



内功深厚，迎发展好时机

——国祯环保（300388）调研报告

2014年12月11日

推荐/维持

国祯环保

调研报告

报告摘要：

- 公司是污水处理行业龙头。**公司成立于1997年，是最早提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一。公司以技术为支撑，与国内多所高等院校和科研院所紧密合作；2010年公司引入九红株式会社作为战略投资者，使得公司提前在技术和视野方面达到国际先进水平；目前公司多数高管持有公司股份，公司内生动力强劲。
- 公司污水处理已完成全国化布局。**公司目前在8个省51个区县运营52个污水处理项目，总设计规模234.57万吨/日；其中BOT和TOT项目25个，总设计规模122.9万吨/日；托管运营项目27个，总设计规模为111.67万吨/日。公司托管运营项目到期后，有可能转为TOT的运营模式，因此公司当前控制的资产还有深挖盈利能力的潜力。
- 公司面临最好的发展机遇。**“水十条”即将推出，对污水处理行业的要求将再上一个台阶。我们认为未来流域治理的空间很大，“十二五”期间，流域治理的投入达3400亿；我们认为“十三五”期间，至少应在4000亿以上。公司目前已经接到巢湖流域治理的项目，未来流域治理持续投入，公司将受益。
- 引入战略投资者，拓宽国际视野。**公司2009年引入九红株式会社做为战略投资者，目前九红株式会社和九红商贸共持有公司22.5%的股权。九红株式会社是日本五大综合商社之一，目前在海外64个国家拥有118处分支机构，2013财年实现归属于母公司所有者净利润2109亿日元。在九红株式会社的引荐下，公司和日本的久保田合作成立久保田国祯环保工程科技有限公司，主要进行膜设备的生产和销售，使得公司在污水处理产业链条上更加完整，实力更强。
- 投资评级和盈利预测。**我们认为，公司技术实力强，机制灵活，内生动力强劲。未来几年污水处理行业将迎来最好发展时机，公司已做好准备，受益最大。我们预计公司2014-2016年营业收入分别为8.16亿元、10.04亿元和12.332亿元，基本每股收益分别为0.74元、0.92元和1.24元，对应PE分别为66.66X、53.5X和39.73X，维持公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	503.72	638.23	816.32	1,004.44	1,232.25
增长率（%）	8.83%	26.70%	27.90%	23.04%	22.68%
净利润（百万元）	76.12	57.73	65.04	81.04	109.13
增长率（%）	12.66%	24.61%	12.66%	24.61%	34.66%
净资产收益率（%）	17.28%	12.03%	11.66%	12.92%	15.13%
每股收益(元)	1.15	0.87	0.74	0.92	1.24
PE	42.73	56.48	66.66	53.50	39.73
PB	7.38	6.78	7.77	6.91	6.01

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512060003

刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

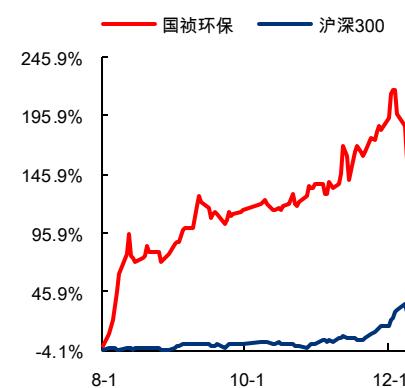
执业证书编号:

S1480513050002

交易数据

52周股价区间（元）	49.14-17.48
总市值（亿元）	43.35
流通市值（亿元）	10.84
总股本/流通A股(万股)	8823/2206
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	14.37

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《国祯环保（300388）：EPC项目结算，收入大幅增长》2014-10-23

目 录

1. 公司是污水处理行业龙头	4
1.1 公司是老牌污水处理专家	4
1.2 公司以技术为先导, 产研结合	4
1.3 公司股权结构合理, 内生动力强劲	5
2. 公司传统污水处理业务拓展空间巨大	6
2.1 公司污水处理厂盈利能力有望提高	6
3. 流域治理是公司看点	8
3.1 流域治理是治根型的综合治理手段	8
3.2 流域治理空间打开	9
3.3 流域治理投资大, 机会多	12
4. 海外战投增加公司实力	13
5. 盈利预测及投资建议	15

表格目录

表 1:公司获奖一览	4
表 2:公司管理层持股情况	6
表 3:公司污水处理项目一览	7
表 6:部分流域近三年水质变化	10
表 7:历年流域治理相关事件	11
表 8:《重点流域水污染防治规划 (2011-2015)》总投资额	12
表 9:重点流域水污染防治专项规划 2013 年度实施情况	12
表 11:公司盈利预测表	17

插图目录

图 1:“一站式六维服务”	4
图 2:公司与多家高校进行技术合作	5
图 3:公司股权结构图	5
图 4:公司 BOT 和 TOT 项目区域分布	6
图 5:公司托管运营项目区域分布	6
图 6:田纳西河流域的综合开发与治理	9
图 7:2013 年十大流域水质状况	9
图 8:2013 年省界断面水质状况	9
图 9:全国重点湖泊 (水库) 综合营养状态	10
图 10:地下水水质状况	10
图 11:九红株式会社组织结构图	14
图 12:久保田膜技术工艺特点	15
图 13:久保田膜技术工艺特点	15

公司是污水处理行业龙头

1.1 公司是老牌污水处理专家

公司成立于1997年,是我国生活污水行业市场化过程中最早提供“一站式六维服务”综合解决方案的专业公司之一,可以为客户提供包括研究开发、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 1:“一站式六维服务”



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

1.2 公司以技术为先导,产研结合

公司以技术为支撑,非常重视技术研发,与国内外高校、科研院所等都有着实质性的合作。有专门的工程技术研究中心,现为省级企业技术中心、市级工程技术研究中心,并设有国家批准的博士后科研工作站。

表 1:公司获奖一览

序号	获奖年份	奖项及等级	获奖课题名称	证书编号
1	2009	国家科技进步二等奖	SBR 法污水处理工艺与设备及实时控制技术	2009-J-231-2-06-D04
2	2008	建设部华夏建设科技技术 奖励一等奖	SBR 法污水处理工艺与设备及实时控制技术	2008-1-0203
3	2004	合肥市科学技术奖	SDS350-400 倒伞型表面曝气机	2003-D-09

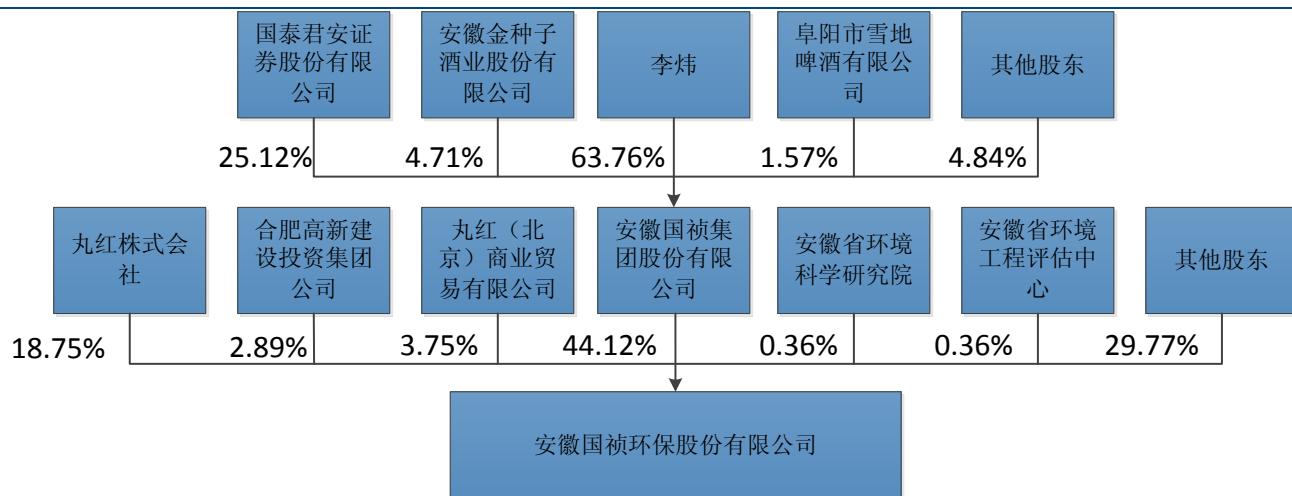
资料来源:公司网站,东兴证券研究所

图 2:公司与多家高校进行技术合作


资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

1.3 公司股权结构合理, 内生动力强劲

公司第一大股东是安徽国祯集团股份有限公司, 占公司股权比例为 44.12%, 实际控制人是李炜先生。李炜先生 1942 年出生, 汉族, 高级经济师。25 年电力系统行业从业经验, 1992 年开始任国祯实业董事长, 2011 年 1 月辞去国祯实业董事长、董事职务, 1994 年任国祯集团董事长兼总经理, 1997 年任国祯环保董事长, 现任公司董事长。

图 3:公司股权结构图


资料来源: 东兴证券研究所

公司目前多数高管持有公司股份, 8 名高管共持有公司 2.2% 的股份, 公司激励到位, 内生动力强劲。

表 2:公司管理层持股情况

序号	股东	持股数 (万股)	比例 (%)	在公司任职情况
1	王颖哲	50	0.57	副董事长
2	陈会武	25	0.28	副总
3	孟平	25	0.28	副总
4	贺燕峰	25	0.28	副总
5	王淦	25	0.28	副总
6	刘端平	25	0.28	副总
7	罗彬	15	0.17	监事
8	张洪勋	5	0.06	董事

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

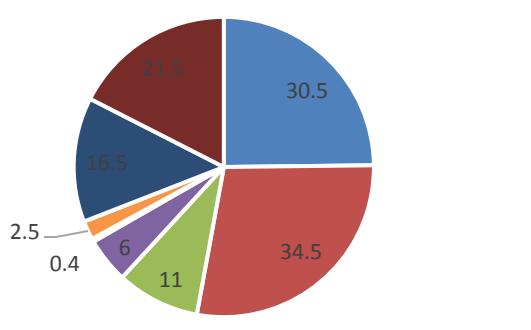
2. 公司传统污水处理业务拓展空间巨大

2.1 公司污水处理厂盈利能力有望提高

公司目前在 8 个省 51 个区县运营 52 个污水处理项目, 其中 BOT 和 TOT 项目 25 个, 总设计规模 122.9 万吨/日; 托管运营项目 27 个, 总设计规模为 111.67 万吨/日。从区域分布来看, 公司 BOT 和 TOT 项目分布占比较大的省份包括安徽(30.5 万吨/日)、广东(34.5 万吨/日)、江苏(21.5 万吨/日)和湖南(16.5 万吨/日)。托管运营项目主要分布在安徽省(74.788 万吨/日)和深圳市(25.48 万吨/日)。

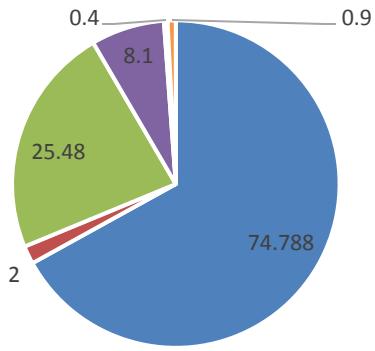
公司托管运营项目较多, 一方面反映了公司的技术和运营水平得到各地政府认可, 另一方面也因为公司上市前资本实力较弱, 有些项目暂时只能以托管运营的方式控制。未来随着公司资本实力进一步增强, 部分托管运营项目将有望转成 TOT 项目, 将进一步增大公司的盈利能力。

图 4:公司 BOT 和 TOT 项目区域分布 (单位: 万吨/日)



■ 安徽 ■ 广东 ■ 河北 ■ 云南 ■ 深圳 ■ 河南 ■ 湖南 ■ 江苏

图 5:公司托管运营项目区域分布 (单位: 万吨/日)



■ 安徽 ■ 江苏 ■ 深圳 ■ 湖南 ■ 广东 ■ 云南

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 3:公司污水处理项目一览

序号	项目名称	设计规模 (万吨/日)	运营方
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)
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
26	安徽省合肥经济技术开发区污水处理厂	20	托管运营
27	安徽省肥东县污水处理厂	5	托管运营
28	安徽省长丰县污水处理厂	2	托管运营
29	安徽省利辛县污水处理厂	4	托管运营
30	安徽省临泉县污水处理厂	2	托管运营
31	安徽省郎溪县污水处理厂	2	托管运营
32	江苏省宿迁市宿城区洋河污水处理厂	2	托管运营
33	深圳市龙岗区布吉河水质净化厂	20	托管运营
34	深圳市星河·丹堤项目生活污水处理站	0.48	托管运营
35	湖南省桂阳县城镇污水处理厂	3	托管运营
36	湖南省衡阳市南岳区污水处理厂	1	托管运营
37	湖南衡山县污水处理厂	2	托管运营

38	广东省台山市斗山污水处理厂	0.4	托管运营
39	湖南省株洲县污水处理厂	2	托管运营
40	云南省禄劝污水处理厂	0.6	托管运营
41	芜湖市朱家桥污水处理厂	22	托管运营
42	合肥市肥西县三河镇污水处理厂	0.5	托管运营
43	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
44	淮南市潘集污水处理厂	2	托管运营
福田区红树林修复示范区凤塘河河口水质净化工程委托			
45	运营管理项目	5	托管运营
46	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
47	合肥市滨湖区塘西河生态补水工程	5	托管运营
48	合肥高新区污水处理厂	0.5	托管运营
49	西畴县污水处理厂	0.3	托管运营
50	合肥蔡田铺污水处理厂	5	托管运营
51	亳州南部新区污水处理厂项目	2.5	托管运营
52	亳州市涡北污水处理厂项目	2	托管运营
合计		234.568	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

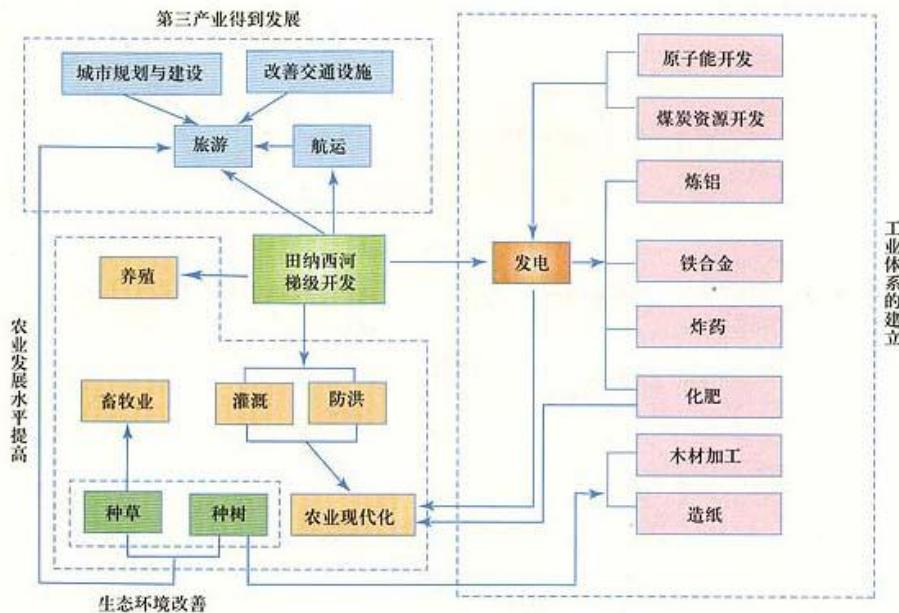
3. 流域治理持续推进，公司受益

公司 2013 年中标合肥市巢湖流域乡镇污水处理厂（含湿地）DBO 及配套管网建设项目，负责安徽省合肥市巢湖流域 21 个乡镇污水处理厂（含湿地）DBO 及配套管网的建设，合同总金额 5.9 亿元，拉开了公司进行流域治理的序幕。我们认为，中国的流域治理空间很大，而且有望成为未来 10 年的重点，因此公司依靠巢湖流域治理经验，有望率先发力。

3.1 流域治理是治根型的综合治理手段

流域治理是指以流域为单元进行综合规划，山、水、田、林、路综合治理。根据流域特点使用不同的水土保持措施，坡面上修水平梯田，造林、种草、沟道内建大小淤地坝，使工程措施、生物措施和耕作措施各尽其能，相互补充相互促进。流域治理的本质是通过综合性的方法，一方面防止环境继续污染，一方面加强环境的自净能力；同时在进行水体治理工程的时候考虑经济性和各种措施的协调性。流域综合治理涉及产业结构调整、资源开发利用、生态修复、生态治污、环境污染防治等一系列工程，是跨区域、多工程的综合性治理方案。

流域治理在国外技术成熟。以美国田纳西河为经典案例，它在综合利用河流水资源的基础上，结合本地区的优势和特点，强调以国土治理和以地区经济的综合发展为目标。规划的内容和重点也不断调整和充实，初期以解决航运和防洪为主，结合发展水电，以后，又进一步发展火电、核电，并开办了化肥厂、炼铝厂、示范农场、良种场和渔场等，为流域农工业的迅速发展奠定了基础。

图 6:田纳西河流域的综合开发与治理

图 3.20 田纳西河流域的综合开发与治理

资料来源：东兴证券研究所

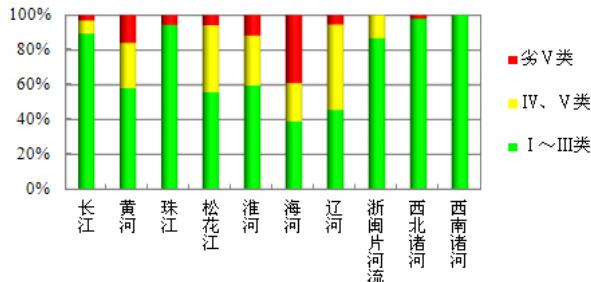
3.2 流域治理空间打开

我国流域治理开展较早, 小流域治理成果显著。建国以来以来, 政府非常重视流域治理和管理工作, 特别是 80 年代以后, 在总结历史经验的基础上, 大力推行了以小流域为单元的参与式流域治理和管理。截至目前, 在全国 30 个省、市、自治区先后开展治理和管理的小流域达 1 万多条, 流域面积近 60 万平方公里, 取得了显著的成效, 并积累了一套比较完整的经验。

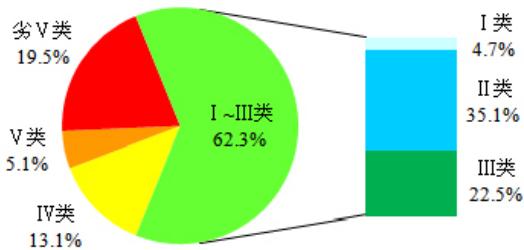
全流域治理进度缓慢, 改善仍有空间。全流域治理与小流域治理最大的不同在于治理范围。小流域一般指指流域面积在 30 平方公里左右的自然集水区; 而全流域治理, 指整条江河(湖泊)的治理, 需要各省、行政部门之间相互配合。目前我国水资源管理体制不完善, 多龙治水的现象仍然突出, 因此我国部分流域的治理进展缓慢。

根据《2013 年中国环境状况公报》, 长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河、浙闽片河流、西北诸河和西南诸河等十大流域的国控断面中, I ~ III 类、IV ~ V 类和劣 V 类水质断面比例分别为 71.7%、19.3% 和 9.0%。与上年相比, 水质无明显变化。主要污染指标为化学需氧量、高锰酸盐指数和五日生化需氧量。

图 7:2013 年十大流域水质状况
图 8:2013 年省界断面水质状况



2013 年十大流域水质状况



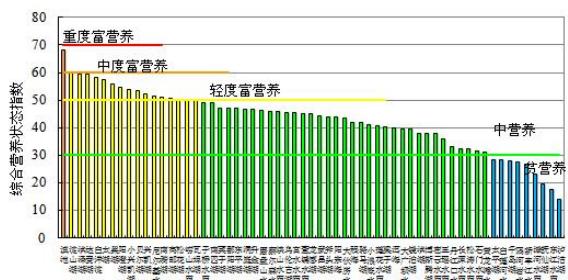
2013 年全国省界断面水质状况

资料来源：2012 年中国环境公告，东兴证券研究所

资料来源：2012 年中国环境公告，东兴证券研究所

2013 年，水质为优良、轻度污染、中度污染和重度污染的国控重点湖泊（水库）比例分别为 60.7%、26.2%、1.6% 和 11.5%。与上年相比，各级别水质的湖泊（水库）比例无明显变化。主要污染指标为总磷、化学需氧量和高锰酸盐指数。富营养、中营养和贫营养的湖泊（水库）比例分别为 27.8%、57.4% 和 14.8%。

图 9: 全国重点湖泊（水库）综合营养状态



2013 年重点湖泊（水库）综合营养状态指数

资料来源：2013 年中国环境公告，东兴证券研究所

图 10: 地下水水质状况



2013 年地下水监测点水质状况

资料来源：2013 年中国环境公告，东兴证券研究所

一方面是我国总体流域水质改善不明显，另一方面我国部分流域的水质仍在下降。黄河流域近三年的 I-III 类水质下降了近 11.7 个百分点，海河流域的劣 V 类水质仍然在上升。松花江流域和辽河流域的 I-III 类水质改善不明显，但劣 V 类水质比例下降，说明“十一五”期间辽河流域和松花江流域的治理工作取得初步成效。

表 4: 国内部分流域近三年水质变化

流域	水质分类	2011	2012	2013
黄河流域	I-III类	69.8%	60.7%	58.1%
	IV-V类	11.6%	21.3%	25.8%
	劣V类	18.6%	18.0%	16.1%
松花江流域	I-III类	45.2%	58.0%	55.7%
	IV-V类	40.5%	36.3%	38.6%
	劣V类	14.3%	5.7%	5.7%

海河流域	I-III类	31.7%	39.1%	39.1%
	IV-V类	30.2%	28.1%	21.8%
	劣V类	38.1%	32.8%	39.1%
辽河流域	I-III类	40.5%	43.6%	45.5%
	IV-V类	48.7%	41.9%	49.1%
	劣V类	10.8%	14.5%	5.4%

资料来源: 东兴证券研究所

国家对流域治理愈加重视。国家早在 2007 年, 就开始进行各流域综合规划修编工作; 2013 年国务院批复了黄河、海河、淮河、珠江、松花江和太湖的流域综合规划; 2014 年, 发改委和国务院再次强调流域水环境综合整治。我们预计 2015 年及“十三五”期间政府将继续强调综合、全面治理各流域。

表 5:历年流域治理相关事件

时间	事件
2014/8/27	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 会议强调, 要坚持定向调控, 以解决长远问题的办法确保当前经济社会平稳发展。紧扣结构调整, 加快推进一批“补短板”的重大工程建设, 这是促进提质增效升级的重要举措, 也有利于稳投资、促消费、惠民生。会议确定, 今明两年抓紧推进以下工程: 一是实施大气污染和 重点流域水污染防治 、天然林资源保护二期、退耕还林还草等工程, 推动改善生态环境。
2014/8/27	在第十二届全国人民代表大会常务委员会第十次会议上, 国家发展和改革委员会主任徐绍史发布了国务院关于今年以来国民经济和社会发展计划执行情况的报告, 报告中再次强调要继续加强节能减排和 生态文明建设 。 重点流域水环境综合整治 、土壤污染治理继续加强, 草原资源保护和京津风沙源、岩溶石漠化、黄土高原、青藏高原等重点区域综合治理加快实施
2014/8/4	为积极推动区域经济协调发展, 发改委召开会议, 会议提到生态文明建设是今明两年的工作重点, 加强 重点领域综合治理 , 继续做好太湖、渤海、丹江口库区及上游水污染防治工作
2013/3/2	国务院批复《黄河流域综合规划 (2012-2030 年)》、《海河流域综合规划 (2012-2030 年)》、《淮河流域综合规划 (2012-2030 年)》、《珠江流域综合规划 (2012-2030 年)》、《松花江流域综合规划 (2012-2030 年)》、《 太湖流域综合规划 (2012-2030 年) 》
2012/12/4	国家发展改革委地区经济司在云南省丽江市组织召开了“ 全国重点领域水污染防治工作座谈会 ”, 范恒山同志提出, 今后一个时期要以区域发展总体战略为指导, 科学制订重点领域治理规划;以流域综合治理为切入点, 全面落实重点领域各项治理任务;以项目实施的全过程管理为抓手, 切实保障流域治理效果;以创新体制机制为保障, 强化流域治理制度建设, 深入推进重点领域治理工作。
2012/1/12	中央 1 号文件和《国务院关于实行最严格水资源管理制度的意见》提出, 要把严格水资源管理作为加快转变经济发展方式的战略举措, 七大流域综合规划根据各自特点, 因地制宜, 从确保河流长久安澜、造福于国家和子孙后代作为出发点和立足点, 开展了大量的分析论证工作, 提出流域治理的方略、目标和重点
2011/1/10	国家发展改革委办公厅发布关于加强重点领域水污染防治项目管理的通知, 要求各级发展改革部门要提高认识, 加强管理, 严格按照国家有关规定, 切实抓好重点领域水污染防治项目管理工作, 确保项目按期建成, 尽快发挥投资效益
2009/5/14	水利部流域综合规划修编工作领导小组召开第三次会议, 听取了流域综合规划修编工作情况汇报, 对进一步做好全国流域综合规划修编工作进行了部署。

水利部、国家发展和改革委员会、国土资源部、建设部、交通部、农业部、国家环保总局、国家林业局、中国气象局、国家海洋局 10 部委联合印发《关于加强协作共同做好流域综合规划修编工作的通知》(水规计 2007/10/1 [2007]429 号)

资料来源: 东兴证券研究所

3.3 流域治理投资大, 机会多

根据《重点流域水污染防治规划 (2011-2015)》, 到 2015 年, 重点流域总体水质由中度污染改善到轻度污染, I - III 类水质断面比例提高 5 个百分点, 劣 V 类水质断面比例降低 8 个百分点。

根据规划, 初步确定规划骨干工程项目 6007 个, 估算投资 3460 亿元。其中, 城镇污水处理及配套设施总投资 1906 亿元; 工业污染防治项目总投资 425 亿元; 饮用水水源地污染防治项目总投资 83 亿元; 畜禽养殖污染防治项目总投资 55 亿元; 区域水环境综合治理项目总投资 990 亿元。

表 6: 《重点流域水污染防治规划 (2011-2015)》总投资额

流域	城镇污水处理及 配套设施		工业污染防治项 目		饮用水水源地 污染防治项目		畜禽养殖污染 防治项目		区域水环境综合 治理项目		合计	
	个数	投资(亿 元)	个数	投资(亿 元)	个数	投资(亿 元)	个数	投资(亿 元)	个数	投资(亿 元)		
松花江	239	192.56	186	37.39	67	23.89	87	8.78	53	35.12	632	297.73
淮河	513	278.12	366	117.4	32	12.42	201	13.12	197	91.27	1309	512.33
海河	517	419.86	369	81.35	10	3.31	118	5.58	127	175.89	1141	685.99
辽河	478	310.27	131	51.8	21	10.09	60	8.74	234	202.16	924	583.05
黄河中 上游	412	284.28	169	51.64	26	3.47	64	4.06	54	46.48	725	389.93
巢湖	82	50.72	23	9.66	4	7.55	13	9.71	45	35.55	167	113.19
滇池	35	148.59	5	4.41	6	3.61	1	0.13	54	263.41	101	420.14
三峡库 区及其 上游	429	222.54	142	71.24	55	18.63	89	5.44	293	140.23	1008	458.07
总计	2705	1906.93	1391	424.88	221	82.96	633	55.56	1057	990.11	6007	3460.43

资料来源: 东兴证券研究所

截止 2013 年末, 重点流域考核断面达标比例为 78.2%; 项目建设已开工和在建的比例为 66%, 正在进行前期工作和未开工项目的比例为 34%, 2014 年和 2015 年投资的力度仍然很大。

表 7: 重点流域水污染防治专项规划 2013 年度实施情况

流域	流域考核	项目建设情况
----	------	--------

	断面达标	已完成 (含调)	在建(%)	前期(%)	未启动(%)
	比例(%)	试) (%)			
松花江	79.4	30.4	33.5	28.2	7.9
淮河	93.3	56.3	21.6	12.7	9.4
海河	77.3	54	22	12.3	11.7
辽河	88	42	20.4	10	27.6
黄河中上游	70	37	29.5	21.4	12.1
巢湖	58.3	30.5	38.9	19.2	11.4
滇池	29	22.8	55.4	21.8	0
三峡库区及上游	75.5	16.5	21.4	34.3	27.8
长江中下游	93.8	49.1	21	12.4	17.5
合计	78.2	41.7	24.3	18	16

资料来源: 东兴证券研究所

如果按照《重点流域水污染防治规划 (2011-2015)》的治理目标和投资额静态推算, 如果要完全消除劣 V 类水质, 则需要投入 4000 亿以上的投资, 再考虑到随着劣 V 类水质比例降低治理难度越来越大, 流域治理投资还有巨大的想象空间。

公司在流域治理方面: 1、提前比其他公司意识到了市场机会, 已经开始提前着手准备, 目前公司已经成立了湖泊治理综合事业部, 随着经验积累将极大提高公司流域治理经验 2、公司技术全面而且综合, 污水处理工程、污水处理成套设备和膜技术等方面均有涉及, 迎合了流域治理综合性的要求。

4. 海外战投增加公司实力

2009 年, 丸红株式会社收购公司 30% 股权, 成为公司的战略投资者。丸红株式会社是日本具有代表性的大型综合商社, 自 1858 年创立以来, 至今已有一百四十多年的历史。公司总部设在东京和大阪, 资本金 1940 亿日元, 是日本五大综合商社之一。丸红株式会社主要从事国内、进出口贸易、国际间商品技术服务贸易, 并利用投资、融资等功能, 经营领域不断扩大, 目前在海外 64 个国家拥有 118 处分支机构, 2013 财年实现归属于母公司所有者净利润 2109 亿日元。

丸红株式会社拥有包括粮食、粮油、化学、能源、金属、运输机、电力·基础设施、成套设备、生活样式·纸浆纸张、信息·金融·房地产等 12 个事业部门, 其中电力·基础设施部门在全世界 4 个国家开展污水处理业务, 日平均处理 330.69 万立方米。

丸红株式会社在中国的水务业务包括: 1、与法国威立雅公司共同出资成立了“成都通用水务--丸红供水有限公司”(出资比率 40%), 开展面向四川省成都市的供水事业, 净水处理量规模达到 40 万立方米/天。2、污水处理事业方面, 丸红株式会社主要是参股公司 22.5% 的股份。公司目前是丸红株式会社在中国污水处理事业的主要平台。

图 11:丸红株式会社组织结构图



资料来源：东兴证券研究所

公司引进丸红株式会社后，国际视野大大拓宽，比如 2011 年，在丸红株式会社的帮助下，公司与日本株式会社久保田合作，共同成立“久保田国祯”，公司持股比例为 49.5%，主要从事基于 MBR 技术的水处理技术的开发、设计、工程、运营等，以及生产和销售自产膜设备组件。

久保田是日本最大的水处理设备制造公司之一，始建于 1890 年，总部设在大阪。久保田膜分离装置为膜分离设备。膜材质为氯化聚氯乙烯，属于微滤膜（平均标称孔径为 0.2μm）。其体积小巧能高纯净处理水，因而应用非常广泛，如净化槽（一体化废水处理设备）以及工业废水与生活污水处理等领域。膜分离系统清除的不仅仅是悬浮固体，还能清除大肠杆菌，因此处理水可直接回用。维护简单也是其一大主要优点，水处理设备设施仅需一小队员工即可管理。1998 年久保田为英国一处污水处理项目提供系统，从而将市场扩展到日本以外。久保田在欧洲和北美为主的市场持续面向生

活污水和工业废水处理项目提供浸没式膜分离系统; 2001 年久保田进入了中国市场, 在中国数万吨规模的污水处理厂得到采用并顺利运行。久保田将力求将其市场拓展至其他国家和地区, 其中包括中东、印度与东南亚。到目前为止, 久保田已向日本以外约 981 个项目提供了系统。目前, 就膜分离系统项目业绩数量而言, 久保田全球第一。

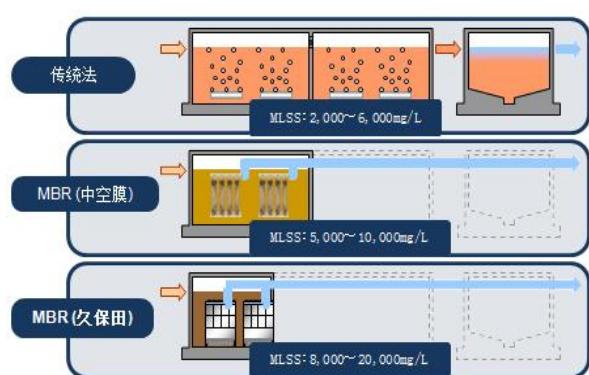
经过多年发展, 久保田的膜技术已经发展到一定水平。将平板膜的长寿命、易维护管理性、整体设计相适应的构造发挥至极限是久保田液中膜的特点。

适应整体设计的构造: 1) 通过高 MLSS 使设施整体小型化从而缩减土建费用 2) 不需反冲洗, 将电控·配线·运行相关成本降低到最少 3) 可直接放入好氧池, 不需另建膜池, 也无需药液清洗池。

长寿命: 1) 有很多 10 年以上未更换膜片的污水处理厂业绩, 其高性能经过了实际验证。2) 因其寿命长, 也将运营费用控制在最低限度。

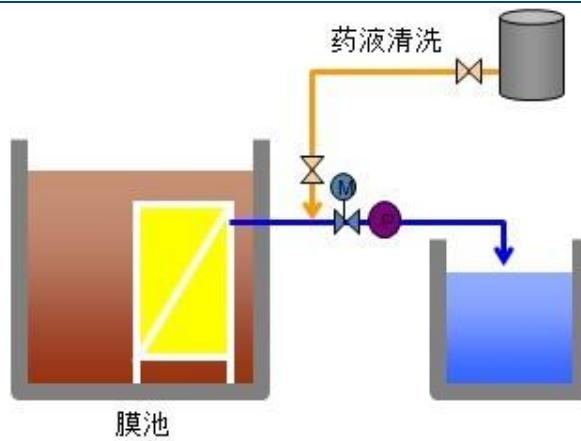
丰富的工程经验: 从位于南极的污水处理, 到石油、药品、食品废水等, 在多种多样的污水种类、处理工艺、运行环境中被广泛采用。

图 12:久保田膜技术工艺特点



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 13: 久保田膜技术工艺特点



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

公司与久保田的合作, 极大程度上提高了公司的技术水平和国际视野, 增强了公司的膜技术能力。即将出台的“水十条”强调工业废水处理和市政污水提标改造, 由于工业废水污染物的复杂性和市政污水高排放标准要求, 未来膜工业将迎来发展的“黄金十年”。膜技术也让公司的环境治理技术更加综合, 公司可参与的业务很大程度得到拓宽。

5. 盈利预测及投资建议

公司是安徽省污水处理行业龙头, 污水处理方面已经初步完成全国布局。公司以技术为先导, 提供综合性服务, 随着国家污水处理要求日趋严格, 专业性的环保服务提供

商必将胜出。公司提前引进战略投资者, 技术和视野均已与国际接轨, 具有很高的前瞻性, 有助于公司在下一轮行业发展中胜出。我们认为, 公司技术实力强, 机制灵活, 内生动力强劲。未来几年污水处理行业将迎来最好发展时机, 公司已做好准备, 受益最大。我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 8.16 亿元、10.04 亿元和 12.332 亿元, 基本每股收益分别为 0.74 元、0.92 元和 1.24 元, 对应 PE 分别为 66.66X、53.5X 和 39.73X, 维持公司“推荐”评级。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	404	424	555	681	833	营业收入	504	638	816	1004	1232
货币资金	64	80	106	131	160	营业成本	313	392	541	664	816
应收账款	178	210	291	358	439	营业税金及附加	3	5	7	8	10
其他应收款	25	34	44	54	66	营业费用	22	26	33	40	49
预付款项	60	32	37	44	52	管理费用	51	56	73	90	111
存货	15	18	74	91	112	财务费用	53	90	89	107	112
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1.80	0.57	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1426	1724	1799	1821	1842	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	19	19	19	19	19	投资净收益	5.15	1.24	0.00	0.00	0.00
固定资产	81.96	130.58	219.37	255.67	290.72	营业利润	66	70	73	95	134
无形资产	142	141	126	112	98	营业外收入	23.90	1.73	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.75	0.57	2.00	2.00	2.00
资产总计	1829	2148	2354	2501	2675	利润总额	85	71	79	101	140
流动负债合计	810	843	868	746	626	所得税	8	12	14	20	31
短期借款	456	360	590	422	244	净利润	77	59	65	81	109
应付账款	172	132	178	218	268	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	7	7	8	9	10	归属母公司净利润	76	58	65	81	109
一年内到期的非	118	152	0	0	0	EBITDA	267	308	188	230	275
非流动负债合计	559	799	902	1102	1302	BPS (元)	1.15	0.87	0.74	0.92	1.24
长期借款	432	670	870	1070	1270	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	1368	1642	1770	1848	1928	成长能力					
少数股东权益	21	26	26	26	26	营业收入增长	8.83%	26.70%	27.90%	23.04%	22.68%
实收资本 (或股)	66	66	88	88	88	营业利润增长	23.79%	5.50%	5.49%	29.99%	40.51%
资本公积	55	55	55	55	55	归属于母公司净利润	12.66%	24.61%	12.66%	24.61%	34.66%
未分配利润	295	332	367	411	470	获利能力					
归属母公司股东	440	480	558	627	721	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	1829	2148	2354	2501	2675	净利润率 (%)	15.21%	9.26%	7.97%	8.07%	8.86%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	4.16%	2.69%	2.76%	3.24%	4.08%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	17.28%	12.03%	11.66%	12.92%	15.13%
经营活动现金流	-43	-92	-13	161	185	偿债能力					
净利润	77	59	65	81	109	资产负债率 (%)	75%	76%	75%	74%	72%
折旧摊销	147.84	148.51	0.00	27.76	29.01	流动比率	0.50	0.50	0.64	0.91	1.33
财务费用	53	90	89	107	112	速动比率	0.48	0.48	0.55	0.79	1.15
应收账款减少	0	0	-80	-67	-81	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1	1	1	总资产周转率	0.32	0.32	0.36	0.41	0.48
投资活动现金流	-126	-81	-59	-50	-50	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.52	4.21	5.27	5.07	5.07
长期股权投资减	0	0	41	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	5	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.15	0.87	0.74	0.92	1.24
筹资活动现金流	156	167	99	-86	-105	每股净现金流(最新)	-0.21	-0.08	0.30	0.28	0.34
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.66	7.25	6.32	7.11	8.17
长期借款增加	0	0	200	200	200	估值比率					
普通股增加	0	0	22	0	0	P/E	42.73	56.48	66.66	53.50	39.73
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	7.38	6.78	7.77	6.91	6.01
现金净增加额	-14	-5	26	24	30	EV/EBITDA	15.73	14.12	30.30	24.79	20.69

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张鹏

金融学硕士, CPA, CFA。2011 年进入东兴证券研究所, 2013 年度中国证券业金牛分析师房地产行业第五名, 目前任电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司:

发电及电网: 郑电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业: 国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司:

煤炭: 中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网: 郑电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业: 国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

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。