

并购深蓝切入固废处理，园林环保双翼齐飞

核心观点：

- 公司拟以发行股份和支付现金相结合的方式，4.42亿元购买深蓝环保100%股权（现金支付1.105亿元，股权支付3.315亿元），并定增募集配套资金1.3亿元。购买资产发行价12.23元/股，发行2,710万股，定增募资发行价12.78元/股，发行1,017万股。募集的配套资金中5200万元用于支付交易的部分现金对价，剩余部分用于深蓝环保工程施工项目所需资金以及其他营运资金需求。此次并购对应2015年承诺业绩市盈率为13.8倍。交易完成后，公司总股本由6.44亿股增加至6.81亿股，涂善忠仍为公司实际控制人，持有公司29.44%股权。
- 并购发挥园林环保协同效应，提升盈利能力，打造新增长点。深蓝环保致力于为包括垃圾渗滤液、污泥和餐厨垃圾等在内的生物质固体废弃物及其副产物的无害化与资源化提供整体解决方案，营业收入包括环保工程建设、运营、商品销售，公司先后承接了近80个垃圾渗滤液处理项目，2014年实现营收/归母净利润1.31/0.12亿元，YOY+2.3/-23.5%。公司承诺2015-2018年实现净利润0.32/0.46/0.67/0.92亿元，预计增厚EPS分别为0.05/0.07/0.10/0.13元。
- 预计未来五年垃圾渗滤液处理市场容量年均125-200亿元，餐厨垃圾处理市场空间超550亿元。新标准的颁布实施将进一步促进垃圾渗滤液处理行业的快速发展。十二五期间我国城镇生活垃圾无害化处理总投资将达到2636亿元，是十一五的4.7倍。我国餐厨垃圾处理率仅为17%，尚处于起步阶段。
- 大刀阔斧推动商业模式、产业布局、区域布局转型升级，园林环保有望实现双翼齐飞。公司2014年实现营收/归母净利润31.61/3.98亿元，YOY+32.1%/30.5%，实现每股收益0.70元，拟10转15派0.62元。公司大力开拓市政园林业务，实现收入6.24亿元，YOY+629.93%，旅游度假园林实现收入3.81亿元，YOY+25.21%。公司全国布局基本完成，14年完成第一个海外地产园林业务；产业链延伸战略逐步落地。白马湖项目采用PPP模式，是国内首个以PPP公司合营模式进行的市政园林项目。我们判断此后公司有望通过外延扩张持续布局环保业务，实现园林与环保业绩双翼齐飞。
- 风险因素：应收款风险、经营风险、交易失败风险等。
- 盈利预测与估值：我们预测公司15/16/17年EPS分别为0.79/1.08/1.33元（考虑交易完成后摊薄股本），未来3年净利润CAGR达31.5%，根据行业可比估值及公司未来成长性，给予公司15年27-30倍PE，对应目标价21.3-23.7元，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	2393	3161	4130	5590	7000
增长率(%)	29.3	32.1	30.67	35.33	25.22
归母净利润(百万)	305	397.90	538.34	736.41	904.50
增长率(%)	26.9	30.5	35.29	36.79	22.83
EPS	0.45	0.58	0.79	1.08	1.33
PE	32	25	18	13	11

注：股价为3月16日股价，2015-2017年EPS考虑了交易完成后摊薄股本

普邦园林 (002663.SZ)

推荐 维持评级

目标价：21.3-23.7元

分析师

鲍荣富

☎：86-21-20252629

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

特此鸣谢

周松

☎：021-68596786

✉：zhousong_yj@chinastock.com.cn

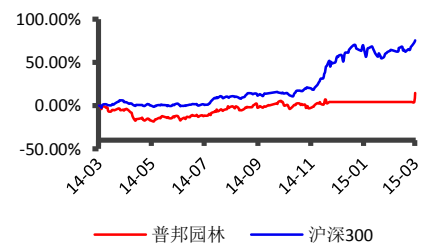
执业证书编号：S0130114120010

孟亚希对本报告亦有贡献

市场数据 时间 2015.03.16

A股收盘价(元)	14.40
A股一年内最高价(元)	18.59
A股一年内最低价(元)	11.25
上证指数	3449.3
市净率	3.28
总股本(万股)	64370.60
实际流通A股(万股)	25818.85
限售的流通A股(万股)	38551.75
流通A股市值(亿元)	36.12

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《公司跟踪报告-普邦园林(002663): PPP模式先行者，内外共驱业绩加速》

2014/10/27

《公司点评报告-普邦园林(002663):业绩增长稳健，市政园林与海外拓展显成效》

2014/07/30

目录

一、收购深蓝环保、切入环保行业.....	2
(一) 收购预案.....	2
(二) 深蓝环保概况.....	2
二、行业分析：垃圾渗滤液与餐厨垃圾处理发展空间广阔.....	3
(一) 固废处理行业市场超万亿，或将迎来黄金发展期.....	3
(二) 垃圾渗滤液处理年均市场容量 125-230 亿元.....	4
(三) 餐厨垃圾处理尚处于起步阶段，预计每年市场空间超 550 亿.....	6
三、公司分析：业务转型升级，产业链延伸加速业绩增长.....	7
(一) 业务转型升级，产业链与区域布局持续扩张.....	7
(二) 并购发挥协同效应，提升盈利能力，打造新增长点.....	9
(三) 公司未来业绩成长驱动因素.....	12
四、风险因素.....	14
五、投资建议.....	14

一、收购深蓝环保、切入环保行业

(一) 收购预案

公司拟以发行股份和支付现金相结合的方式，4.42 亿元购买深蓝环保 100% 股权(现金支付 1.105 亿元，股权支付 3.315 亿元)，并定增募集配套资金 1.3 亿元。购买资产发行价 12.23 元/股，预计发行 2,710 万股，募集配套资金发行价 12.78 元/股，预计发行 1,017 万股。募集的配套资金中 5200 万元用于支付交易的部分现金对价，剩余部分用于深蓝环保工程施工项目所需资金以及其他营运资金需求。交易完成后，公司总股本由 6.44 亿股增加至 6.81 亿股，涂善忠仍为公司实际控制人，持有 29.44% 股权。

表 1: 交易前后公司股权变化

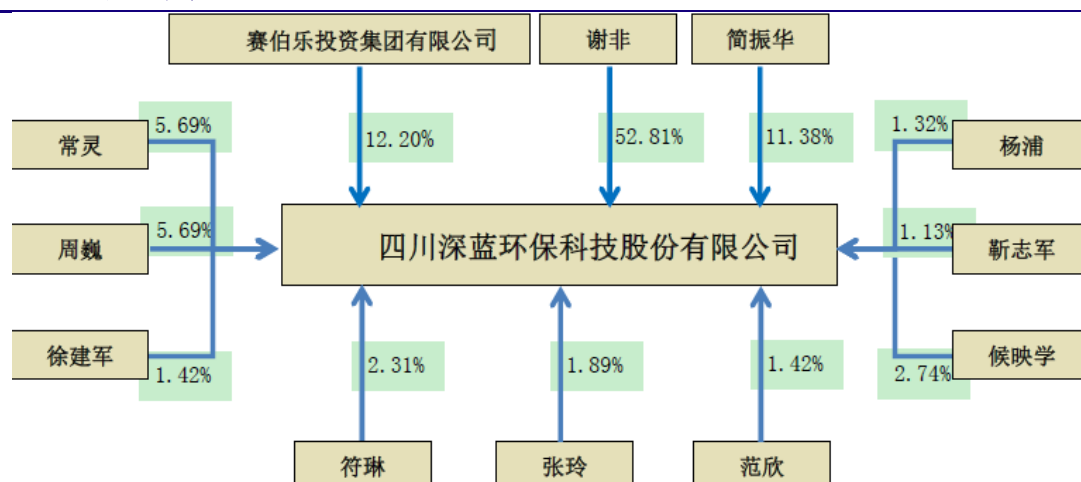
股东名称	交易前		交易后	
	持股数量(万股)	持股比例	持股数量(万股)	持股比例
涂善忠	20047.30	31.14%	20047.30	29.44%
黄庆和	11490.00	17.85%	11490.00	16.87%
谢非			1431.44	2.10%
其他交易对方			1279.11	1.88%
其他流通股股东	32833.30	51.01%	33850.51	49.71%
合计	64370.60	100.00%	68098.36	100.00%

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 深蓝环保概况

深蓝环保主营业务为生物质固体废弃物的无害化处理与资源化利用。公司依托自主研发的“中温厌氧+膜生物反应器+纳滤/反渗透”和“水热改性+中温厌氧消化”等组合工艺，为客户提供包括工艺设计、设备采购与集成、工程实施、系统运营等内容的一体化专业服务，实现包括垃圾渗滤液、污泥和餐厨垃圾在内的生物质固体废弃物及其副产物的无害化处理与资源化利用。其营业收入主要包括环保工程建设收入、运营收入、商品销售收入。

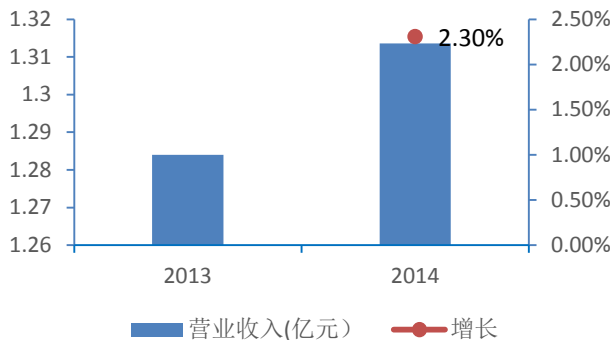
图 1: 深蓝环保股权结构图



资料来源: 公司公共, 中国银河证券研究部

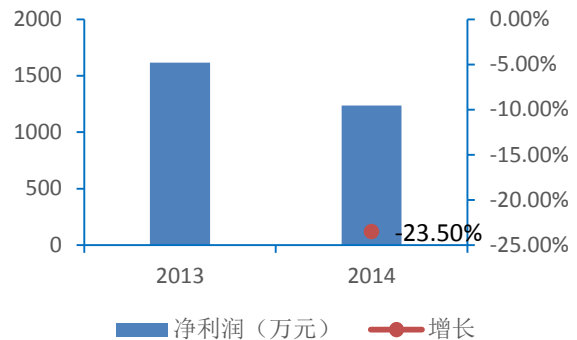
深蓝环保 2013-2014 年分别实现营业收入 1.28 亿元、1.31 亿元，实现净利润 1616.99 万元和 1236.93 万元。

图 2：收入及增长率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

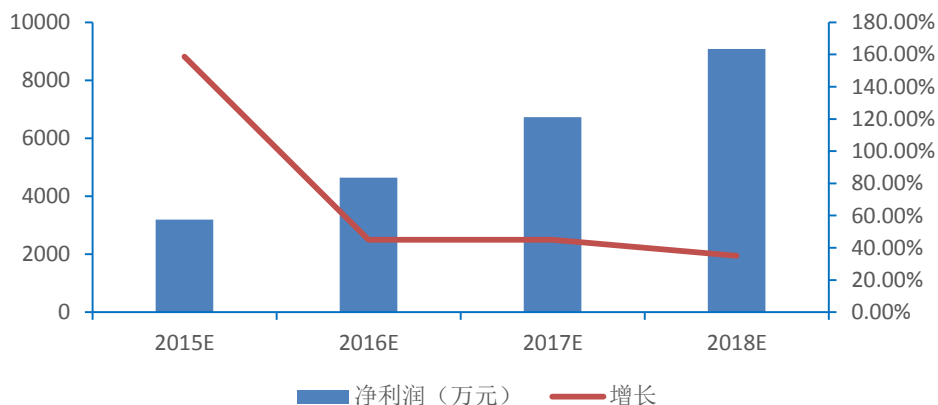
图 3：利润及增长率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

深蓝环保业绩承诺：2015 至 2018 年实现的净利润分别为 3200 万元、4640 万元、6728 万元和 9082 万元。交易完成后，照此推算增厚公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.05/0.07/0.10/0.13 元。

图 4：业绩承诺及增长率



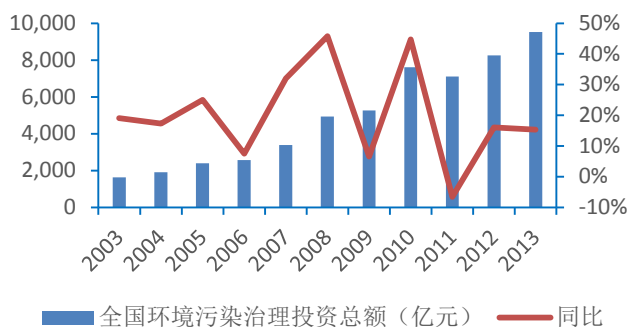
资料来源：公司公共，中国银河证券研究部

二、行业分析：垃圾渗滤液与餐厨垃圾处理发展空间广阔

（一）固废处理行业市场超万亿，或将迎来黄金发展期

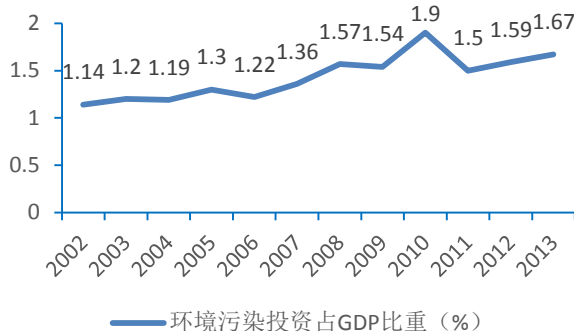
根据“十二五规划”，到 2015 年末，我国环保投资总额和固废处理额将分别达到 3.4 万亿和 0.8 万亿，预计 2020 年前，我国固废处理行业市场规模将超万亿。《2013-2017 中国固废处理行业市场前瞻投资战略规划分析报告》显示，未来几年固体废弃物规模将占环保投资总额的 30% 左右。在环保产业中，固体废弃物处理行业被认为是最具前景、最具发展潜力的领域。投资加大将带动固体废弃物处理设施建设规模增大，促进固体废弃物处理行业发展，我国固体废弃物处理行业将进入黄金发展期。

图 5：我国历年全国环境污染投资总额



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 6：我国历年全国环境污染投资占 GDP 比重



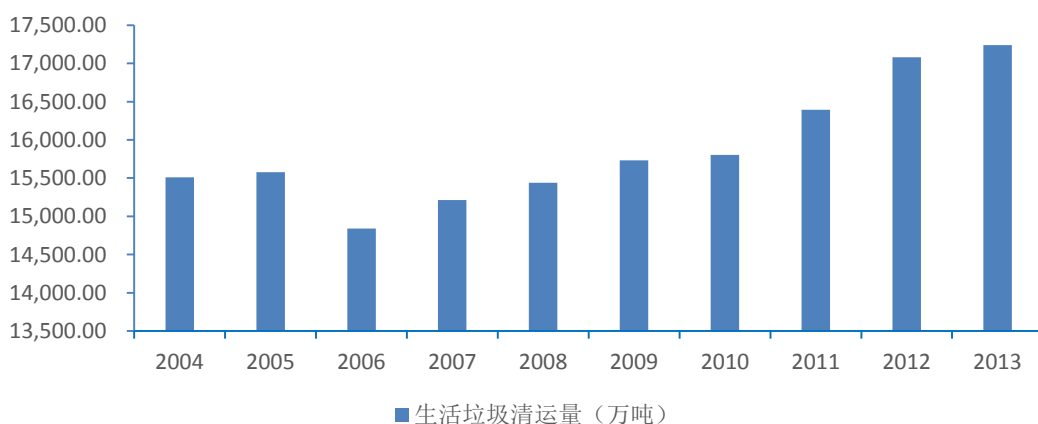
资料来源:wind, 中国银河证券研究部

（二）垃圾渗滤液处理年均市场容量 125-230 亿元

垃圾渗滤液，是指生活垃圾在堆放和处置过程中由于雨水的淋洗、冲刷，以及地表水和地下水的浸泡，通过萃取、水解和发酵而产生的二次污染物，主要来源于垃圾本身的内含水、垃圾生化反应产生的水和大气降水。

我国城市生活垃圾清运量 2000-2013 年间年均增速在 3%左右。2013 年我国城市垃圾生活清运量为 1.7 亿吨，随城市化率和生活水平提高而呈增长趋势，预计未来十年我国城市化率有望保持年增 1%，假设人均生活垃圾清运量不变，则未来我国 10 年内城市生活垃圾清运量有望保持 2% 的增长。

图 7：我国生活垃圾清运量情况



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

十二五期间我国城镇生活垃圾无害化处理总投资将达到 2636 亿元，是十一五 561 亿元的 4.7 倍。《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》指出到 2015 年，直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理，2015 年我国城镇生活垃圾无害化处理能力达到 87.15 万吨/日，较 2010 年增长 90%，年均增长 13.8%，2015 年后我国城市生活垃圾无害化处理率将得到明显提升。

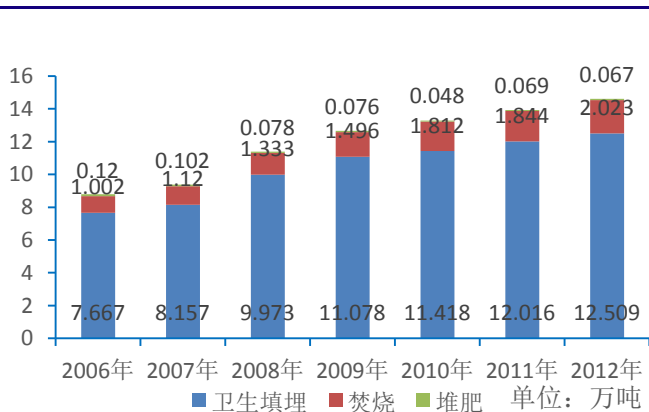
表 2：我国城市生活垃圾无害化处理主要目标

主要指标	2005 年	2010 年	2015 年目标	十一五新增	十二五新增
无害化处理设施 (座)	614	1076	1882	462	806
无害化处理能力 (万吨/日)	23.65	45.69	87.15	22.04	41.46
总投资 (亿元)				561	2636

资料来源：《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，中国银河证券研究部

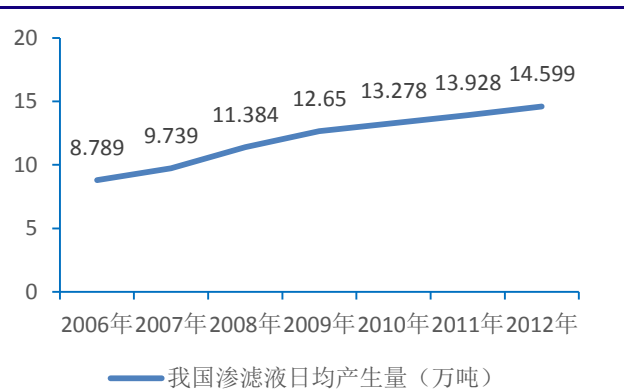
垃圾渗滤液产生量较大，目前已超过 13 万吨/日。渗滤液日均产量巨大。现阶段我国在垃圾分类工作方面发展缓慢，加上我国特有饮食文化，导致我国生活垃圾含水量较高，高于 50%。

图 8：我国垃圾渗滤液日均产生量分布



资料来源：中国银河证券研究部

图 9：我国垃圾渗滤液日均产生量变动



资料来源：中国银河证券研究部

预计未来五年期间国内垃圾渗滤液处理市场容量为 125-230 亿元左右。根据《2009-2012 年中国垃圾处理行业投资分析及前景预测报告》目前全世界垃圾年均增长速度为 8.42%，而我国垃圾增长率达 10% 以上，全世界每年产生 4.9 亿吨垃圾，我国每年就产生 1.5 亿吨城市垃圾，且目前我国城市生活垃圾累积存量已高达 70 亿吨，垃圾渗滤液实现达标处理已刻不容缓。

表 3：未来五年渗滤液市场空间测算

计算依据	基础数据来源	假设条件	计算结果
2015 年我国城市垃圾预计产量	国务院 2012 年颁布的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	到 2015 年，全国形成城镇生活垃圾无害化处理能力 87.1 万吨/日，基本形成与生活垃圾产生量相匹配的无害化处理能力规模，其中填埋处理规模 51.4 万吨/日，焚烧处理规模 30.7 万吨/日	预计 2015 年卫生填埋量为 18,761.00 万吨，焚烧量为 11,205.50 万吨，合计 29,966.50 万吨。
填埋、堆肥、焚烧三种垃圾处理方式产生的渗滤液的重量比	《垃圾渗滤液处理行业研究报告》	填埋、焚烧、堆肥三种方式产生渗滤液的重量比分别为 35%、25%、12%	2015 年，填埋、焚烧方式产生的渗滤液分别为 6,566.35 万吨、2,801.38 万

每吨垃圾渗滤液的投资规模标准	国家环保标准:生活垃圾填埋场污染控制标准(征求意见稿)编制说明	处理每吨渗滤液需要建设投资 6 万元-10 万元	吨,合计产生量 9,367.73 万吨,约合每天 25.67 万吨 2015,垃圾渗滤液建设总投资的规模达到 109 亿元-181 亿元
每吨垃圾渗滤液综合运行成本	新标准下我国垃圾渗滤液处理技术的发展方向;垃圾渗滤液处理问题反思与讨论—环境工程技术学报.2011,1(3);水工业市场,2011,8	处理每吨垃圾渗滤液综合成本约 30 元-60 元	2016-2020 期间我国垃圾渗滤液运营的市场规模每年约 25 亿元-50 亿元,运营市场总容量将达到 125 亿元-250 亿元

资料来源:中国银河证券研究部

新标准的颁布实施,提高了填埋场渗滤液处理标准,进一步促进垃圾渗滤液行业的快速发展。

我国于 2008 年 7 月 1 日正式开始实施环保部颁布的《生活垃圾填埋场污染控制标准》,对生活垃圾填埋场渗滤液处理提出了新要求,不仅提高了标准,而且规定现有和新建生活垃圾填埋场都应建有完备的渗滤液处理设施,渗滤液需经过处理后达到标准规定的排放限值才能直接排放。受此影响,国内垃圾渗滤液处理需求明显增加,迎来了第 2 波需求高峰。

表 4: 新旧标准渗滤液处理后出水水质比较

污染物	GB16889-2008		GB16889-1997		
	需特别保护地区	一般地区	一级标准	二级标准	三级标准
BOD5 (mg/l)	20	30	30	150	600
COD(mg/l)	60	100	100	300	1000
氨氮(mg/l)	8	25	15	25	
悬浮物(mg/l)	30	30	70	200	400
总氮(mg/l)	20	40			
总磷(mg/l)	1.5	3			
色度(稀释倍数)	30	10			

资料来源:《生活垃圾填埋场污染控制标准》(GB16889-2008),中国银河证券研究部

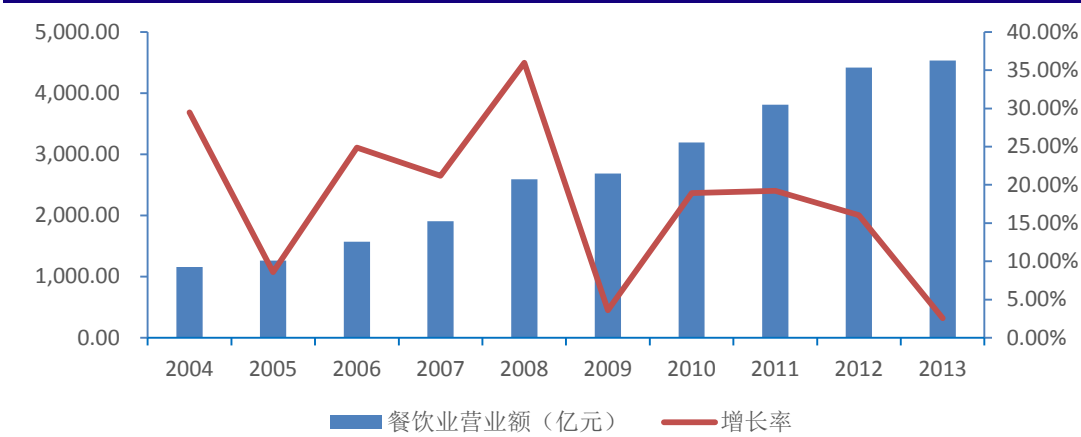
(三) 餐厨垃圾处理尚处于起步阶段,预计市场空间超 550 亿

我国餐厨垃圾处理尚处于起步阶段,处理率仅为 17%,预计市场空间超过 550 亿元。一方面我国垃圾产生量巨大,根据中国固废网发布的《2014 年固废行业政策与市场年度盘点及展望》,我国目前餐厨垃圾日产生量为 14.53 万吨/日;另一方面我国餐厨垃圾处理能力严重不足,截至 2013 年全国餐厨垃圾总处理能力约为 2.47 万吨/日,餐厨垃圾处理率仅为 17%。根据发改委调研,我国城镇人口的日均餐厨垃圾产生量为 0.15kg/天,假设目前产生的餐厨垃圾全部合法处理,以 50 万/吨的建设成本来测算,餐厨垃圾处理市场空间约为 550 亿元(11 万吨/日*50 万/吨)--727 亿元(14.53 万吨/日*50 万/吨)。

“十二五”规划要求到 2015 年,50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理,餐厨垃圾专项工程投资 109 亿元。规划要求厨垃圾处理设施数量力争达到 242 座,处理能力达到 3 万吨/

日。过去十年里，我国餐饮业取得了快速的发展，我国 2004 年餐饮业营业额为 1,160.50 亿元，而 2013 年餐饮业营业额已达 4,533.33 亿元，复合增长率为 16.35%。庞大的餐厨垃圾产生量与我国目前的餐厨垃圾处理能力形成了巨大的缺口。

图 10：过去十年餐饮业的营业额和增长率



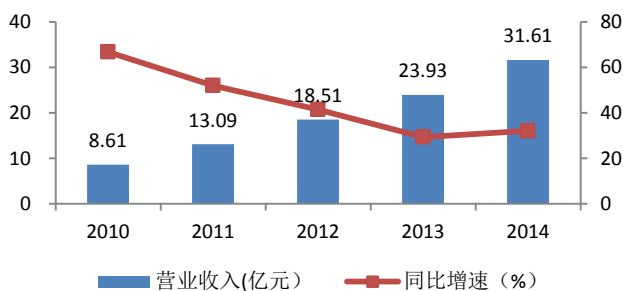
资料来源：wind，中国银河证券研究部

三、公司分析：业务转型升级，产业链延伸加速业绩增长

(一) 业务转型升级，产业链与区域布局持续拓展

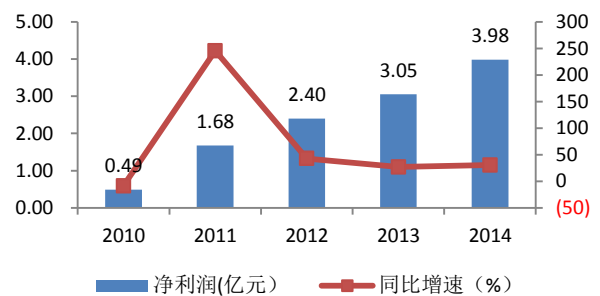
公司 2011-2014 年营收从 13.09 亿增长至 31.61 亿，CAGR 达 34.16%，同时期净利润从 1.68 亿增长至 3.98 亿，CAGR 达 33.31%，公司 14 年营收、归母净利润分别同比增长 32.06%、30.52%。

图 11：2010-2014 年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 12：2010-2014 年公司净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

分业务结构来看，公司 2014 年的工程施工、工程设计、园林保养业务分别实现收入 29.38 亿元、1.73 亿元、0.14 亿元，同比增长 32.80%、2.84%、8.88%。

图 13: 公司各主营业务收入结构情况 (2014 年)

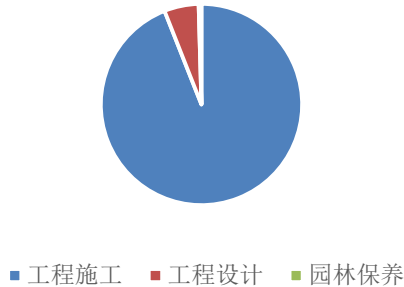
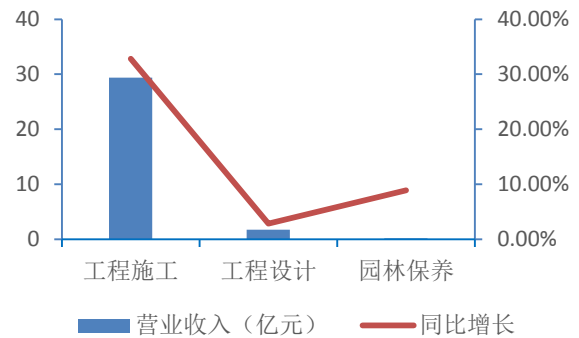


图 14: 公司主营业务收入结构及增长率 (2014 年)



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 15: 公司各主营业务收入 (亿元)

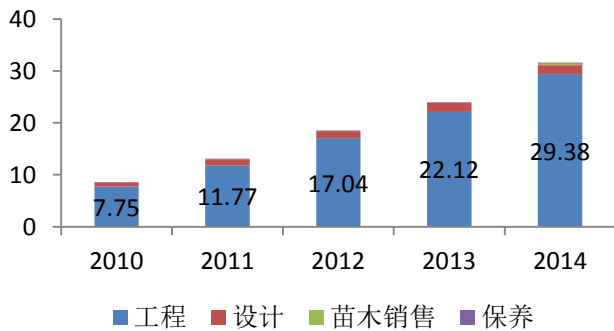
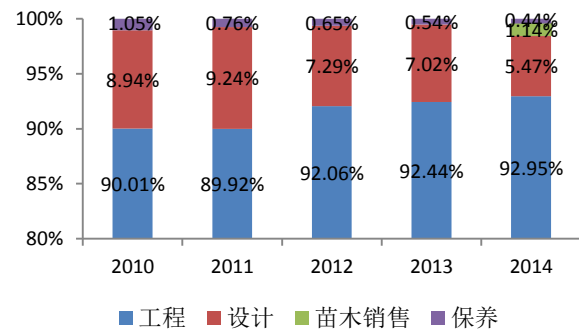


图 16: 公司主营业务构成



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

公司之前发展主要以地产园林为主, 目前也在积极拓展市政园林、旅游度假类项目。公司 2013 年成立市政工程分公司, 经过一年多的发展已基本运营成熟, 2014 年进一步开拓市政园林项目, 确认收入 6.24 亿元, 占总收入的 19.74%。旅游度假类项目 2014 年年度确认收入 3.81 亿元。2014 年公司住宅类、旅游度假类、市政类业务分别实现收入 21.56 亿元、3.81 亿元、6.24 亿元, 同比增长 7.62%、25.21%、629.94%。

图 17: 公司各主营业务分项目结构情况 (2014 年)

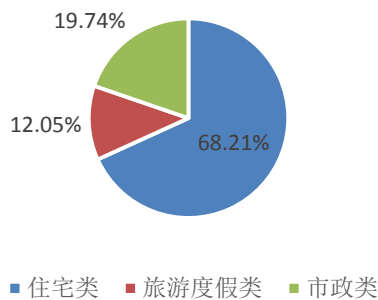
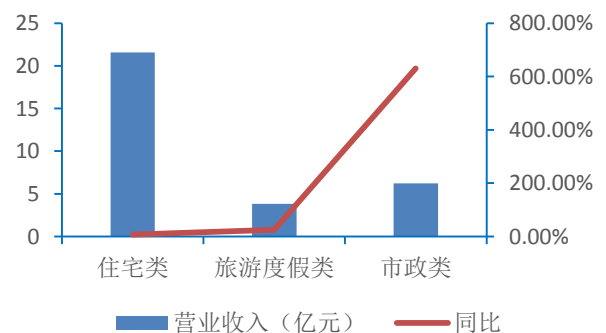


图 18: 公司主营业务分项目构成及增长率 (2014 年)



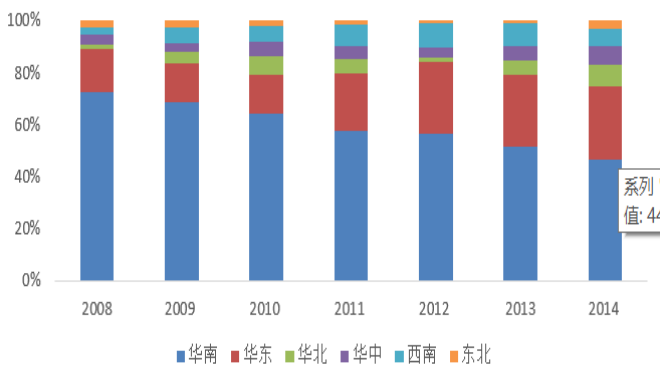
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

公司区域扩张持续推进, 全国布局基本完成。上市以来, 公司已经在全国建立了 14 家分公司, 已完成全国化布局, 国内业务除西南和华中地区收入增长低于 20% 以外, 其余都在 30% 以上, 尤其是东北和华北地区, 收入同比增长分别为 195.18% 和 52.74%, 华南和华东地区也表现良好, 收入同比增速分别为 30.41% 和 30.18%。

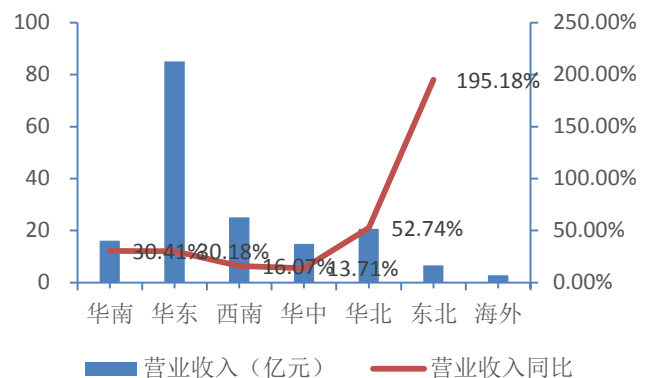
14 年公司开始拓展海外市场, 完成第一个海外地产园林业务。14 年全年海外业务收入 2774 万元, 占全年营业收入比重 0.88%。

图 19: 2008-2014 年公司主营收入区域占比结构图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 20: 2014 年公司各区域主营收入情况图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司产业链延伸战略逐步落地: 13 年 4 月公司以自有资金 3386 万收购城建达 90% 股权, 进一步开拓和细化公司设计业务市场; 13 年 12 月公司以 1.07 亿港币收购泛亚国际 34% 股权。

泛亚国际于 14 年 6 月 25 日在香港联交所正式挂牌上市。依据业绩承诺: 2013-2015 年, 泛亚国际的合并经营性现金流净额较过去三年平均值逐年增长率不低于 12%, 预计 14、15 年泛亚国际投资收益分别约为 1060 万元、1180 万元, 分别占公司 14/15 年预测净利润的 2.5%、2.1%。

表 5: 公司收购参股公司概况

收购公司	时间	收购对价	持股比例	主营业务
城建达	13 年 4 月	3,386 万元 (净资产收购)	90%	拥有建筑、市政、城市规划编制等多项设计资质和工程监理、招标代理、房屋安全鉴定资质
泛亚国际	13 年 12 月	10,685 万港币	34%, 泛亚国际上市后变更至 25.5%	主要从事公共开放空间及主题公园景观设计、住宅及商业地产景观设计等业务

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 并购发挥协同效应, 提升盈利能力, 打造新增长点

2014 年深蓝环保实现归母净利润 1237 万元, 2015 承诺净利润为 3200 万元, 本次交易估价 4.42 亿元, 对应 2014 年市盈率为 35.73 倍, 对应 15 年的承诺业绩市盈率为 13.81 倍。

表 6: 深蓝环保利润情况

项目	2014 年实现数	2015 年承诺
深蓝环保交易价格 (万元)	44200	

深蓝环保归属于母公司净利润 (万元)	1236.93	3200
交易市盈率	35.73	13.81
项目	2014年12月31日	2015年12月31日
深蓝环保归属于母公司的所有 者权益(万元)	13658.09	
交易市盈率	3.24	

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

可比上市公司平均市盈率(TTM)为73.4倍, 平均2015年预测市盈率为42.7倍, 平均市净率为5.9倍, 本次收购的市盈率、市净率均低于行业平均水平。

表 7: 可比上市公司市盈率市净率比较

公司	PE (TTM)	PE (2015E)	PB
桑德环境	30.2	22.6	4.7
凯美特气	130.4	44.7	7.4
国电清新	70.0	41.3	7.8
东江环保	57.9	36.2	6.0
碧水源	43.5	25.2	6.8
中电环保	60.4	46.2	5.4
永清环保	132.2	71.6	8.0
维尔利	67.3	44.4	4.4
国祯环保	78.1	48.8	5.3
中电远达	67.0	34.4	3.3
高能环境	70.7	53.8	5.7
平均	73.4	42.7	5.9
深蓝环保	35.7	13.8	3.2

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

深蓝环保致力于高科技环保事业, 专注于生物质固体废弃物及其副产物的无害化处理与资源化利用, 致力于为包括垃圾渗滤液、污泥和餐厨垃圾等在内的生物质固体废弃物及其副产物的无害化与资源化提供整体解决方案, 为业主提供包括工艺设计、设备采购与集成、工程实施、系统运营等内容的一体化专业服务。截至2014年底, 深蓝环保先后承接了近80个垃圾渗滤液处理项目, 成为行业内承接垃圾渗滤液处理项目数量最多的企业之一。

表 8: 深蓝环保承接过的工程项目

项目名称	相关介绍
淄博10万吨/年污泥水热无害化处置工程项目	国家“863计划”示范工程
四川长宁垃圾填埋场渗滤液处理工程	国内较早成功将中控纤维膜用于垃圾渗滤液处理的领先企业
丽江市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点工程	国内较早运用水热技术进行餐厨废弃物资源化利用和无害化处理的工程项目
峨眉山项目	国内首批成功运用MBR膜技术进行垃圾渗滤

	液处理的代表工程
眉山项目	因渗滤水质复杂, 经过其他单位前后两次建设, 均为达到渗滤液处理标准的排放要求, 由深蓝环保承接改建后稳定达标运行至今
丽江古城项目	高原渗滤液处理的代表工程
黄山市项目	安徽省重点改扩建工程

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

目前国内从事渗滤液处理的企业分为两个梯队, 第一梯队企业数量较少, 产品技术含量较高, 能够提供垃圾渗滤液处理工程一体化服务, 主要靠技术和质量竞争; 第二梯队企业数量较多, 但多数企业产品技术含量较低、无自主知识产权, 无法提供渗滤液处理工程一体化服务, 主要依靠低价竞争。**第一梯队主要有天地人、维尔利、郑州蓝德和武汉天源等, 其中维尔利市场占有率在 10% 左右, 天地人占有率在 8.7% 左右。**

表 9: 国内垃圾渗滤液行业竞争情况

企业名称	基本情况	主要技术	项目情况
天地人	专业从事垃圾渗滤液处理, 依托碟管式膜处理技术及其衍生工艺为客户提供包括设备销售、工程施工、技术咨询和托管运营等高质量的一体化服务	MBR-DTRO (碟管式)	承建项目 120 个以上, 市占率 8.7% 左右
维尔利	专业从事垃圾渗滤液处理, 为客户提供交钥匙工程及委托运营服务	MBR-NF/RO (卷式)	市占率 10% 左右
深蓝环保	专注于生物质固体废弃物及其副产物的无害化处理与资源化利用, 致力于为包括垃圾渗滤液、污泥和餐厨垃圾等在内的生物质固体废弃物及其副产物的无害化与资源化提供整体解决方案	“膜生物反应器+纳滤/反渗透	近 80 个
郑州蓝德	香港水气有限公司在郑州设立的子公司, 致力于废水废气处理工艺开发和实施	MBR	承建项目几十个

资料来源: 中国银河证券研究部

深蓝环保在垃圾渗滤液领域已形成了具有自主知识产权的包含多项专利技术和专有技术的系统性整体解决方案。(1) 在国内从事垃圾渗滤液处理的企业中, 深蓝环保是较早成功运用“膜生物反应器+纳滤/反渗透”工艺的厂商。(2) 深蓝环保不仅是国内较早成功将中空纤维膜运用于垃圾渗滤液处理的领先企业, 而且也是较早成功运用外置式中空纤维膜设备的服务商。(3) 在垃圾渗滤液处理技术中, 深蓝环保通过多项创新性技术的运用, 有效降低了全套工艺流程的运行能耗水平。(4) 深蓝环保提供整体解决方案的垃圾渗滤液处理系统运行成本较低, 具有系统运行成本优势。(5) 深蓝环保针对污泥和餐厨垃圾开发的“水热改性+中温厌氧消化”组合工艺与传统厌氧消化工艺相比, 技术优势明显。

图 21: 渗滤液处理工艺流程图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司已构建了较为完整的园林行业产业链，成为能够为客户提供一体化服务的园林综合服务商，通过本次并购可以快速切入环保行业，实现在环保行业的突破，为公司的持续稳定发展打造新的业务增长点。并购有利于发挥公司与深蓝环保的协同效应，提升业务规模，增强盈利能力，打造新的利润增长点。（1）**业务协同效应**：通过收购深蓝环保，向固废处理领域延伸，打造上市公司园林绿化—生态修复—环境保护的绿色产业链。（2）**客户协同效应**：双方的客户具有同质性，交易完成后，客户资源、业务信息等方面可以实现共享，实现客户资源方面的协同效应。（3）**管理协同效应**：上市公司在工程施工方面积累的管理经验、业务模式经验可以在深蓝环保得以实施，提高深蓝环保管理效率和管理质量，从而为深蓝环保的经营业绩提供保障。（4）**财务协同效应**：深蓝环保成为公司的子公司以后，借助公司的融资渠道，实现业绩的快速增长。

（三）公司未来业绩成长驱动因素

1、PPP丰富业务模式，改善经营预期

13年5月公司与广州南沙开发区管理委员会、鼎晖投资及建华置地四方签订《明珠湾区（珠江区域）开发基金投资服务协议》框架协议，开拓了基金引领园林项目新商业模式。公司2014年5月公告与淮安市白马湖规划建设管理办公室签署《淮安市白马湖森林公园项目PPP合作协议》，投资概算不超过10亿元。此项目是国内同行上市公司中首家采用PPP模式开展的市政园林项目。我们认为随着日后该模式的积极推广以及公司在项目中采用该种模式越来越普及，对于公司未来业务的扩张和资产质量的提升都具有很好的意义。

表 10: 公司 2013-2014 年重大合同

项目名称	签署时间	项目合同/协议金额
明珠湾区（珠江区域）开发基金投资服务	2013/05/14	160 亿元
淮安市白马湖森林公园项目 PPP 合作协议	2014/05/23	10 亿元
狮山镇博爱湖片区道路建设工程及狮山镇博爱调蓄湖水系整治工程、狮山镇博爱调蓄湖水系整治工程 BT 项目	2014/01/14	26.7 亿元
佛山狮山镇博爱调蓄湖湖岸建设工程 BT 项目		

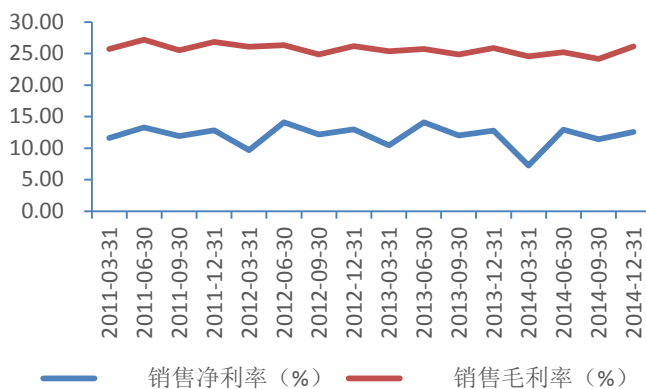
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2、坚持设计为公司核心，标准化专业化提升管理效率及盈利能力

公司坚持以设计为公司核心，在原来智库系统的基础上对设计项目标准化的信息管理进行了进一步的完善，成功开发并投入使用“设计院业务支持系统（OSS）”，覆盖包括运营管理、设计全过程管理、人力资源管理几大板块内容。

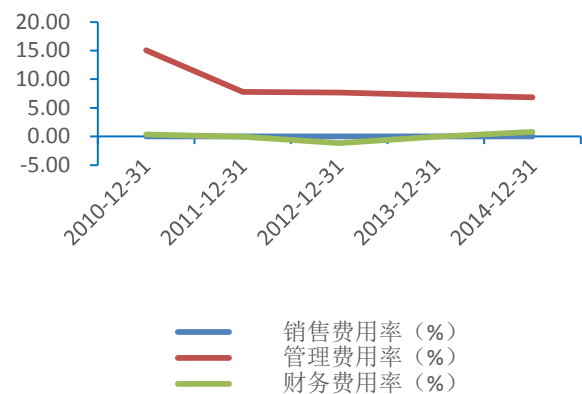
公司通过提升信息化、深化专业化、落实标准化三个方面夯实管理效率并提升公司长期盈利能力。有望成为园林行业引领者。（1）承接之前的信息化建设基础，公司去年启动了经营决策分析系统（BI）的开发使用，公司的信息化管理正式形成了业务系统、管理系统及数据系统三大模块，全面提升公司的现代化管理水平；（2）公司目前已建立出一套能贯穿把控项目全生命周期的管理模式，并在2014年成功向各地分公司进行了推广落实使用，目前已形成了整体的项目管理平台、采购平台和质监平台，为公司逐步推行合伙人制度打下了非常稳固的基础。

图 22：公司分季度销售毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 23：公司费用率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

3、定增完成增强公司资金实力，大股东认购彰显发展信心

2014年12月公司完成定向增发，共向7名投资者发行8473万股，募集资金净额10.6亿元，发行价13.01元/股，锁定期3年。大股东涂善忠参与认购其中10%，显示其对公司长远发展的信心。从定增资金流向来看：（1）佛山狮山镇博爱调蓄湖湖岸建设工程BT项目的落地实施使得公司可以逐步积累市政园林项目，增加新的业务种类，为公司未来寻找新的利润增长点；（2）区域营运中心建设项目，可以节省公司运营成本，有效深化华南地区周边地区业务，巩固华南地区的优势；（3）实施苗木基地建设项目，可以进一步提高自有苗木供给率、降低苗木采购成本、提升园林工程施工业务的盈利能力，完善公司产业链；（4）实施信息系统建设项目，完善集团管控系统、完善工程事业部支撑系统、新建设计院事业部支撑系统、新建苗木公司支撑系统、新建决策系统，可以提高公司各业务模块的运营效率，促进公司全产业链协调发展。

表 11：公司定增募集资金投向

序号	项目	投资额（万元）
1	佛山狮山镇博爱调蓄湖湖岸建设工程BT项目	43,938.92
2	区域营运中心建设项目	13,472.22
3	苗木基地建设项目	15,028.34
4	信息系统建设项目	3,288.40

5	补充流动资金项目	30,000.00
	合计	105,727.88

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

4、实施股权激励，保障公司未来业绩增长

公司向公司管理层授予 1,400 万份股票期权，约占激励计划签署时公司股本总额 55,897.60 万股的 2.50%，行权价格为 14.68 元，首次授予期主要行权条件：以 2012 年业绩为基准，2013 年、2014 年、2015 年、2016 年各年度实现的净利润较 2012 年增长分别不低于 27%、65%、120%、200%，且各年度实现的加权平均净资产收益率分别不低于 14.50%、14.50%、15.00%、15.00%。根据净利润行权条件，若每期达到最低行权条件，隐含 13/14/15/16 年实现净利润增长率 27%/29.92%/33.33%/36.36%，对应 CAGR 达 31.61%。

四、风险因素

应收账款回款风险。随着公司业务规模的扩张，应收账款余额增长较快，公司应收款数额不断增大，面临回款风险。

房地产行业调控带来的经营风险。行业调控政策及货币政策的调整已对中国房地产行业的发展造成了一定的影响，进而影响到公司所在的园林行业。

新技术开发、新工艺应用过程中的周期风险。新技术、新工艺开发应用过程较长可能出现因技术更新导致新工艺不再适应市场需求的情况，同时新技术开发过程中还存在开发失败的风险。

五、投资建议

我们预测公司 15/16/17 年 EPS 分别为 0.79/1.08/1.33 元（考虑交易完成后摊薄股本），未来 3 年归母净利润 CAGR 达 31.5%，根据行业可比估值及公司成长性，给予公司 15 年 27-30 倍 PE，对应目标价 21.3-23.7 元，维持“推荐”评级。

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,393	3,161	4,130	5,590	7,000	货币资金	1,111	1,578	2,261	2,795	3,500
营业成本	1,774	2,335	3,061	4,128	5,162	存货	1,034	2,191	1,990	2,685	3,357
毛利率	25.9%	26.1%	25.9%	26.1%	26.3%	应收账款	652	860	1,124	1,534	1,921
营业税金及附加	75	97	130	171	216	其他流动资产	249	163	221	298	376
营业费用	0	0	0	0	0	流动资产	3,047	4,792	5,596	7,312	9,153
营业费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	固定资产	89	227	431	443	457
管理费用	173	217	283	382	479	长期股权投资	60	171	171	171	171
管理费用率	7.22%	6.85%	6.85%	6.84%	6.84%	无形资产	5	5	10	10	10
财务费用	-1	25	-10	1	30	其他长期资产	196	290	373	462	556
财务费用率	-0.05%	0.78%	-0.23%	0.01%	0.42%	非流动资产	351	694	986	1,086	1,194
投资收益	0	9	0	0	0	资产总计	3,398	5,486	6,582	8,397	10,348
营业利润	364	479	646	885	1,089	短期借款	0	0	0	535	1,259
营业利润率	15.20%	15.14%	15.65%	15.84%	15.56%	应付账款	304	809	1,060	1,651	2,065
营业外收入	4	4	4	4	4	其他流动负债	214	366	498	618	728
营业外支出	1	1	2	2	2	流动负债	518	1,175	1,558	2,804	4,051
利润总额	367	481	649	887	1,091	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	62	83	110	151	186	其他长期负债	700	696	0	0	0
所得税率	16.8%	17.3%	17.0%	17.0%	17.1%	非流动性负债	700	696	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	1,218	1,870	1,558	2,804	4,051
归母净利润	305	398	538	736	905	股本	559	644	681	681	681
净利率	12.74%	12.59%	13.03%	13.17%	12.92%	资本公积	982	1,997	2,260	2,260	2,260
EPS (元)	0.45	0.58	0.79	1.08	1.33	股东权益合计	2,176	3,612	4,343	4,932	5,656
						少数股东权益	4	4	4	4	4
						负债权益总计	3,398	5,486	6,582	8,397	10,348
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	305	398	538	736	905	增长率 (%)					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	29.32	32.06	30.67	35.33	25.22
折旧和摊销	14	22	55	86	86	营业利润	28.40	31.55	35.08	36.93	23.02
营运资金变动	-693	-663	280	-443	-595	净利润	26.92	30.52	35.29	36.79	22.83
其他	43	77	-6	-3	35	利润率 (%)					
经营现金流	-331	-167	868	376	430	毛利率	25.87	26.13	25.90	26.14	26.25
资本支出	-49	-179	-261	-95	-100	EBIT Margin	15.51	16.22	15.91	16.24	16.33
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	16.08	16.91	17.25	17.77	17.56
资产变卖	3	-16	-83	-87	-92	净利率	12.74	12.59	13.03	13.17	12.92
其他	-108	-128	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-155	-323	-344	-182	-191	净资产收益率	14.01	13.75	13.53	15.88	17.09
发行股票	77	1,062	300	0	0	总资产收益率	8.98	8.97	8.93	9.84	9.65
负债变化	606	-134	-42	488	677	其他 (%)					
股息支出	0	0	-108	-147	-181	资产负债率	35.85	34.09	23.66	33.39	39.15
其他	-72	18	10	-1	-30	所得税率	16.82	17.27	17.00	17.00	17.09
融资现金流	611	945	160	340	467	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	126	456	683	534	705						

资料来源：银河证券研究所

插图目录

图 1: 深蓝环保股权结构图.....	2
图 2: 收入及增长.....	3
图 3: 利润及增长.....	3
图 4: 业绩承诺及增长率.....	3
图 5: 我国历年全国环境污染投资总额.....	4
图 6: 我国历年全国环境污染投资占 GDP 比重.....	4
图 7: 我国生活垃圾清运量情况.....	4
图 8: 我国垃圾渗滤液日均产生量分布.....	5
图 9: 我国垃圾渗滤液日均产生量变动.....	5
图 10: 过去十年餐饮业的营业额和增长率.....	7
图 11: 2010-2014 年营业收入及同比增速.....	7
图 12: 2010-2014 年公司净利润及同比增速.....	7
图 13: 公司各主营业务收入结构情况 (2014 年).....	8
图 14: 公司主营业务收入结构及增长率 (2014 年).....	8
图 15: 公司各主营业务收入 (亿元).....	8
图 16: 公司主营业务构成.....	8
图 17: 公司各主营业务分项目结构情况 (2014 年).....	8
图 18: 公司主营业务分项目构成及增长率 (2014 年).....	8
图 19: 2008-2014 年公司主营收入区域占比结构图.....	9
图 20: 2014 年公司各区域主营收入情况图.....	9
图 21: 渗滤液处理工艺流程图.....	12
图 22: 公司分季度销售毛利率及净利率.....	13
图 23: 公司费用率情况.....	13

表格目录

表 1: 交易前后公司股权变化	2
表 2: 我国城市生活垃圾无害化处理主要目标	5
表 3: 未来五年渗滤液市场空间测算	5
表 4: 新旧标准渗滤液处理后出水水质比较	6
表 5: 公司收购参股公司概况	9
表 6: 深蓝环保承接过的工程项目	10
表 7: 国内垃圾渗滤液行业竞争情况	11
表 8: 深蓝环保利润情况	9
表 9: 可比上市公司市盈率市净率比较	10
表 10: 公司 2013-2014 年重大合同	12
表 11: 公司定增募集资金投向	13

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏文科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn