

清大国华(835796)

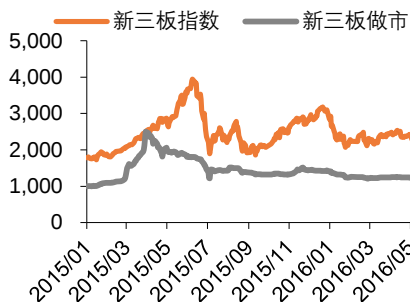
致力于危废处理与废水零排放的领先企业

推荐（首次）

主要数据

行业	环境与设施服务
公司网址	http://www.gohigher.cn/
大股东/持股	陈福泰/83.23%
实际控制人/持股	陈福泰/83.23%
总股本(百万股)	55
每股净资产(元)	1.2
资产负债率(%)	24.01

行情走势图



证券分析师

鄢祝兵 投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
YANZHUBING290@pingan.com.cn

邵青 投资咨询资格编号
S1060511010002
0755-22622740
SHAOQING@pingan.com.cn

陈建文 投资咨询资格编号
S1060210050001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点：

- **国家扶持，环保行业迎来快速发展期。**2014 年，国家财政对环保投资总额达 9575.5 亿元，同比增长 6.0%。在政策方面，新《环保法》“水十条”、“两高”司法解释的出台，排污企业对危废、废水处理的需求增加。PPP 的推广促进了社会资本参与环境治理。
- **工业危废产生量巨大，处置能力有待提高。**2014 年，全国工业危险废物产生量 3633.5 万吨，同比增长 15.1%，而危险废物经营单位核准利用处置规模达到 4304 万吨，实际经营规模仅为 1406 万吨，处置设施负荷率不高。
- **市政污水处理厂将迎来提标改造高峰期。**现阶段我国城镇污水处理率已经达到相当高的水平，市政污水处理厂排放标准提高成为行业发展必然趋势。未来市政污水处理行业将向着工艺改进和深度处理的方向发展。随着污水处理厂提标改造的进行，污水深度处理整体解决方案提供商将迎来快速发展，同时膜技术在市政污水处理中的渗透率将不断提高。
- **提高工业用水效率势在必行。**用水量大，废水排放多是我国工业企业的重要特征，总体而言我国工业企业用水效率不高。随着生态文明建设和产业不断升级，高污染、高耗能企业将逐渐被淘汰，中水回用和废水零排放成为工业企业基本要求，相关水处理企业发展前景广阔。
- **公司核心竞争力明显。**公司为提供危险废物与污水处理整体解决方案、高端膜产品销售和投资运营管理的高新技术环境服务商。近年来公司在巩固原有业务的同时积极开拓 PPP 和区域环境综合治理业务。公司拥有核心技术，注重人才引进，拥有丰富的项目经验、完善的资质体系和健全的项目管控体系，公司主要财务指标较好，拥有较大的发展潜力。
- **投资建议：**通过分析，我们预测公司 2016~2018 年营业收入分别为 1.12 亿元、1.59 亿元、2.31 亿元，归属于挂牌公司股东的净利润分别为 1714.75 万元、2483.57 万元、3540.65 万元，每股收益依次为 0.31 元、0.45 元、0.64 元。考虑到环保行业快速发展公司明显的竞争优势，首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级！
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，资金周转风险，税收优惠政策调整风险。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	59	81	112	159	231
YoY(%)	37.9	35.9	39.0	42.0	45.0
净利润(百万元)	7	12	17	25	35
YoY(%)	54.3	68.8	46.2	44.8	42.6
毛利率(%)	43.0	36.2	36.2	36.2	36.2
净利率(%)	11.2	13.9	15.3	15.6	15.3
ROE(%)	12.7	17.7	22.9	24.1	25.4
EPS(摊薄/元)	0.13	0.21	0.31	0.45	0.64

正文目录

一、公司介绍	5
1.1、公司简介	5
1.2、股权结构	5
1.3、业务情况	6
二、国家扶持，环保行业快速发展	7
2.1、环保投资大幅增长	7
2.2、法律政策不断出台，环境违法成本不断提高	7
2.3、PPP 引导社会资本进入废水、危废处理领域	9
三、工业危废产生量巨大，处置能力有待提高	11
3.1、工业危废产生量不断增加	11
3.2、工业危废倾倒事件频发，加强监管势在必行	13
3.3、危废处置缺口巨大	14
四、市政污水处理厂将迎来提标改造高峰期	14
4.1、生活污水排放逐年增加，处理率不断提高	14
4.2、提标改造——市政污水处理将迎来质的飞越	15
五、工业水处理的新方向——提高用水效率	16
5.1、工业用水量大，废水排放多	16
5.2、提高工业用水效率势在必行	17
5.3、膜技术在工业废水处理领域大有可为	18
六、公司分析	18
6.1、巩固原有业务拓展新业务	18
6.2、注重技术创新	21
6.3、优秀团队	21
6.4、丰富的项目经验	22
6.5、完善的资质体系与产业链	23
6.6、健全的项目管控体系与优质交付	24
七、财务分析	24
7.1、可比公司简介	24
7.2、盈利能力分析	25
7.3、成长能力分析	25
7.4、资本结构与偿债能力分析	26
7.5、营运能力分析	26
八、盈利预测和估值	27
8.1、盈利预测与估值	27
8.2、投资建议	28
九、风险提示	28

图表目录

图表 1	公司历史沿革	5
图表 2	公司股权结构	5
图表 3	公司产品和服务	6
图表 4	公司主要收入来源于整体解决方案	6
图表 5	公司主要毛利来源于整体解决方案	6
图表 6	国家财政对环境污染治理投资总额	7
图表 7	新环保法的主要亮点	7
图表 8	“两高”司法解释的要点	8
图表 9	2015 年以来出台的 PPP 法律、政策	10
图表 10	财政部 PPP 示范项目构成	11
图表 11	各类环保 PPP 项目投资占比	11
图表 12	全国工业危险废物产量	12
图表 13	不同危险废物产生量占比	12
图表 14	各行业产生危险废物占比	13
图表 15	2014 年工业危险废物产量前十名的城市	13
图表 16	近期来我国发生的部分危废倾倒事件	14
图表 17	危险废物许可证数量	14
图表 18	危险废物实际经营规模	14
图表 19	城镇生活污水排放量	15
图表 20	城镇生活污水排放前十的省份	15
图表 21	城市污水处理厂处理能力 & 处理率	15
图表 22	县城污水处理厂处理能力 & 处理率	15
图表 23	2014 年全国投运城镇污水处理设施所采用的工艺	16
图表 24	我国工业用水量变化	17
图表 25	我国工业废水排放量变化	17
图表 26	2014 年我国工业废水来源	17
图表 27	我国万元工业增加值用水量及变化	18
图表 28	膜技术在工业水处理中的优点	18
图表 29	公司针对危废的处理技术和效果	19
图表 30	公司针对废水（污水）的处理技术和效果	19
图表 31	与 MBR 中空纤维膜相比 MBR 平板膜的优点	20
图表 32	公司生产的卷式超滤膜	21
图表 33	公司员工教育程度状况	22
图表 34	2014、2015 年公司部分项目	23
图表 35	公司“一站式”服务	24
图表 36	公司毛利率与同行业公司比较	25

图表 37 公司净资产收益率与同行业企业比较25

图表 38 营业收入同比增长率26

图表 39 扣非净利润增长率26

图表 40 资产负债率26

图表 41 流动比率26

图表 42 应收账款周转率（次）27

图表 43 存货周转率（次）27

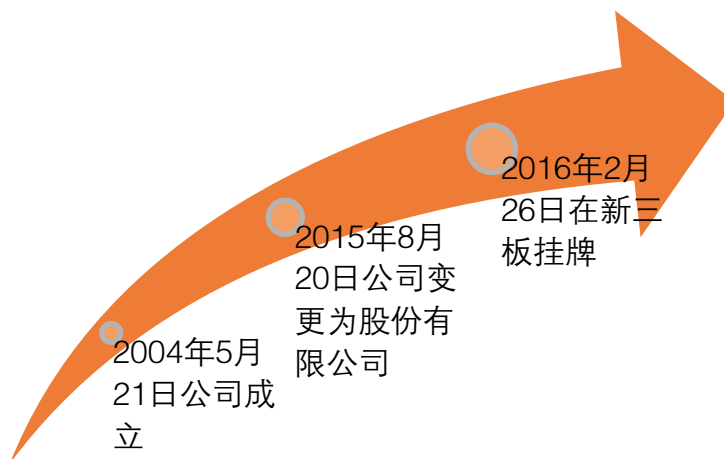
图表 44 公司盈利预测27

一、公司介绍

1.1、公司简介

清大国华是一家提供危险废物与污水处理整体解决方案及高端膜产品的高新技术环境服务商。公司成立于 2004 年 5 月 21 日，2015 年 8 月 20 日变更为股份有限公司，2016 年 2 月 26 日在新三板挂牌，挂牌后转让方式为协议转让。

图表1 公司历史沿革



资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2、股权结构

公司控股股东为陈福泰先生，直接持有公司 83.23%的股份，为公司的实际控制人。此外陈福泰配偶刘海宁女士持有公司 4.00%的股份，堂弟陈福刚先生持有公司 0.77%的股份，石河子汇智创金股权投资合伙企业(陈福泰先生和刘海宁女士合计持有 52.60%的股份)持有公司 9.00%的股份。

图表2 公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例
陈福泰	45777050	83.23%
石河子汇智创金股权投资合伙企业(有限合伙)	4950000	9.00%
刘海宁	2200000	4.00%
张涛	1650000	3.00%
陈福刚	422950	0.77%
合计	55000000	100%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3、业务情况

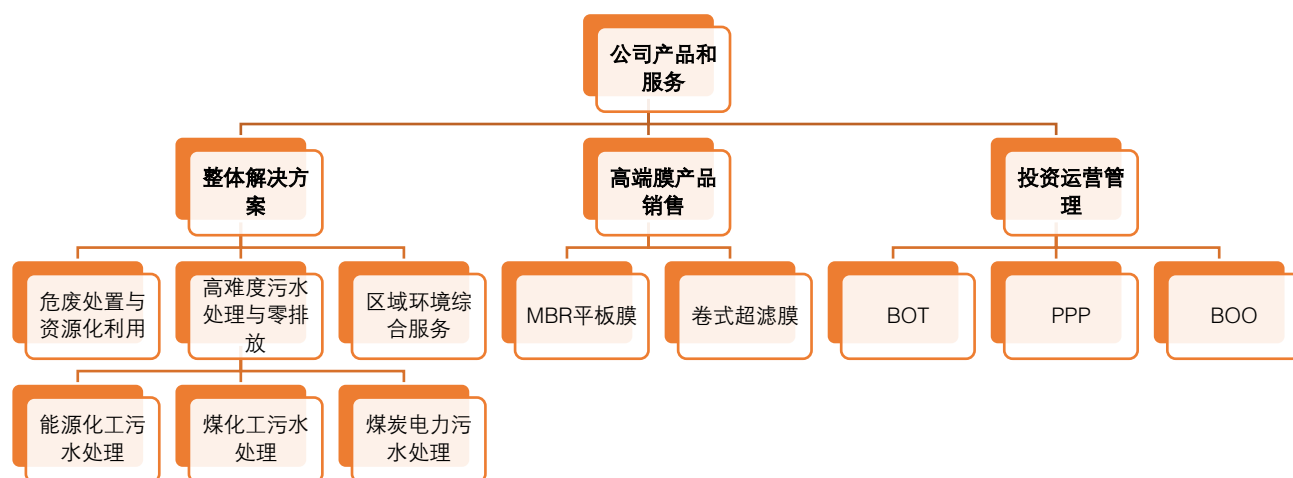
公司致力于危险废物处置与利用为核心的循环经济产业园、高难度污水处理与零排放、区域环境综合治理及高端膜产品生产与应用，为客户提供集“投融资服务、技术研发、设计咨询、工程总承包、核心产品制造、运营维保”等六位一体的全方位解决方案。

其中高难度污水处理主要集中在能源化工、煤化工、煤炭电力等行业；

高端膜产品主要有两种：MBR 平板膜和卷式超滤膜。

2015 年公司新增投资运营管理，主要为危险废物处置设施提供投资运营与管理服务，根据危险废物的处置量和吨价收取服务费用，实现盈利。

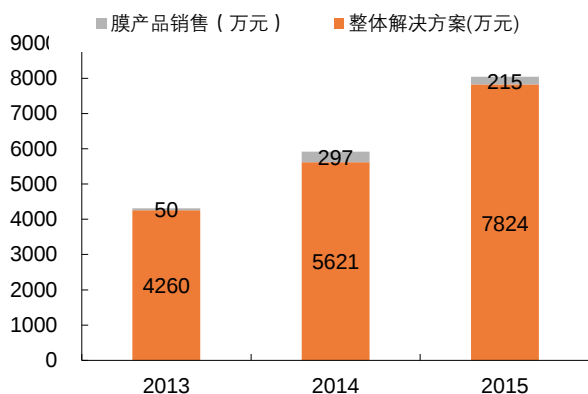
图表3 公司产品和服务



资料来源：公司公告、平安证券研究所

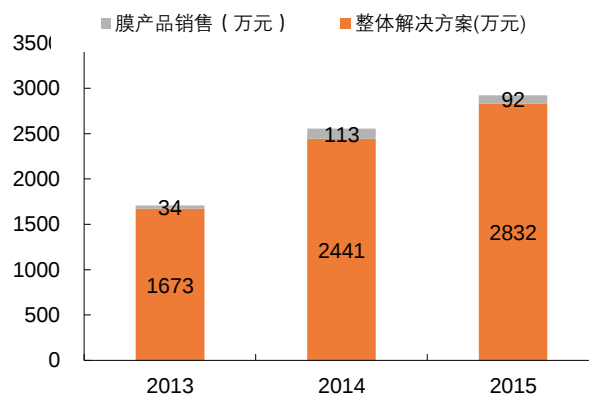
公司营收和毛利稳步增长，2013~2015 年营业收入从 4310 万元增长至 8039 万元，复合增长率达 36.57%，毛利从 1707 万元增长至 2924 万元，复合增长率达 30.88%。2015 年公司主营业务收入中整体解决方案收入占比达 97.37%，是公司的主要收入来源。

图表4 公司主要收入来源于整体解决方案



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 公司主要毛利来源于整体解决方案



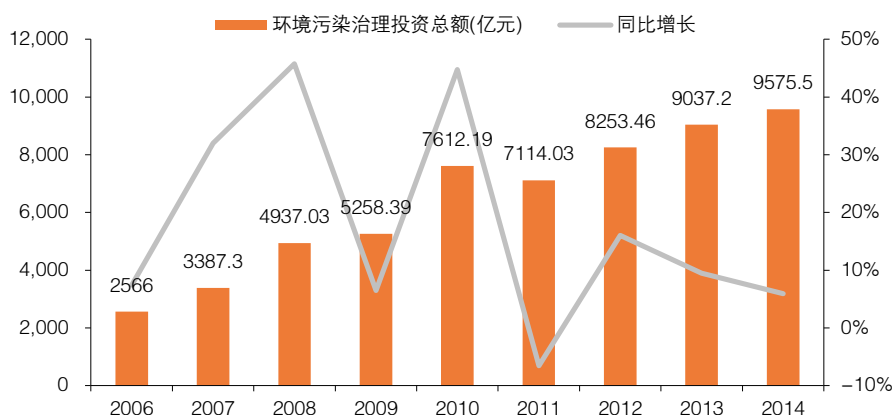
资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、国家扶持，环保行业快速发展

2.1、环保投资大幅增长

近年来，我国环境问题日益严重，国家对环境保护不断重视，对环境保护投资大幅增长。2014 年国家财政对环保投资 9575.5 亿元，较 2006 年增加 7009.5 亿元，2006~2014 年增幅达 273.2%，2006 年至 2014 年年均增长 16.7%。2006 年至 2014 年环境保护投资占 GDP 的比重由不足 1.2% 增长到 1.5%，反映出政府逐渐将环境保护放到了重要位置。据环保部规划院测算，预计“十三五”期间环保投入将增加到每年 2 万亿元左右。“十三五”期间节能环保产业有望达到年增速 20% 以上。对工业废水、危险废物处理行业而言，这无疑是大利好，行业快速发展指日可待。

图表6 国家财政对环境污染治理投资总额



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

2.2、法律政策不断出台，环境违法成本不断提高

(1) 新环保法实施，打击环境违法力度空前

2015 年 1 月 1 日修订后的《环境保护法》正式实施，新环保法对违规企业处罚力度明显提高。新环保法不但对技术、管理、监督等制度进行更新，还加大了处罚力度。新环保法大幅提高了企业的违法成本，排放废水和危废的企业将自发的寻求处理污染物的方法。

图表7 新环保法的主要亮点

亮点	内容
按日累计罚款无上限	第五十九条：企业事业单位和其他生产经营者违法排放污染物，受到罚款处罚，被责令改正，拒不改正的，依法作出处罚决定的行政机关可以自责令改正之日的次日起，按照原处罚数额按日连续处罚。
污染违法者可拘留	第六十三条：企业事业单位和其他生产经营者有下列行为之一，尚不构成犯罪的，除依照有关法律法规规定予以处罚外，由县级以上人民政府环境保护主管部门或者其他有关部门将案件移送公安机关，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处十日以上十五日以下拘留；情节较轻的，处五日以上十日以下拘留： (一) 建设项目未依法进行环境影响评价，被责令停止建设，拒不执行的； (二) 违反法律规定，未取得排污许可证排放污染物，被责令停止排污，拒不执行的； (三) 通过暗管、渗井、渗坑、灌注或者篡改、伪造监测数据，或者不正常运行防治污染设施等逃避监管的方式违法排放污染物的；

亮点	内容
	(四)生产、使用国家明令禁止生产、使用的农药,被责令改正,拒不改正的。
环境污染可入罪	第六十九条:违反本法规定,构成犯罪的,依法追究刑事责任。
污染物排放设备可查封扣押	第二十五条:企业事业单位和其他生产经营者违反法律法规规定排放污染物,造成或者可能造成严重污染的,县级以上人民政府环境保护主管部门和其他负有环境保护监督管理职责的部门,可以查封、扣押造成污染物排放的设施、设备。
超标排污可停产、停业	第六十条:企业事业单位和其他生产经营者超过污染物排放标准或者超过重点污染物排放总量控制指标排放污染物的,县级以上人民政府环境保护主管部门可以责令其采取限制生产、停产整治等措施;情节严重的,报经有批准权的人民政府批准,责令停业、关闭。
环境监管部门违法要担责	第六十八条:地方各级人民政府、县级以上人民政府环境保护主管部门和其他负有环境保护监督管理职责的部门有下列行为之一的,对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予记过、记大过或者降级处分;造成严重后果的,给予撤职或者开除处分,其主要负责人应当引咎辞职: (一)不符合行政许可条件准予行政许可的; (二)对环境违法行为进行包庇的; (三)依法应当作出责令停业、关闭的决定而未作出的; (四)对超标排放污染物、采用逃避监管的方式排放污染物、造成环境事故以及不落实生态保护措施造成生态破坏等行为,发现或者接到举报未及时查处的; (五)违反本法规定,查封、扣押企业事业单位和其他生产经营者的设施、设备的; (六)篡改、伪造或者指使篡改、伪造监测数据的; (七)应当依法公开环境信息而未公开的; (八)将征收的排污费截留、挤占或者挪作他用的; (九)法律法规规定的其他违法行为。

资料来源:环保法、平安证券研究所

(2) “两高”司法解释发布,危废治理日趋严格

2013年6月17日,最高人民法院、最高人民检察院发布《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》,自2013年6月19日起施行。《解释》明确了1997年《刑法》规定的重大环境污染事故罪、非法处置进口的固体废物罪、擅自进口固体废物罪和环境监管失职罪的定罪量刑标准。并针对办理环境形势污染案件取证难、鉴定难、认定难等问题,对相关环境污染犯罪的定量形势标准作出新规定,进一步对污染环境行为的打击力度。随着“两高”司法解释的发布,对危险废物环保执法力度日趋加大,危废处理行业将会受益。

图表8 “两高”司法解释的要点

要点	内容
降低入罪门槛	司法解释降低了污染环境罪的定罪量刑的门槛,对严重污染环境的情形做出了明确规定
扩大污染物范围	解释专门对“有毒物质”的范围和认定标准作出了明确界定,即危险废物以及其他具有毒性、可能污染环境的物质都属于“有毒物质”。司法解释对非法处置进口的固体废物罪的结果加重要件、擅自进口固体废物罪的入罪要件“致使公私财产遭受重大损失或者严重危害人体健康”的认定标准作了明确规定。

要点	内容
单位环境污染负责人领罪	单位犯刑法第三百三十八条、第三百三十九条规定之罪的，依照本解释规定的相应个人犯罪的定罪量刑标准，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员定罪处罚，并对单位判处罚金。
四种情形从重处罚	(一) 阻挠环境监督检查或者突发环境事件调查的； (二) 闲置、拆除污染防治设施或者使污染防治设施不正常运行的； (三) 在医院、学校、居民区等人口集中地区及其附近，违反国家规定排放、倾倒、处置有放射性的废物、含传染病病原体的废物、有毒物质或者其他有害物质的； (四) 在限期整改期间，违反国家规定排放、倾倒、处置有放射性的废物、含传染病病原体的废物、有毒物质或者其他有害物质的。
规范环境污染专门性问题的鉴定机构及程序	对案件所涉的环境污染专门性问题难以确定的，由司法鉴定机构出具鉴定意见，或者由国务院环境保护部门指定的机构出具检验报告。县级以上环境保护部门及其所属监测机构出具的监测数据，经省级以上环境保护部门认可的，可以作为证据使用。

资料来源：最高人民法院、最高人民检察院、平安证券研究所

(3) “水十条”，开启万亿水处理市场规模

2015 年 4 月国务院发布《水污染防治行动计划》（简称“水十条”），文件提出了未来工作目标，到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到 21 世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。具体措施有：

- 1) 全面控制污染物排放，取缔不符合国家产业政策的生产项目，重点整治高污染行业，集中治理工业集聚区水污染，强化城镇生活污染治理、推进农业农村污染防治、加强船舶港口污染控制。
- 2) 推动经济结构转型升级，调整产业结构、优化空间布局、推进循环发展。
- 3) 发挥市场机制作用、理顺价格税费、促进多元融资。
- 4) 切实加强水环境治理、强化环境质量目标管理、深化污染物排放总量控制、严格环境风险控制、全面推行排污许可。
- 5) 明确和落实各方责任，强化地方政府水环境保护责任、加强部门协调联动、落实排污单位主体责任、严格目标任务考核。

“水十条”的实施进一步规范了政府的环保职能，增加了企业的远法排污的成本，对市政及工业污水处理提出了更高的要求。据环保部测算，以此释放的污水处理规模接近两万亿。

2.3、PPP 引导社会资本进入废水、危废处理领域

PPP 通常的模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报；政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管，以保证公共利益最大化。近期国家出台了许多法律、政策，为 PPP 发展提供政策上的支持。

图表9 2015 年以来出台的 PPP 法律、政策

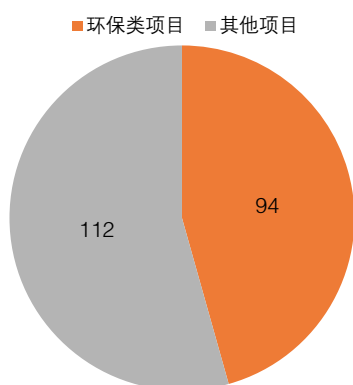
时间	部门	内容
2015 年 2 月	财政部	《关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知》 规定在城市供水、污水处理、垃圾处理、等市政公用领域开展 PPP 项目推介工作的相关内容。
2015 年 3 月	发改委 国家开发 银行	《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》 就推进开发性金融支持 PPP 项目发布了指导性意见。
2015 年 4 月	财政部	《关于政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引的通知》 推进 PPP 项目实施，保障合同履行，有效防范和控制财政风险，明确和规范了 PPP 项目财政承受能力论证工作流程。
2015 年 4 月	财政部	《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作》 在水污染防治领域大力推广运用政府和社会资本合作模式的实施意见。
2015 年 6 月	财政部	《关于进一步做好政府和社会资本合作项目示范工作的通知》
2015 年 9 月	财政部	《财政支持稳增长的政策措施》 加快推广 PPP 模式尽快设立中国 PPP 引导基金，规范推进 PPP 项目实施，严格筛选新一批适宜采用 PPP 模式的项目，着力推动形成能复制、可推广的案例。
2015 年 10 月	发改委	《基础设施和公用事业特许经营暂行条例》
2015 年 10 月	财政部 保监会	加速引导、推进保险资金更好地对接国家重大 PPP 项目。
2015 年 12 月	财政部	《关于实施政府和社会资本合作项目以奖代补政策的通知》 对中央财政 PPP 示范项目中的新建项目和转型为 PPP 项目的地方融资平台公司存量项目给予一定的奖励。
2015 年 12 月	财政部	《政府和社会资本合作法（征求意见稿）》 明确要求一个 PPP 项目的运营时间一般不少于 25 年，并且对 PPP 项目如何进行融资担保等做出了规定。PPP 项目的产生必须通过物有所值评价和财政承受能力论证。
2015 年 12 月	财政部	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台运行的通知》 为促进 PPP 市场科学、规范和可持续发展，提升全国政府和社会资本合作工作管理信息化水平，财政部建立 PPP 综合信息发布平台。
2016 年 4 月	环保部	《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》 建立环境保护 PPP 中央项目储备库，向社会推介优质项目。中央财政专项资金、国家专项建设基金、开发性金融资金、中央拨付的各类环保资金等将优先支持环境保护 PPP 项目的实施。

时间	部门	内容
2016 年 5 月	财政部 发改委	《关于进一步共同做好政府和社会资本合作（PPP）有关工作的通知》 要求各地稳妥有序推进 PPP 工作、进一步加强协调配合、扎实做好 PPP 项目前期工作、建立完善合理的投资回报机制、着力提高 PPP 项目融资效率、强化监督管理、加强 PPP 项目信息公开。

资料来源：环保部、财政部、发改委、平安证券研究所

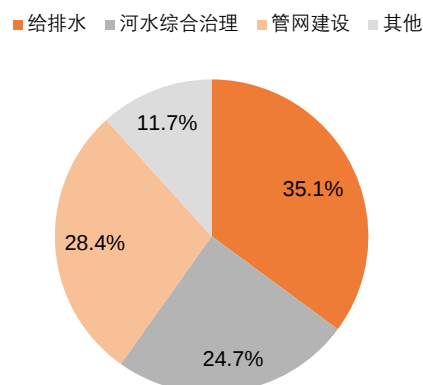
2015 年 9 月，财政部公布了第二批 PPP 示范项目，项目总数 206 个，总投资金额达 6589 亿元，环保类项目 94 个，涉及 1484 亿元投资，在环保类投资中，给排水、河水综合治理、管网建设投资额分别为 521、367、422 亿元，总计占比 88.3%。2015 年 12 月 16 日，国家发改委发布第二批 PPP 推介项目名单，共计 1488 个项目，总投资 2.26 万亿元，环保类有 484 个项目，数量上占比达到 40%。环保类项目众多，表明了国家对改善环境的决心，这些项目涵盖了生活垃圾焚烧发电、灰渣填埋、固废医疗垃圾处置和污水处理等行业。可以看出在 PPP 的推广下，废水、危废处理行业将迎来快速发展时期。

图表10 财政部 PPP 示范项目构成



资料来源：环保部、平安证券研究所

图表11 各类环保 PPP 项目投资占比



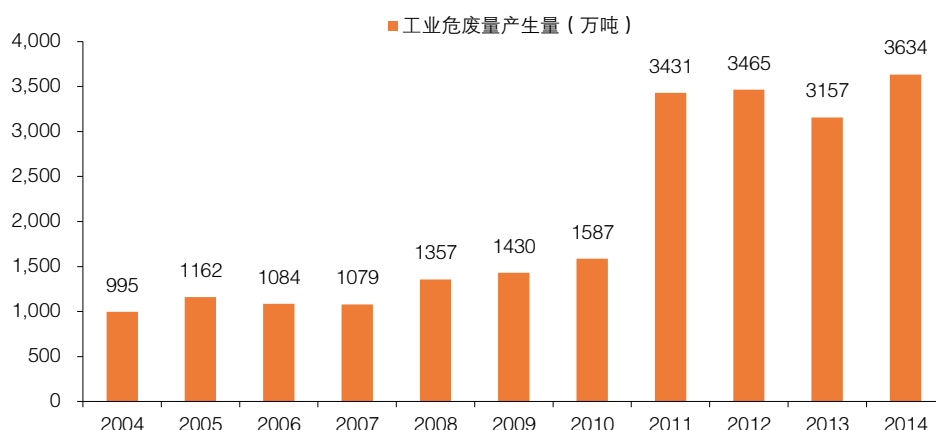
资料来源：环保部、平安证券研究所

三、工业危废产生量巨大，处置能力有待提高

3.1、工业危废产生量不断增加

随着我国经济总量不断扩大，工业危险废物产量也出现明显增加。2014 年，全国工业危险废物产生量 3633.5 万吨，综合利用量 2061.8 万吨，处置量 929.0 万吨，贮存量 690.6 万吨，全国工业危险废物综合利用处置率为 81.2%，未被处置的贮存危废占比为 18.8%，危险废物处理水平有待提高。

图表12 全国工业危险废物产量

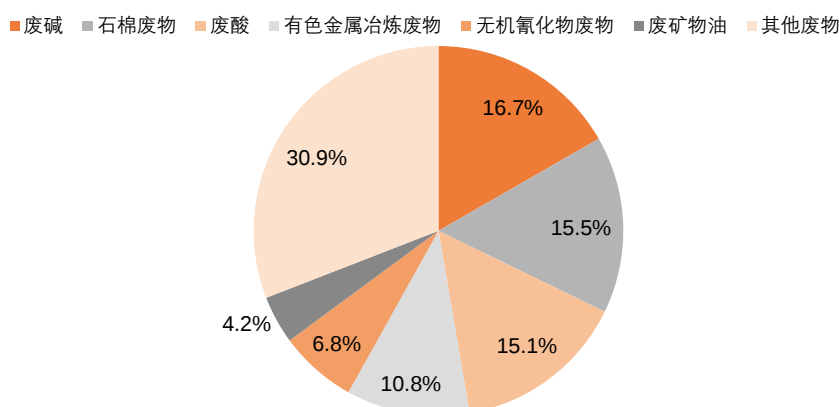


资料来源:中国环境保护产业协会、平安证券研究所(注:2011年统计口径发生变化)

(2) 废碱、石棉、废酸在工业危废中占比较大

根据环保部的统计,在2014年所产生的工业危废中产生量较大的危险废物种类为废碱 608.2 万吨,占重点调查工业企业的 16.7%;石棉废物 561.7 万吨,占重点调查工业企业的 15.5%;废酸 549.4 万吨,占重点调查工业企业的 15.1%;有色金属冶炼废物 391.3 万吨,占重点调查工业企业的 10.8%;无机氰化物废物 246.8 万吨,占重点调查工业企业的 6.8%;废矿物油 152.9 万吨,占重点调查工业企业的 4.2%。

图表13 不同危险废物产生量占比

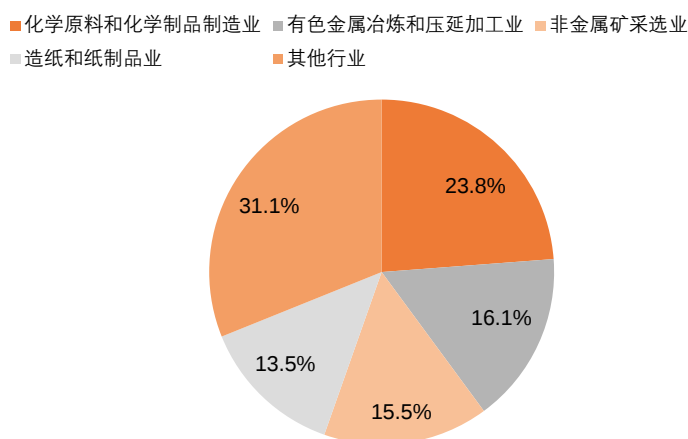


资料来源:环保部、平安证券研究所

(3) 化学原料和化学制品制造业成为工业危废最大来源

2014 年,工业危险废物产生量较大的行业为化学原料和化学制品制造业 865.1 万吨,占重点调查工业企业危险废物产生量的 23.8%;有色金属冶炼和压延加工业 584.2 万吨,占重点调查工业企业的 16.1%;非金属矿采选业 561.6 万吨,占重点调查工业企业的 15.5%;造纸和纸制品业 490.9 万吨,占重点调查工业企业的 13.5%。

图表14 各行业产生危险废物占比

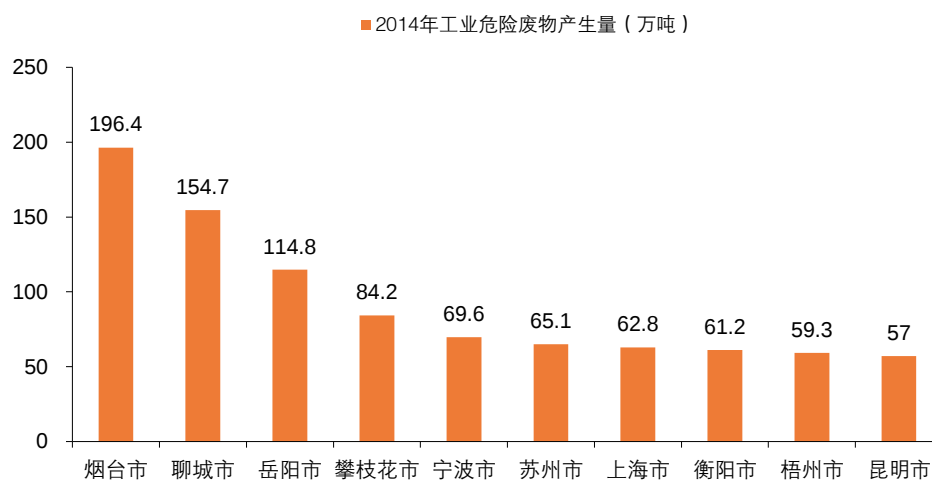


资料来源:环保部、平安证券研究所

(4) 工业危废呈现出明显地域特征

据统计,2014年,244个大、中城市工业危险废物产量达2436.7万吨。工业危险废物产量呈现出明显的地域特征,其中东部产生量较多,2014年工业危险废物产量排在前三位的省份是山东、湖南、江苏。244个大、中城市中,工业危险废物产量居前10位的城市见如图表15所示。前10名城市产生的工业危险废物总量为925万吨,占这244个大、中城市产生总量的38%。

图表15 2014年工业危险废物产量前十名的城市



资料来源:中国环境保护产业协会、平安证券研究所

3.2、工业危废倾倒事件频发,加强监管势在必行

由于不同于废气、废水排放,危废排放很难再现监测,危废排放数据主要靠企业自行上报,这便为排放企业隐瞒、减少上报危废数据提供了便利。2010年《第一次全国污染源普查公报》显示,2007年危险废物产生量4573.69万吨,而环保部统计仅为1079万吨,企业少报危废产量现象严重。同时,地方环保部门将大气、污水和固废排放物的监管放在首位,而对于危废监管投入有限,从而大量工业危废并未流入正规渠道进行处理。近期我国出现一系列危险废物倾倒事件如“山东章丘重大污染环境案”、“岳阳化工危废转移事件”等对人们生产、生活安全带来恶劣影响。

图表16 近期来我国发生的部分危废倾倒事件

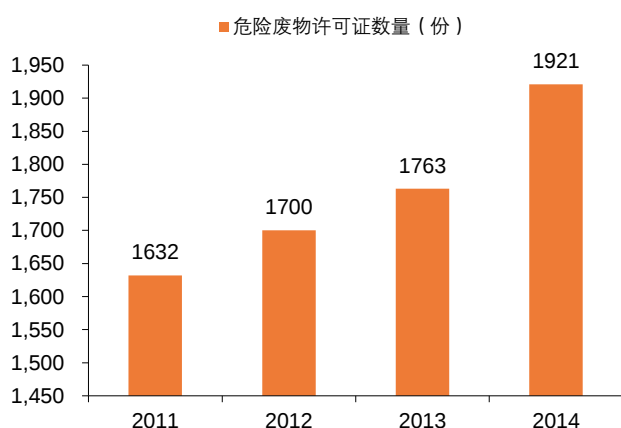
时间	事件	具体内容
2013年8月	滁州市经开区非法倾倒工业危废事件	常州世鑫化工有限公司先后将10车共计338.26吨强碱性含苯系物废水委托他人运至滁州经开区倾倒。
2013年5月	宿州市埇桥区非法倾倒废物事件	浙江万通革业有限公司和浙江日胜合成革有限公司先后12次将330吨蒸馏残渣运至宿州埇桥区三处地点倾倒和焚烧。
2015年10月	山东章丘重大污染环境案	涉案企业为降低危废处置成本雇佣相关人员以较低的价格非法偷排危险废酸碱液体。
2016年3月	岳阳化工危废转移事件	岳阳“天顺化工厂”、“大洋化工厂”为节省处置费用，将生产过程中产生的危废非法处置，严重污染环境。

资料来源：百度、平安证券研究所

3.3、危废处置缺口巨大

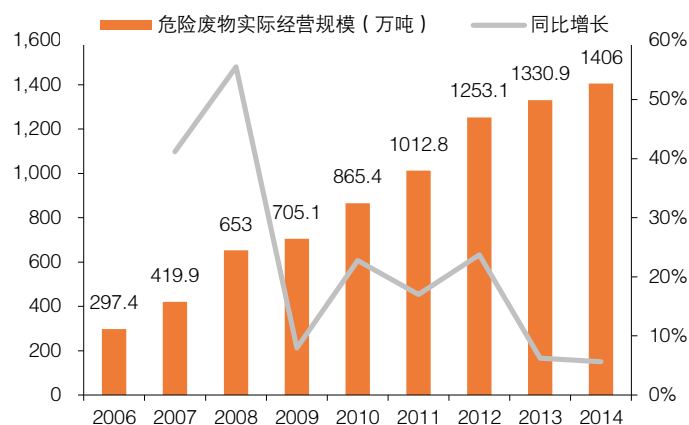
2014年，我国颁发的危险废物经营许可证共1921份，较以往年份出现了较大幅度的增加。但从利用处置情况来看，2014年我国危险废物经营单位核准利用处置规模为4304万吨，还无法满足在《第一次全国污染源普查公报》中公布的2007年危险废物处置要求。2014年危险废物实际经营规模仅为1406万吨，处置设施负荷率有待提高。总体而言，我国危险废物处置缺口仍然十分巨大。

图表17 危险废物许可证数量



资料来源:2015年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报、平安证券研究所

图表18 危险废物实际经营规模



资料来源:2015年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报、平安证券研究所

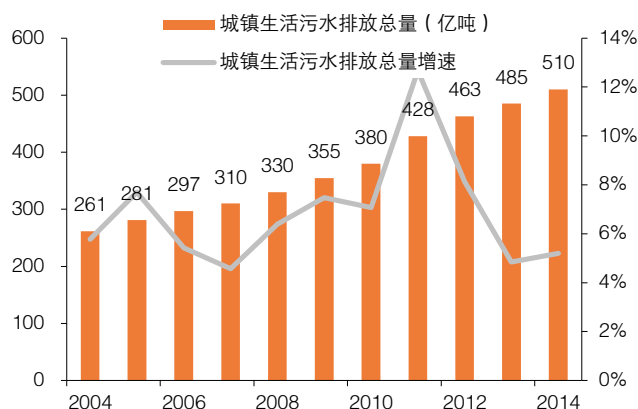
四、市政污水处理厂将迎来提标改造高峰期

4.1、生活污水排放逐年增加，处理率不断提高

市政污水的主要来源为生活污水，近年来我国生活污水排放量持续增加，2014年我国城镇生活污水排放量为510.3亿吨，同比增长5.19%。全国污水排放呈现出地区差异，其中东部地区人口稠密、

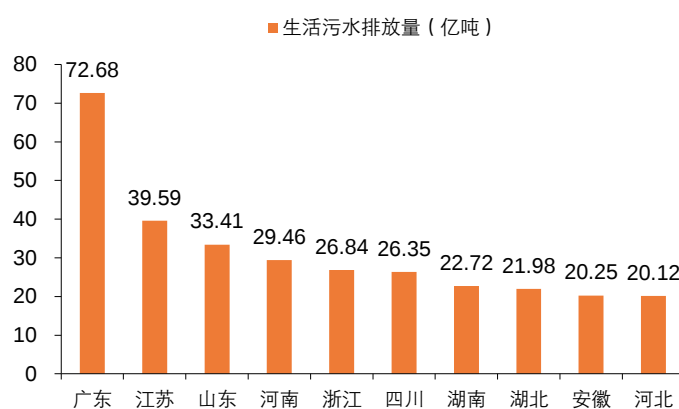
经济发达，生活污水排放量较多，根据 2013 年环境统计年报的数据，全国城镇生活污水排放量前 3 位依次是广东、江苏、山东，分别占全国城镇生活污水排放量的 14.3%、7.7%和 6.5%。

图表19 城镇生活污水排放量



资料来源: Wind、平安证券研究所

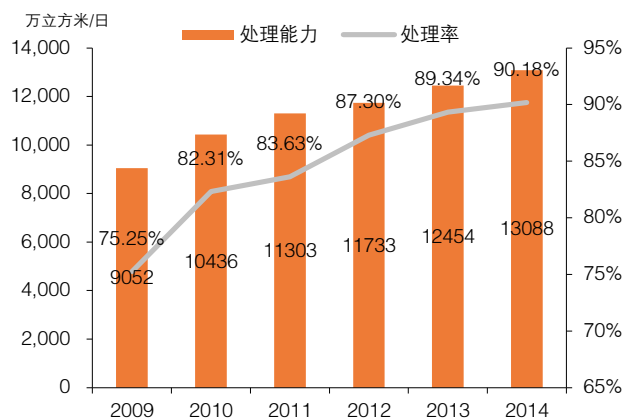
图表20 城镇生活污水排放前十的省份



资料来源: Wind、平安证券研究所

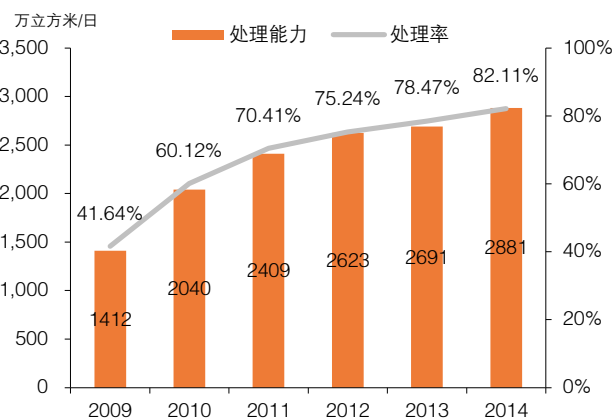
据住建部统计，2014 年年末，全国城市共有污水处理厂 1808 座，比上年增加 72 座，污水厂日处理能力 13088 万立方米，比上年增长 5.1%，城市年污水处理总量 401.7 亿立方米，城市污水处理率 90.18%。2014 年年末，全国县城共有污水处理厂 1554 座，比上年增加 50 座，污水厂日处理能力达到 2881 万立方米，比上年增长 7.1%，县城全年污水处理总量 74.3 亿立方米，污水处理率为 82.11%。

图表21 城市污水处理厂处理能力 & 处理率



资料来源: 住建部、平安证券研究所

图表22 县城污水处理厂处理能力 & 处理率



资料来源: 住建部、平安证券研究所

4.2、提标改造——市政污水处理将迎来质的飞越

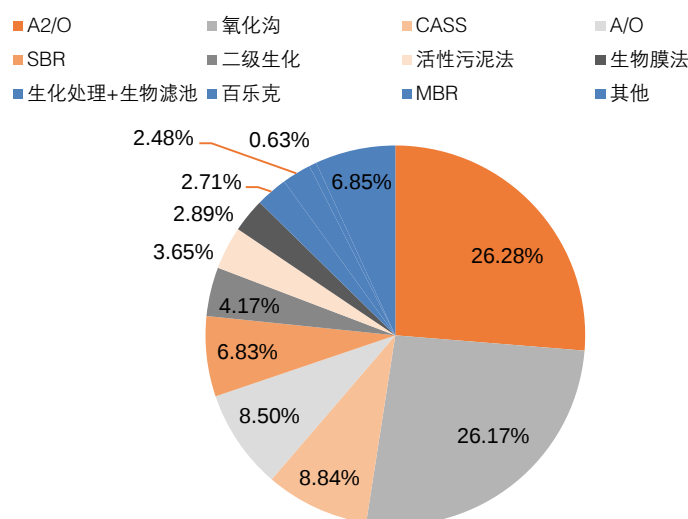
我们认为随着城镇污水处理率的不断提高，污水处理厂提标改造将成为市政污水处理行业必经阶段，具体而言包括污水处理工艺的改进以及增加污水处理深度两方面。

1、工艺改进-脱氮除磷

过去，我国对市政污水处理的关注指标主要集中在有机物 BOD 和悬浮物 SS 上，而对于氮、磷等无机营养物的去除关注不够。现阶段市政污水已被认为是向自然界中排放氮、磷的主要来源，水体中过量的氮和磷会导致水体富营养化，有学者对我国 25 个湖泊进行调研，结果发现有 52%的湖泊在

2009~2010 年处于富营养化状态。现阶段在污水处理设施中应用比较广泛的脱氮除磷工艺主要有 A²/O、氧化沟、A/O、SBR 及其变形工艺，但这些工艺的脱氮除磷效果参差不齐，随着我国对市政污水中氮、磷的处理重视度逐渐提升，对原有污水处理厂进行脱氮除磷改造将成为污水处理厂工作重点。

图表23 2014 年全国投运城镇污水处理设施所采用的工艺



资料来源:2014 年全国投运城镇污水处理设施清单、平安证券研究所

2、深度处理-资源利用

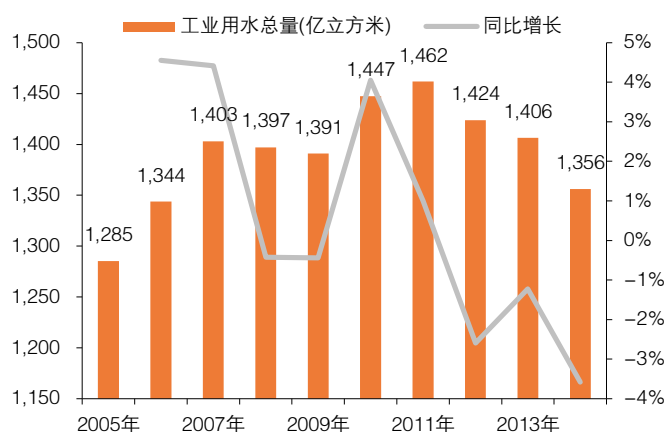
近年来我国对市政污水处理厂排水标准不断提升,对于污水处理厂而言,为使出水达到一级 B 标准,在二级生物处理工艺的基础上添加脱氮除磷的工艺即可,但大部分很难达到一级 A 标准。我们认为污水处理厂排放标准逐步提高已成为必然趋势,另外,随着人口增加我国对水资源需求持续上升,市政污水资源化利用的时代即将来临,市政污水深度处理市场前景广阔。

五、工业水处理的新方向——提高用水效率

5.1、工业用水量大，废水排放多

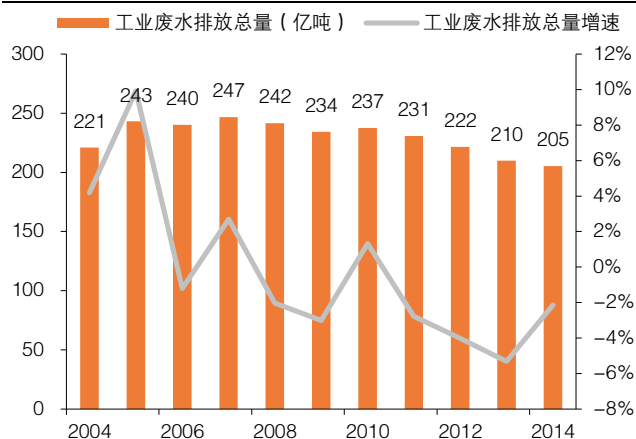
近年来我国工业用水一直处于一个较高的水平,据统计,2006 年至 2014 年我国工业用水量维持在 1400 亿立方米/年左右,大量的工业用水加剧了我国水资源紧缺的困境。与此同时,我国每年排放大量的工业废水,对环境造成重大污染。2014 年我国工业废水排放量为 205.3 亿吨,同比减少 2.1%。尽管我国工业废水排放量逐年减少,但现阶段工业污水排放量依然十分巨大。

图表24 我国工业用水量变化



资料来源: 2014 年中国水资源公报、平安证券研究所

图表25 我国工业废水排放量变化

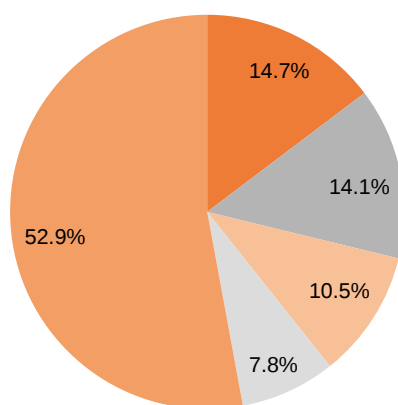


资料来源: 2014 年中国水资源公报、平安证券研究所

据环保部发布的《2014 年环境统计年报》，2014 年，在调查统计的 41 个工业行业中，废水排放量位于前四位的行业依次为造纸和纸制品业、化学原料及化学制品制造业、纺织业、煤炭开采和洗选业，4 个行业的废水排放量为 88.0 亿吨，占重点调查工业企业废水排放总量的 47.1%。

图表26 2014 年我国工业废水来源

■ 造纸和纸制品业 ■ 化学原料和化学制品制造业 ■ 纺织业 ■ 煤炭开采和洗选业 ■ 其他行业

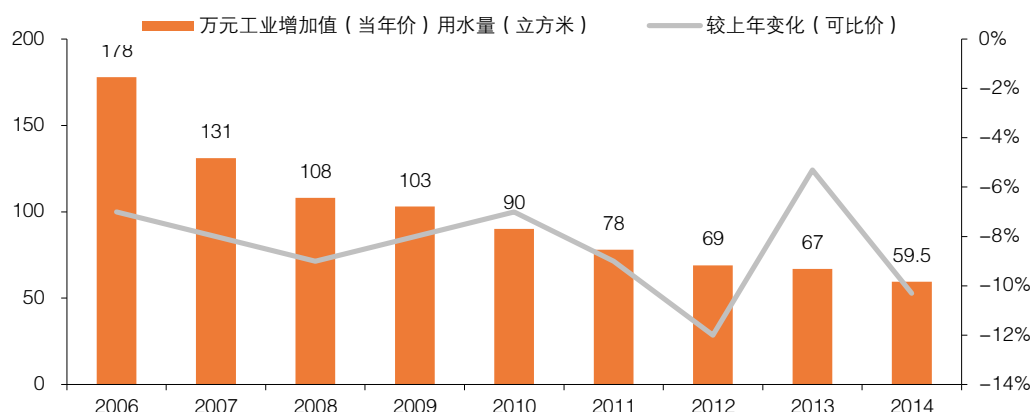


资料来源: 环保部、平安证券研究所

5.2、提高工业用水效率势在必行

在我国工业企业用水效率不高，导致我国工业企业用水量大，工业废水排放多，进一步加剧了我国水资源短缺的困境。根据水利部的统计，尽管我国万元工业增加值用水量呈现出不断下降的趋势，2014 年万元工业增加值用水量 59.5 立方米（当年价），按可比价计算比 2010 年下降 32%。但与发达国家相比我国万元工业增加值用水量较大，工业企业用水效率有待进一步提高。在水资源紧缺的背景下，提高工业用水效率，降低工业对水资源过量消耗成为生态文明建设的必然要求，近期出台的水十条明确指出，提高用水效率，到 2020 年全国万元工业增加值用水量比 2013 年下降 30% 以上；抓好工业节水制定国家鼓励和淘汰的用水技术、工艺、产品和设备目录，完善高耗水行业取水定额标准。我们认为中水回用和废水零排放成为工业废水处理的下一个主攻方向，相关企业发展前景广阔。

图表27 我国万元工业增加值用水量及变化



资料来源：水利部、平安证券研究所

5.3、膜技术在工业废水处理领域大有可为

膜法水处理是指利用具有选择性分离功能的膜材料对废水进行净化的技术。近年来，随着膜技术的不断成熟，膜技术在工业废水处理中应用越来越广泛。与传统工艺相比，膜技术在工业废水处理领域优势十分明显，包括实现资源回收、提高用水效率、从源头解决废水污染和节省药剂和土地等。目前，在工业废水处理领域膜技术主要应用于煤化工废水、石油石化废水、造纸废水等工业废水回用，相关膜分离技术有微滤（MF）、超滤（UF）、纳滤（NF）、反渗透（RO）等技术以及这些技术相组合的衍生技术，如MBR（膜生物反应器），双膜法等。

图表28 膜技术在工业水处理中的优点

膜技术优点	具体内容
资源回收	膜技术可以应用于工业废水的在线浓缩，提取有价值的浓缩液，浓缩后的浓缩液可以直接应用于生产中或者经过其他工序使浓缩液回收利用。
提高用水效率	经过膜技术处理后的出水可以达到回用要求，从而提高用水效率。
从源头解决废水污染	企业采用膜技术可以实现废水处理回用，从源头上解决了工业水污染。
节省药剂和土地	传统的物化沉前期需要加入大量的化学药剂使废水澄清，并要建立物化沉淀池，占地面积大，而膜技术不需这样的操作，节省药剂和土地。

资料来源：平安证券研究所

随着膜应用技术水平不断提高，系列化应用工艺逐步形成，膜法水处理解决方案提供商可针对不同客户的实际情况提供系列化的膜法解决方案，并且系统可靠性高，出水水质好，总体投资与运营费相对下降，膜技术在工业废水处理领域膜法水处理将大有作为。

六、公司分析

6.1、巩固原有业务拓展新业务

1、整体解决方案

危废处置与资源化利用、污水处理与零排放、区域环境综合服务整体解决方案是一项系统处理工程，通过选取中高端客户，由公司受客户的委托，按照合同约定对项目的咨询、设计、设备采购、工程施工、设备安装、系统验收等实行全过程或若干阶段承包，并按照合同约定对整体处理解决方案的造价、工期、质量等向客户负责，同时可依法将所承包项目中的部分工作分包给具有相应资质的企业。

（1）危险废物处置整体解决方案

公司在危险废物处置细分领域内确立了领先的市场地位，是目前国内少数几家能够进行危险废物物化、污水、固化/稳定化处置的环保企业。已承接了十余项危废处置中心物化、污水、固化/稳定化处置的 EPC 项目，包括湖北省某危险废物处置中心、山西省太原市危险废物处置中心、北京危险废物处置中心物化系统等。

图表29 公司针对危废的处理技术和效果

处理类型	技术/工艺	处理对象	处理效果
物化处理	模块化程控处理技术、废酸碱回收技术	重金属废液、废酸碱、含氰废液、感光材料	处理出水符合《污水综合排放标准》中的第一类污染物排放标准，处理后的废、酸碱可回收。
	极高浓度废乳化液多元协同处理工艺、矿物油回收技术	废乳化液、废有机溶剂、废矿物油	处理出水符合《污水综合排放标准》中的第一类污染物排放标准。矿物油回收后轻质油出售，重质油进焚烧炉作为燃料配烧。
污水处理	平板 MBR 技术	生产废水、初期雨水、焚烧车间出水和物化出水	根据项目要求，满足回用标准或纳管标准。
固化/稳定化处理	水泥固化、药剂稳定化	焚烧飞灰、焚烧残渣、物化污泥、工业废盐	固化体符合《危险废物鉴别标准——浸出毒性鉴别》

资料来源:公司公告、平安证券研究所

（2）工业废水处理整体解决方案

公司致力于工业水处理领域相关技术的研发与应用，在高效生物反应器，煤化工污水回用与零排放技术、双膜法、膜蒸馏处理技术等方面实现了重大突破，形成了专利技术，建立了行业标杆工程。

图表30 公司针对废水（污水）的处理技术和效果

处理类型	核心技术	处理效果	适用领域
废水处理	高效生物反应器 GHBR	达到排放或回用标准	适用于能源化工、煤化工、煤炭电力等行业生产污水的处理，特别是难降解废水的处理
	微涡旋高效澄清反应器		
中水回用	平板 MBR	达到回用标准	适用于能源化工、煤化工、煤炭电力、旅游观光区、高档小区等污水的处理回用
	低能耗射流 MBR		

处理类型	核心技术	处理效果	适用领域
零排放	超效反渗透 SERO 双膜法 低温膜蒸馏 MD 高效蒸发结晶	无外排水、污染物固化后处理	适用于煤化工水系统零排放

资料来源:公司公告、平安证券研究所

2、高端膜产品销售

公司主要提供 PVDF、PS、PES、PAN 等多种材质以及截留分子量在 3K~200K 的 MBR 平板膜及卷式超滤膜产品，主要应用于如能源化工、煤化工废水、医院污水等多种工业废水和市政污水处理与回用领域。公司目前主要的膜产品主要有 MBR 平板膜和卷式超滤膜。

(1) MBR 平板膜

公司生产 MBR 平板膜元件和平板膜组器，产品适用于多种工业废水和市政污水处理与回用领域。目前国内市场上的膜生物反应器所用的核心膜组器主要分中空纤维膜组器和平板膜组器，中空纤维膜进入国内市场较早，推广应用较广泛，而平板膜进入国内市场较晚，市场占有率较低。与中空纤维膜组器相比，平板膜组器具有抗污染性好，机械稳定性高，清洗方便，寿命长，膜片更换简单等优点，应用前景非常广阔。

图表31 与 MBR 中空纤维膜相比 MBR 平板膜的优点

主要优点	内容
抗污染性好	中空纤维膜在运行过程中在杂质的干扰下，膜丝容易缠绕在一起，使膜通量急剧下降。平板膜 MBR 可以在较高的活性污泥浓度下保持高通量的稳定运行，膜组件的结构是多片膜元件组装而成，实现了膜片之间间隙可控，便于气液混流对膜进行在线清洗。
机械稳定性高	在运行过程中，中空纤维处于较大幅度振动状态，导致纺丝材料疲劳引起根部断裂。平板膜内部有无纺布作为导流层，ABS 板作为支撑层，强度较高，不易损坏。
清洗方便	中空纤维膜的在线清洗较和离线清洗均比较复杂。而平板膜的在线清洗和离线清洗方法多样，相对简单。
寿命长	据统计，中空纤维膜在处理污水的寿命为 2~4 年，不能处理垃圾渗透液、电镀废水、难降解有机废水等。平板膜寿命为 3~5 年，可处理垃圾渗透液、电镀废水、难降解有机废水等。
膜片更换简单	对于中空纤维膜组件，膜丝断丝达到一定数量，整个组件就会报废，需更换整个膜组件，更换费用较高。而对于平板膜组件，膜片损坏后可进行单张膜片更换，无需更换支架，费用较低。

资料来源:公司公告、平安证券研究所

(2) 卷式超滤膜

公司拥有主体工艺为超滤（UF）的 PVDF、PS、PES、PAN 等多种卷式超滤膜材料，及截留分子量 3K~200KDa 的多种规格和用途的超滤膜组件。公司生产的超滤膜及膜组件具有强度高，通量大，

出水水质稳定可靠等优点，现已成功应用于给水处理、污水深度处理与回用、物料分离领域中并荣获“北京市自主创新产品”称号。

图表32 公司生产的卷式超滤膜



资料来源：公司网站、平安证券研究所

公司通过 MBR 平板膜与卷式超滤膜的销售获得收入和利润。公司形成了膜材料的批量生产，制造膜组器所需的关键部件与合作方建立了长期供货关系，公司在原材料价格较低时备库存，增加了利润空间。同时，MBR 平板膜一般 3-5 年更换一次，可以持续为客户提供膜材料的更换服务，形成新的利润增长点。

3、投资运营管理

投资运营管理为公司新拓展的业务，公司利用自身在技术、建造与运营管理方面的优势，定位于大型工业园区配套的危险废物处置设施的投资运营与管理，实现危险废物的综合处置和资源综合利用。根据客户的不同需求，可以提供 PPP、BOO、BOT 等服务模式。投资运营业务主要为危险废物处置设施提供投资运营与管理服务，根据危险废物的处置量和吨价收取服务费用，实现盈利。

在未来，公司将以 PPP、BOO、BOT 等模式加快业务突破，一是进一步拓展危废综合处置与利用投资运营（PPP）业务，二是拓展区域环境综合治理业务，包括工业园区污水的升级改造、土壤修复、生态修复等。稳定扎实的主营业务基础和立体均衡的新业务布局，能够带来较强的抗风险能力和可持续发展能力，为公司的长远发展和业绩增长奠定基础。

6.2、注重技术创新

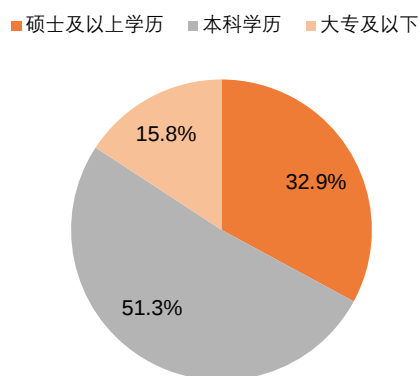
公司掌握了国内领先的核心技术和产品，拥有持续创新的能力，同时加强全球化合作，引进国外先进的技术和产品，始终保持技术领先一步的优势。公司非常注重技术研发与持续创新，自成立之初就组建了自己的研发基地，建有高标准的研究实验室，以危险处置和污水处理、膜技术开发及应用为主，加快产学研用一体化平台建设，将其打造成公司创新体系的重要组成部分和自主创新的重要基地。截止至 2015 年末，清大国华及其子公司共拥有授权专利 28 项，其中发明专利 11 项；累计申请专利 72 项（其中发明专利 44 项）。国家重点新产品 1 项，火炬计划产业化示范项目 1 项，北京市自主创新产品 9 项，新技术新产品 12 项。

6.3、优秀团队

公司始终注重高素质技术研发人才的引进和培养。公司设置了由中国工程院院士牵头、国内相关领域顶尖专家组成的专家委员会，凝聚了一批环保领域的权威专家、工程实施与项目管理人才。公司

努力为研发人员创造良好的环境，建立了股权激励平台并设立了技术开发奖、创新奖、专利奖、论文奖和总经理特别嘉奖等激励机制，有效激发技术研发人员的创新积极性，使得公司能够建立在危废与污水处理及高端平板膜产品研发的技术优势。公司高度重视人才的培养，建立了完善的人才培养体系，通过内部竞聘等方式加快人才培养，为员工提供畅通的职业发展平台。同时，公司设立国华学院，专门负责员工的培训，按照职业发展阶段提供岗位技能培训和管理能力培训，为公司的快速发展提供人才储备。目前，公司现有技术研发人员 24 人，其中核心技术人员多为教授、教授级高工、高级工程师等，员工受教育程度本科及硕士以上学历 64 人，占公司员工总数的 84.2%。通过企业文化宣贯和培训，把企业文化落实到公司经营业务的各环节，成为每一名员工的行为准则，坚定了团队对环保事业的信念。

图表33 公司员工教育程度状况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

6.4、丰富的项目经验

公司定位为中高端客户提供危废与污水治理整体解决方案，积累了丰富的业绩和广泛的高端客户资源。在十余年的发展历程中，公司通过强大的技术实力、丰富的项目经验，为威立雅、中石油、中石化、神华、中化、京能等集团及子公司提供了卓越的环保综合治理解决方案。众多的业绩不仅推进了公司研发成果在市场上的应用，有效验证了公司技术的先进性、成熟性和可靠性，积累了丰富的项目实施经验，也使得公司在市场上树立了良好品牌形象。

图表34 2014、2015 年公司部分项目



资料来源：公司官网、平安证券研究所

6.5、完善的资质体系与产业链

资质作为竞标活动的入场券，是环境治理企业综合实力的集中体现，代表了企业的技术水平和技术能力、项目管理能力、专业人员的团队规模等。资质的等级、类别、范围直接关系到企业在市场中的竞争地位和能力，客户在选择服务商时往往以资质水平作为主要标准之一。公司历来重视资质建设，建立了完备的资质体系，拥有环保工程总承包壹级资质、设计资质、咨询资质等，奠定了公司参与市场竞争的优势地位。

公司致力于为用户提供先进、高效的整体解决方案，集技术研发、咨询设计、核心产品生产、系统集成、项目管理、售后维保为一体，提供客户“一站式”服务，以清大国华为主，提供整体解决方案的技术支持、设计、研发及项目管理；清大国华膜科技以替代进口为目标，稳步发展以高端膜产品为主的生产和销售业务。产业链各环节之间实现了战略性有机协同，以客户需求为导向，推进技术进步，能够带来较强的抗风险和可持续发展能力，为公司的进一步发展奠定了基础。

图表35 公司“一站式”服务



资料来源：公司公告、平安证券研究所

同时清大国华与部分优质供应商建立了稳定的合作关系，可有效降低工程的投资成本与运行成本，降低公司的实施风险，通过完善的项目管理体系，确保工程实施进度和工程质量，并为客户提供及时、优质的售后服务。

6.6、健全的项目管控体系与优质交付

清大国华建立、完善了项目管控体系，同时通过了质量管理体系（GB/T19001-2008/ISO9000:2008）、环境管理体系（GB/T24001-2004/ISO14001:2004）、职业健康安全管理体系（GB/T28001-2001）等认证，通过优秀的项目管理制度和项目经理团队，提升项目的品质与实施效率，做到优质交付。

公司与部分优质供应商建立了稳定的合作关系，可有效降低工程的投资成本与运行成本，降低公司的实施风险，在保证项目品质的前提下，有效控制项目成本，提升公司整体盈利能力。通过完善的项目管控体系，以及完整及严格的设计文件及方案，并在项目实施过程中进一步优化，同时确保工程实施进度和工程质量，并为客户提供及时、优质的售后服务。

七、财务分析

7.1、可比公司简介

1、浩蓝环保（833951）：浩蓝环保股份有限公司成立于2000年，公司总部位于广州。广东省国资委直属广东恒健投资控股有限公司是公司最大法人股东。公司以水处理为核心（包括给水、冷却循环水、污水、中水回用、高含盐废水、零排放）业务；同时发展固废处理（2009年起）；土壤修复（2011年起），是国内少数几家具备多专业提供环境综合服务的企业之一。

2、佳境科技（832771）：公司专注于工业废水治理领域，主要为工业类企业提供废水处理的整体解决方案。公司依托自有知识产权技术生产的电镀废水处理设备、线路板废水处理设备广泛应用于

重金属废水、有机废水和高浓度有机废水的处理。公司针对重金属废水污染研发的处理系统设备，可满足线路板，电镀，电池，有色金属冶炼等行业的重金属废水达标排放和高比例回用要求。

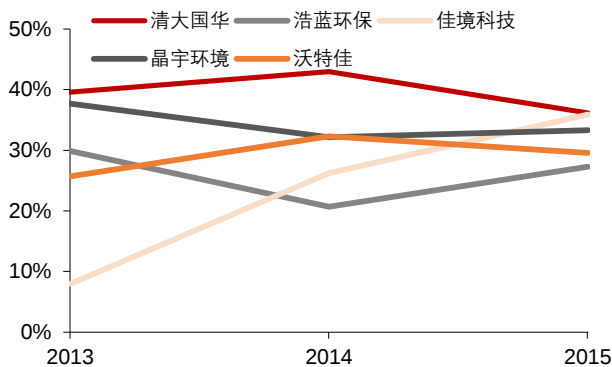
3、晶宇环境（832507）：公司致力于工业及市政领域的废水处理、中水深度净化及高倍回用、资源回收等方面的工程承包、机电设备安装及提供相关技术服务。客户主要系市政及工业企业。公司依靠经验丰富的研发团队，根据客户需求提供定制化废水处理服务；公司通过整合供应商资源，有效控制采购成本和确保原材料的供货期和质量；公司通过销售部门对客户进行销售，在销售过程中向客户提供技术指导、产品维修及维护等服务；公司通过为客户提供电镀污水、光伏污水、渗滤液、高浓度浓盐水分离处理等服务从而获取收入、利润及现金流。

4、沃特佳（837207）：公司的主营业务是水处理成套设备的研发、生产及销售。公司以膜法水处理技术为核心，致力于为工业用水企业及市政供水企事业单位提供水处理与水资源回用整体解决方案。截至目前，公司业务已涵盖市政供水、电力电子、化工炼油、造纸印染、冶金钢铁等多个行业领域，先后与山东大学、清华大学及台湾工业研究院等高等院校合作开发各类膜法水处理成套设备。

7.2、盈利能力分析

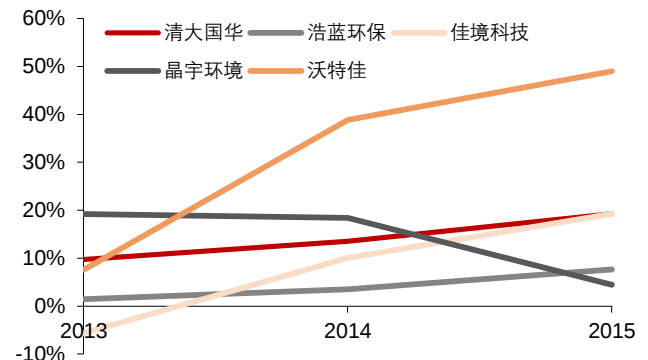
2013~2015 年公司毛利率依次为 39.60%、42.98%、36.16%，处于行业较高水平，净资产收益率依次为 9.70%、13.53%、19.28%，处于不断上升的状态，究其原因公司在经营过程中降低了管理费用率和销售费用率。总体而言公司盈利能力较稳定。

图表36 公司毛利率与同行业企业比较



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表37 公司净资产收益率与同行业企业比较

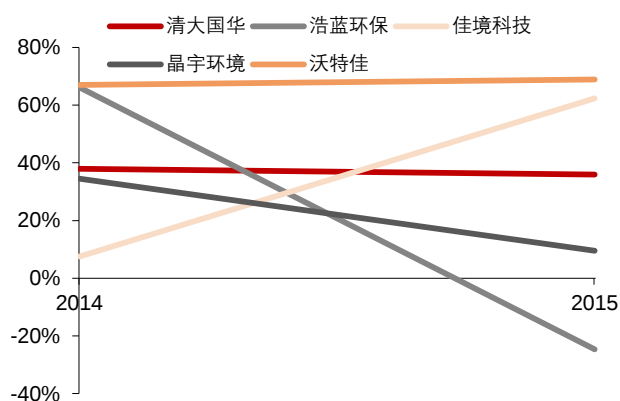


资料来源：Wind、平安证券研究所

7.3、成长能力分析

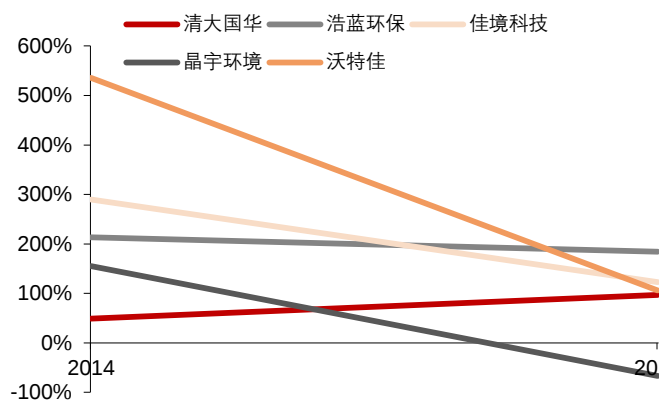
2014、2015 年公司营业收入较上年同期分别增长 37.91%、35.89%，扣非净利润较上年同期分别增长 49.39%、96.95%。2015 年公司营业收入增幅明显，主要原因是公司的危废综合处置与利用、高难度污水处理与零排放两大技术的市场占有率提升。近两年在同行业企业扣非净利润增长放缓的情况下，公司扣非净利润增速进一步加快。公司在原有业务的基础上积极拓展新业务，预计公司经营规模将保持快速增长，公司成长能力较好。

图表38 营业收入同比增长率



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表39 扣非净利润增长率

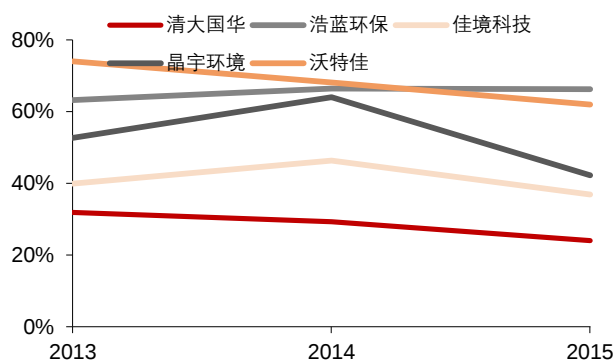


资料来源: Wind、平安证券研究所

7.4、资本结构与偿债能力分析

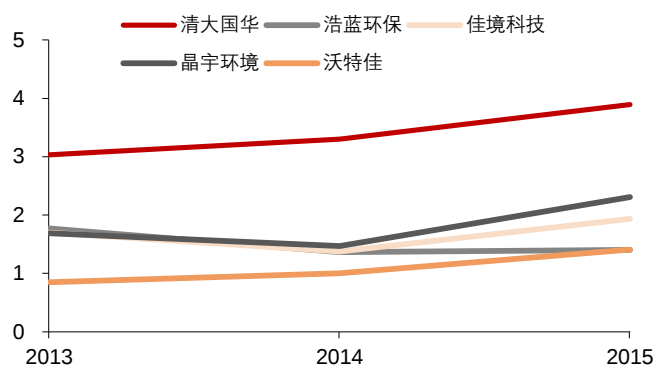
2013~2015 年公司资产负债率依次为 31.92%、29.29%、24.01%，与同行业可比公司相比公司资产负债率处于较低水平，流动比率分别为 3.03、3.30、3.89，与同行业企业相比处于较高水平，公司资本结构合理，发生财务风险的概率很小。

图表40 资产负债率



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表41 流动比率

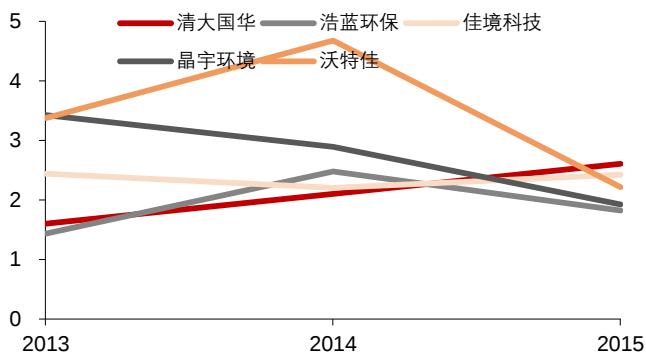


资料来源: Wind、平安证券研究所

7.5、营运能力分析

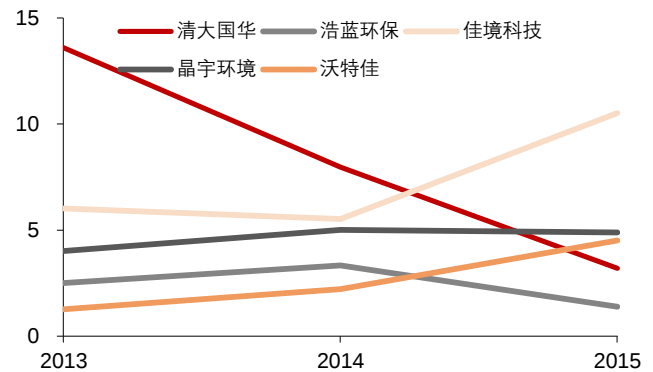
2013~2015 年公司应收账款周转率分别为 1.60、2.10、2.61，应收账款周转率不断提高，存货周转率分别为 13.60、7.97、3.20，存货周转率有所下降主要因为有些项目正在建设期，设备销售未达到确认收入的时点。公司营运能力处于行业中等水平。

图表42 应收账款周转率（次）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表43 存货周转率（次）



资料来源：Wind、平安证券研究所

八、盈利预测和估值

8.1、盈利预测与估值

根据上文分析，对公司进行盈利预测，盈利预测假设如下：

1、营业收入：2015 年，公司的营业收入同比增长 35.89%，随着环保执法力度加大，危废、工业废水处理需求旺盛，未来两年污水处理厂改造进入高峰期，膜技术将逐渐被采用，公司在不断巩固 EPC 业务的同时积极开展 PPP 业务。并且现阶段公司未来项目储备充足。我们保守估计公司 2016~2018 年营业收入增长率分别为 39%、42%、45%。

2、毛利率：随着公司对危废、废水处理研究投入的加大和公司成本控制水平不断提高，公司毛利率将有所改善，为了稳健性的考虑，我们假定公司 2016~2018 年公司毛利率均为 36.16%。

3、所得税：保持不变。

4、其他费用率都采用公司最近一期年报的数据。

图表44 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	59	81	112	159	231
YoY(%)	37.9	35.9	39.0	42.0	45.0
净利润(百万元)	7	12	17	25	35
YoY(%)	54.3	68.8	46.2	44.8	42.6
毛利率(%)	43.0	36.2	36.2	36.2	36.2
净利率(%)	11.2	13.9	15.3	15.6	15.3
ROE(%)	12.7	17.7	22.9	24.1	25.4
EPS(摊薄/元)	0.13	0.21	0.36	0.50	0.70

资料来源：Wind、平安证券研究所

8.2、投资建议

通过分析，我们预测公司 2016~2018 年营业收入依次为 1.12 亿元、1.59 亿元、2.31 亿元，分别同比增长 39.0%、42.0%、45.0%，归属于上市公司股东的净利润为 1714.75 万元、2483.57 万元、3540.65 万元，分别同比增长 46.2%、44.8%、42.6%，每股收益依次为 0.31 元、0.45 元、0.64 元。由于公司采用协议转让交易方式，没有收盘价，无市盈率，考虑到危废、废水治理需求巨大，膜技术的普及和公司明显的竞争优势，首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级！

九、风险提示

- 1、市场竞争加剧风险；
- 2、资金周转风险；
- 3、税收优惠政策调整风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	82	127	159	255
现金	7	10	15	12
应收账款	37	58	72	110
其他应收款	3	11	15	33
预付账款	8	18	20	35
存货	26	29	36	64
其他流动资产	1	1	1	1
非流动资产	6	5	5	5
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1	1	1	1
无形资产	3	3	3	3
其他非流动资产	2	1	1	1
资产总计	88	132	164	260
流动负债	21	46	51	108
短期借款	8	15	17	29
应付账款	11	19	25	47
其他流动负债	3	12	9	32
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	21	46	51	108
少数股东权益	0	0	0	0
股本	55	55	55	55
资本公积	5	5	5	5
留存收益	6	26	53	92
归属母公司股东权益	66	86	114	152
负债和股东权益	88	132	164	260

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-6	-13	-8	-28
净利润	11	17	25	35
折旧摊销	0	0	0	0
财务费用	0	0	1	2
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-7	-31	-34	-65
其他经营现金流	-12	0	0	0
投资活动现金流	3	2	2	2
资本支出	-3	0	0	0
长期投资	-1	0	0	0
其他投资现金流	6	2	2	2
筹资活动现金流	9	6	7	27
短期借款	3	6	8	29
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	25	0	0	0
资本公积增加	28	0	0	0
其他筹资现金流	-47	-0	-1	-2
现金净增加额	5	-6	0	1

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	81	112	159	231
营业成本	52	72	102	148
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	3	4	6	8
管理费用	12	17	25	36
财务费用	0	1	1	2
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	11	17	25	35
营业外收入	0	2	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	13	19	27	38
所得税	1	2	3	3
净利润	11	17	25	35
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	12	17	25	35
EBITDA	13	19	27	38
EPS (元)	0.21	0.31	0.45	0.64

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	35.9	39.0	42.0	45.0
营业利润(%)	57.6	55.6	41.7	43.6
归属于母公司净利润(%)	68.8	46.2	44.8	42.6
获利能力				
毛利率(%)	36.2	36.2	36.2	36.2
净利率(%)	13.9	15.3	15.6	15.3
ROE(%)	17.7	22.9	24.1	25.4
ROIC(%)	16.2	26.4	25.8	27.9
偿债能力				
资产负债率(%)	22.8	35.1	30.8	41.5
净负债比率(%)	11.3	16.1	19.6	34.2
流动比率	4.15	2.76	3.15	2.37
速动比率	2.79	1.72	2.02	1.44
营运能力				
总资产周转率	0.94	1.02	1.08	1.09
应收账款周转率	2.2	2.4	2.5	2.5
应付账款周转率	3.8	4.8	4.6	4.1
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.31	0.45	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.11	-0.24	-0.15	-0.51
每股净资产(最新摊薄)	1.21	1.57	2.06	2.77
估值比率				
P/E	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033