

未来看流域治理&政府项目下放

买入 维持

投资要点：

- 公司现状：受 EPC 项目多毛利相对较低+巢湖 DBO 项目开工影响，截止 2014Q3 公司收入增长迅速、利润微增
- 公司未来发展两个方向：1. 流域治理项目（巢湖 DBO 项目为公司样板工程）；2. 目前在政府手中的市政项目下放+并购扩张。

报告摘要：

- **公司现状：受 EPC 项目多毛利相对较低+巢湖 DBO 项目开工影响，截止 2014Q3 公司收入增长迅速、利润微增。**公司主要业务集中在 3-4 线城镇，承接生活污水处理 BOT、TOT、EPC 项目，目前在手运营 55 座污水处理厂（其中托管运营 28 个，BOT/TOT 特许经营权 27 个），污水日处理量 242.6 万吨，2013 年污水处理市场份额全国第七（1.57%）。根据最新的三季报，公司 2014 年初至 Q3 收入 7.22 亿元，净利润 0.42 亿元，同比增长 66.71% 和 1.63%，主要受 EPC 项目多毛利低+巢湖 DBO 项目开工影响，导致公司收入增长迅速、利润微增。
- **公司未来发展两个方向：1. 流域治理项目（巢湖 DBO 项目为公司样板工程）；2. 目前在政府手中的市政项目下放。**

流域治理：未来城市考核有可能从项目达标转向河流湖泊考核，河流湖泊达标难度大大增加，治理一条河需花费 10-20 亿，持续 30 年，目前全国 7 大水系 26% 为五类-劣五类水，未来面对的将是全国性流域治理形势，市场空间巨大。公司通过巢湖 DBO 项目，做成样板工程，为将来承接此类项目做技术储备和项目经验积累。

政府水资源下放+并购扩张：目前公司主营的市政污水治理项目，一半左右掌握在当地政府手中，未来在公共事业项目市场化的趋势下，这部分项目将下放；同时考虑到业内格局分散，未来必然整合，大型企业具备优势获得更多资源，强者愈强。

盈利预测：我们预计公司 2014-16 年的 EPS 为 0.69/0.72/0.84 元，维持“买入”评级。

| 主要经营指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 503.72 | 638.23 | 951.00 | 1062.00 | 1197.00 |
| 增长率 (%) | 8.83 | 26.70 | 49.01 | 11.67 | 12.71 |
| 归母净利润(百万) | 76.12 | 57.73 | 61.20 | 63.54 | 74.09 |
| 增长率 (%) | 33.63 | -24.17 | 6.02 | 3.83 | 16.60 |
| 每股收益 | 1.15 | 0.87 | 0.69 | 0.72 | 0.84 |
| 市盈率 | N/A | N/A | 55.43 | 53.39 | 45.79 |

环保研究组

分析师：

肖喆(S1180513070001)

电话：010-88085269

Email: xiaozhe@hysec.com

研究助理：

董宜安

电话：010-88085990

Email: dongyian@hysec.com

市场表现



相关研究

《格林美：产能陆续投产，业绩有望迎来拐点》

2014/10/28

《碧水源：收入增长良好，未来看异地扩张》

2014/10/26

《迪森股份：异地扩张逐渐走出“迪森模式”》

2014/10/24

《国祯环保：收入增利润平，EPC 业绩放量》

2014/10/23

《【宏源环保】美国汽车后市场简介》

2014/10/10

《环保风欲起：排污费提价，市场化在望》

2014/9/8

一、公司现状:受 EPC 项目多毛利相对较低+巢湖 DBO 项目开工影响, 截止 2014Q3 公司收入增长迅速、利润微增

公司主要业务集中在3-4线城镇, 承接生活污水处理BOT、TOT、EPC项目, 目前在手运营53座污水处理厂(其中托管运营28个,BOT/TOT特许经营权25个), 污水日处理量222万吨, 2013年污水处理市场份额全国第七(1.57%)。

2014年初至Q3收入7.22亿元,净利润0.42亿元,同比增长66.71%和1.63%

图1: 公司营业收入及净利润



图2: 公司资产及资产负债率



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理

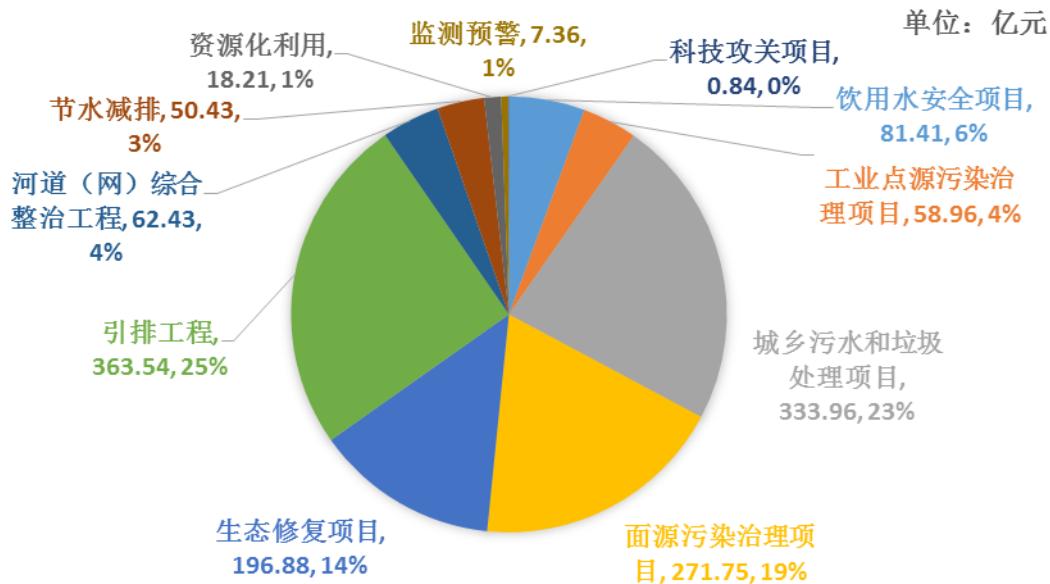
2014年以来, 公司“巢湖流域乡镇污水处理厂(含湿地)DBO 及配套管网建设项目”贡献 2.36 亿收入, 按照公告成本增加 2.56 亿系 EPC 项目增加所致, 按照 18% 的毛利率计算, EPC 收入增加 3.16 亿, 参照 2013 年 EPC 业务 1.7 亿收入计算, 2014 年前三季度 EPC 收入 4.44 亿元, 污水设备生产 0.425 亿元。

二、未来发展两个方向: 流域治理+政府水资源下放

公司发展思路明确, 抓住污水治理业务做深做细, 以节能降耗为核心, 综合膜技术与传统污水处理技术, 开展国内污水提标改造业务。未来发展的两个方向: 1.流域治理项目(巢湖 DBO 项目为公司样板工程); 2.目前在政府手中的市政项目下放。

1.流域治理: 未来城市考核有可能从项目达标转向河流湖泊考核, 河流湖泊达标难度大大增加, 治理一条河需花费 10-20 亿, 持续 30 年, 目前全国 7 大水系 26% 为五类-劣五类水, 未来面对的将是全国性流域治理形势, 市场空间巨大。公司通过巢湖 DBO 项目, 做成样板工程, 为将来承接此类项目做技术储备和项目经验积累。

图 3：2013 太湖治理投资详情



资料来源：公司公告，宏源证券研究所整理

以太湖治理为例，新(扩)建 141 座污水处理厂，处理能力累计增加 373 万吨/日，总投资不到 333 亿元。公司巢湖项目建设污水处理厂 21 个，日处理量 4.63 万吨，总投资 5.91 亿元，因带有湿地生态净化部分，故而每吨水处理投资费用高于太湖项目，但考虑到是公司第一流域治理的样本工程，未来的成本可以参考太湖数据计算。

以公司地处安徽省周围水系流域治理为有效市场进行计算，淮河+巢湖重点流域未来 30 年内将有 522.1 亿元市场空间，最保守计算，公司每年也能拿到 10 亿元项目，前景广阔。

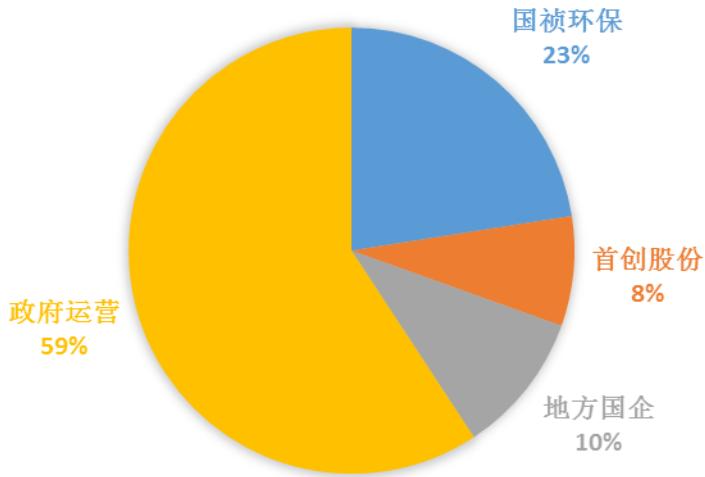
表 1：安徽省流域治理市场空间预测

| 万吨/日 | 淮河 | 巢湖 |
|----------|--------|------|
| 生活污水排放量 | 1567.1 | 75.1 |
| 生活污水处理量 | 634.2 | 35.1 |
| 缺口 | 932.9 | 40.0 |
| 市场空间(亿元) | 500.6 | 21.5 |

资料来源：宏源证券研究所整理

2. 政府水资源下放+并购扩张：目前公司主营的市政污水治理项目领域，一半左右的市政污水治理项目掌握在当地政府手中，以公司总部所在地安徽省为例，59%的污水处理厂由政府运营。未来在公共事业项目市场化的趋势下，这部分项目将下放，大型企业具备优势获得更多资源，强者愈强。

图 4：安徽省污水处理厂情况



资料来源：公司公告，宏源证券研究所整理

此外考虑到污水治理企业格局分散,今后必然整合,公司在东莞、广东已经做过几次小型收购。本次 18 号公司公告,增资海阳滨海北控水务公司,拥有 95.83% 股权,使公司 BOT/TOT 项目增加到 27 个,污水日处理量增加 4 万吨至 242.6 万吨, 显示公司逐渐开始步入整合三四线城市污水处理厂格局节奏中。

我们看好公司未来发展,预计公司 2014-16 年的 EPS 为 0.69/0.72/0.84 元,维持“买入”评级。

表 2：公司盈利预测及估值

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
| 主营业务收入 | 504 | 638 | 951 | 1,062 | 1,197 | | 货币资金 | 64 | 80 | 751 | 436 | 314 |
| 增长率 | 8.8% | 26.7% | 49.0% | 11.7% | 12.7% | | 应收账款 | 203 | 254 | 273 | 306 | 339 |
| 主营业务成本 | -313 | -392 | -664 | -741 | -830 | | 存货 | 15 | 18 | 20 | 22 | 25 |
| %销售收入 | 62.1% | 61.4% | 69.8% | 69.7% | 69.3% | | 其他流动资产 | 121 | 73 | 107 | 139 | 170 |
| 毛利 | 191 | 246 | 287 | 321 | 367 | | 流动资产 | 404 | 424 | 1,152 | 903 | 848 |
| %销售收入 | 37.9% | 38.6% | 30.2% | 30.3% | 30.7% | | %总资产 | 22.1% | 19.7% | 36.3% | 29.9% | 28.6% |
| 营业税金及附加 | -3 | -5 | -7 | -9 | -10 | | 长期投资 | 1,156 | 1,405 | 1,397 | 1,401 | 1,389 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.8% | 0.7% | 0.8% | 0.8% | | 固定资产 | 106 | 131 | 201 | 249 | 297 |
| 营业费用 | -22 | -26 | -37 | -43 | -49 | | %总资产 | 5.8% | 6.1% | 6.3% | 8.2% | 10.0% |
| %销售收入 | 4.3% | 4.0% | 3.9% | 4.0% | 4.1% | | 无形资产 | 153 | 174 | 171 | 163 | 170 |
| 管理费用 | -51 | -56 | -74 | -83 | -95 | | 非流动资产 | 1,426 | 1,724 | 2,022 | 2,120 | 2,119 |
| %销售收入 | 10.1% | 8.8% | 7.8% | 7.9% | 7.9% | | %总资产 | 77.9% | 80.3% | 63.7% | 70.1% | 71.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 115 | 159 | 169 | 187 | 214 | | 资产总计 | 1,829 | 2,148 | 3,174 | 3,023 | 2,966 |
| %销售收入 | 22.9% | 24.9% | 17.8% | 17.6% | 17.9% | | 短期借款 | 574 | 511 | 852 | 575 | 197 |
| 财务费用 | -53 | -90 | -95 | -107 | -121 | | 应付款项 | 224 | 215 | 294 | 301 | 292 |
| %销售收入 | 10.5% | 14.2% | 10.0% | 10.0% | 10.1% | | 其他流动负债 | 97 | 213 | 270 | 100 | 100 |
| 资产减值损失 | -2 | -1 | -1 | -1 | -2 | | 流动负债 | 894 | 939 | 1,416 | 976 | 589 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 长期贷款 | 432 | 670 | 908 | 1,146 | 1,384 |
| 投资收益 | 5 | 1 | 1 | 1 | 1 | | 其他长期负债 | 41 | 33 | 51 | 16 | 7 |
| %税前利润 | 6.1% | 1.7% | 1.3% | 1.2% | 1.1% | | 负债 | 1,368 | 1,642 | 2,376 | 2,138 | 1,980 |
| 营业利润 | 66 | 70 | 75 | 80 | 92 | | 普通股股东权益 | 440 | 480 | 770 | 856 | 955 |
| 营业利润率 | 13.1% | 10.9% | 7.8% | 7.5% | 7.7% | | 少数股东权益 | 21 | 26 | 28 | 29 | 31 |
| 营业外收支 | 19 | 1 | 1 | 1 | 1 | | 负债股东权益合计 | 1,829 | 2,148 | 3,174 | 3,023 | 2,966 |
| 税前利润 | 85 | 71 | 76 | 81 | 93 | | | | | | | |
| 利润率 | 16.9% | 11.1% | 7.9% | 7.6% | 7.7% | | | | | | | |
| 所得税 | -8 | -12 | -13 | -15 | -17 | | | | | | | |
| 所得税率 | 9.9% | 16.4% | 17.7% | 18.9% | 17.8% | | | | | | | |
| 净利润 | 77 | 59 | 62 | 66 | 76 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 非现金支出 | 10 | 14 | 17 | 18 | 19 | | | | | | | |
| 非经营收益 | 55 | 77 | 65 | 70 | 75 | | | | | | | |
| 营运资金变动 | -184 | -244 | -44 | 1 | -10 | | | | | | | |
| 经营活动现金净流 | -42 | -94 | 100 | 154 | 160 | | | | | | | |
| 资本开支 | -31 | -24 | -143 | -161 | -149 | | | | | | | |
| 投资 | -95 | -56 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 投资活动现金净流 | -126 | -81 | -143 | -161 | -149 | | | | | | | |
| 股权募资 | 0 | 4 | 233 | 0 | 0 | | | | | | | |
| 债权募资 | 212 | 265 | 602 | -205 | -42 | | | | | | | |
| 其他 | -57 | -101 | -120 | -104 | -91 | | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | 156 | 167 | 715 | -309 | -133 | | | | | | | |
| 现金净流量 | -13 | -7 | 672 | -316 | -122 | | | | | | | |

| 比率分析 | | | | | | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|--|--|--|--|
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | | | | |
| 每股指标 | | | | | | | | | | |
| 每股收益 | 1.150 | 0.872 | 0.694 | 0.720 | 0.840 | | | | | |
| 每股净资产 | 6.656 | 7.250 | 8.728 | 9.702 | 10.824 | | | | | |
| 每股经营现金净流 | -0.649 | -1.385 | 1.132 | 1.751 | 1.817 | | | | | |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | | | | | |
| 回报率 | | | | | | | | | | |
| 净资产收益率 | 6.05% | 6.16% | 4.67% | 17.28% | 12.03% | | | | | |
| 总资产收益率 | 4.16% | 2.69% | 1.93% | 2.10% | 2.50% | | | | | |
| 投入资本收益率 | 7.06% | 7.86% | 5.75% | 5.86% | 6.62% | | | | | |
| 增长率 | | | | | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 8.83% | 26.70% | 49.01% | 11.67% | 12.71% | | | | | |
| EBIT增长率 | 19.07% | 37.95% | 6.29% | 10.49% | 14.32% | | | | | |
| 净利润增长率 | 33.63% | -24.17% | 6.02% | 3.83% | 16.60% | | | | | |
| 总资产增长率 | 40.47% | 17.42% | 47.74% | -4.74% | -1.88% | | | | | |
| 资产管理能力 | | | | | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 105.9 | 111.1 | 69.9 | 78.3 | 86.7 | | | | | |
| 存货周转天数 | 18.8 | 15.2 | 12.7 | 14.3 | 15.8 | | | | | |
| 应付账款周转天数 | 166.9 | 141.2 | 75.2 | 77.0 | 74.7 | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 59.4 | 74.7 | 77.1 | 85.6 | 90.6 | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 204.18% | 217.82% | -89.70% | -62.80% | -28.57% | | | | | |
| EBIT利息保障倍数 | 2.2 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | | | | | |
| 资产负债率 | 74.79% | 76.45% | 74.86% | 70.73% | 66.76% | | | | | |

资料来源：宏源证券研究所

作者简介：

肖喆：宏源证券研究所环保及公用事业研究员，上海交通大学金融学硕士，4年从业时间。主要研究覆盖市政固废污水处理行业，危废、生态修复、餐厨、拆解资源化、生物质能源及节能等细分方向。覆盖A股及H股等海外环保板块。

董宜安：宏源证券研究所环保及公用事业研究员，北京大学环境科学博士，1年从业时间，目前主要研究方向与关注点为WEEE拆解、土壤修复、污水处理、环境监测仪器以及大气 VOCs、POPs 治理的投资机会。

机构销售团队

| | | | | | |
|----|---------|-----|---------------|-------------|------------------------|
| 公募 | 北京片区 | 李倩 | 010-88013561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | | 滕宇杰 | 010-88085297 | 18618343994 | tengyujie@hysec.com |
| | 上海片区 | 李冠英 | 021-65051619 | 13918666009 | liguanying@hysec.com |
| | | 吴蓓 | 021-65051231 | 18621102931 | wubei@hysec.com |
| | | 吴肖寅 | 021-65051169 | 13801874206 | wuxiaoyin@hysec.com |
| | | 赵然 | 021-65051230 | 18658849608 | zhaoran@hysec.com |
| | 广深片区 | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | | 赵越 | 0755-33352301 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| | | 周迪 | 0755-33352262 | 15013826580 | zhoudi@hysec.com |
| 机构 | 北京保险/私募 | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | 基金 | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| | 上海保险/私募 | 程新星 | 021-65051257 | 18918523006 | chengxinxing@hysec.com |

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|-------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上 |
| | 增持 | 未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20% |
| | 中性 | 未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5% |
| | 减持 | 未来6个月内跑输沪深300指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上 |
| | 中性 | 未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5% |
| | 减持 | 未来6个月内跑输沪深300指数5%以上 |

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。