



公司研究

2015 年 12 月 9 日

公司研究

万邦达（300055）

——立足工业水处理，向完整环保体系进军

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	7.35 亿股
流通股本	5.25 亿股
ROE（最新）	8.81%
每股净资产	3.86 元
当前股价	21.70 元
目标股价	26.40 元

注：上述财务数据为 2015 年 3 季度数据

投资要点：

◆公司工程承包项目订单充足。在工业污水处理领域公司具有多年的经验和专业的技术，积累了不少优质的大型国有企业客户，工程承包项目订单目前较为充足，尤其是与乌兰察布市政府签订的总金额达 56 亿元的订单为将来公司业绩的快速增长提供可靠保障。

◆托管运营业务稳健增长。2015 年三季度，公司托管运营业务收入为 14184.34 万元，同比增长 22.97%，近五年来该业务毛利率维持在 35%以上的高水平。托管运营业务采用的是长期稳定的收费模式，不仅可以为公司带来持续稳定的现金流，还有利于公司与客户建立长期合作关系。

◆保温管业务为公司拓展新的盈利增长点。万邦达和昊天节能的下游客户在电力、石化等行业具有较强的重叠性，销售区域方面则存在互补性，因此收购昊天节能有利于实现双方在电力、石化行业的客户资源和销售渠道的共享，昊天节能未来两年业绩承诺的兑现将进一步提升公司的盈利水平。

◆国家污水治理环保政策的逐步落实利好公司发展。2015 年 4 月份出台的“水十条”计划，对加强工业污水处理、工业废水再利用提出明确要求，积极推行环境污染第三方治理，未来将通过税收优惠、绿色信贷、引入社会资本等多种政策支持环保企业的发展。

长城国瑞证券研究所

分析师：

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200512010001

研究助理

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

联系电话：0592-5813105

地址：厦门市莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



盈利预测及投资评级：

在公司现有工程承包项目、托管运营业务、设备销售业务及保温管业务规模稳健增长的前提假设下,不考虑公司未来的外延式扩张因素,我们预计公司 2015 与 2016 年的 EPS 预测分别为 0.46、0.66 元,对应 P/E 分别为 48.65 倍、33.81 倍。以 2016 年环保工程与服务行业平均 46.28 倍的 P/E 水平来看,公司的估值存在一定的提升空间,因此我们给予其“增持”评级,以 40 倍 P/E 的估值水平给予其目标价 26.40 元。

风险提示：

资金周转风险;投资收益回收风险;工业水处理项目订单下滑风险。



目 录

1. 公司基本背景	4
1.1 公司主营业务结构	4
1.2 公司财务数据概览	5
2. 公司工程承包项目订单充足	6
3. 公司托管运营业务毛利率较高，为公司带来持续稳定的现金流入	7
4. 保温管业务为公司带来新的业绩增长点	8
5. 关注国家污水治理环保政策的逐步落实	9
6. 盈利预测及与投资评级	10



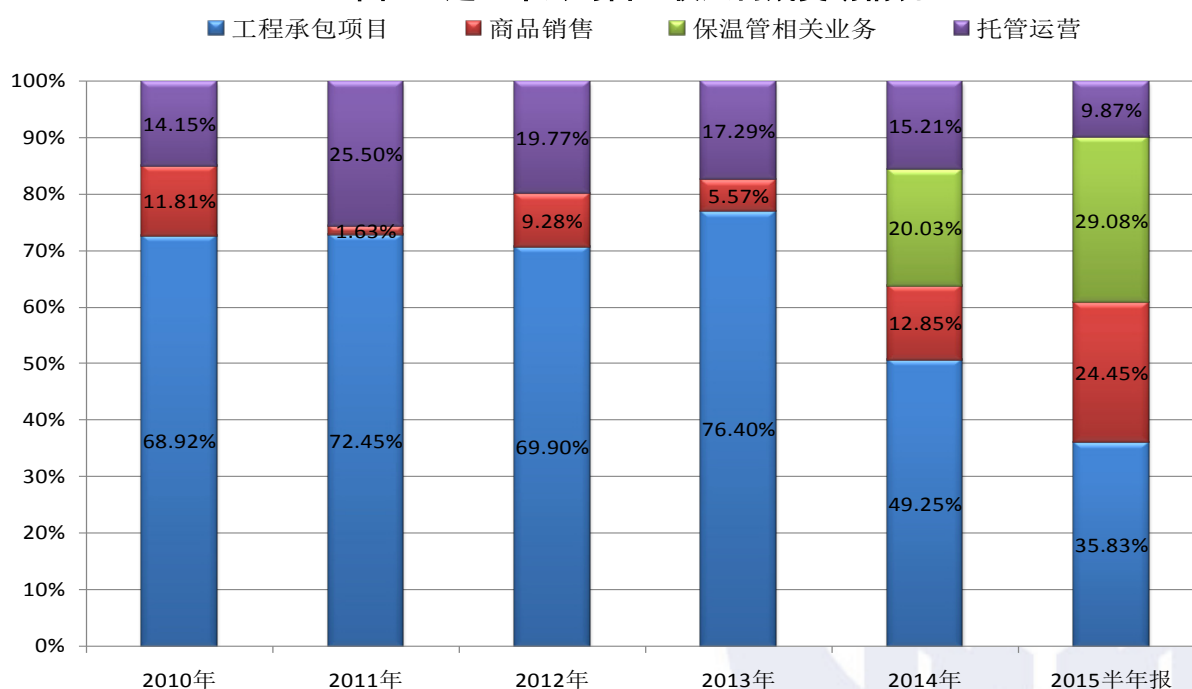
1. 公司基本背景

1.1 公司主营业务结构

北京万邦达环保技术股份有限公司是国内一家专业为石油化工、煤化工、电力行业提供全面性、专业性工程建设服务的环保公司，可提供服务包括技术研发、可行性研究、设计、采购、现场施工监管、项目管理和委托运营等服务。

公司目前主营业务可以分为工程承包项目、商品销售、保温管以及托管运营等几大板块，总体呈现围绕核心业务进行多元化发展趋势。具体来看：工程承包项目是公司主要的收入来源，虽然近几年来占比有所下降，但 2015 年半年报占营业收入及毛利比重仍分别达 35.83%和 31.17%；商品销售业务近两年占比提升迅速，主要因为公司的大庆腓纶项目及神华 400 万吨煤制油项目供货量较大；托管运营业务一直为公司提供稳定的现金流；除了上述公司传统三大业务板块外，保温管相关业务自 2014 年并购昊天节能以来也成为公司主要业务，2015 年半年报占比已经从 2014 年的 20%上升至近 30%。

图 1：近 5 年公司营业收入构成变动情况



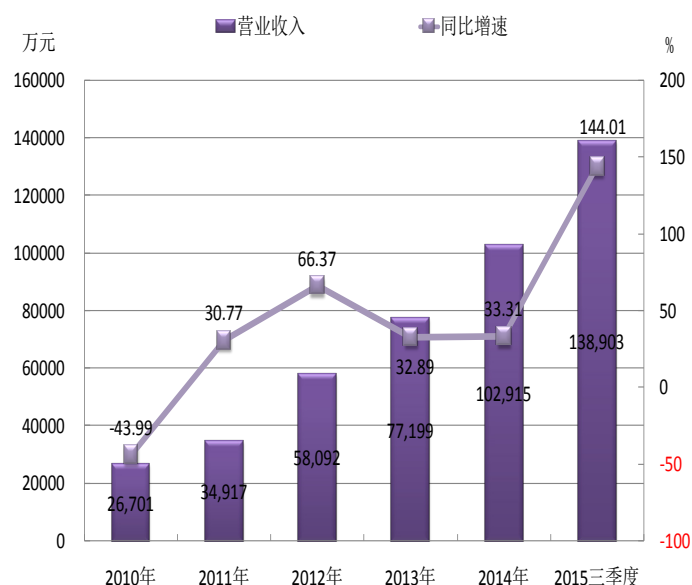
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明



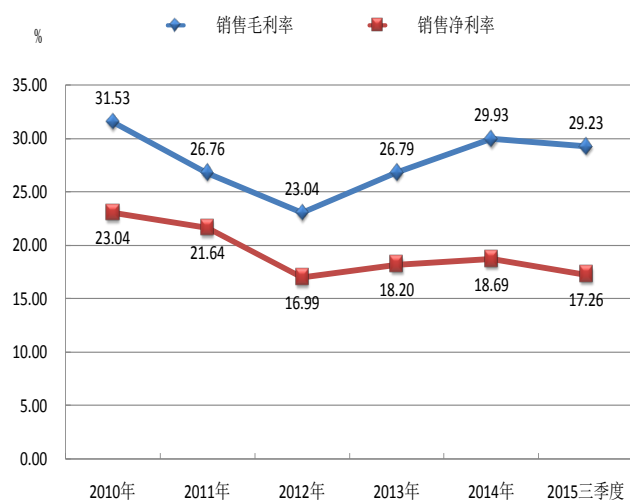
2015 年三季度公司各项财务指标良好,实现营业收入 138,903 万元,同比增长 144.01%;扣非后归属母公司股东的净利润为 23,773 万元,同比增长 115.96%;销售毛利率和净利率维持在 29.23%、17.26%的水平;净资产收益率也逐步提升。从近五年的各项财务指标来看,公司整体盈利水平和质量均呈现较好的发展势头,具体如下图所示:

图 2: 近 5 年公司营业收入及同比增速变动



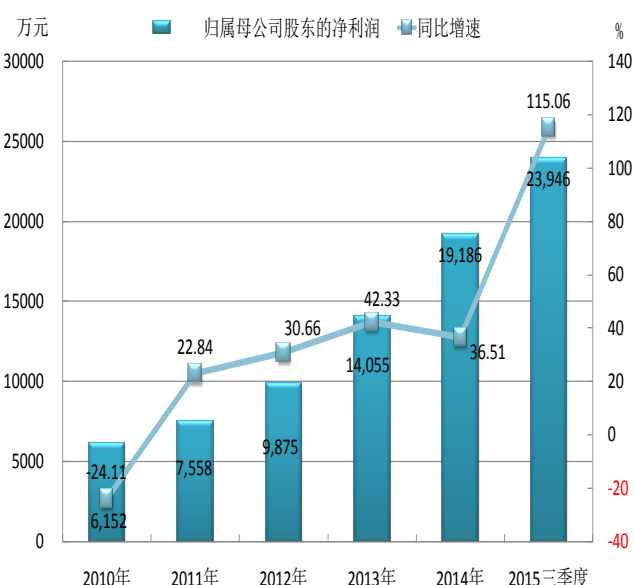
数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

图 4: 近 5 年公司销售毛利率与净利率变动



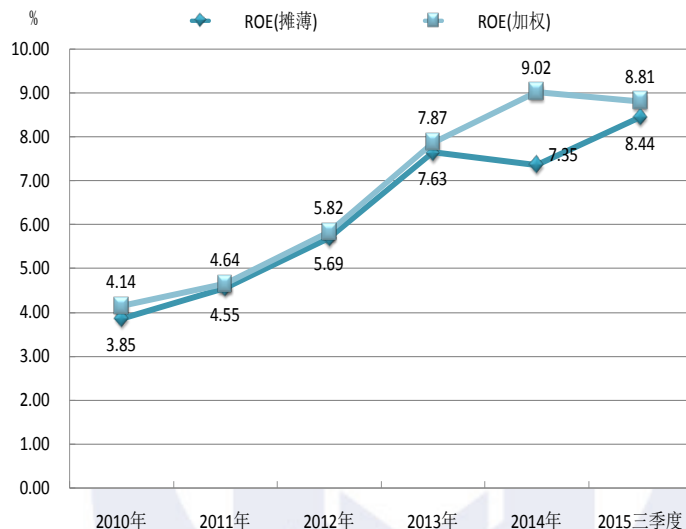
数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

图 3: 近 5 年公司归母净利润及同比增速变动



数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

图 5: 近 5 年公司净资产收益率变动



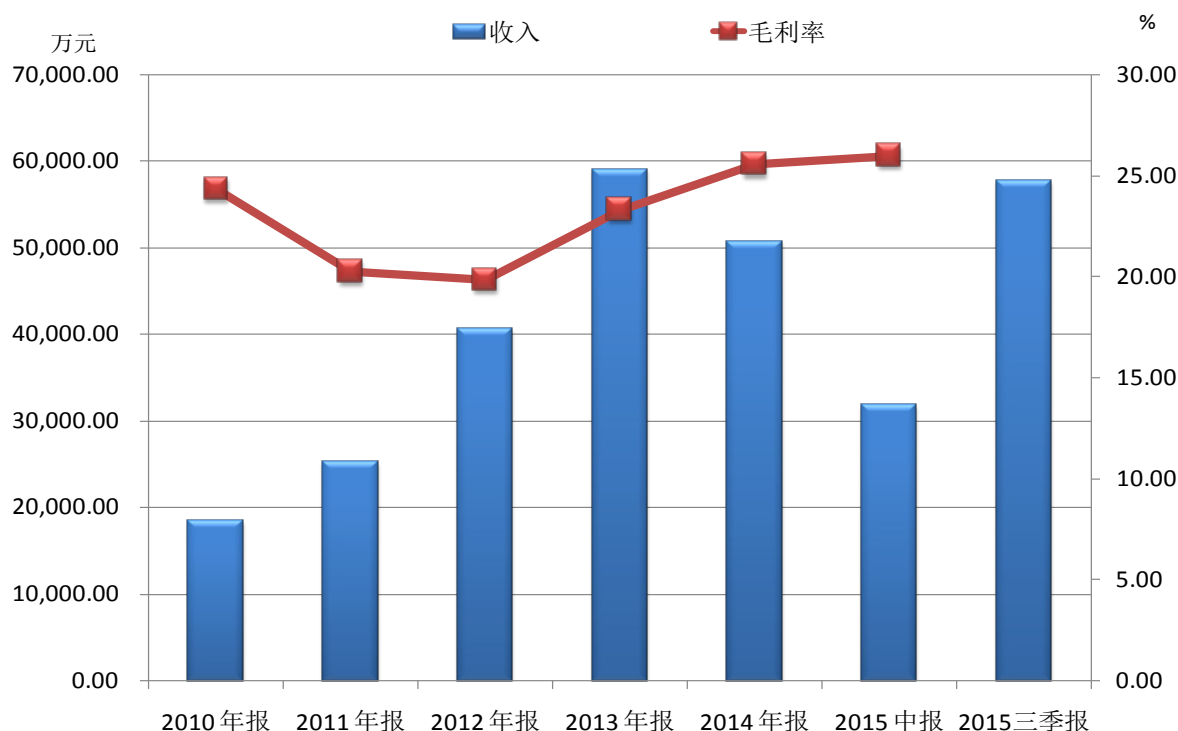
数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所



2 公司工程承包项目订单充足

工程承包项目业务作为目前公司主要的收入来源，2015 年三季度实现收入 57,723.89 万元，较上年同期大幅增长 65.69%，已经超过去年全年的水平。近 3 年来毛利率提升至 25%左右的水平。

图6：公告工程承包项目业务收入及毛利率变动情况



数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

在工程及运营实践经验累积的基础上，公司建立了有效可靠的专业水样数据库，内容涵盖不同行业、不同规模项目下水处理系统的水质、主要工艺、主要设备等参数指标，为公司技术研发、项目初始建设及后续运营提供良好的数据支持。此外，公司还建设成立了工业水环境检测及模拟技术中心，以保持在水质检测分析及技术持续创新等方面的优势。多年的行业项目经验以及技术积累，为公司带来了许多优质的大型国企客户，近两年新增订单项目及金额增长较快。

工程承包项目业务三季度实现快速增长的主要原因除了陕西天元化工以及神华宁煤零排放等项目施工顺利之外，与乌兰察布市



人民政府此前签订的《PPP 项目合作框架协议》（订单总金额合计约为 56 亿元）成为公司业绩继续高增长的保障。根据协议要求，公司设立乌兰察布市万邦达环保科技有限公司，专门负责乌兰察布市集宁区城市供水（BOT）项目、城市排水（BOT）项目、供热环保工程（BOT）项目以及污水处理厂（TOT）项目等四个项目。报告期内完成情况如下：城市供水（BOT）项目已完成相关水源地的方案编制和设计工作；城市排水（BOT）项目已完成特许经营基础设施工程可行性研究报告编制并取得集宁区发展和改革局批复；供热环保工程（BOT）项目已完成脱硫 EPC 项目三个标段总包合同（含技术协议）签订工作，其中前两个标段已进入施工阶段。

此外，公司与安徽省芜湖市正在对合作框架协议内的一系列环保基础设施项目的投资、建设、运营、维护等工作进行梳理，项目总投资约 30 亿元，后续工程承包订单资源较为充足。

表1：2015年三季度报告期内节能环保特许经营类订单新增及执行情况

业务类型	新增订单				处于施工期订单			处于运营期订单	
	数量	投资金额 (万元)	已签订合同		数量	本期完成的 投资金额 (万元)	未完成投资 金额 (万元)	数量	运营 收入 (万元)
			数量	投资金额 (万元)					
BOT	3	219,600.00	3	219,600.00	3	37,912.17	181,687.83		
合计	3	219,600.00	3	219,600.00	3	37,912.17	181,687.83		

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

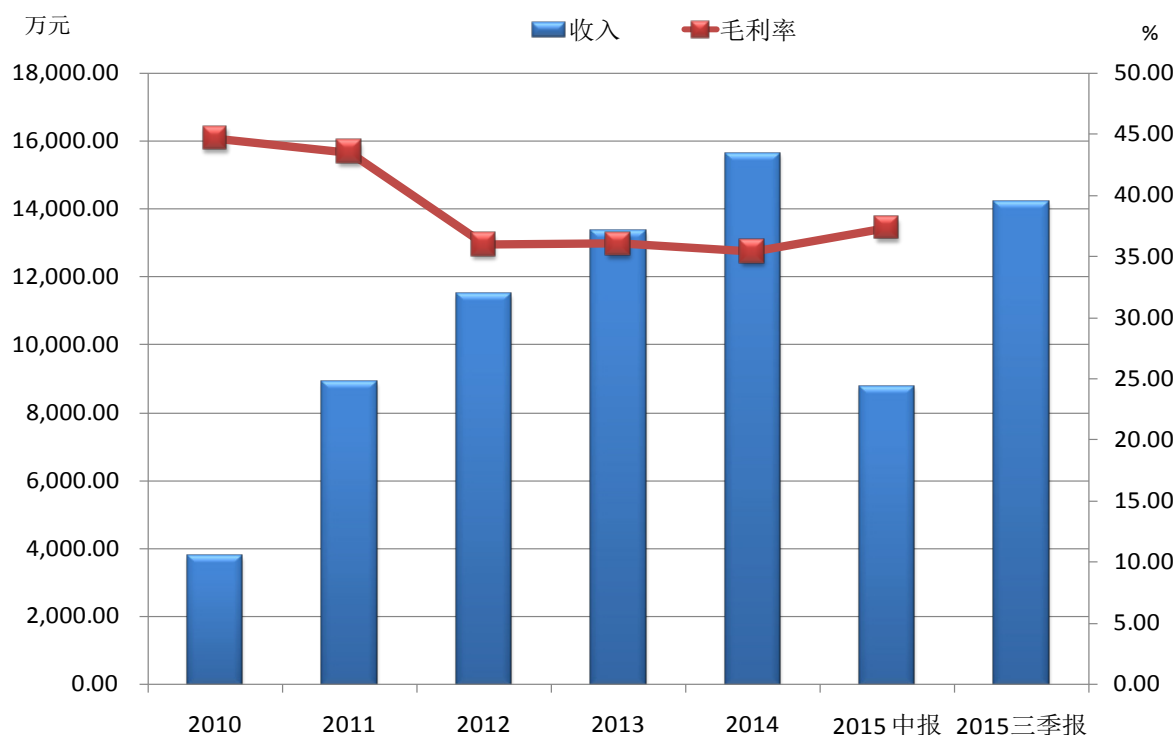
3. 公司托管运营业务毛利率较高，为公司带来持续稳定的现金流入

2015 年三季度，公司托管运营业务收入为 14184.34 万元，同比增长 22.97%，近五年来该业务毛利率维持在 35%以上的高水平。与工程承包项目一次性收费的盈利模式不同，托管运营业务采用的是长期稳定的收费模式，这不仅可以为公司带来持续稳定的现金



流,还有利于公司与客户建立长期合作关系,在业内树立起良好的口碑。

图7: 近5年来公司托管运营业务收入增长及毛利率变动情况



数据来源: WIND, 长城国瑞证券研究所

本期与上年同期相比,公司新增部分托管运营业务,例如中煤榆林托管运营项目、榆横工业区工业污水处理厂托管运营项目,同时其他原有的托管运营项目运营趋于稳定,促使托管运营项目稳定增长。

4. 保温管业务为公司带来新的业绩增长点

目前,社会和政府部门对环保的要求越来越高,因此近年来公司一直致力于向能够为客户提供污染防治、节能降耗等整体解决方案的综合环保供应商方向发展。收购昊天节能公司正是基于上述战略进行的积极布局。万邦达和昊天节能的下游客户在电力、石化等行业具有较强的重叠性,销售区域方面则存在互补性,因此收购昊天节能有利于实现双方在电力、石化行业的客户资源和销售渠道的共享,进一步提升公司的盈利水平。



2015 年 3 季度昊天节能营业收入 39,521.66 万元，占合并主营业务收入 28.45%。2015 年 8 月，昊天节能还与石家庄西岭供热有限公司签订《高密度聚乙烯外护管聚氨酯泡沫预制直埋保温管采购合同》，合同总金额为 9.1867 亿元。有充足订单作为业绩增长的基础，因此我们认为昊天节能可以实现 2015 年和 2016 年的业绩承诺，即分别实现净利润不低于 5,800 万元和 7,420 万元。

5. 关注国家污水处理环保政策的逐步落实

2015 年 4 月 16 日《水污染防治行动计划》（简称“水十条”）正式出台，该计划明确要求加强工业水循环利用，鼓励钢铁、石油石化、化工等高耗水企业废水深度处理回用。同时加快发展环保服务业，鼓励发展包括系统设计、设备成套、工程施工、调试运行、维护管理的环保服务总承包模式、政府和社会资本合作模式等，以污水、垃圾处理和工业园区为重点，推行环境污染第三方治理。

未来 3 年内国家将逐步依法落实环境保护、节能节水、资源综合利用等方面税收优惠政策，同时增加政府资金投入，引入社会资本，积极推行绿色信贷，发挥政策性银行等金融机构在水环境保护中的作用，重点支持循环经济、污水处理、水资源节约、水生态环境保护、清洁及可再生能源利用等领域。因此，我们认为污水处理领域的环保政策日趋明确，能够为公司业绩的持续增长提供良好的大背景。



6 盈利预测及投资评级

在公司现有工程承包项目、托管运营业务、设备销售业务及保温管业务规模稳步扩大的前提假设下,不考虑公司未来的外延式扩张因素,我们预计公司 2015 年、2016 年的 EPS 分别为 0.46、0.66 元,对应 P/E 分别为 48.65 倍、33.81 倍。以 2016 年环保工程与服务行业平均 46.28 倍的 P/E 水平来看,公司的估值仍存在一定的提升空间,因此我们给予其“增持”评级,以 40 倍 P/E 的估值水平给予其目标价 26.40 元。

表 2: 盈利预测

关键指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万)	580.92	771.99	1029.15	1828.75	2639.60
增长率	66.37%	32.89%	33.31%	77.69%	44.34%
归属母公司股东净利润(百万)	98.75	140.55	191.86	334.74	481.62
增长率	30.66%	42.33%	36.51%	74.47%	43.88%
每股收益(元)	0.134	0.191	0.261	0.455	0.655
净资产收益率	5.69%	7.63%	7.35%	11.66%	14.83%
市盈率(P/E)	164.91	115.86	84.88	48.65	33.81
市净率(P/B)	9.38	8.84	6.24	5.67	5.02

数据来源:公司公告,长城国瑞证券研究所



证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。