

## 黑臭水治理受益直接标的

### 买入（首次）

2015年9月11日

#### 盈利预测及估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	235.13	620.73	924.37	1,150.85
同比(+/-%)	0.6%	164.0%	48.9%	24.5%
净利润(百万元)	53.98	116.18	162.03	213.82
同比(+/-%)	-9.0%	115.2%	39.5%	32.0%
毛利率(%)	52.0%	43.8%	45.6%	46.2%
净资产收益率(%)	13.3%	23.2%	25.7%	26.7%
每股收益(元)	0.75	0.66	0.92	1.21
PE	77.10	39.94	28.64	21.70
PB	10.23	9.28	7.37	5.80

分析师 袁理

执业资格证书号码:

S0600511080001

0512-62938537

[yuanl@gsjq.com.cn](mailto:yuanl@gsjq.com.cn)

联系人 翟堃

0512-62936181

[zhaik@dwzq.com.cn](mailto:zhaik@dwzq.com.cn)

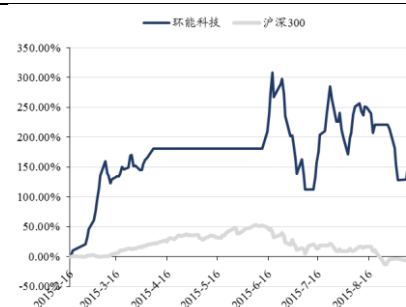
#### 事件:

《城市黑臭水体整治工作指南》、《水污染防治专项资金管理办法》出台，公司作为黑臭水治理专家将直接受益。

#### 投资要点:

- **目标明确，政策严格:**《指南》要求2017年底前直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体。对整治不力的地方政府，约谈相关责任人；《办法》提出资金重点支持范围包括城市黑臭水治理，对于达到治理要求的地方给予奖励，未达标的清退并收回资金。
- **超磁分离净水龙头:**公司产品最早应用于冶金浊环水处理，市场占有率19.24%。2009年开发超磁分离水体净化设备并应用于煤炭、河流湖泊景观水环境治理。超磁透析+原位生态修复为环保部黑臭水重点鼓励技术。
- **产品技术优势明显:**公司EMUM产品占地小、处理量大（1.2万吨/日占地200平），效率高（悬浮物、总磷去除率90%、80%以上），耗能低（吨水0.05KW·h），费用低（日处理吨水投资200-700元，运营费用1元/吨），技术优势明显。目前在北京新西凤渠、天津北辰黑臭河等项目已得到示范性的应用。
- **产能扩建提升空间:**募投项目预计下半年投产，产能翻倍至210台（2011-2014几乎满负荷生产），新增超磁设备为原设备单价三倍，扩建产能将大幅提升业绩空间。
- **进军污泥处理:**3.83亿元现金换股收购江苏华大。江苏华大行业地位领先，收购后公司有望向下游污泥行业延伸，形成综合水治理业务链条。江苏华大承诺2015-2017净利润0.30、0.33、0.37亿元，复合增长22%。
- **盈利预测:**预测江苏华大全年并表和转增股本摊薄下2015-2017 EPS 0.66、0.92、1.21元，对应PE39.94、28.64、21.70倍，首次给与“买入”评级。
- **风险提示:**业务拓展不及预期，收购整合不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	58.20
一年最低价/最高价	22.00/93.10
市净率	6.13
流通 A 股市值(百万元)	1048

#### 基础数据

每股净资产(元)	9.29
资产负债率(%)	20.21
总股本(百万股)	72.00
流通 A 股(百万股)	18.00

#### 相关研究

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>404.3</b>	<b>874.8</b>	<b>1222.4</b>	<b>1484.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>235.1</b>	<b>620.7</b>	<b>924.4</b>	<b>1150.8</b>
现金	82.7	130.0	130.0	130.0	营业成本	110.8	342.9	493.2	607.9
应收款项	202.2	391.1	582.5	725.2	营业税金及附加	2.0	6.2	9.2	11.5
存货	103.1	328.9	472.9	582.9	营业费用	26.7	62.5	122.2	154.1
其他	16.3	24.8	37.0	46.0	管理费用	36.7	80.4	111.6	128.5
<b>非流动资产</b>	<b>208.1</b>	<b>213.5</b>	<b>210.6</b>	<b>209.9</b>	财务费用	-1.5	6.6	15.1	18.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	134.9	142.3	141.3	142.5	其他	-7.1	2.0	1.9	1.9
无形资产	60.0	58.0	56.1	54.2	<b>营业利润</b>	<b>53.3</b>	<b>124.1</b>	<b>175.0</b>	<b>232.6</b>
其他	13.2	13.2	13.2	13.2	营业外净收支	5.7	5.0	5.0	5.0
<b>资产总计</b>	<b>612.5</b>	<b>1088.4</b>	<b>1433.0</b>	<b>1694.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>59.0</b>	<b>129.1</b>	<b>180.0</b>	<b>237.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>169.3</b>	<b>552.2</b>	<b>767.3</b>	<b>857.3</b>	所得税费用	5.3	12.9	18.0	23.8
短期借款	30.0	267.5	352.0	346.5	少数股东损益	-0.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	99.8	187.9	270.2	333.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>54.0</b>	<b>116.18</b>	<b>162.03</b>	<b>213.82</b>
其他	39.5	96.8	145.0	177.7	EBIT	61.4	130.7	190.1	250.7
<b>非流动负债</b>	<b>26.2</b>	<b>26.2</b>	<b>26.2</b>	<b>26.2</b>	EBITDA	72.5	146.7	206.9	268.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	26.2	26.2	26.2	26.2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>负债总计</b>	<b>195.5</b>	<b>578.4</b>	<b>793.5</b>	<b>883.5</b>	每股收益(元)	0.75	0.66	0.92	1.21
少数股东权益	10.0	10.0	10.0	10.0	每股净资产(元)	5.65	2.83	3.56	4.53
归属母公司股东权益	407.0	499.9	629.5	800.6	发行在外股份(百万股)	72.0	176.6	176.6	176.6
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>612.5</b>	<b>1088.4</b>	<b>1433.0</b>	<b>1694.1</b>	ROIC(%)	13.4%	18.9%	19.3%	21.0%
					ROE(%)	13.3%	23.2%	25.7%	26.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	毛利率(%)	52.0%	43.8%	45.6%	46.2%
经营活动现金流	24.1	-155.2	-38.2	65.2	EBIT Margin(%)	26.1%	21.1%	20.6%	21.8%
投资活动现金流	-42.6	-11.8	-13.9	-16.9	销售净利率(%)	23.0%	18.7%	17.5%	18.6%
筹资活动现金流	5.0	214.3	52.1	-48.3	资产负债率(%)	31.9%	53.1%	55.4%	52.2%
现金净增加额	-13.4	47.3	0.0	0.0	收入增长率(%)	0.6%	164.0%	48.9%	24.5%
企业自由现金流	1.5	-165.6	-43.0	60.2	净利润增长率(%)	-9.0%	115.2%	39.5%	32.0%

数据来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

