

日期: 2016年7月21日

行业: 新三板-生态保护与环境治理



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

具区域优势的水处理公司

主要股东 (2015Y)

湖北川东投资控股集团有限公司	40.47%
李志祥	18.50%
殷新霞	7.43%

收入结构 (2015Y)

污水处理业务	61.18%
自来水供水	30.39%
蒸汽供汽	8.18%

报告编号: JLJ16-NSP06

首次报告日期: 2016年7月20日

■ 投资要点

具区域优势的水处理公司

公司是湖北川东投资控股集团旗下的专业从事污水处理、环保产品开发、能源再生利用、城市工业供水于一体的现代化环保企业。

公司属于污水处理投资运营企业, 依托生态园区“山青水绿天蓝”的建设目标, 以污水集中处理服务为发展基础, 逐步延伸污水处理行业产业链。公司的主营业务为污水处理厂项目运营、自来水厂自来水供应以及蒸汽站蒸汽供应。

污水处理受益于政策推动

2015年4月国务院正式对外发布《水污染防治计划》, 这是十三五乃至更长一个时期国家水污染及防治的重要方针, 根据国家环保部环境规划院、国家信息中心发布的《2008-2020年中国环境经济形势分析与预测》, 在处理水平正常提高的情况下, 我国“十二五”和“十三五”期间的废水治理投入(含治理投资和运行费用)将分别达到10583亿元和13922亿元; 而在既定控制目标下, “十二五”和“十三五”期间我国废水治理投入将分别达到1.3万亿元和1.5万亿元。

估值结论

公司于2014年11月6日在新三板挂牌, 主办券商为长江证券。2015年12月21日, 由协议转让变更为做市转让, 做市券商为财富证券、国都证券、国海证券、恒泰证券和长江证券。2016年1月, 公司定向增发300万股, 每股3.2元。

■ 财务数据

至12月31日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015A
营业收入	10.65	15.72	22.95
年增长率	114.68%	47.50%	46.07%
归属于母公司的净利润	4.03	1.00	8.69
年增长率	1139.87%	-75.29%	773.03%
每股收益 (元)	0.09	0.02	0.20

数据来源: WIND 资讯

一、公司基本面分析

1、公司股权结构

公司总股本为 4300 万股，公司控股股东为川东集团，实际控制人为李志祥。

川东集团持有公司 40.47% 的股份，为公司控股股东。李志祥直接持有公司 18.50% 的股份，通过川东集团和汉川正润间接控制公司 20.64% 的股份，李志祥直接和间接共持有公司 39.14% 的股份，是公司的实际控制人。

表 1：公司前十大股东情况

序号	股东名称	股数（股）	比例%
1	湖北川东投资控股集团有限公司	17,400,000	40.4700
2	李志祥	7,956,000	18.5000
3	殷新霞	3,196,000	7.4300
4	汉川正润投资中心	3,000,000	6.9800
5	李文甫	2,028,000	4.7200
6	李洪祥	1,560,000	3.6300
7	方心宽	1,560,000	3.6300
8	熊小翠	1,000,000	2.3300
9	苏运清	1,000,000	2.3300
10	郑军	993,000	2.3100
	合计	39,693,000	92.33

数据来源：公司公告，上海证券研究所

2、公司简介

公司成立于 2007 年，2014 年变更为股份公司。公司是湖北川东投资控股集团旗下的专业从事污水处理、环保产品开发、能源再生利用、城市工业供水于一体的现代化环保企业。

公司属于污水处理投资运营企业，依托生态园区“山青水绿天蓝”的建设目标，以污水集中处理服务为发展基础，逐步延伸污水处理行业产业链。公司的主营业务为：污水处理厂项目运营、自来水厂自来水供应以及蒸汽站蒸汽供应。

公司目前运营的污水处理厂坐落在湖北省汉川市新河工业园，园区内大多为印染、食品企业。公司主要为所在园区内外印染、食品企业提供污水处理服务。对该类企业的印染废水（少部分的食品废水和

生活污水)进行收集集中处理,帮助企业降低废水处理成本,达到国家关于废水排放的相关要求,缓解园区内因印染企业较多而造成的环境污染问题。公司的服务对象主要为园区的印染企业(还有少量的食品企业)。园区内有排放需求的各个企业由于水量大小不一,出水水质不一,主要指标 COD(化学需氧量)在 2000—10000 mg/L 之间、色度在 200—500 之间、悬浮物在 180mg/L—300mg/L 之间、而国家对相关排放物的排放标准规定为 cod 60mg/L、色度 30(色度无量纲,指标是稀释的倍数),悬浮物 20mg/L,企业因技术、成本等因素很难稳定的达到国家排放标准规定。公司通过管道收集企业排放的工业废水、少量生活废水进行集中处理,满足了企业的降低工业废水处理成本的需求、解决了有排放需求的企业的工业废水超标排放的问题。

自来水业务主要是公司全资子公司汉川市新河自来水有限公司运营,是公司于 2014 年 12 月 31 日收购,实现产业链上游的拓展。公司下属自来水公司主要为园区及周边企业、居民提供自来水供水业务。公司在汉江提取原水,通过制水工艺净化,再通过输水管网送达园区内的客户,公司与客户每月抄表结算并收取水费。

蒸汽站蒸汽供应业务主要是公司全资子公司红安川东环保能源有限公司实现,2014 年 10 月开始蒸汽供应,2015 年蒸汽供应项目进入正常运行状态,对公司的业绩贡献增大。

污水处理行业产业链中涉及到的企业包括供排水、水电、水源工程、管网建设,节水、污水处理以及相关设备生产等一系列节点形成产业链。公司以污水处理项目运营为基础,向上延伸行业产业链,如供水、水源工程等,下游经过处理的水体利用等。为公司业务的目标区域的企业提供更全面的服务,也开拓新的业绩增长点,如红安全资子公司红安川东环保能源有限公司将会开展自来水供应,园区印染企业的蒸汽供应业务。

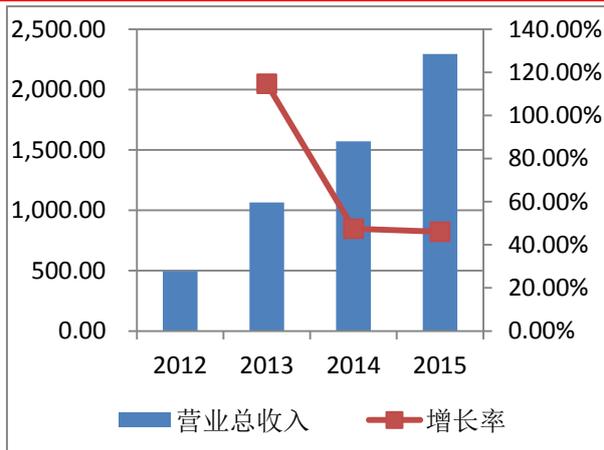
3、公司财务状况

2015 年,公司实现营业收入 2,295.48 万元,同比增长 46.07%;净利润 868.88 万元,同比增长 773.03%。

营业收入增长主要是由于自来水售水量、污水量、蒸汽量比上年度提高较多,以及自来水及污水收费价格上调所致。

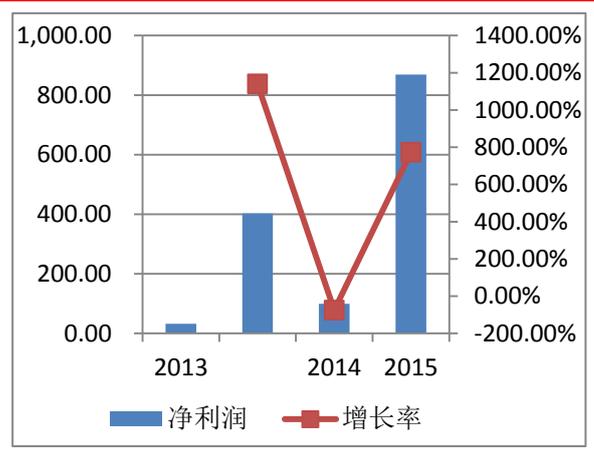
利润大幅增长主要是由于收入增长较大,成本增长幅度小于收入增长幅度,又因管理费用、财务费用大幅下降所致。

图 1: 2013-2015 年公司营业收入 (万元)



数据来源: 公司公告、上海证券研究所

图 2: 2013-2015 年公司净利润 (万元)

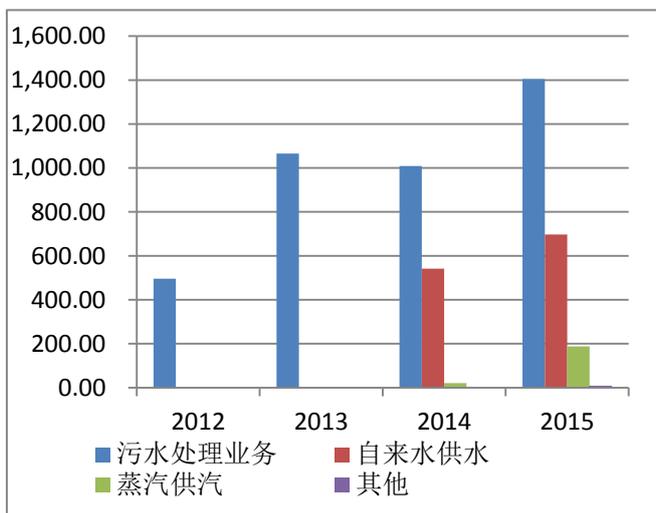


数据来源: 公司公告、上海证券研究所

从公司的收入结构来看, 2015 年公司 61.18% 的收入来自污水处理业务、30.38% 的收入来源于自来水供应业务, 8.18% 的收入来源于蒸汽供应业务。其中, 污水处理业务实现 1404.44 万元, 同比增长 39.18%; 自来水供应实现收入 697.54 万元, 同比增长 28.82%; 蒸汽供应实现收入 187.70 万元, 同比增长 793.38%。2015, 红安环能蒸汽项目运行转入正常, 收入增长较快并实现盈利。

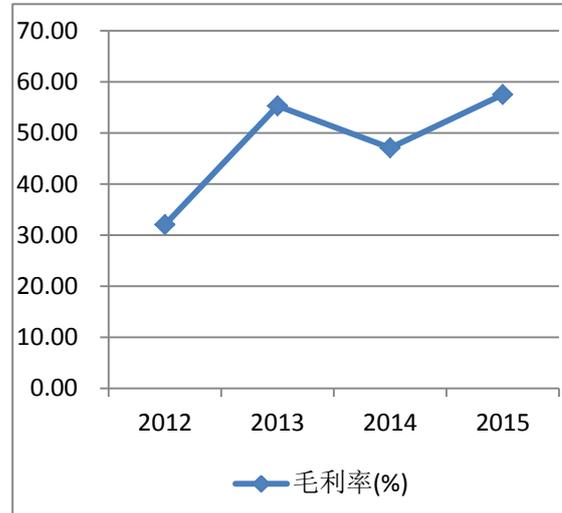
从毛利率水平来看, 公司的综合毛利率水平小幅上升, 2013-2015 年, 综合毛利率分别为 55.30%、47.06% 和 57.50%。

图 3: 公司收入结构 (万元)



数据来源: 公司公告、上海证券研究所

图 4: 公司毛利水平



数据来源: 公司公告、上海证券研究所

从公司的费用结构来看, 2015 年公司的管理费用 271.91 万元, 同比下降 49.17%, 主要是由于 2015 年没有发生挂牌费用, 只有很少的审计费用; 又因对人员编制及薪酬进行了调整, 节省了大量管理费用; 财务费用 167.36 万元, 同比下降 18.99%, 主要是偿还了部分银行贷

款，利息费用比上年有所下降。

二、公司竞争优势

1、园区内具垄断优势

公司主要为控股股东投资的服装产业园提供污水处理，自来水供应服务，蒸汽供应。属于产业园公共服务资源配套投资，不存在竞争对手。园区入住企业均由控股股东下属物业公司统一管理，生活污水、自来水水费统一由物业公司代为征收，印染企业及其他规模型企业由公司经营部收费，所以我们对客户资源具有可控性，具有销售定价权。

2、积极开拓环保新业务

原有业务具有增长潜力，新业务发展空间较大。公司控股股东投资的园区主要是为了承接武汉汉正街及广东、福建服装产业转移，当前产业转移已经成为国家实施多年的发展战略，即将一些劳动密集型产业从东南沿海及大城市转移到中西部城市，控股股东投资的服装产业园分别在湖北汉川及湖北红安，具有极强的地理位置优势，当前，园区入驻规模企业已达 310 余家，洗染企业 30 余家，均由公司为其提供自来水供应及污水处理服务。随着产业园招商局面的进一步扩大，将会有更多的服装类加工企业入驻，将进一步扩大公司的客户量。随着“十三五”国家各项环保政策的出台，公司拟定了发展战略，公司正在积极寻求环保新能源方面的投资，如垃圾焚烧发电、污水处理厂的托管运营，这些新业务，将不断增加公司营业收入与利润。

三、公司未来发展方向

1、污水处理受益于政策推动

近年来，我国废水排放总量呈现逐年增长的趋势。对此，中国政府采取了积极的财政政策，加大了包括城市供水在内的基础设施建设，使我国的城市供排水特别是污水处理设施的建设得到了快速发展，城市污水处理能力有了较大的提高和增长。

2015 年 4 月国务院正式对外发布《水污染防治计划》，这是十三五乃至更长一个时期国家水污染及防治的重要方针，根据国家环保部环境规划院、国家信息中心发布的《2008-2020 年中国环境经济形势分析与预测》，在处理水平正常提高的情况下，我国“十二五”和“十三五”期间的废水治理投入(含治理投资和运行费用)将分别达到 10583 亿

元和 13922 亿元；而在既定控制目标下，“十二五”和“十三五”期间我国废水治理投入将分别达到 1.3 万亿元和 1.5 万亿元。

“十三五”期间水污染防治目标及重点领域。到 2017 年前要消灭劣五类水，到 2020 年将城市黑臭水控制在 10% 以下。重点发展领域：污水处理、饮水安全、黑臭水体、工业废水污染、农业面源污染等。而未来新增市场空间中在县城及村镇。到 2020 年，地级以上城市建成区污水管网覆盖率要达到 70% 以上。同时升级改造污水处理设施，强化污水处理厂的提标改造。城市污水处理厂的市场重点主要是提标改造上，目前提标改造只完成了 30% 左右。在此基础上，“十三五期间”水环境保护产品及设备的增速在 15%-20% 左右，水环境服务业的增速在 30%-40% 左右。

2、风险因素

主要原水取得的风险

公司下属自来水公司生产主要原料为原水，原水全部取自汉江，由于汉江流域年降雨量较大，降雨集中，一般在每年 5 月初至 8 月中旬，易形成汛期，在汛期，汉水含沙量增加，从而增加制水成本，此外，随着汉江沿岸经济的发展和人民生活水平的提高，如相应的环保工作跟不上，沿岸工厂和居民排污逐年增加，也将导致汉江水质下降，在一定程度上影响本公司的净水成本和效益。

主要能源取得的风险

公司污水处理、自来水供水主要动力为电能，生产成本的高低受到电价影响较大，同时是否能持续有效取得电能也会直接影响到公司的正常生产经营，如生产电价的提高、经常停电都会直接影响到公司的盈利能力。公司污水处理电能的取得是通过向电力部门申请架设专线的方式解决，自来水供应用电专线正在组织施工。

环境保护相关法律强化增加经营成本的风险

2015 年实施的《中华人民共和国环境保护法》加强了环境保护、监管、执法的力度，加大了污水处理企业确保达标排放的责任，公司为了完全达标排放可能会增加成本投入。

污水处理价格政策带来的利润风险

公司的盈利模式为提供污水处理服务收取企业的污水处理费，目前公司的收费标准参照国家物价主管部门的指导价格，企业对污水处理价格制定缺乏一定的自主性，未来污水处理价格的政策变化会导致公司的营业收入及利润的波动。因此，公司的收入及利润会因为污水处理价格政策的变化而产生风险。

园区入驻企业数量未达预期风险

公司的污水处理项目坐落在湖北省汉川市新河工业园，园区内多

为服装印染及食品企业，污水处理项目存在较大的固定成本，收入规模越大，企业的盈利情况及毛利率越好，相反，公司所服务的园区内企业入驻数量未达预期，会导致公司二期项目的收入规模减少，毛利率降低，甚至出现亏损。园区入驻企业数量未达预期会给公司带来利润风险。

3、公司可给的估值水平

公司于2014年11月6日在新三板挂牌，主办券商为长江证券。2015年12月21日，由协议转让变更为做市转让，做市券商为财富证券、国都证券、国海证券、恒泰证券和长江证券。2016年1月，公司定向增发300万股，每股3.2元。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。