

# 布局换挡期，2014年拐点确定

**买入 维持**

目标价格：40.40

## 投资要点：

- 公司未来三块业务八个方向，主攻固废+工业污水治理
- 公司未来会并购运营类项目，流动资产比重下降，固定资产上升
- 2014年为布局换挡期，2015年新签合同将达40亿

## 报告摘要：

- 公司未来三块业务八个方向，主攻固废+工业污水治理。公司在业务转型过程中，会在其中选择公司认为更有前途的方向。未来可能和桑德环境的业务范围更接近一些。现在上市后资金能力，会先把面撒广一点，八个业务方向都是公司的布局方向。
- 公司未来会并购运营类项目，流动资产比重下降，固定资产上升。公司主要业务模式是EPC, BT, BOT, 上市之后提升了支付手段和资金以及融资能力，未来并购会更加方便。业务拓展，产业链上下游的并购，会并购运营类资产。以前轻资产，现在流动资产比重下降，未来会持有不少固定资产。
- 2014年为布局换挡期，2015年新签合同将达40亿。公司成立前半段（2011年之前）净利润增速CAGR>100%，后面以布局为主，费用增长非常快，从利润角度，近两年较为平缓，2014年净利润相比于2013年大概下降10-15%之间。2014年算是业绩低点，但从市场开拓和技术储备来讲，还是比较理想的。2014年新签的合同额26亿，相对2013年15亿增长70%，2015年公司计划在2014年的基础上，新签合同增长50%，达到40亿元。
- 盈利预测：预计2014年-2016年净利润为1.26亿、1.64亿、2.28亿元，分别对应EPS为0.78元、1.01元、1.41元。参考同行业上市公司水平，给予2015年40倍估值，对应股价为40.40元，维持“买入”评级

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	653.76	782.00	813.18	1021.60	1424.05
增长率(%)	13.29	19.62	3.99	25.63	39.39
归母净利润(百万)	143.12	139.63	125.55	163.80	227.83
增长率(%)	14.61	-2.44	-10.08	30.46	39.09
每股收益	1.18	1.15	0.78	1.01	1.41
市盈率	-	-	23.46	17.99	12.93

## 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

《东江环保：保持稳健增长，加速异地扩张》

2014/10/28

《格林美：产能陆续投产，业绩有望迎来拐点》

2014/10/28

《聚光科技：收入利润双增，未来看并购》

2014/10/26

《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

《【宏源环保】美国汽车后市场简介》

2014/10/10

## 调研纪要:

### 公司出席人:

董秘、财务总监: 凌锦明

市场总监: 庄宁

证券经理: 郝海星

### 凌总简介公司概况:

#### ● 公司业务分三块:

1. **城市环境**, 填埋厂扩容、垃圾焚烧、污泥处置、医废和危废处置、餐厨垃圾处理、市政供水+污水处置;
2. **工业环境**, 工业废水、废渣处理;
3. **环境修复**, 工业场地修复、矿山修复、流域治理、地下水修复、填埋场修复及农田修复。

#### ● 公司未来会并购运营类项目, 流动资产比重下降, 固定资产上升。

公司主要业务模式是 EPC, BT, BOT, 上市之后提升了支付手段和资金以及融资能力, 未来并购会更加方便。业务拓展, 产业链上下游的并购, 会并购运营类资产。以前轻资产, 现在流动资产比重下降, 未来会持有不少固定资产。

#### ● 2014 年为布局换挡期, 2015 年新签合同将达 40 亿

1. 公司成立前半段 (2011 年之前) 净利润增速 CAGR>100%, 后面以布局为主, 费用增长非常快, 从利润角度, 近两年属于比较平缓, 2014 年净利润相比于 2013 年大概下降 10-15% 之间。
2. 2014 年算是业绩低点, 但从市场开拓和技术储备来讲, 还是比较理想的。
3. 2014 年新签的合同额 26 亿, 相对 2013 年 15 亿增长 70%, 2015 年公司计划在 2014 年的基础上, 新签合同增长 50%, 达到 40 亿元。

#### ● 公司判断未来中国固废处理会有很好的发展, 积极布局市政和工业固废处理业务。

1. 中国有全世界最多的人口: 城市环境和人口数量相关, 在垃圾处理领域, WM 年营业额 140 亿左右, 但美国人口是中国 1/4 不到。中国的龙头企业会有很大空间
2. 中国工业生产: 中国制造业大国, 工业指导过程中产生大量废弃物。
3. 中国历史残余多, 以前环保不到位, 导致的环保污染, 为环境修复带来机会。现在社会环境意识提高, 政策法规从严, 未来市场投入会更大。
4. 关于修复的盈利模式问题, 因为需要政府资金, 政府购买能力有限限制了环境修复的发展, 虽然环境修复有很大市场, 但很多制约因素, 企业也需要控制风险, 加快业务发展步伐, 并平衡企业其他资源配置。

## 投资者交流:

### 1. 问题: 未来发展是全方位的还是有侧重点?

**凌总:** 环保领域很大, 从公司自身来讲, 本来做固废起家的, 主要是垃圾处理领域, 后来延伸到水, 比如垃圾渗滤液, 对已污染场地的修复治理, 这个领域在中国比较新兴, 国内就是最近 3-5 年, 看好未来发展。未来有希望成为环境修复领域的行业龙头第一名。

目前公司三大板块 8 个业务方向, 技术方面, 互相会用到。在业务转型过程中, 会在其中选择我们认为更有前途的, 未来可能和桑德环境的业务范围更接近一些。现在上市, 有资金能力, 可以先把面撒广一点, 八个业务方向都是我们的布局方向。

### 2. 问题: 公司业务的重点布局和重点技术储备是哪些?

**凌总:** 目前公司三大板块比例: 城市环境和工业环境各占 30-40%, 环境修复 20% 左右。8 个业务方向有布局的长短期搭配, 每个周期, 业务都是动态的。

固废过去营业收入占比最大 (80%-90%), 现在大概一半左右。

**工业废水废渣处理:** 循环经济产业园, 现在业主倾向于给一家专业环保公司一揽子服务。这个领域目前增长比较快。

**水处理:** 尤其是工业污水处理, 公司之前没有做, 这个领域都是新增业务, 去年 EPC 污水处理订单将近 3 个亿。

**修复领域:** 订单体量不是太大, 现在两类业务比较多: 1、靠地价覆盖修复投入的, 比如地理位置比较好, 地贵; 2: 污染严重, 政府压力比较大的, 财政来出钱。其他的理论上需要修复, 但短期内, 财政支付能力不足, 比如农田, 修复花费高, 但没人出钱, 短期内形成不了订单。

### 3. 问题: 公司在找什么类型的并购? 什么时期启动?

**凌总:** 寻找两类并购:

1. 运营类资产 or 合同, 特许经营权。比如生活垃圾处理, 污水处理, 危废, 一般的工业废物;

2. 纵向的, 产业链里面独特的技术, 我们用得到的技术和装备。

这两年看了不少, 但要两厢情愿, 看着很好, 也要价格合适。上市前不具备大标的并购的能力, 会占用很多营运资金, 去年做了两个但不是太大。未来可能会做股权支付, 或者配套资金, 未来我们可能会加大力度。

### 4. 问题: 2014 年收入增长不是很快, 原因?

凌总：

1. 政府整体财政能力不好，政府背景客户受到限制，有些项目施工进展资金回款比较慢，我们会控制一下。
2. 我们的经营模式在转型，以前几乎都是工程，现在会慢慢成为运营类项目，运营类项目转化为收入，需要时间，业务时期比较长，短的1年，长的，3-5年，并且合同签订会有个过程。

所以2014年业务形成产值的增长，将会和2013年持平。但从业务增长的角度，合同比之前增长了70%

**5. 问题：新签合同结构？**

凌总：运营类45%、BT类10%、剩下45%主要是EPC。

因为2010和2011年，融了3.8亿，当时负债率很低，20%左右，银行授信额3亿左右，所以我们当时更愿意接受BT类项目，把钱利用起来。故而2013和2014年BT类较多，负债率上升到40%，导致我们限制了BT类项目到现在的水平。

**6. 问题：政府客户占比多少？**

凌总：政府60%，工业+企业40%。

**7. 问题：独贵塔拉和甘泉堡项目比较大，可否介绍一下进展情况？**

凌总：独贵塔拉项目仍然在前期，还在和设计院沟通，没有形成收入项目投资7-8亿，分期投入方式，去年已经投入几千万，第一期投入的2014年年底已经投入运营。工程收入几千万。一个做水，一个工业废渣。分别是30年和25年，针对对服务对象的产渣量和排水量，做分期投入，控制风险。预期他们可以产生多少量，我们投入多少。

独贵塔拉的园区规划都是我们做的，并且都是分期做的，要走一步看一步，园区入驻都是煤化工企业，争议比较大，不确定性比较大，油价下跌，煤化工是否可行和油价关系大。但活我们是揽下来了，下一步看每一个投资的步骤。

甘泉堡2015年上半年会开始做。

**追问：收费找园区管委会，还是企业？**

和园区签了BOT协议，和企业签了结算协议。园区有执法权利，企业交的钱都给我们，但园区有保底量。

**8. 问题：环境修复业务模式？**

凌总：订单两类：

1. 场地调查类，土壤+地下水修复。任何一个做之前都要做场地调查，以前都放在政府和科研院所，现在市场化。我们去检测分析。绝对数来讲，单子都不太大。

场地调查通常几万-几十万，几百万都算大的。

2.技术路线定了之后去实施。业务模式主要是EPC，少量BT，没有BOT。

**9. 问题：生活垃圾、污水、危废业务未来如何发展？**

**凌总：**填埋和焚烧都做，生活垃圾几大处理方式里面，填埋投资少，占地多，美国这样较多，日本焚烧多一些。中国一线城市焚烧更多一些，地少钱多；之前中国少有焚烧，但现在在增多。

**追问：焚烧技术储备？**

**凌总：**焚烧技术成熟，关键是怎么集成。我们这么多年人员储备和技术储备做了很多工作。

**10. 问题：未来几年收入增速，想法和战略？**

**凌总：**2014年是业绩拐点明确，未来几年每年40-50%增长希望比较大。

前几年储备比较多，未来才有可能。有订单储备，才会有个大的时间表。比如东方雨虹08年上市，营业额4个多亿，今年50多亿，利润3000万到6个多亿。虽然2010年和2011年没怎么增长，2013和2014年复合增长40%以上，就是因为之前做了市场布局和储备。

我们不管业绩，是为了布局。

**11. 问题：订单情况？**

**凌总：**13年15多亿，14年26个多亿，增长率70%，15年40亿订单，增长50%。

**12. 问题：BOT20亿，后面垫资压力大？**

**凌总：**运营类资产特点，现金流不同阶段，不同特点。建设期主要要掏钱，运营期，现金流逐步回流，周期相对比较长。项目运营后，30年。大概第六or第七年收回成本，未来收入比较好。现在，大部分新签，现金流压力会大一些。未来滚起来就好了。有多少钱办多少事。有钱做BOT，没钱做短平快。看自己能力。

**13. 问题：上市之后，未来几年会有资金压力么？**

**凌总：**短期问题不太大，现在融资方式比较丰富，银行授信额度比较大，以前没上市十几个亿，现在增加个20来亿没问题，现在很多产业资金都可以去做。用一些这方面的杠杆。投资方有资金，但对行业不了解，会来找我们一起成立基金。

**14. 问题：市政项目，存量资产有改造需求，扩容or环保不达标。工业核心驱动力**

是什么？

**凌总：**环保要求提高，技术进步，资源化利用成为可能。以前废渣随便倒，新环保法出来之后不行。此外，企业入园，管理更严格方便，方便提供园区一揽子服务。

**15. 问题：未来园区是业务重点？**

**凌总：**目前看到的两个大项目就是甘泉堡和独贵塔拉，现在还有新疆阜康。

都是煤资源丰富的地点，中国缺油缺气富煤，就地转化，变成油和气，运输成本下降。煤化工领域一般都会有有水的问题，富煤就缺水，污水回用，渣要回用，煤化工下游比较多。技术本身的成熟度是一个很重要的问题。工业园的存量模式会好一点，废物量确定性的我就敢投，如果是新入驻的工业园，我就要按照废物排放量控制前期投资节奏。

**16. 问题：子公司很多，且不赚钱，都是项目公司？**

**凌总：**都是项目公司：一种是已经有项目未来是项目实施主体，另一种是有意向，当地政府要求先成立公司，因为有的需要当地公司作为投标资格。

**17. 问题：土壤修复国家有政策迹象么？哪种污染需求比较旺盛？**

**凌总：**潜在需求非常大，实际做的连零头都不到，未来都要还的。未来刺激市场崛起的因素：1.技术进步成本下来；2.政府逐步有钱。从公司自身来看，重金属做的最多一些，占所有项目的7成以上。

**18. 修复成本，一立方米土所少钱？**

**凌总：**成本取决于：1.污染源，污染程度；2.修复目标。所以不同的修复成本差距很大。住宅修复目标最高，因为24小时有人，公园很少有长期呆在上面的人，便宜的百来块钱，贵的几千块钱。

**19. 问题：公司土壤修复的突出优势？**

**凌总：**公司历史都不长，我们重金属比较多，修复药剂，我们自己有独特配方。

**20. 问题：土壤修复做了多久？**

**凌总：**技术总监，2004年从美国回来，在美国工作8年，当时中国土壤修复萌芽，美国占比很多，中国未来会是很重要的环保投资领域，我们要搞这方面。从那时候我们开始技术储备。已经10年。真正形成土壤修复订单，实在最近的3-4年左右。

**21. 问题：株洲清水塘项目。签的很早，收入进展慢。**

**凌总：**土壤修复刚起步，政府部门不知怎么验收，治理主要用到中央财政的钱，有先后，中央希望把活干完给你钱，但企业有多少钱办多少事，湘江治理一共 595 亿，地方政府配套投入，地方不愿意投入，所以前期会缓慢一些。等几个项目做出来，出来工程样板、技术路线，会加快进度。

**22. 问题：土壤修复收入占比预期？**

**凌总：**几个领域都在增长，现在 20%，未来希望能在 25% 左右，更长周期应该会提升，国外都在 30% 左右。但短期没那么快。1-3 年计划，25% 比较现实。过去几年的增速比较快，是因为基数不一样，一开始都是零，都是增量。比如，水处理，以前没有，现在有了。

**23. 土壤修复订单情况？**

**凌总：**株洲清水塘，框架协议，120 亿里面含有土建、拆迁，真正 120 亿里面属于我们也就 30 亿，也不是 1-2 年能做完的，其他在手订单，每个标的都不高。

**24. 问题：土壤修复技术有哪些是主流？**

**凌总：**热脱附，封闭，隔离，固化，每个公司有自己擅长的地方，不同方法能达到相类似效果，关键在于是否有针对性。

我们的药剂配方独有，原材料配比；重金属污染治理，经验丰富。

固化稳定化技术，有技术储备。经验，项目数量最多的之一。

表 1: 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	654	782	813	1,022	1,424	货币资金	190	73	732	529	410
增长率	13.3%	19.6%	4.0%	25.6%	39.4%	应收款项	84	86	87	88	89
主营业务成本	-421	-515	-538	-673	-937	存货	436	548	610	672	734
%销售收入	64.4%	65.9%	66.1%	65.9%	65.8%	其他流动资产	29	37	45	53	61
毛利	233	267	276	348	487	流动资产	739	744	1,474	1,342	1,294
%销售收入	38.9%	43.9%	33.9%	34.1%	34.2%	%总资产	92.2%	81.9%	60.1%	55.5%	47.5%
营业税金及附加	-17	-16	-12	-14	-21	长期投资	376	726	876	726	877
%销售收入	1.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.5%	固定资产	106	105	104	350	550
营业费用	-16	-25	-35	-45	-62	%总资产	6.8%	13.4%	4.2%	14.5%	20.2%
%销售收入	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.3%	无形资产	0	0	0	1	1
管理费用	-47	-76	-117	-143	-197	非流动资产	482	831	980	1,076	1,428
%销售收入	10.6%	14.0%	14.3%	14.0%	13.8%	%总资产	7.8%	18.1%	39.9%	44.5%	52.5%
息税前利润 (EBIT)	152	149	112	147	208	<b>资产总计</b>	<b>1,221</b>	<b>1,574</b>	<b>2,454</b>	<b>2,419</b>	<b>2,722</b>
%销售收入	22.8%	24.5%	13.8%	14.4%	14.6%	短期借款	0	170	169	27	52
财务费用	5	9	10	12	17	应付款项	228	258	288	318	348
%销售收入	-0.8%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	其他流动负债	203	219	235	251	267
资产减值损失	4	-10	0	0	0	流动负债	431	647	489	679	995
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>431</b>	<b>647</b>	<b>489</b>	<b>679</b>	<b>995</b>
营业利润	161	148	121	159	225	<b>普通股股东权益</b>	790	928	1,746	1,808	2,043
营业利润率	24.6%	19.0%	14.9%	15.5%	15.8%	少数股东权益	20	18	16	15	12
营业外收支	3	11	19	25	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,221</b>	<b>1,574</b>	<b>2,454</b>	<b>2,419</b>	<b>2,722</b>
税前利润	164	159	141	184	255						
利润率	25.1%	20.3%	17.3%	18.0%	17.9%						
所得税	-22	-22	-20	-26	-35						
所得税率	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	13.6%						
净利润	142	137	121	158	220						
少数股东损益	-1	-3	-4	-6	-8						
归属于母公司的净利润	143	140	126	164	228						
净利率	21.9%	17.9%	15.4%	16.0%	16.0%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	142	137	121	158	220	<b>每股指标</b>					
少数股东损益	142	137	121	158	220	每股收益	1.181	1.152	0.777	1.014	1.410
非现金支出	-1	-3	-4	-6	-8	每股净资产	6.518	7.657	10.804	11.188	12.642
非经营收益	7	16	25	34	44	每股经营现金净流	-0.283	-2.243	0.712	0.534	0.682
营运资金变动	-4	-7	-10	-13	-16	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-178</b>	<b>-415</b>	<b>-17</b>	<b>-87</b>	<b>-130</b>	<b>回报率</b>					
资本开支	-34	-272	115	86	110	净资产收益率	6.05%	6.16%	4.67%	18.12%	15.05%
投资	-55	-14	-1	-271	-204	总资产收益率	11.72%	8.87%	5.12%	6.77%	8.37%
其他	-3	0	0	0	0	投入资本收益率	12.74%	8.53%	5.59%	6.67%	7.79%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>83</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>					
股权募资	25	-13	-1	-271	-204	主营业务收入增长率	13.29%	19.62%	3.99%	25.63%	39.39%
债权募资	0	0	707	0	0	EBIT 增长率	13.60%	-2.22%	-24.78%	30.99%	42.12%
其他	-14	170	-150	0	0	净利润增长率	14.61%	-2.44%	-10.08%	30.46%	39.09%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>-26</b>	总资产增长率	31.47%	28.91%	55.90%	-1.44%	12.53%
<b>现金净流量</b>	<b>-15</b>	<b>168</b>	<b>545</b>	<b>-18</b>	<b>-26</b>	<b>资产管理能力</b>					
						应收账款周转天数	37.8	38.1	38.7	39.2	39.8
						存货周转天数	296.1	334.1	393.1	435.2	477.2
						应付账款周转天数	102.3	115.8	129.3	142.7	156.2
						固定资产周转天数	59.0	48.9	46.5	125.0	141.0
						<b>偿债能力</b>					
						净负债/股东权益	54.56%	69.72%	28.01%	37.56%	48.70%
						EBIT 利息保障倍数	-30.4	-16.2	-11.7	-12.2	-12.4
						资产负债率	35.30%	41.10%	19.93%	28.07%	36.56%

来源: 宏源证券

**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**

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	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		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经营范围包括证券投资咨询业务。