

**万邦达 (300055)**
**强烈推荐**
**行业：环保工程及服务**

## 工程、设备、运营业务并行，业绩持续高增长

公司中报披露，上半年实现收入 8.88 亿 (+166.68%)，归属于母公司净利润 1.69 亿 (+185.15%)，毛利率 (29.89%) 基本维持不变，符合市场预期。

### 投资要点：

✧ **工程、运营业务平稳增长，设备销售（昊天节能+母公司设备销售）爆发式增长。**报告期内，公司工程收入 3.18 亿 (+36.94%)，主要来源于陕西天元化工项目、神华宁煤高盐水零排放和 PPP 项目的执行。托管运营收入 0.88 亿 (+20.75%)，增长主要来源于中煤榆林和神华宁煤烯烃二期项目。此外，子公司昊天节能产生 2.58 亿设备销售并表收益，母公司设备销售收入约 0.63 亿 (+125%)，主要来源于大庆腈纶及神华 400 万吨煤制油项目。

✧ **PPP 项目保障工程收入大幅增长。**公司在手芜湖 30 亿和乌兰察布 56 亿订单，是 15~17 年业绩增长的最大保障。其中，乌兰察布项目资金主要来源于大股东无息借款 (10 亿) 和担保 (10 亿)、乌兰察布基金 (15.05 亿) 和非公开发行 (24.96 亿)，下半年随着资金的到位，项目有望加速执行。

✧ **设备销售业务持续高增长可期。**母公司层面，公司已经与纳川股份签订管网建设合作协议、与日本东丽合资设立 MBR 膜元件和组件生产线，我们认为在手 86 亿 PPP 订单将带动公司设备业务的持续增长。子公司层面，昊天节能与西岭供热签订 9.2 亿保温管销售合同，业绩大可能超出承诺和我们的预期。

✧ **托管运营稳定增长，保障稳定现金流。**公司目前运营 6 个工业水处理项目，预计下半年陕西天元化工、高盐水零排放、榆横项目开始投运。未来在 PPP 和环境污染第三方治理背景下，公司运营业务占比有望持续提升，来源于工业水处理运营项目的增多和市政 PPP 项目陆续进入运营期产生稳定的运营收入。

✧ **内生持续高增长，外延并购有望提速，成长步伐加快。**未来随着 PPP 项目的落地、昊天节能业务的持续拓展，公司工程、运营收入稳定增长，设备销售业务有望维持高增长，预计 15~17 年 EPS0.44、0.62、0.79，对应 PE52、38、29 倍。考虑公司内生长成的持续性和与九鼎合作后外延并购的加速，我们给予 16 年 45 倍 PE，目标价 27.9 元。

✧ **风险提示。**项目实施不及预期、第三方合作风险、政府风险、并购风险

### 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1029	2048	2843	3735
收入同比(%)	33%	99%	39%	31%
归属母公司净利润	192	326	453	584
净利润同比(%)	37%	70%	39%	29%
毛利率(%)	29.9%	30.6%	31.3%	31.8%
ROE(%)	7.4%	11.2%	13.7%	15.5%
每股收益(元)	0.26	0.44	0.62	0.79
P/E	88.86	52.30	37.64	29.21
P/B	6.54	5.84	5.17	4.52
EV/EBITDA	68	36	24	18

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：罗文

S0960114120011

0755-82026951

luowen@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 27.9

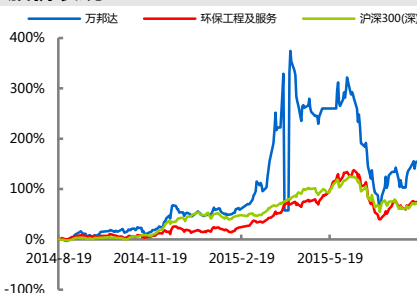
当前股价： 23.19

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	735
流通股本(百万股)	516
总市值(亿元)	189
流通市值(亿元)	133
成交量(百万股)	33.12
成交额(百万元)	856.37

### 股价表现



### 相关报告

《业绩初步兑现，未来高成长可期》

2015-03-06

《牵手九鼎，环保基金加速转型》

2015-03-04

《高调进军市政领域，PPP 助力转型腾飞》 2015-01-25

《高端工业水明星，转型开启遇暖风》

2015-01-19

**表 1 公司主要订单进展**

		项目金额（亿元）	实施情况	模式
工业水	华北石化炼油质量升级与安全环保技术改造工程	2.87	暂停施工	PC
	神华宁煤 400 万吨/年煤炭间接液化项目动力站装置除盐水及凝液精制站工艺包成套项目	1.88	完成 95%	PC
	陕西煤业化工集团神木天元化工有限公司 100t/h 煤焦油轻质化废水处理	3.89	设备安装基本完成， 电仪安装完成 80%	BOT
	神华宁煤集团煤炭化学工业分公司甲醇厂、甲醇制烯烃项目高盐水零排放	2.12	调试运营	BOT
市政水	芜湖项目	27.6	项目梳理	PPP
	乌兰察布项目	56	实施中	PPP
固废	吉林固废	/	一起运营、二期开始建设	/
合计		94.36		

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	2429	3346	4248	5241
现金	950	1024	853	747
应收账款	628	997	1432	2005
其它应收款	18	28	42	54
预付账款	31	87	107	146
存货	730	1082	1650	2083
其他	73	127	163	206
<b>非流动资产</b>	1243	1463	1981	2307
长期投资	0	0	0	0
固定资产	683	1006	1336	1653
无形资产	67	100	139	176
其他	494	356	506	479
<b>资产总计</b>	3672	4809	6228	7548
<b>流动负债</b>	902	1742	2779	3620
短期借款	249	586	1186	1570
应付账款	434	840	1161	1513
其他	219	315	431	537
<b>非流动负债</b>	133	117	122	122
长期借款	0	0	0	0
其他	133	117	122	122
<b>负债合计</b>	1034	1859	2901	3742
少数股东权益	30	30	31	32
股本	245	735	735	735
资本公积	1871	1381	1381	1381
留存收益	492	804	1180	1658
归属母公司股东权益	2609	2920	3296	3774
<b>负债和股东权益</b>	3672	4809	6228	7548

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	-43	56	-54	142
净利润	192	326	454	585
折旧摊销	39	64	92	121
财务费用	-21	11	47	87
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-302	-351	-707	-697
其它	50	6	61	47
<b>投资活动现金流</b>	-233	-281	-598	-437
资本支出	174	450	450	450
长期投资	0	0	0	0
其他	-59	169	-148	13
<b>筹资活动现金流</b>	50	299	481	189
短期借款	239	338	600	383
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	16	490	0	0
资本公积增加	592	-490	0	0
其他	-797	-39	-120	-194
<b>现金净增加额</b>	-226	74	-171	-106

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	1029	2048	2843	3735
营业成本	721	1420	1952	2549
营业税金及附加	1	15	12	22
营业费用	22	47	65	86
管理费用	76	164	227	299
财务费用	-21	11	47	87
资产减值损失	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	225	384	534	688
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	226	385	534	689
所得税	34	58	81	104
<b>净利润</b>	192	326	454	585
少数股东损益	0	0	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	192	326	453	584
EBITDA	243	460	673	896
EPS (元)	0.26	0.44	0.62	0.79

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	33.3%	99.0%	38.8%	31.4%
营业利润	35.8%	70.4%	38.9%	28.9%
归属于母公司净利润	36.5%	69.9%	38.9%	28.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.9%	30.6%	31.3%	31.8%
净利率	18.6%	15.9%	15.9%	15.6%
ROE	7.4%	11.2%	13.7%	15.5%
ROIC	8.6%	13.1%	13.2%	14.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.2%	38.7%	46.6%	49.6%
净负债比率	24.04%	31.55%	40.90%	41.95%
流动比率	2.69	1.92	1.53	1.45
速动比率	1.88	1.30	0.93	0.87
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.34	0.48	0.52	0.54
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	1.91	2.23	1.95	1.91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.44	0.62	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	0.08	-0.07	0.19
每股净资产(最新摊薄)	3.55	3.97	4.48	5.13
<b>估值比率</b>				
P/E	88.86	52.30	37.64	29.21
P/B	6.54	5.84	5.17	4.52
EV/EBITDA	68	36	24	18

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

罗文,中国中投证券环保行业分析师,中山大学岭南学院金融学士,香港中文大学工商管理学院金融硕士

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编: 200082  
传真: (021) 62171434