企业污水处理能力和市场份额情况

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	6.53%
2	首创股份	626.5	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%

排名	公司名称	污水处理能力(万立方米/日)	市场份额(%)
6	上实环境	243.75	1.73%
7	国祯环保	221.77	1.57%
8	光大国际	170	1.21%
9	中环保水务	145.4	1.03%
10	汉科环境	145	1.03%
	合计	3,529.21	25.03%

数据来源：公司招股说明书，西南证券

水务行业市场分散，并购是水务公司做大做强的重要途径。2013 年环保行业并购披露的涉及水务公司的并购案例总共 13 起，总交易金额超过 50 亿元。2014 年上半年环保行业并购持续发力，水务领域的并购持续推进，包括北控水务、首创股份、光大国际、桑德集团等在内的环境产业第一梯队企业正积极开拓市场，展示出了企业发展的独特轨迹。

随着污水处理行业的快速发展，我们认为行业内公司资源整合及跨区域发展的趋势将更加明显，水务行业大鱼吃小鱼的并购趋势将延续。

表 6：2013 年以来水处理领域重大并购案例

公司	日期	并购标的	金额
首创水务	2012.12	收购以包头市中银水务有限公司 60%股权,包头市黄河水源供水有限公司 80%股权,包头市黄河城市制水有限公司计 80%股权。	8.1 亿元
北控水务	2013.02	收购东莞 7 间水务公司的全部股权	5.041 亿元
	2013.03	收购威立雅持有的葡萄牙水务公司（CGEP）下设的两家全资子公司 100%股权	9,500 万欧元
	2013.07	标准水务有限公司的两个全资子公司及其 36 个污水处理为主的水务项目	13.5 亿元
	2013.07	收购北京建工环境 60%股权	2.7 亿元
	2013.09	收购标准水务下属两个全资子公司水晶水务及中国水务控股 100%的股权	13.5 亿元
	2013.09	与实康水务(亚洲)有限公司和实康集团分别签订了股权并购协议,收购 9 个水务项目	9.55 亿元
桑德环境	2013.03	收购京科公司所持有的鄂清公司 100%的股权	3,615.1 万元
	2013.08	收购了北京市政集团投资运营的 3 座污水处理厂	2.4 亿元
江南水务	2013.08	江阴市顾山水厂；江阴市金澜水厂；江阴市马镇水厂及江阴市峭岐水厂拥有的部分资产。	涉及 5,426 万元
国中水务	2013.08	与 Aquaporin A/S 公司计划投资 2,500 美元在中国成立一家合资公司,国中水务以货币资金出资 1,250 万美元,Aquaporin 公司以已确定的无形资产出资,双方给持有合资公司 50%股权	1,250 万美元
	2013.08	收购北京天地人	非公开发行普通股 1.55 亿股,募集资金 12.56 亿元,其中 5.5 亿用于收购天地人。
	2013.12	瑞典 Josab 公司 42%的股权	3,200 万元

公司	日期	并购标的	金额
	2013.12	拟收购 BioKube 公司	1,200 万美元
中法水务	2013.07	收购广东新晟环保投资集团 100%股权	2,450 万元
隆华节能	2013.06	收购北京中电加美环保科技股份有限公司 100%股权	5.4 亿元
首创股份	2014.05	整体收购临沂港华水务有限公司 51%股权、山东梁山海源水务有限公司 100%股权	1.02 亿元
湘潭电化	2014.02	收购后者旗下湘潭市污水处理公司 100%股权。	1.77 亿元
汉科环境	2014.06	收购光大国际全部污水处理业务	58 亿元
北控水务	2014.05	收购南京市市政设计研究院 100%的股权	1.81 亿元
桑德国际	2014.05	收购广东省东莞市虎门绿源水务有限公司	2.02 亿元
	2014.06	收购目标公司通辽市桑德水务 97.8%股权	1.92 亿元

数据来源：西南证券整理

三、公司核心竞争优势分析

（一）产业链完整，各环节优势互补

公司能为客户提供“一站式六维服务”，具备核心设备制造集成、工程建设及运营服务的能力，整个业务范围打通了污水处理的上中下全产业链，涵盖了水处理业务的各个环节。较单独的供应商而言，公司既能提供个性化服务，又能提供整套水处理系统的服务，竞争优势更为显著。

此外，公司的三个业务板块形成了优势互补，协同发展的格局。环境工程 EPC 业务能运用公司自产的污水处理设备，从而降低成本，提高系统运行的稳定性；另一方面，通过为客户提供优质产品及服务，也为后续运营业务的开展创造了商业机会，便于取得业务的延伸。

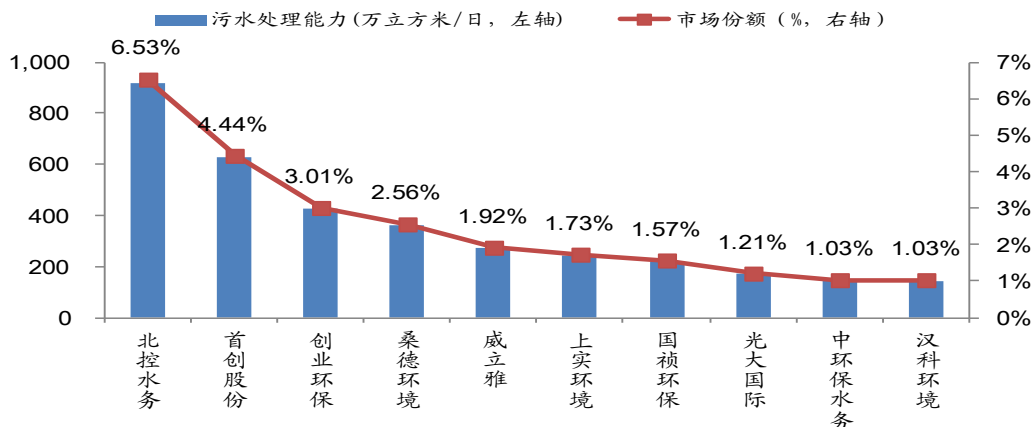
表 7：公司环境工程 EPC 业务中使用自产污水处理设备的比例（单位：万元）

项目	2011 年度	2012 年度	2013 年度
环境工程 EPC 业务收入	16,996.04	12,275.04	17,026.95
其中：自产设备	245.56	98.44	342.37
自产设备占比	1.44%	0.80%	2.01%

数据来源：公司招股说明书，西南证券

（二）规模总量较大，市场占有率高

根据中国水网《中国城市污水处理行业研究报告》，2012 年公司拥有污水处理能力 221.77 万立方米/日，市场份额达 1.57%，排名第 7，规模总量较大，位居全国前列。

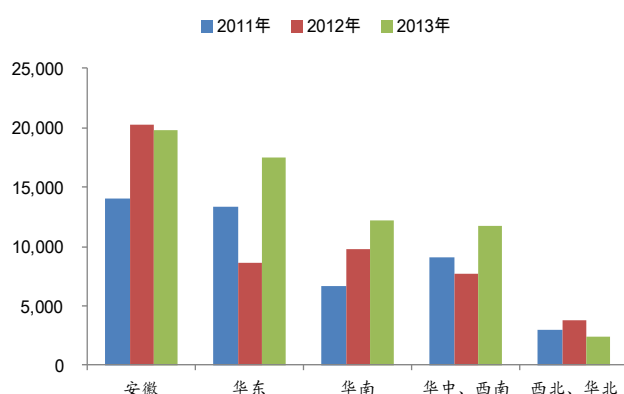
图 14：2012 年全国前 10 名水务企业污水处理能力和市场份额


数据来源：公司招股说明书，西南证券

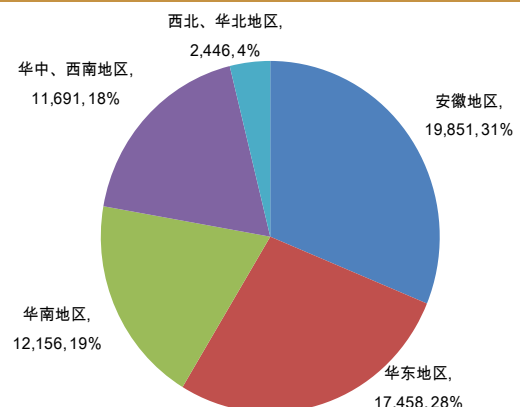
（三）在二、三线城市更具竞争优势，跨区域拓展能力强

公司定位清晰，共有 30 余家分、子公司，公司充分利用分、子公司的资源，以点带面，迅速占领市场，拥有的污水处理厂数由 2009 年的 10 余个迅速发展到目前的 52 个，污水处理能力超过 230 万吨/日。公司的项目广泛分布在五大片区七个省份，特别是在二、三线及以下中小规模城市的生活污水处理上，具备较强的科研实力和先进的管理水平，竞争优势更为显著。

除安徽地区市场以外，华东、华南、华中、西南地区均为公司贡献较高收入，2013 年华东、华南、华中、西南地区的收入均有较大的增长，外埠地区也持续获得新增订单，跨区域拓展能力较强。

图 15：公司主营业务收入占比（单位：万元）


数据来源：公司招股说明书，西南证券

图 16：2013 年公司各地区主营业务收入占比（单位：万元，%）


数据来源：公司招股说明书，西南证券

（四）技术水平领先，研发投入高

公司以市场为导向，坚持产学研相结合，与清华、北京工业大学等多所高校建立了合作，承担和实施了国家 863 课题，具备一批研发水平高、技术能力强、实践经验丰富的研究队伍，拥有独立自主开发能力。目前公司共有研发和技术人员 450 人，占职工总数的 29.9%，拥有高效脱氮除磷表曝型氧化沟、SBR 法污水处理工艺与设备及实时控制、氧化沟法城市污水处理厂节能降耗等核心技术，技术水平领先。

公司研发费用也逐年增加，2011-2013 年研发费用分别为 1,541 万元、1,699 万元和 2,058 万元，占营业收入比重均超过 3%。

表 8：公司核心技术情况

序号	核心技术名称	技术来源	技术水平	成熟程度	备 注
1	高效脱氮除磷表曝型氧化沟工艺技术	自主开发	国内领先	大量应用	集成创新，国家 863 课题成果，专利技术
2	SBR 法污水处理工艺与设备及实时控制技术	自主开发	国内领先	大量应用	集成创新，2008 年华夏科技进步奖一等奖，2009 年国家科技进步二等奖
3	氧化沟法城市污水处理厂节能降耗关键技术	自主开发	国内领先	大量应用	集成创新，专利技术
4	倒伞型表面曝气机开发与制造技术	自主开发	国际先进	大批量生产	集成创新，专利技术
5	污水处理厂远程监控及专家系统	自主开发	国内先进	推广应用	集成创新
6	低 C/N 比城市污水连续流脱氮除磷工艺与过程控制技术的应用	自主开发	国内先进	推广应用	2012 年国家科技进步二等奖

数据来源：公司招股说明书，西南证券

四、公司募投项目情况

公司此次拟发行股数不超过 2,206 万股，募集资金将用于涡北污水处理厂 BOT 项目等 7 个污水处理投资运营项目。募集资金到位后，将有效缓解公司正在投资建设的 BOT、TOT 项目资金需求压力，保证项目顺利推进，项目建成后将扩大公司运营项目规模，进一步提升公司的竞标能力及市场占有率。

表 9：公司募投项目

项目	项目总投资额（万元）	募集资金投入金额（万元）
涡阳县涡北污水处理厂 BOT 项目	4,319.41	3,100
宁海县宁东污水处理厂（一期）特许经营项目	4,177.57	3,100
宁海县城南污水处理厂（一期）特许经营项目	2,008.21	1,500
兰考县城市生活污水处理厂一期提标改造、二期扩建项目	7,740.00	4,000
繁昌县城市（南区）污水处理二期项目	3,294.04	2,400
淮北市经济开发区新区污水处理厂 BOT 项目	4,794.11	2,900
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	21,716.00	6,000
合计	48,049.34	23,000

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

五、盈利预测与估值分析

（一）盈利预测假设

假设条件一：公司募投项目按进度建设完毕，并且实现预期经济效益。

假设条件二：公司收入保持稳定增长，各项业务毛利率相对稳定。

假设条件三：所得税率为 15%。

假设条件四：

2014-2016 年污水处理运营业务收入增速为 18%、15%、15%。

2014-2016 年 EPC 工程建设业务收入增速为 150%、20%、15%。工程项目毛利率为 15%。

2014-2016 年销售设备收入增速为 20%、20%、20%。

假设条件五：按照公司 IPO 后总股本 8,822.65 万股进行测算。

（二）合理估值分析

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.75 元、0.95 元和 1.05 元。结合目前可比公司估值情况，我们认为公司 2014 年动态市盈率在 22-27 倍较为合理，对应 2014 年的 EPS0.75 元计算，我们认为公司二级市场的合理价值区间为 16.56 元-20.33 元。

六、风险提示

项目建设进展不及预期风险；市场竞争加剧导致毛利率下滑；应收账款回款风险。

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	70.95	146.45	171.39	196.91	营业收入	638.23	976.31	1142.59	1312.73
应收和预付款项	285.99	576.28	541.54	811.86	减:营业成本	392.00	665.33	786.72	908.12
存货	17.53	37.93	27.65	48.05	营业税金及附加	5.18	7.93	9.28	10.66
其他流动资产	41.09	41.09	41.09	41.09	营业费用	25.62	41.98	49.13	55.13
长期股权投资	1917.42	1817.42	1717.42	1667.42	管理费用	56.23	107.39	114.26	131.27
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	90.36	71.65	79.40	92.25
固定资产和在建工程	130.58	220.37	304.16	381.95	资产减值损失	0.57	2.00	3.00	4.00
无形资产和开发支出	140.55	134.11	127.67	121.24	加:投资收益	1.24	-1.00	-1.00	-0.50
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2125.28	2707.96	2864.23	3351.33	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	359.70	472.96	640.52	907.28	营业利润	69.50	79.02	99.80	110.78
应付和预收款项	214.61	369.47	299.27	454.23	加:其他非经营损益	1.16	1.16	1.16	1.16
长期借款	67043.44	67043.44	67043.44	67043.44	利润总额	70.66	80.18	100.96	111.94
其他负债	10.22	10.22	10.22	10.22	减:所得税	11.56	12.18	15.29	16.87
负债合计	1619.33	1887.45	1984.81	2406.53	净利润	59.09	68.00	85.67	95.07
股本	66.17	88.23	88.23	88.23	减:少数股东损益	1.37	1.57	1.98	2.20
资本公积	54.57	300.31	300.31	300.31	归属母公司股东净利润	57.73	66.43	83.69	92.88
留存收益	358.97	404.16	461.08	524.26	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	479.70	792.70	849.62	912.80	经营性现金净流量	-90.24	-115.57	60.31	-22.84
少数股东权益	26.25	27.82	29.80	32.00	投资性现金净流量	-80.70	-99.02	-99.02	-99.02
股东权益合计	505.95	820.52	879.42	944.80	筹资性现金净流量	167.27	290.09	63.64	147.38
负债和股东权益合计	2125.28	2707.96	2864.23	3351.33	现金流量净额	-3.67	75.50	24.94	25.52

数据来源: Wind, 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn