

金达莱 (830777) 节能环保

一掌握核心技术，乘势加速发展

投资评级 持有 评级调整 收盘价 36.38 元

投资要点：

江西金达莱环保股份有限公司成立于 2004 年，是一家集环保研发、设计、咨询、设备制作、安装调试、托管运营及投资运营为一体的高科技集团性环保企业。公司拥有国家建设部环境废水专项工程设计甲级、国家发改委工程咨询甲级和环境污染治理运营（工业、生活废水、固废）三甲资质。

公司自成立以来专注于污水处理与资源化领域，目前公司的主营业务为污水处理成套设备的研发、生产与销售，并为污水排放企事业单位及专业污水处理企业提供污水处理与资源化整体解决方案。公司业务涵盖了生活污水、养殖、印染、食品加工等有机废水处理领域以及电镀、线路板等重金属废水处理领域。

目前，公司围绕水污染治理形成了“新技术研发+咨询+工程设计+产品制造+产品销售+运营管理与资源回收+售后服务”一体化经营商业模式。依托“兼氧 FMBR 技术”和“JDL-重金属废水处理技术”两大核心技术，为客户提供完整污水治理产业链服务。

在 PPP 模式下，各地方环保资产，特别是水务资产具有强烈的快速推向市场的意愿，以缓解地方政府的债务压力，这给环保企业带来前所未有的历史机遇。今年以来，公司先后签订了 3 个 PPP 项目合同，预计累计合同金额将超过 12 亿元，是公司 2014 年营业收入的 4 倍以上。

根据公司目前的经营情况，以及在手项目合同情况，预计 2015-2017 年公司每股收益分别为 0.95、1.53 和 1.92 元/股。从估值角度来说，我们选取水处理行业中创业板上市公司作为公司的对标公司，2014-2016 年对应市盈率分别为 120、65 和 47 倍，公司对应估值为 62、38 和 24 倍。结合新三板市场的特征，公司合理估值应为 2015 年的 32~48 倍之间较为合理，对应价格为 30.4~45.6 元/股。

风险提示：公司项目进度低于预期的风险；回款缓慢的风险；坏账率上升的风险；市场竞争加剧的风险。

公司盈利预测简表：

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	228	309	549	840	1,135
营业收入增长率	57.6%	35.2%	78.0%	53.0%	35.0%
净利润（百万元）	57	118	190	306	385
净利润增长率	55.5%	107.6%	60.4%	61.3%	25.7%
EPS（元）（摊薄）	0.28	0.59	0.95	1.53	1.92
基准股本（百万股）	200	200	200	200	200
PE	127.8	61.6	38.4	23.8	18.9

发布时间：2015 年 05 月 01 日

主要数据

基础数据

流通股(百万股)	200
总股本(百万股)	96
流通市值(百万元)	34.9
总市值(百万元)	72.8
每股净资产(元)	2.25
净资产负债率	30.9%

股东信息

大股东名称	廖志明
持股比例	63.31%
国元持仓情况	

52 周行情图

相关研究报告

联系方式

研究员：褚杰
 执业证书编号：S0020511030006
 电话：021-51097188-1875
 电邮：chujie@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券（230000）

目 录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 公司主营	3
1.2 股权结构	4
第 2 部分 行业分析	5
2.1 发展水处理行业刻不容缓	5
2.2 政策驱动，加速行业快速发展	7
第 3 部分 公司分析	9
3.1 掌握核心技术，拥有完整产业链	9
3.2 借助 PPP 模式，公司快速发展	10
3.3 借助新三板，获得资金支持	11
第 4 部分 盈利预测与估值分析	13
4.1 盈利预测	13
4.2 估值分析	13
4.3 风险提示	14

第 1 部分 公司概况

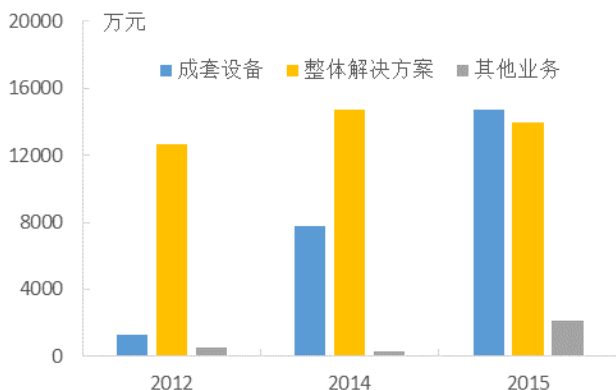
江西金达莱环保股份有限公司成立于 2004 年，是一家集环保研发、设计、咨询、设备制作、安装调试、托管运营及投资运营为一体的高科技集团性环保企业。公司拥有国家建设部环境废水专项工程设计甲级、国家发改委工程咨询甲级和环境污染治理运营（工业、生活废水、固废）三甲资质。

1.1 公司主营

公司自成立以来专注于污水处理与资源化领域，目前公司的主营业务为污水处理成套设备的研发、生产与销售，并为污水排放企事业单位及专业污水处理企业提供污水处理与资源化整体解决方案。公司业务涵盖了生活污水、养殖、印染、食品加工等有机废水处理领域以及电镀、线路板等重金属废水处理领域。

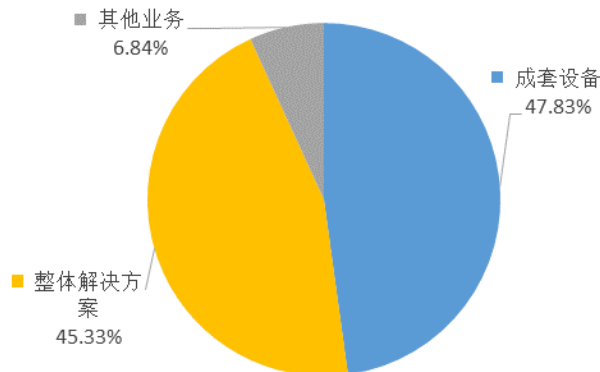
2014 年，公司实现营业收入 30,858 万元，同比增长 35.2%，毛利率 62.2%，同比提升了 7.9 个百分点。其中：成套设备业务实现收入 14,709 万元、整体解决方案实现收入 13,941 万元，其他业务实现收入 2,103 万元，对应毛利率水平分别为 69.2%、54.1% 和 67.3%。

图 1 近三年，公司主营收入情况



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

图 2 2014 年，公司主营收入构成情况



数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

表 1 近年来公司主营收入构成情况

单位：万元、%

科目	2011 年		2012 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营收入	14,455	99.6%	22,780	99.5%	30,753	99.7%
成套设备	1,288	52.7%	7,802	67.1%	14,709	65.0%
整体解决方案	12,651	36.7%	14,703	24.4%	13,941	26.7%
其他业务	516	10.1%	275	8.1%	2,103	8.0%
其他业务收入	25	0.4%	38	0.5%	105	0.3%
合计	14,480	100.0%	22,818	100.0%	30,858	100.0%

数据来源：招股说明书、国元证券研究中心

1.2 股权结构

公司董事长廖志民先生持有公司 50,651,400 股为公司控股股东，占公司总股本的 63.31%。

表 2 目前公司股东结构情况

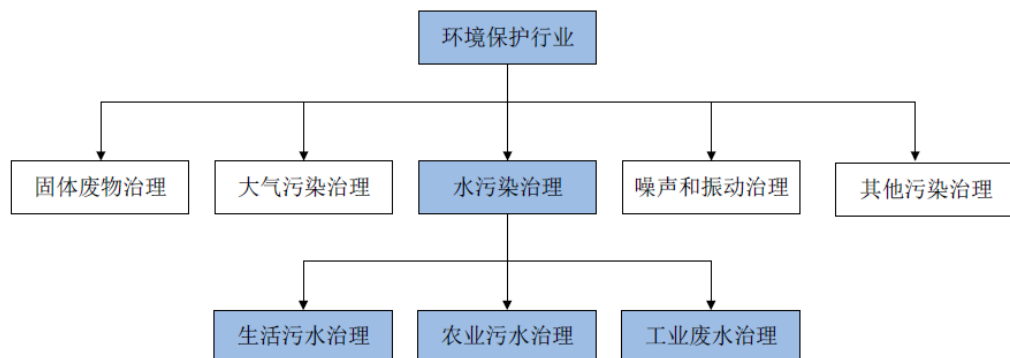
序号	股东名称	持股数量（股）	占总股本份额（%）
1	廖志民	5,065	63.3%
2	骆驼集团股份有限公司	399	5.0%
3	史继东	374	4.7%
4	李剑虹	370	4.6%
5	周涛	368	4.6%
6	朱锦伟	327	4.1%
7	钟蕊檬	150	1.9%
8	魏红	100	1.3%
9	王立军	100	1.3%
10	黄锐光	98	1.2%
合并		7,350	91.9%

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

第 2 部分 行业分析

一直以来，公司致力于污水治理与资源化领域先进技术的研发和应用，属于环境保护行业中的水污染治理子行业。所谓污水处理，就是为使污水达到排入某一水体或再次使用的水质要求，并对其进行净化的过程，主要包括生活污水治理、工业废水治理和农业污水处理等 3 个主要领域。

图 3. 公司所属行业情况

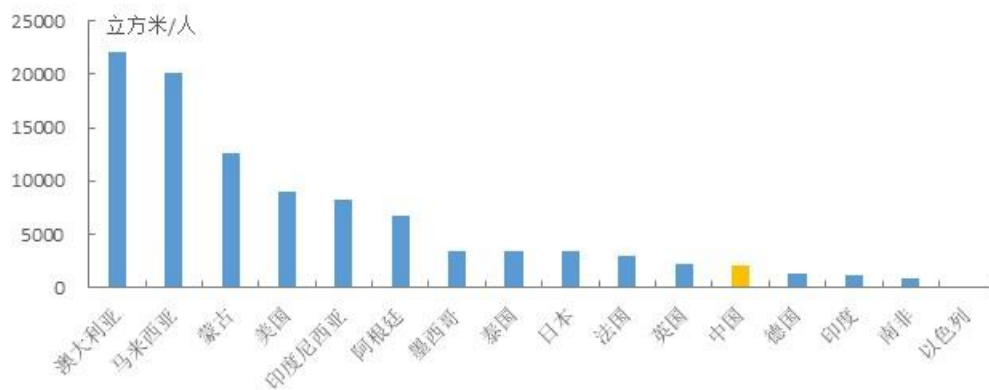


资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2.1 发展水处理行业刻不容缓

根据世界银行 2011 年统计数据显示，中国拥有世界 21%的人口，却仅拥有世界 6%的可再生水资源量，人均可再生水资源量 2092.8 立方米，仅为世界平均水平的 1/4，且分布极不平均，是世界人均水资源最贫乏的国家之一。

图 4. 2012 年全球主要国家人均可再生水资源情况



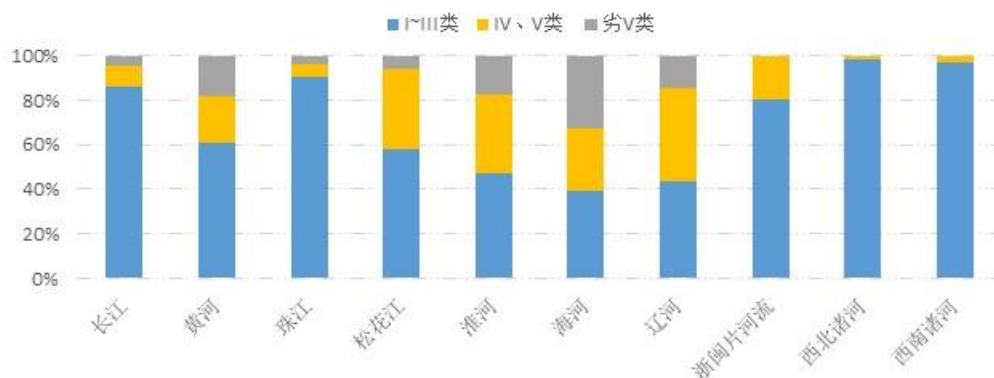
数据来源：世界银行、国元证券研究中心

中国经济的长期粗放式发展，在带来经济快速增长的同时，也给环境造成了极大的隐患，水体污染日趋严重，这不仅降低了水体的使用功能，进一步加剧了水资源短缺的矛盾；同时还对人民的饮水安全和身体健康产生严重威胁。环保部公布的《2012 年中国环境状况公报》显示：

- 1、2012 年，全国地表水国控断面总体为轻度污染，十大水系的国控断面中，IV~V 类和劣 V 类水质的比例为 31.1%；

- 62 个国控重点湖泊（水库）中，IV~V 类和劣 V 类水质的湖泊（水库）比例为 38.7%；
- 相比较地表水，地下水的情况更加不容乐观。地下水水质综合评价结果显示，全国 4,929 个地下水监测点，水质为优良级的监测点 580 个，占全部监测点的 11.8%；水质呈良好级的监测点 1,348 个，占 27.3%；水质呈较好级的监测点 176 个，占 3.6%；水质呈较差级的监测点 1999 个，占 40.5%；水质呈极差级的监测点 826 个，占 16.8%。

图 5. 2012 年中国十大流域水质 IV~劣 V 类比例达到 31.1%



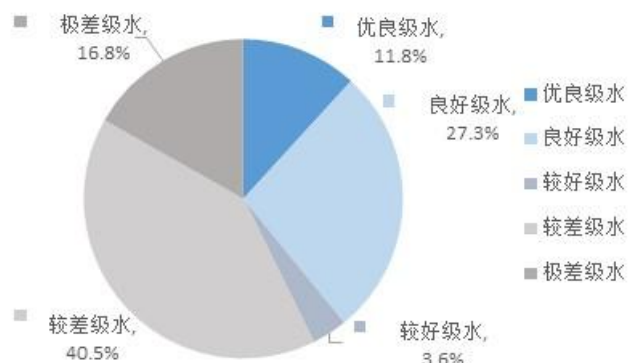
数据来源：《2012 年中国环境状况公报》、国元证券研究中心

表 3. 2012 年全国湖泊（水库）水质 IV~劣 V 类占比达 38.7%

	I类	II类	III类	IV类	V类	劣五类	个数
三湖*	0	0	0	2	0	1	3
重要湖泊	2	3	8	12	1	6	32
重要水库	3	10	12	2	0	0	27
合计	5	13	20	16	1	7	62
占比	8.1%	21.0%	32.3%	25.8%	1.6%	11.3%	

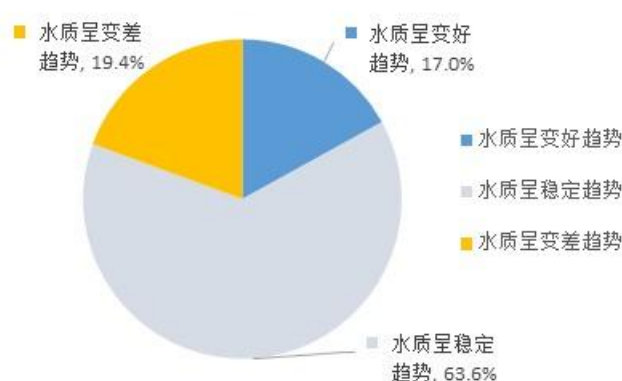
数据来源：《2012 年中国环境状况公报》、国元证券研究中心（注：三湖系指太湖、滇池、巢湖）

图 6. 2012 年，全国地下水水质较差和极差级占比超半数



数据来源：《2012 年中国环境状况公报》、国元证券研究中心

图 7. 和上年相比，近 20%地下水水质变差



数据来源：《2012 年中国环境状况公报》、国元证券研究中心

另外，目前中国正处于城镇化和工业化快速推进的叠加阶段，我国废水排放总量呈持续增长态势。2012 年，全国污水排放总量达到 684.8 亿吨，比上年增长 3.9%；其中

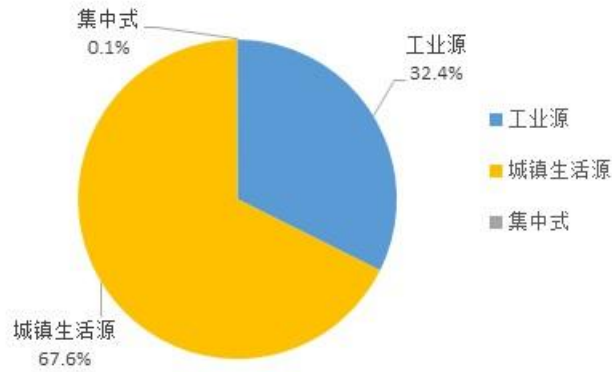
城镇生活污水占主要部分，排放量达到 462.7 亿吨，比上年增长 8.1%，占废水排放总量的 67.6%。

图 10. 全国污水排放持续增长



数据来源：环保部、国元证券研究中心

图 11. 城镇生活污水占全国污水排放总量的主要部分



数据来源：《2012 年中国环境状况公报》、国元证券研究中心

2.2 政策驱动，加速行业快速发展

资源稀缺和水体污染，长期困扰着中国，政府对此非常重视，近来，随着各类环境污染问题频频发生，国内相应政策的出台频率也在加快。

表 4 近年来国家层面出台的和污水处理相关的主要环保政策

出台时间	政策名称	主要内容
2010.12	关于加快水利改革发展的决定	加快水利发展，实行最严格的水资源管理制度，切实增强水利支撑保障能力，实现水资源可持续利用
2011.08	全国地下水污染防治规划（2011-2020 年）	加大对地下水污染状况调查力度，健全法规标准，完善政策措施，依法推进综合防治，切实保障地下水饮用水水源环境安全
2012.01	关于实行最严格水资源管理制度的意见	强化用水需求和用水过程管理，通过健全制度、落实责任、提高能力、强化监管，严格控制用水总量，全面提高用水效率，严格控制入河湖排污总量
2012.02	关于加快发展海水淡化产业的意见	到 2015 年，中国海水淡化能力达到 220 万-260 万立方米/日，对海岛新增供水量的贡献率达到 50%以上，对沿海缺水地区新增工业供水量的贡献率达到 15%以上
2012.05	“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划	加大城镇污水配套管网建设力度，全面提升污水处理能力，加快污水处理厂升级改造，加强污泥处理处置设施建设，积极推动再生水利用，强化设施运营监管能力。
2012.05	重点流域水污染防治规划（2011-2015 年）	到 2015 年，城镇集中式地表水饮用水源地水质稳定达到功能要求；主要水污染物排放总量和入河总量持续削减；水环境监测、预警与应急能力显著提高。
2012.05	全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划与 2020 年远景目标	提高公共供水普及率，至 2020 年，基本形成与全面建设小康社会要求相适应的城镇供水安全保障体系，实现城镇公共供水全面普及，供水能力协调发展，供水水质稳定达标。
2012.06	“十二五”节能环保产业发展规划	推进工业废水、生活污水和雨水资源化利用，扩大再生水的应用。大力推进矿井水资源化利用、海水循环利用技术与装备
2012.08	节能减排“十二五”规划	到 2015 年，城市污水处理率和污泥无害化处置率分别达到 85%和 70%，县城污水处理率达到 70%，全国城镇污水处理厂再生水利用率达到 15%以上。
2012.12	海水淡化产业“十二五”发展规划	提高海水淡化产能；完善海水淡化产业体系；增强海水淡化竞争力
2013.08	关于加快发展节能环保产业的意见	完善污水处理费和垃圾处理费政策，将污泥处理费用纳入污水处理成本，完善对自备水源用户征收污水处理费的制度
2013.10	城镇排水与污水处理条例	加强对城镇排水与污水处理的管理，保障城镇排水与污水处理设施安全运行，防治城镇水污染和内涝灾害，保障公民生命、财产安全和公共安全，保护环境

数据来源：国务院、发改委、环保部、工信部、财政部等国家部委、国元证券研究中心

2015 年作为“十二五”的收官之年，行业政策的出台力度更是空前。2015 年 1 月 1 日，史上最严厉的新《环保法》正式颁布实施，这给环境保护提供了很好的法律保障和执法依据。

除此之外，2015 年 4 月 16 日上午，国务院正式发布《水污染防治行动计划》（简称“水十条”），提出从全面控制污染物排放、推动经济结构转型升级、着力节约保护水资源、强化科技支撑、充分发挥市场机制作用、严格环境执法监管、切实加强水环境管理、全力保障水生态环境安全、明确和落实各方责任、强化公众参与和社会监督十个方面开展防治行动。

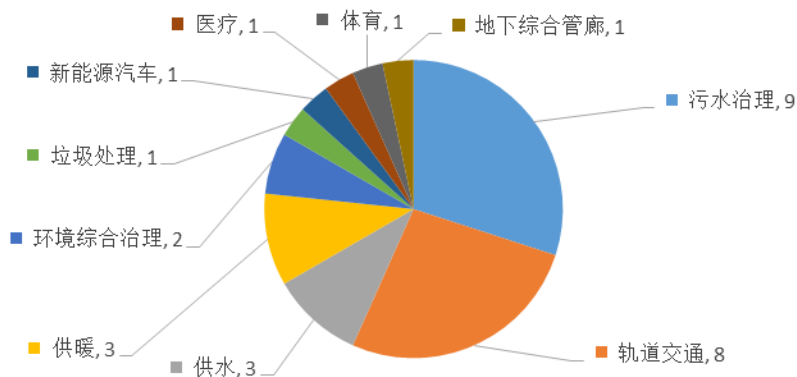
据相关测算，预计到 2020 年，完成“水十条”相应目标需投入资金约 4 万亿至 5 万亿元，其中近 3 年投入约 2 万亿元，这将给水处理行业带来长期利好。另外，再加上《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》的出台使得 PPP 模式在水处理领域内的大规模应用，这将加速行业内优秀企业，特别是上市公司的扩张步伐。

表 5. 政府层面出台的 PPP 相关政策

时间	出台部门	相关政策
2014 年 11 月	国务院	《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》
2014 年 11 月	财政部	《关于政府和社会资本合作示范项目有关问题的通知》
2014 年 12 月	发改委	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》
2014 年 12 月	财政部	《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》

资料来源：国务院、发改委、财政部、国元证券研究中心

图 12. 30 个 PPP 示范项目的行业分布情况



资料来源：财政部、国元证券研究中心

整体说来，在今后的一段时间内行业的扩容，和企业的增长都将加速进行，行业内的企业迎来了重要的发展机遇。期间，上市公司凭借着融资渠道的多样性将获得更大的发展优势。

第 3 部分 公司分析

3.1 掌握核心技术，拥有完整产业链

先进的污水处理技术是污水处理企业核心竞争力的关键因素，经过多年的技术研发及业务经验积累，公司形成了拥有自主知识产权的“兼氧 FMBR 技术”及“JDL-重金属处理技术”两大核心技术体系。

其中 FMBR 技术是有机污水的克星，主要针对的是生活污水、养殖、印染、食品加工以及其他工业有机污水的治理。JDL 技术是重金属废水的克星，主要应用于电镀、线路板、金属矿开采、冶炼等重金属废水处理领域，两大核心技术适用于绝大多数污水处理场合。

所谓兼氧 FMBR 技术以公司自行研发的特性菌膜生物反应器工艺为核心，通过引入自主培养、筛选的特性菌群，建立兼氧 MBR，实现在污水处理过程中有机污泥近零排放、气化除磷、同步脱氮。该技术是对常规 MBR 技术的重大突破，适用于生活污水、农业污水及工业废水中有机废水的处理，处理水量从 1 吨/日到 10 万吨/日，普适性较强，在集中式和分散式污水处理工程中均能得到良好应用。

表 6. 有机废水处理技术路线的比较

指标	传统活性污泥法	常规 MBR 技术	兼氧 FMBR 技术
剩余有机污泥产量	A	1/3A~1/2A	<5.0%A
出水水质	达标排放	回用水标准	回用水标准
占地面积 (m²/t)	0.6~1	0.3~0.5	<0.2
建设周期	长	较长	较短
管理方便性	需专人管理（需处理污泥）	需专人管理（需处理污泥）	可实现无人值守
装备化水平	难以装备化	较难装备化	易装备化

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

另外，JDL-重金属废水处理技术系公司利用化学、物理学和生物学相结合而创新的工业废水处理技术。该技术采用特种膜处理器，无需加入絮凝剂、混凝剂、助凝剂，解决了膜的堵塞问题，减少了其它金属杂质的含量，能有效分离水中不溶性金属化合物及其它悬浮物，可实现重金属资源高效回收利用，处理效果明显优于普通沉淀工艺，可形成高浓度、高纯度重金属污泥，为高效回收提供了关键技术。

表 7. 重金属废水处理技术比较

指标	常规重金属废水处理技术	JDL-重金属废水处理技术
危废量	需要加入混凝剂、絮凝剂、危废量大其难以回收污泥中的重金属	无需加入混凝剂、絮凝剂，危废量大幅减少，可实现重金属污泥回收利用
出水水质	不易稳定达标	易稳定达标
控制管理	控制点多，操作复杂	控制点少，易操作
建设周期	较长	较短
占地面积	工艺复杂、占地面积大	工艺简单、占地面积小

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

目前，公司围绕水污染治理形成了“新技术研发+咨询+工程设计+产品制造+产品销售+运营管理与资源回收+售后服务”一体化经营商业模式。依托“兼氧 FMBR 技术”和“JDL-重金属废水处理技术”两大核心技术，为客户提供完整污水治理产业链服务。

图 13. 公司的主要产品和服务情况

业务类型	产品和服务	技术/工艺	用途
污水处理成套设备	JDL-膜技术污水处理器	兼氧 FMBR 技术	公司核心产品，主要用于生活污水、印染、养殖、皮革、食品加工等有机废水处理工程，特别适用于乡镇、农村、高速公路服务区等分散排污区域。
	JDL-重金属废水处理器	JDL-重金属废水处理技术	应用于重金属废水处理工程。
污水处理与资源化整体解决方案	工程设计 设备提供 工程建设 工程维护 技术咨询 设施运营	兼氧 FMBR 技术 /JDL- 重金属废水处理技术	向客户提供包括污水处理技术咨询、污水处理工程设计、建设、维护、运营等污水处理领域一体化服务或部分环节的服务。
	水体监控、检测、修复	免疫分析检测技术 / 发光菌毒性检测技术 / 电子鼻分析技术 / 光谱分析技术	向客户提供水安全、工业污染排放源控制技术、水环境功能修复技术以及相关产品。

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

凭借着两大核心技术，以及完整的产业链服务能力，使得公司的业务拓展具有很强的可复制性，并使得公司业务得以迅速拓展。

3.2 借助 PPP 模式，公司快速发展

在 PPP 模式下，各地方环保资产，特别是水务资产具有强烈的快速推向市场的意愿，以缓解地方政府的债务压力，这给环保企业带来前所未有的历史机遇。今年以来，大量的水务企业纷纷通过 PPP 模式，切入地方水治理项目，获得大量订单，从而实现企业的快速发展。

表 8. 近期部分水处理上市公司签订的 PPP 项目情况

时间	公司	相关内容
2015.04.22	碧水源	与贵州水投水务有限责任公司签订《战略合作框架协议》，拟采用 PPP、BOT、BT、TOT、BOO、EPC 等方式共同投资建设项目，多措并举，盘活投资区域水务资产。
2015.04.20	万邦达	与乌兰察布市人民政府签署《PPP 项目合作框架协议》，双方将就乌兰察布市城市环保基础设施项目开展合作，合作项目总投资约 56 亿元。
2015.01.22	万邦达	与芜湖市建设投资有限公司签署了《PPP 模式项目合作协议》，双方就芜湖市城市环保基础设施项目开展合作，项目总投资约 30 亿元。
2014.12.04	国中水务	公司控股子公司湘潭污水拟与湘潭经开区签订《湘潭经济技术开发区污水处理一期工程 PPP 项目特许经营合同》，投资金额约 3 亿元。
2014.10.09	巴安水务	公司与贵州水投水务有限责任公司、贵州水业产业投资基金签订《贵州水业产业投资基金合作及组建贵州水务股份有限公司的框架协议》，三方共同出资成立贵州水务股份有限公司来开拓贵州水务市场，公司出资 1 亿元，占 10%股权。

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

近期已有一批水处理行业的上市公司纷纷突破地方垄断，通过 PPP 模式承接大量订单合同，抢占市场，如：碧水源、万邦达、国中水务、巴安水务等。另外，首创股份的

控股股东北京首创集团于 2015 年 4 月 18 日与山西晋中市政府签订 PPP 合作合同，内容包括城市综合环境治理的 7 个板块 18 个项目，总投资超过 26 亿元。

通过 PPP 模式的运用，诸多公司的订单合同实现了成倍增长。今年以来，公司先后签订了 3 个 PPP 项目合同，预计累计合同金额将超过 12 亿元，是公司 2014 年营业收入的 4 倍以上，具体如下：

1、会昌污水处理服务 PPP 项目：

为进一步提升会昌生态环境，加快会昌“美丽乡村建设步伐”，公司与会昌县人民政府就会昌县污水处理服务 PPP 项目签署了战略合作协议。目前，公司已与会昌县政府授权的会昌县城发展投资有限公司签署了合资协议，将成立 PPP 项目合资公司进行该项目的实施。预计项目总投资约 6 亿元，主要是针对会昌县城、镇、村的生活污水和工业废水进行治理，包含市政污水处理厂二期项目（10000 吨/天）、台商创业基地工业园污水治理项目（10000 吨/天）、乡镇集镇区生活污水治理项目（每个乡镇一期平均规划建设规模为 500 吨/天）。

2、新建县水污染治理 PPP 项目：

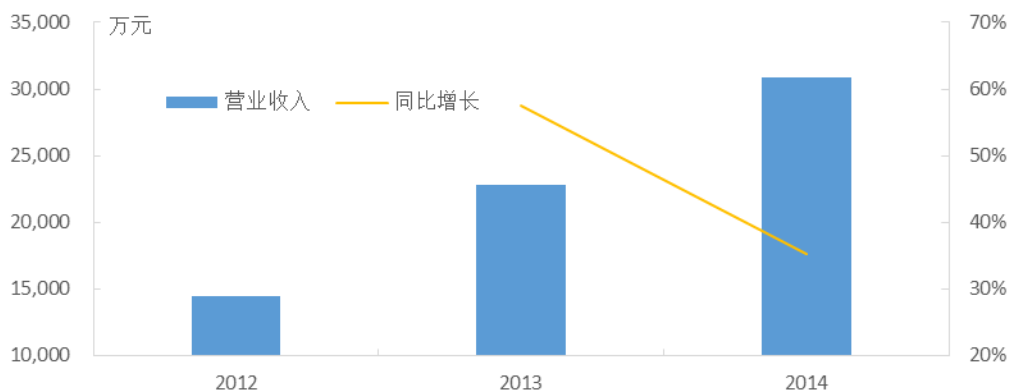
为了积极策应鄱阳湖生态经济区建设，加快“昌西明珠”的建设步伐，全面优化新建县生态环境和人居环境，提升水污染治理能力，公司与新建县人民政府签署了战略合作协议，拟采用 PPP 模式实施新建县水污染治理项目的建设和运营，包括新建县乡镇村生活污水、市政污水、工业园区污水等水污染治理，其中乡镇村生活污水水量为 5.5 万吨/天，总投资约 3.85 亿元，市政污水与工业园区污水的总投资额待进一步测算。

3、吉林省四平辽河农垦管理区水污染治理 PPP 项目：

公司与吉林省四平辽河农垦管理区管委会（以下简称甲方）签署了合作协议，甲方指定公司为 PPP 模式的唯一合作伙伴，对全区的水污染进行治理，并授予公司对污水处理项目的特许经营权。项目总设计规模为 40000 吨/天，第一期 25000 吨/天，工程估算总投资为人民币 20114.84 万元，项目回报率不低于 8%。

随着 PPP 模式的大规模应用，以及公司业务不断在其他领域的拓展，公司已然进入了快速发展期。

图 14 近年来公司收入保持快速增长



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

3.3 借助新三板，获得资金支持

无论是 EPC、BOT，还是 PPP 模式，均需要大量的资金支持，这对企业的融资能

力提出了很高的要求。

2014 年 6 月 5 日，公司在全国股份转让系统正式挂牌公开转让，同时 10 月 20 日向太平洋证券丰盈 11 号定向资产管理计划定向发行 500 万股，发行价格 26 元/股，成功募得资金 1.3 亿元，用于补充公司的流动资金。在这有效改善公司财务状况，提升盈利能力的同时，进一步增强了公司的资本实力，提升了公司加快承接订单合同等能力，为公司迅速抢占市场，为公司的可持续发展提供了必要支撑。

另外，随着公司资产负债率的下降，变相提升了公司在银行的借贷能力。若公司资产负债率能够回升到定增前的水平，公司可以从银行新增贷款约 2 亿元，从而进一步保障公司的接单能力。

另外，从公司目前的营收水平，和创业板、中小板上市公司已相当接近，甚至是超过部分上市公司的水平，已然具备了在创业板或中小板上市的条件，存在着转板的可能，从而能进一步打开公司的融资渠道，为公司的快速发展提供支持。

表 9. 公司营收水平基本达到创业板要求

股票代码	公司简称	营业收入（百万元）			归属母公司股东净利润（百万元）		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
300021.SZ	大禹节水	570	722	789	32	17	21
300055.SZ	万邦达	581	772	1,029	99	141	192
300070.SZ	碧水源	1,772	3,133	3,449	562	840	941
300172.SZ	中电环保	364	541	607	57	69	83
300262.SZ	巴安水务	362	451	351	45	64	75
300266.SZ	兴源环境	294	322	750	39	22	64
300334.SZ	津膜科技	291	382	524	59	80	85
300388.SZ	国祯环保	504	638	1,023	76	58	52
830777.OC	金达莱	145	228	309	37	57	118

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

第 4 部分 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

根据公司目前的经营情况，以及在手项目合同情况，并在结合行业发展的现状，我们预计 2015-2017 年公司营业收入分别为 5.5 亿元、8.4 亿元和 11.3 亿元，同比增长分别为 78.2%、52.7%和 34.5%；归属母公司股东净利润分别为 18,953, 30,581, 38,454 万元，按最新股本折算，对应每股 EPS 分别为 0.95、1.53 和 1.92 元/股。

表 10. 未来三年公司盈利预测情况

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	14,480	22,818	30,858	54,927	84,039	113,452
营业成本	7,525	10,423	11,671	23,069	33,615	48,784
营业税金及附加	249	345	455	824	1,261	1,702
营业费用	637	1,460	2,451	3,570	5,463	7,374
管理费用	2,287	3,249	2,885	4,943	7,143	9,076
财务费用	189	261	261	439	840	1,361
资产减值损失	253	686	814	1,153	1,849	2,723
投资净收益 (+)	570	-191	75	100	150	200
营业利润	3,908	6,203	12,396	21,027	34,018	42,631
营业外收入 (+)	390	334	1,670	1,648	2,521	3,404
营业外支出	41	10	389	549	840	1,135
利润总额	4,257	6,526	13,677	22,126	35,698	44,900
所得税	588	865	1,888	3,098	4,998	6,286
净利润	3,669	5,661	11,789	19,028	30,701	38,614
少数股东损益	9	-31	-26	75	120	160
归属母公司净利润	3,660	5,692	11,814	18,953	30,581	38,454
EPS (最新股本摊薄)	0.18	0.28	0.59	0.95	1.53	1.92

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

4.2 估值分析

对于估值来说，我们选取水处理行业中创业板上市公司作为公司的对标公司。就目前的 market 环境下，行业平均静态市盈率为 120 倍，2015 和 2016 年的预期市盈率分别为 65 和 47 倍。根据最新价格测算，对应 2014 年业绩公司市盈率为 62 倍，对应 2015 和 2016 年预期市盈率分别为 38 和 24 倍，和行业内创业板上市公司相比还有很大差距。总体说来，公司相对估值不高

虽说公司目前已基本具备创业板和中小板的上市条件，未来存在着转板可能，届时估值会迅速提升，具备一定的政策红利；不过，公司目前尚为新三板公司，未来转板还存在很大不确定性，其股票还具有一定程度的流动性不足的风险，对此我们认为公司 2015 年的 PE 在 32~48 倍之间较为合理，对应价格为 30.4~45.6 元/股

表 11. 相对估值指标对比

公司简称	2015-04-30	EPS-摊薄			PE		
	元/股	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
万邦达	36.03	0.26	0.43	0.57	138.1	83.0	63.6
碧水源	48.35	0.87	1.44	1.99	55.6	33.5	24.3
中电环保	20.89	0.25	0.32	0.40	84.7	65.9	52.8
巴安水务	31.86	0.28	0.64	0.96	112.9	49.6	33.1
兴源环境	71.99	0.38	1.10	1.95	189.4	65.2	37.0
津膜科技	33.88	0.33	0.58	0.79	103.5	58.7	42.7
国祯环保	92.30	0.59	0.95	1.28	156.6	97.4	72.2
平均值					120.1	64.7	46.5
金达莱	36.38	0.59	0.95	1.53	61.7	38.3	23.8

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

注：上述预测数据系 wind 一致预期

4.3 风险提示

- 1、公司项目进度低于预期的风险；
- 2、回款缓慢的风险；
- 3、坏账率上升的风险；
- 4、市场竞争加剧的风险。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn