



兴源环境(300266.SZ)

## 超前产业链布局，紧握 PPP 战略机遇

2016 年 08 月 29 日

投资要点

## 买入(首次评级)

当前价：43.0 元  
目标价：59.8 元

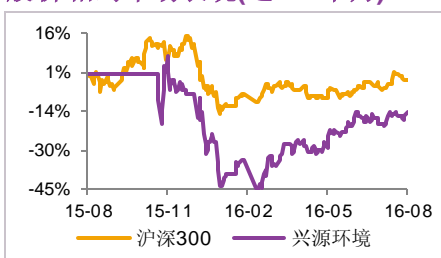
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001  
电话：010-84903252  
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：邓晖

电话：18810806632  
邮箱：denghui@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：联讯证券研究院

## 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	884	3647	5828	7745
(+/-)	18.0%	312.4%	59.8%	32.9%
净利润	103	388	686	883
(+/-)	29.6%	275.0%	76.6%	28.9%
EPS(元)	0.20	0.75	1.33	1.71
P/E	214.68	57.25	32.41	25.15

资料来源：联讯证券研究院

## 相关研究

## ◇ 半年报业绩靓丽，全产业链运营成效显著

公司上半年业绩在预告范围内，符合市场预期。2016 年半年报营业收入 8.56 亿元，同比增加 128%；归母净利润 1.2 亿元，同比大增 240%，与一季度同比增长 252%接近，主要由于上半年中艺生态 2 月并表影响。

分业务看，疏浚堤防工程业务营收 1.8 亿元，同比增长 53%，主要由于政府加大水利工程投入及公司技术优势；生态建设业务营收 4.8 亿元，是并购中艺生态新增业务，超过疏浚堤防工程、压滤机、环保工程业务的总和，实现公司业绩规模跨越式增长；压滤机业务营收 1.2 亿元，同比减少 38%，主要受煤炭化工领域去产能及竞争加大影响，预计未来 PPP 项目进入施工阶段后将大幅增加自有压滤机的需求；环保工程业务营收 0.8 亿元，同比减少 25%，主要由于目前全国 PPP 项目进入执行阶段占比不到 9%，预计 PPP 项目进入大量开工阶段后将大幅增加环保工程业绩。

## ◇ PPP 模式前景广阔，储备营收 13 倍 PPP 项目

截至 2016 年上半年，全国 PPP 全部入库项目 9,285 个，总投资额 10.6 万亿元；全国市政工程类 PPP 项目共计 3241 个，总投资额 2.8 万亿元；污水处理项目数为 740 个，占市政工程类 PPP 项目 22.8%，排名居首。公司利用 PPP 政策契机，签订了包括九江市柘林湖湖泊生态环境保护在内的 PPP 项目协议金额 117 亿元，协议金额为公司 2015 年销售收入的 13.2 倍。

## ◇ 水污染依然严峻，水十条+PPP 共同发力

全国废水的排放量逐年增加，导致自然水体不断恶化，水资源污染形势十分严峻，2015 年地下水水质较差和极差的比例仍然高达 61.3%。水十条政策与 PPP 政策共同发力，全国 PPP 项目库累计安排污水处理项目 1838 亿元，供水项目 1266 亿元，海绵城市项目 680 亿元，垃圾处理项目 576 亿元，排水项目 243 亿元，合计水污染处理相关项目 4603 亿元，投资需求巨大。

## ◇ 苦练技术内功，打造水处理全产业链服务商

通过对浙江疏浚、水美环保、中艺生态等公司的并购和整合，公司具备“环保装备+疏浚+水处理+生态修复及景观化”水处理全产业链优势。同时公司非常重视技术积累和研发投入，2015 年投入研发费用 3497 万元，占营业收入比重 3.95%，较水处理行业领先企业碧水源公司高出 1 个百分点，2010 年后研发费投入比例连续 5 年高于碧水源公司。

## ◇ 设立 30 亿固废产业并购基金，探索公司扩张新模式

8 月 26 日，公司董事会议案同意公司与兴源控股、礼瀚投资、壹舟基金共同发起设立环保产业基金。周立武、韩肖芳夫妇为环保产业基金、兴源



环境、兴源控股、壹舟基金的实际控制人。由于公司最新已审批担保授信额度达到 11.1 亿元，占 2015 年末经审计净资产的 97.5%，后续 PPP 业务扩张和产业扩张受到限制。基金能够在不干扰主业的情况下有效试错和筛选，作为兴源环境下一步固废和危废处理业务扩张的先锋部队，在 3 年的投资期迅速完成固废产业整合，经过 2 年管理期后将优质资产注入上市公司，为公司 3 年后的业绩飞跃种下想象空间。

#### ◇ 盈利预测及投资建议

受益于“水十条+PPP”、“中央+地方”政策共同发力，公司储备 117 亿元充足 PPP 项目，同时压滤机业务有望超预期增长。预计 16/17/18 年，公司归母净利润分别为 3.8 亿元、6.8 亿元、8.7 亿元，EPS 分别为 0.75 元、1.33 元、1.71 元，对应 PE 为 57、32、25。参考可比公司 2017 年的预计平均估值水平，目标价位 59.8 元，涨幅潜力 39%! 给予“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

- (1) PPP 政策进展不及预期。
- (2) PPP 项目政府付费及可行性缺口补助兑现风险。



## 投资要件

### 关键假设

(1)公司 2015-2016 年 117 亿 PPP 项目协议未来 3 年营收兑现比例分别为 13%、14%、10%，剩余营收比例在未来 15 年内稳步实现。

(2) 压滤机业务营收规模在 3 年内从 3 亿元增加到 10 亿元，年均增速 50%；水利疏浚工程 3 年的年均增速 107%；环保工程 3 年的年均增速 119%。

### 我们区别于市场的观点

我们认为，**压滤机和环保工程业务收入上半年同比下滑 24%是暂时性影响**。压滤机业务主要受到煤炭化工去产能影响，预计未来公司 PPP 项目进入施工阶段后将大幅增加自有压滤机的需求。同时，目前全国 PPP 项目进入执行阶段的比例不到 9%，下半年至明年上半年 PPP 项目进入大量施工阶段后将有效扭转环保工程业务下滑趋势。预计 15-17 年水利疏浚收入年均增长 160%，环保设备年均增长 50%，环保工程年均增长 183%。

市场认为公司后续还将延续 2015 年趋势，争取更多 PPP 订单。我们认为，**公司后续至 2017 年预计将不再增加 PPP 订单，至多增加订单 8 亿元左右**。主要由于公司上半年最新已审批担保授信额度达到 11.1 亿元，占 2015 年末经审计净资产的 97.5%，后续 PPP 业务扩张和产业扩张受到限制。公司设立 30 亿固废产业并购基金正是为了增加把握 PPP 政策契机的能力，通过新设并购基金为兴源环境后续在固废领域的扩张埋下伏笔。

市场认为兴源环境竞争优势主要在于并购形成的水处理全产业链。我们认为，**公司的技术积累和研发投入是公司取得领先优势的最重要保障，是水处理全产业链的基础**。研发投入占营收比例连续 5 年高于碧水源公司显示了公司的技术决心，兴源设备、浙江疏浚、水美环保、中艺生态的特色核心技术体系体现了大力研发的成果，为争取 PPP 订单打下了扎实的技术基础。

市场认为 2015 年城市污水处理率 91.98%已经处于较高水平，下一步污水治理空间集中在县城与农村。但我们认为，**城市污水治理空间仍然广阔**。地下水水质较差和极差的比例高达 61.3%反映了城市生活用水的严峻形势，“水十条”、浙江省“五水共治”和最新水污染治理 PPP 项目达到 4603 亿元均表明了政府对于城市污水治理的决心，污水处理率达到 100%才能适应水质改善要求。

### 股价上涨催化剂

- (1) 收到 2016 年 PPP 项目首期款项。
- (2) 公司进一步新增 PPP 项目订单。
- (3) 湖州市吴兴区东部新城污水管网提升改造 PPP 项目顺利完工。

### 盈利预测

我们预计 16/17/18 年，公司归母净利润分别为 3.8 亿元、6.8 亿元、8.7 亿元，EPS 分别为 0.75 元、1.33 元、1.71 元，**对应 PE 为 57、32、25**。参考可比公司 2017 年的预计平均估值水平，目标价位 59.8 元，**涨幅潜力 39%!** 给予“买入”评级。



## 投资风险

- (1) PPP 政策进展不及预期。
- (2) PPP 项目政府付费及可行性缺口补助兑现风险。



## 目 录

一、半年报业绩靓丽，全产业链运营成效显著 .....	7
二、PPP 模式前景广阔，储备营收 13 倍 PPP 项目 .....	8
(一) PPP 模式有利于缓解地方政府债务压力，提高项目运作效率 .....	8
(二) 宏观政策保障 PPP 项目爆发式增长 .....	9
(三) PPP 项目盈利模式 .....	12
(四) 中国 PPP 项目发展形势 .....	13
(五) 公司顺势而为，储备营收 13 倍 PPP 项目 .....	15
三、水污染依然严峻，水十条+PPP 共同发力 .....	16
(一) 水资源污染形势严峻 .....	16
1、生活污水排放量占比 71% .....	17
2、工业废水有机物和有毒有害物质含量高 .....	18
(二) “水十条” +PPP 政策共同发力 .....	19
(三) 污水治理行业快速增长，成长空间广阔 .....	22
四、苦练技术内功，打造水处理全产业链服务商 .....	23
(一) 通过并购实现全产业链快速布局 .....	23
1、兴源设备：理顺专业化运营，迎接中央地方政策共同发力 .....	24
2、浙江疏浚：水利疏浚工程施工 .....	25
3、水美环保：市政污水处理和工业废水处理 .....	26
4、中艺生态：城市园林绿化 .....	27
(二) 技术积累深厚，重视研发投入 .....	29
五、设立 30 亿固废产业并购基金，探索公司扩张新模式 .....	29
(一) 固废危废法律法规日趋严格，处理不当将涉刑责及高额罚款 .....	29
(二) 设立 30 亿产业并购基金，作为固废处理业务先锋部队 .....	32
六、盈利预测及投资建议 .....	33
七、风险提示 .....	34



## 图表目录

图表 1: 公司营业收入结构及增速 (统一口径) .....	7
图表 2: 公司净利润及增速 .....	7
图表 3: 公司毛利结构及增速 .....	8
图表 4: 公司各板块毛利率 .....	8
图表 5: 中国 PPP 模式内容 .....	9
图表 6: 2013-2016 年主要 PPP 政策 .....	10
图表 7: PPP 项目盈利模式 .....	13
图表 8: 2016 年 6 月末与 3 月末市政工程类 PPP 项目投资额对比 .....	14
图表 9: PPP 项目投资额地域分区情况 .....	15
图表 10: 2015-2016 年兴源环境 PPP 项目订单 .....	15
图表 11: 地下水污染程度结构变化 (2010-2015) .....	17
图表 12: 地表水污染程度结构变化 (国控断面) (2001-2015) .....	17
图表 13: 污水排放量 (亿吨) .....	18
图表 14: 城市污水处理能力 .....	18
图表 15: 工业废水污染物及其主要来源 .....	18
图表 16: 工业废水治理设施费用 (亿元) .....	19
图表 17: 工业废水治理投资额 (亿元) .....	19
图表 18: 2011-2016 污水治理相关政策 .....	19
图表 19: 污水处理及其再生利用业资产规模 (亿元) .....	23
图表 20: 污水处理及其再生利用业收入 (亿元) .....	23
图表 21: 兴源环境环保产业链主要结构 .....	24
图表 22: 3 家重点并购公司均实现业绩承诺 .....	24
图表 23: 兴源设备压滤机核心技术体系 .....	25
图表 24: 浙江疏浚主营业务 .....	26
图表 25: 浙江疏浚核心技术结构 .....	26
图表 26: 水美环保主营业务 .....	27
图表 27: 水美环保核心水处理及回用技术 .....	27
图表 28: 中艺生态主营业务及核心技术 .....	28
图表 29: 中艺生态主营业务结构 .....	28
图表 30: 兴源环境与碧水源研发投入对比 .....	29
图表 31: 固废处理政策法规 (2005-2016) .....	30
图表 32: 公司盈利预测 .....	33
图表 33: 可比公司估值对比 .....	34
附录: 公司财务预测表 .....	35



## 一、半年报业绩靓丽，全产业链运营成效显著

公司上半年业绩在预告范围内，符合市场预期。2016 年半年报营业收入 8.56 亿元，同比增加 128%；归母净利润 1.2 亿元，同比大增 240%，与一季度同比增长 252%接近，主要由于上半年中艺生态 2 月并表影响。

分业务看，疏浚堤防工程业务毛利率 30%，营收 1.8 亿元，同比增长 53%，主要由于政府加大水利工程投入，跨地区经营壁垒随着改革深入逐步消除，利用挖泥船分体调遣、精确开挖、疏浚土方远距离全封闭输送等技术优势，通过公开招投标实现业绩快速增长；

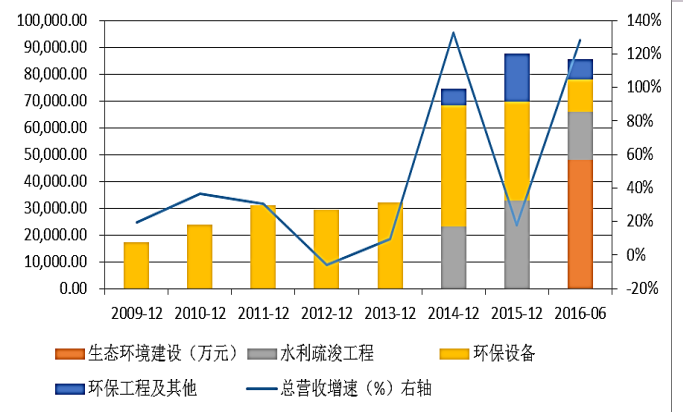
生态建设业务毛利率 28%，营收 4.8 亿元，是并购中艺生态新增业务，超过疏浚堤防工程、压滤机、环保工程业务的总和，实现公司业绩规模跨越式增长；

压滤机业务毛利率 22%，营收 1.2 亿元，同比减少 38%，主要受煤炭化工领域去产能及竞争加大影响，预计未来 PPP 项目进入施工阶段后将大幅增加自有压滤机的需求，有效提振压滤机业绩；

环保工程业务毛利率 38%，营收 0.8 亿元，同比减少 25%，主要由于公共项目大量纳入 PPP 项目，目前全国 PPP 项目进入执行阶段占比不到 9%，预计 PPP 项目进入大量开工阶段后将大幅增加环保工程业绩。

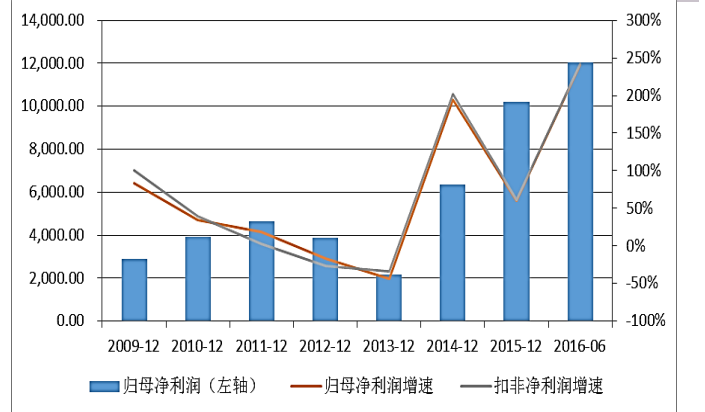
公司 2015 年归母扣非净利润 0.9 亿元。根据业绩承诺，中艺生态 2016-2017 年扣非净利润为 1.15 亿元和 1.44 亿元；水美环保 2016-2017 年业绩承诺为 0.41 亿元，0.48 亿元；浙江疏浚 2016 年净利润承诺为 0.31 亿元。2016-2017 年业绩基础保障充分。

图表1： 公司营业收入结构及增速（统一口径）



资料来源：WIND，联讯证券

图表2： 公司净利润及增速



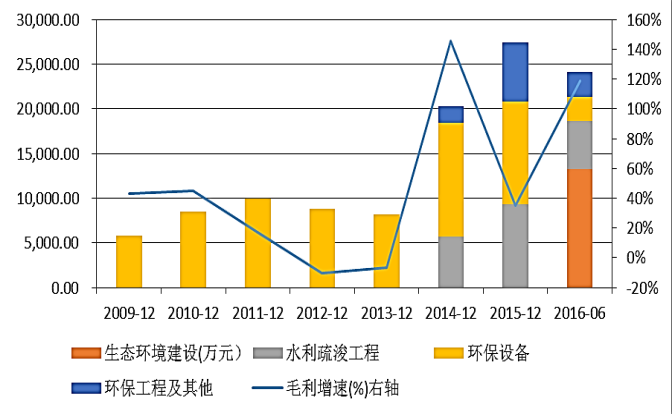
资料来源：WIND，联讯证券

公司环保全产业链布局逐渐铺开，传统主业压滤机整机出售业务在营业收入中占比由 2009 年的 82% 下降到 2015 年的 34%。

随着 2014 年 PPP 产业的部委推动和中央顶层推动，以 2014 年 9 月《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（76 号文）、2015 年 5 月国务院办公厅转发财政部等三部委《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》为标志，公司水利疏浚工程和环保工程的 PPP 业务订单迅猛增长，在营收中的比例由 2013 年的 0% 迅速增长至 58%。

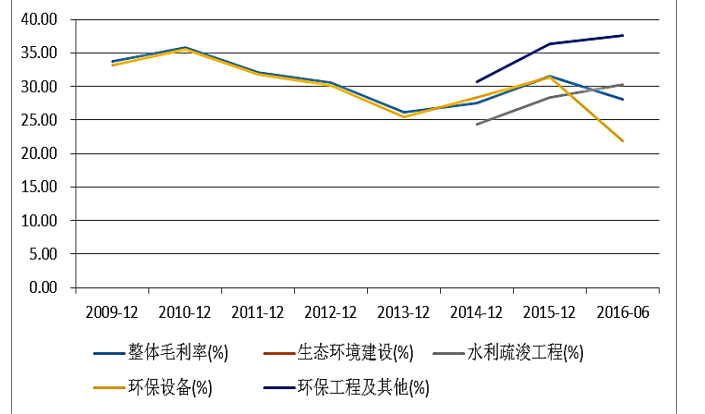


图表3: 公司毛利结构及增速



资料来源: WIND, 联讯证券

图表4: 公司各板块毛利率



资料来源: WIND, 联讯证券

## 二、PPP 模式前景广阔，储备营收 13 倍 PPP 项目

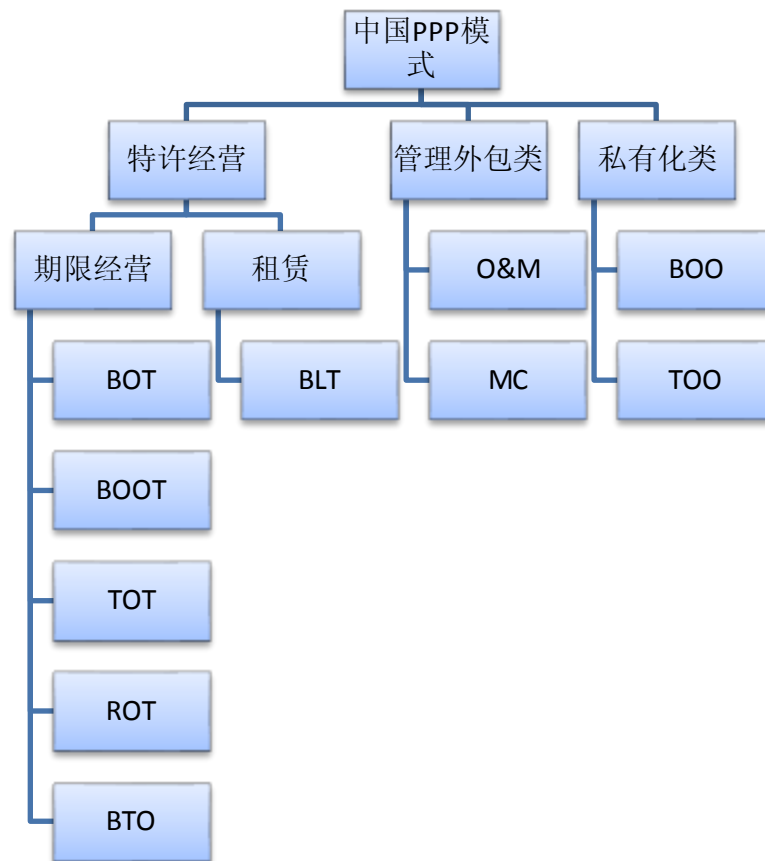
### (一) PPP 模式有利于缓解地方政府债务压力，提高项目运作效率

PPP 模式 (Public-Private-Partnership)，即政府和社会资本合作模式，是在基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系。通常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。财政部提出推广 PPP 模式，是促进经济转型升级、支持新型城镇化建设、加快转变政府职能、深化财税体制改革的必然要求。

我国官方定义的 PPP 模式为广义 PPP 模式，指公共部门与私营部门为提供公共产品或服务而建立的各种合作关系，具体可分为外包、特许经营和私有化三类。PPP 项目运作形式包括 O&M、MC、BOT、BOOT、TOT、ROT、BTO、BOO、TOO 等多种类型。



图表5： 中国 PPP 模式内容



资料来源：联讯证券

## （二）宏观政策保障 PPP 项目爆发式增长

2013 年 11 月到 2014 年 9 月，是 PPP 模式的探索阶段，主要以基层试点为主。十八届三中全会提出“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营”，但没有明确提出 PPP 概念。

2014 年 9 月到 2015 年 4 月，是 PPP 模式的发展阶段，主要以部委推动为主。2014 年 9 月财政部下发《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（76 号文），部委级别首次正式提出“政府和社会资本合作”的标准说法，首次专门就 PPP 模式发布的框架性指导意见。2014 年 10 月财政部发布“43 号文”，明确提出剥离城投公司的政府融资职能，提出“推广使用政府与社会资本合作模式，鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。”2015 年 1 月 1 日，预算法新规开始执行，规定“除法律另有规定外，地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保”，切断了隶属于政府的融资平台公司（特别是城投公司）依靠土地和政府财政信用融资的渠道，强化了 43 号文件促进 PPP 模式参与基础设施和公共服务运营的精神。2014 年 11 月和 12 月，财政部和发改委分别颁布了《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》和《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》从项目操作流程、创新金融支持等多层次多角度指导 PPP 项目运作实施，PPP 项目操作进一步规范化。

2015 年 5 月到 2015 年 11 月，是 PPP 模式的快速发展阶段，中央开始顶层推动实



施。2015年4月，财政部、发改委、住建部等六部委联合发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，俗称“PPP 基本法”，明确界定了特许经营的定义、适用范围、合作形式和期限，重点强调了财政预算制度对于特许经营活动的约束、项目前期融资方案的制定和创新融资渠道，并规定绩效评价强化对项目运营的监管。2015年5月13日，李克强总理主持召开国务院常务会议，部署推广 PPP 模式时明确表示，在公共产品和服务领域，推广 PPP 模式，是当前稳增长、促改革、调结构的重要举措，也是拉动投资增长的有效手段。2015年5月，财政部、发改委、人民银行三部门联合发布《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》，并由国务院转发，这是中央层面专门针对 PPP 出台第一份重磅文件，这成为触发 PPP 加速爆发的一个里程碑式文件。

2015年12月至今，是 PPP 项目的落地兑现阶段，主要由财政部主导推进。2015年下半年 PPP 签约近万亿，2016年一季度 PPP 签约 3000 多亿，有所回落，主要是经过前期 PPP 模式的快速发展和项目的逐步落地，一些现实问题开始逐步显现，中央和地方开始陆续出台一些针对性的改进措施，提高 PPP 的项目落实质量。

图表6： 2013-2016 年主要 PPP 政策

序号	发文单位	文号	文件名	文件亮点
1	国务院办公厅	国办发明电 [2016]12 号	国务院办公厅关于进一步做好民间投资有关工作的通知	各省（区、市）人民政府要针对自行出台的政策，开展全面自查，坚决取消对民间资本单独设置的附加条件和歧视性条款，加快健全公平开放透明的市场规则，切实营造权利平等、机会平等、规则平等的投资环境。 银监会要抓紧会同有关部门开展专项检查，督促银行业金融机构严格落实支持实体经济发展的各项政策措施。
2	财政部, 发展改革委	财金 [2016]32 号	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	各地要进一步加强部门间的协调配合，形成政策合力，积极推动政府和社会资本合作顺利实施。项目决策后，选择条件成熟、适合采用 PPP 模式的项目，依法选择社会资本方，加快前期工作。要充分挖掘 PPP 项目后续运营的商业价值，鼓励社会资本创新管理模式，提高运营效率，降低项目成本，提高项目收益。
3	环保部	环 大 气 [2016]45 号	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	积极推进政府和社会资本合作（PPP）模式。国家将在全国范围内组织建立环境保护 PPP 中央项目储备库，并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。
4	国家能源局	国能法改 [2016]96 号	国家能源局关于在能源领域积极推广政府和社会资本合作模式的通知	鼓励进入,政策扶持,优化服务,惠及民生。
5	财政部	财 建 [2015]1062 号	关于财政资金注资政府投资基金支持产业发展的指导意见	按照财税改革和构建现代财政制度的要求，结合经济发展规划、产业基础、资源禀赋及科技优势等实际情况，积极探索完善保险补偿、PPP、融资担保等市场化支持方式，形成政策合力共同支持产业发展，推动重点产业发展和产业转型升级。



序号	发文单位	文号	文件名	文件亮点
6	国务院办公厅	国办发[2015]42号	国务院办公厅转发财政部发展改革委人民银行关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知	政府和社会资本合作模式是公共服务供给机制的重大创新,即政府采取竞争性方式择优选择具有投资、运营管理能力的社会资本,双方按照平等协商原则订立合同,明确责任权利关系,由社会资本提供公共服务,政府依据公共服务绩效评价结果向社会资本支付相应对价,保证社会资本获得合理收益。
7	发改委等6部委	发改等6部委[2015]25号令	基础设施和公用事业特许经营管理办法	PPP“小基本法”。政府可以在特许经营协议中就防止不必要的同类竞争性项目建设、必要合理的财政补贴、有关配套公共服务和基础设施的提供等内容作出承诺,但不得承诺固定投资回报和其他法律、行政法规禁止的事项。
8	发改委、国开行	发改投资[2015]445号	国家发展改革委、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	开发银行给予PPP项目差异化信贷政策:一是加强信贷规模的统筹调配,优先保障PPP项目的融资需求;二是对符合条件的PPP项目,贷款期限最长可达30年,贷款利率可适当优惠;三是建立绿色通道,加快PPP项目贷款审批。
9	财政部	财库(2014)215号	财政部关于印发<政府和社会资本合作项目政府采购管理办法>的通知	深化政府采购制度改革,适应推进政府购买服务、推广政府和社会资本合作(PPP)模式。
10	财政部	财库[2014]214号	财政部关于印发<政府采购竞争性磋商采购方式管理暂行办法>的通知	竞争性磋商采购方式,是指采购人、政府采购代理机构通过组建竞争性磋商小组与符合条件的供应商就采购货物、工程和服务事宜进行磋商,供应商按照磋商文件的要求提交响应文件和报价,采购人从磋商小组评审后提出的候选供应商名单中确定成交供应商的采购方式,充分体现了政府采购“物有所值”的制度目标。
11	财政部等3部委	财综[2014]96号	财政部、民政部、工商总局关于印发<政府购买服务管理办法(暂行)>的通知	购买主体应当在公平竞争的原则下鼓励行业协会商会参与承接政府购买服务,推动行业协会商会与行政机构脱钩。 购买主体应采用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源采购等方式确定承接主体。
12	发改委	发改投资[2014]2724号	国家发展和改革委员会关于开展政府和社会资本合作的指导意见	政府和社会资本合作(PPP)模式是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率,通过特许经营、购买服务、股权合作等方式,与社会资本建立的利益共享、风险分担及长期合作关系。
13	财政部	财金[2014]112号	财政部关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知	严格按照《政府采购法》等规定,采取竞争性采购方式,引入信誉好、有实力的运营商参与示范项目建设和运营。
14	财政部	财金[2014]113号	财政部关于印发政府和社会资本合作模式操作指南(试行)的通知	社会资本方指已建立现代企业制度的境内外企业法人,但不包括本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业。
15	国务院办公厅	国发[2014]60号	国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见	公共服务、资源环境、生态保护、基础设施等领域。



序号	发文单位	文号	文件名	文件亮点
16	国务院办公厅	国发[2014]53号	国务院关于发布政府核准的投资项目目录(2014年本)的通知	进一步深化投资体制改革和行政审批制度改革,加大简政放权力度,切实转变政府投资管理职能,使市场在资源配置中起决定性作用,确立企业投资主体地位,更好发挥政府作用,加强和改进宏观调控。
17	财政部	财预[2014]351号	财政部关于印发<地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法>的通知	债务清理甄别工作由地方政府统一领导、财政部门具体牵头、部门单位各负其责。对适宜开展政府与社会资本合作(PPP)模式的项目,要大力推广PPP模式,减轻政府公共财政举债压力、腾出更多资金用于重点民生项目建设的目的。
18	国务院办公厅	国发[2014]45号	国务院关于深化预算管理制度改革的决定	标志着新一轮财税体制改革的“先行军”——预算管理制度改革进入实质操作阶段。
19	国务院办公厅	国发[2014]43号	国务院关于加强地方政府性债务管理的意见	明确提出剥离城投公司的政府融资职能,提出“推广使用政府与社会资本合作模式。鼓励社会资本通过特许经营等方式,参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。
20	财政部	财金[2014]76号	财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知	通常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。
21	财政部	财政部令第74号	政府采购非招标采购方式管理办法	明确了达到公开招标数额标准的采购项目采用非招标采购方式的批准程序,谈判小组、询价小组的组成、职责和义务,保证金的交纳与退还,选择符合资格条件的供应商的方式,成交结果公告等内容。
22	财政部	财金[2014]156号	财政部关于规范政府和社会资本合作合同管理工作的通知	社会资本方是指与政府方签署PPP项目合同的社会资本或项目公司。项目公司可以由社会资本(可以是一家企业,也可以是多家企业组成的联合体)出资设立,也可以由政府和社会资本共同出资设立。但政府在项目公司中的持股比例应当低于50%、且不具有实际控制力及管理权。
23	国务院办公厅	国办发[2013]96号	国务院办公厅关于政府向社会力量购买服务的指导意见	到2020年,在全国基本建立比较完善的政府向社会力量购买服务制度,形成与经济社会发展相适应、高效合理的公共服务资源配置体系和供给体系,公共服务水平和质量显著提高。
24	国务院办公厅	国发[2013]36号	国务院关于加强城市基础设施建设的意见	改革开放以来,首次以国务院的名义就城市基础设施建设发文,具有标志性意义。民生优先,安全为重,推进投融资体制改革,造福百姓,促进发展。
25	住建部	建设部令第126号	市政公用事业特许经营管理办法	强调特许经营在中国的重要性。 针对PPP项目融资,提出新的融资模式,如预期收益质押贷款、产业基金股权投资、项目公司设立私募基金等。

资料来源:公开资料整理,联讯证券

### (三) PPP项目盈利模式

PPP项目的盈利模式主要包括使用者付费、政府付费、可行性缺口补助。一是使用



者付费模式。通常用于可经营系数较高、财务效益良好、直接向最终用户提供服务的基础设施和公用事业项目，如市政供水、城市管道燃气、高速公路等。二是政府付费模式。通常用于不直接向最终用户提供服务的终端型基础设施和公用事业项目，如市政污水处理、垃圾焚烧发电、水源净化，或者市政道路等不具备收益性的项目。三是可行性缺口补助 VGF (Viability Gap Fund) 模式。即政府对运营商实施补贴，通常用于可经营系数较低、财务效益欠佳、直接向最终用户提供服务但收费无法覆盖投资和运营回报的项目，如医院、学校、文化及体育场馆、保障房等。

项目的设计、建造、财务和运营维护等商业风险由社会资本承担，而法律、政策和最低需求等风险由政府承担，不可抗力等风险由政府和社会资本合理共担。

图表7: PPP 项目盈利模式

收入类型	收入来源	适用范围	应用举例
使用者付费	使用者	可经营系数较高、财务效益良好、直接向最终用户提供服务的基础设施和公用事业项目	市政供水、城市管道燃气、高速公路等
政府付费	政府	不直接向最终用户提供服务的终端型基础设施和公用事业项目	市政污水处理、垃圾焚烧发电、水源净化，或者市政道路等不具备收益性的项目
可行性缺口补助	政府	可经营系数较低、财务效益欠佳、直接向最终用户提供服务但收费无法覆盖投资和运营回报的项目	医院、学校、文化及体育场馆、保障房等

资料来源: 公开资料整理, 联讯证券

#### (四) 中国 PPP 项目发展形势

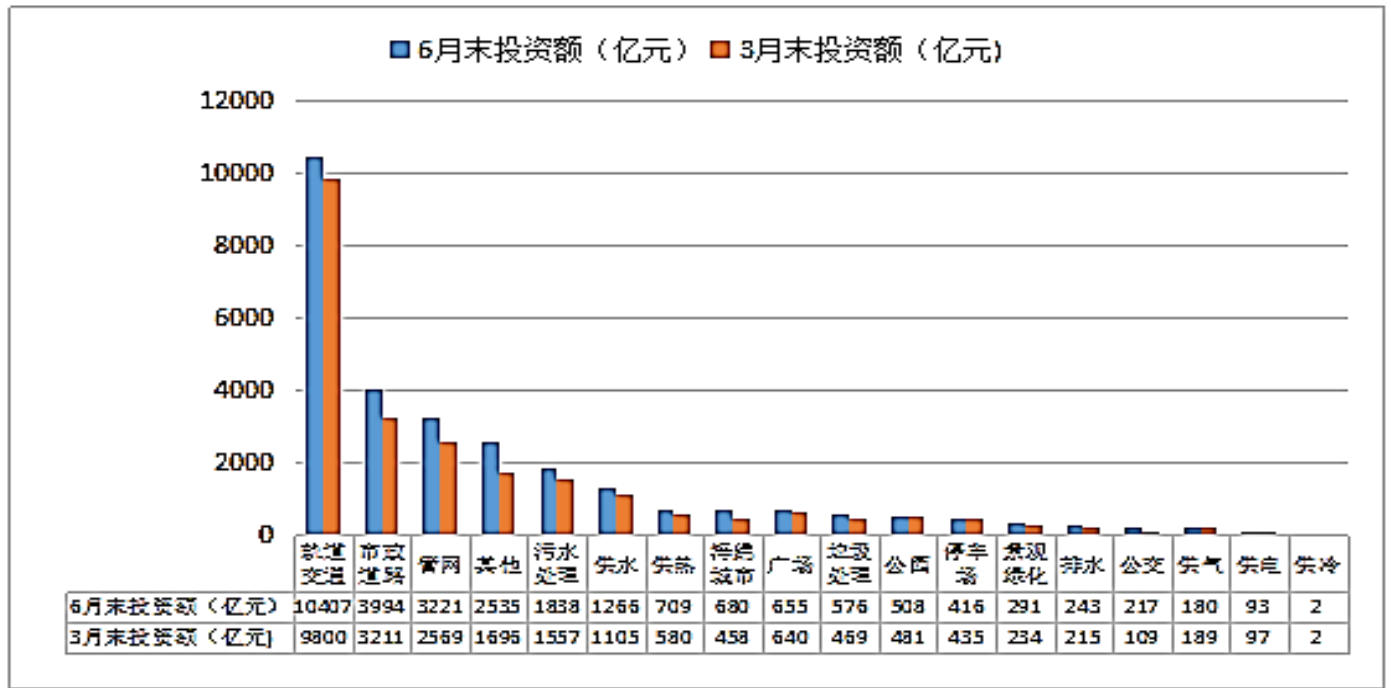
根据财政部 PPP 中心的数据，截至 2016 年上半年，全国 PPP 全部入库项目 9,285 个，总投资额 10.6 万亿元，其中执行阶段项目 619 个，总投资额已达 1 万亿元，规模可观，落地率 23.8%，与 3 月末相比，入库项目正在加速落地，落地率稳步提升。市政工程、交通运输、片区开发 3 个行业项目居前三位，合计超过入库项目的一半。

为落实“水十条”，财政部、环保部印发了《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作 (PPP) 的实施意见》，要逐步将水污染防治领域全面向社会资本开放，推广运用 PPP 模式。在政策推动下，PPP 模式逐渐成为水务企业的一条重要融资渠道。

截至 2016 年上半年，全国市政工程类 PPP 项目共计 3241 个，总投资额 2.8 万亿元。污水处理项目数为 740 个，占市政工程类 PPP 项目 22.8%，较 3 月末新增 93 个，排名居首；投资总金额 1838 亿元，占市政工程类 PPP 项目 6.6%，较 3 月末增长 281 亿元。

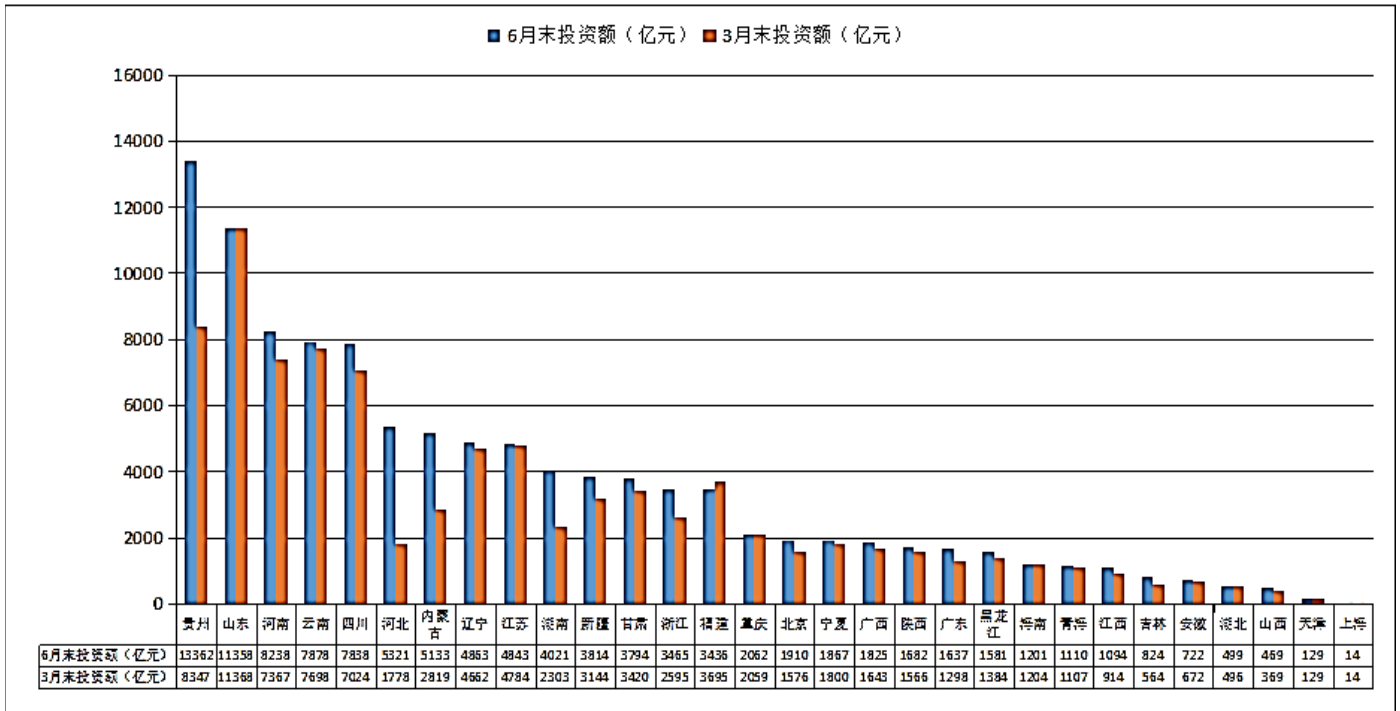


图表8: 2016年6月末与3月末市政工程类PPP项目投资额对比



资料来源: 财政部, 联讯证券

按入库项目数排序, 贵州、山东(含青岛)、新疆、四川、河南居前五位, 分别为1,665个、1,034个、784个、748个、699个, 合计占入库项目总数的53.1%。按入库项目投资额排序, 贵州、山东(含青岛)、河南、云南、四川、河北居前六位, 分别为1.3万亿元、1.1万亿元、8,238亿元、7,878亿元、7,838亿元、5,321亿元, 合计占入库项目总投资额的50.9%。


**图表9: PPP项目投资额地域分区情况**


资料来源: 财政部, 联讯证券

### (五) 公司顺势而为, 储备营收 13 倍 PPP 项目

公司已在 2015-2016 年利用政府 PPP 项目契机, 顺势而为, 签订了包括九江市柘林湖湖泊生态环境保护在内的 PPP 项目协议金额 117.12 亿元, 协议金额为公司 2015 年销售收入的 13.2 倍, 也对公司的融资运作和产能提出了较高要求。2015-2016 年签订的 PPP 项目能够有力保证公司 3 年内销售收入的高速发展, 奠定后续 15 年的业绩基础。

公司借助国家环保产业政策红利, 进行商业模式创新, 布局 PPP 经营模式, 实现“设计+产品+工程+运营+服务”的深度融合和战略协同, 有助于公司锁定更多订单, 有助于主营业务的快速扩张。

公司在 2015-2016 年投资设立多家 PPP 项目公司, 加速 PPP 项目的复制和扩张。成立了兴源环境科技湖州有限公司、临海市兴源水务有限公司和九江市柘林湖生态投资发展有限公司等 PPP 项目公司, 这些项目公司的成立运营有利于项目实施和运营, 有利于不断提升运营服务业务收入占公司营业收入的比重, 增强公司未来服务性收入的持续性、稳定性; 同时, 也为建设和运营其他 PPP 项目公司积累经验。

**图表10: 2015-2016 年兴源环境 PPP 项目订单**

公告日期	项目名称	合同金额(亿元)	项目模式
2016/8/20	温州洞头区本岛海洋生态廊道整治修复工程预中标	8	PPP
2016/1/1	九江市柘林湖湖泊生态环境保护 PPP 项目框架协议	24.12	DBFOT (设计优化-建造-融资-运营-移交)



公告日期	项目名称	合同金额(亿元)	项目模式
2015/9/18	诏安县人民政府与兴源环境科技股份有限公司投资合作框架协议	25	TOT、BOT、TOO、BOO、EPC、委托运营(O&M)等
2015/8/31	安徽省灵璧县水环境综合治理投资合作框架协议	12	TOT、BOT、TOO、BOO、EPC 以及委托运营(O&M)等
2015/7/21	雪野湖流域治理合作框架协议	28	PPP
2015/7/7	安徽省砀山县水环境综合治理投资合作框架协议	10	TOT、BOT、TOO、BOO、EPC 以及委托运营(O&M)等
2015/5/20	浙江钱江潮源生态湿地项目 PPP 合作框架协议	5	BLT 模式(建设一租赁一移交)
2015/5/19	公司与深圳中兴水务科技股份有限公司战略合作框架协议		单个项目、区域打包项目、PPP 业务等
2015/4/20	贵州凯里经济开发区下司镇水环境治理工程项目投资合作框架协议	3	PPP
2015/4/8	湖州市吴兴区东部新城污水管网提升改造 PPP 合作框架协议	2	PPP
	合计	117.12	

资料来源：公司公告整理，联讯证券研究院

### 三、水污染依然严峻，水十条+PPP 共同发力

#### (一) 水资源污染形势严峻

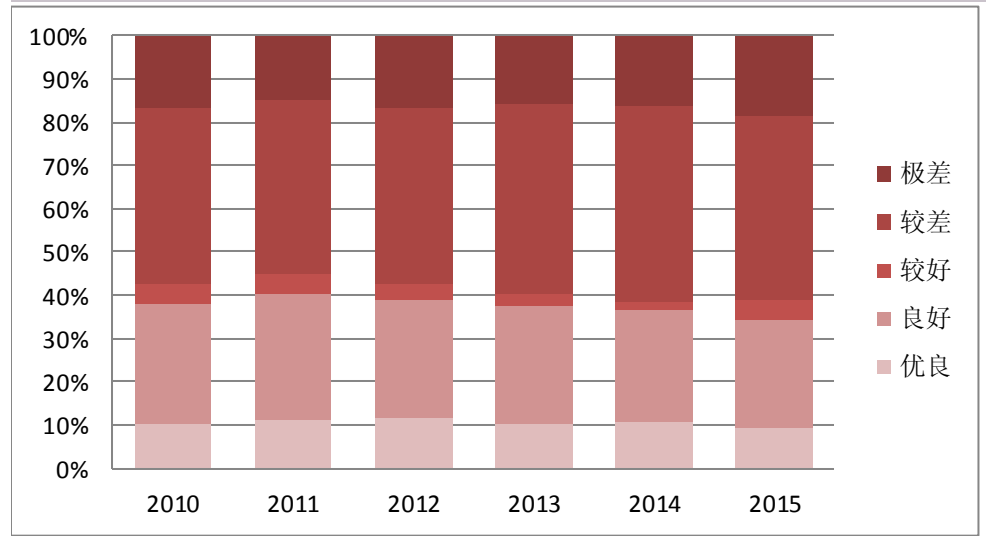
近年来，随着中国工业化和城市化不断深入，全国废水的排放量逐年增加，导致自然水体不断恶化，水资源污染形势十分严峻。

根据我国环境保护部公布的《2015 年中国环境状况公报》显示，地下水的水质污染非常严重。水质优良的监测点比例仅占 9.1%，良好的监测点比例为 25.0%，较好的监测点比例为 4.6%，较差的监测点比例为 42.5%，极差的监测点比例为 18.8%。超标指标主要包括总硬度、溶解性总固体、pH 值、COD、“三氮”（亚硝酸盐氮、硝酸盐氮和铵氮）、氯离子、硫酸盐、氟化物、锰、砷、铁等，个别水质监测点存在铅、六价铬、镉等重（类）金属超标现象。

由于地下水的排放监控和管理难度较大，基础水处理设施和净化设施投入不足，2015 年地下水水质较差和极差的比例仍然高达 61.3%。近年水质不但没有好转，反而呈现恶化趋势，作为重要的生活饮用水来源（尤其是北方地区），地下水亟待投入更多资源加大整治力度。



图表11：地下水污染程度结构变化（2010-2015）

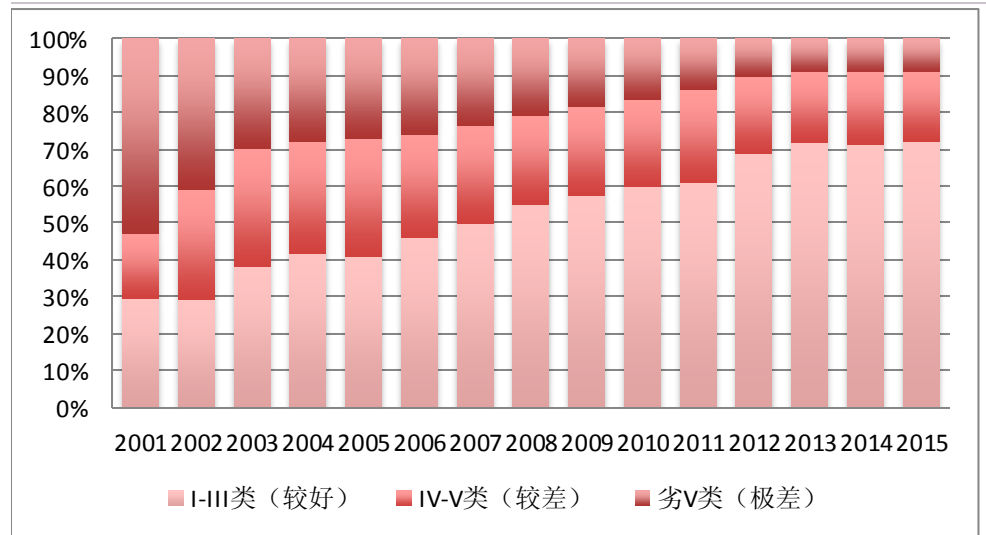


资料来源:环保部, 联讯证券

2015 年全国地表水总体为轻度污染。在长江、黄河、珠江等七大流域及 423 条河流、62 个重点湖泊的国控断面中，I~III类、IV~V类和劣V类水质断面比例分别为 64.5%、26.7%和 8.8%。

根据历年国控断面监测数据，地表水经过多年来的持续治理，水质不断改善。但截至 2015 年我国地表水较差和极差的比例仍然达到 27.9%，无法满足人民日益增长的环保需求，局部地区污染形势依然严峻。

图表12：地表水污染程度结构变化（国控断面）（2001-2015）



资料来源: 环保部, 联讯证券

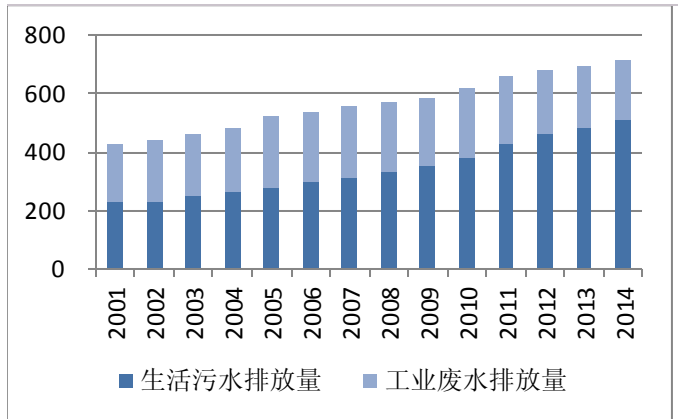
### 1、生活污水排放量占比 71%

2014 年，生活污水排放量 511 亿吨，工业废水排放量 205 亿吨，全社会污水排放量中生活污水排放量占比 71%，成为城市污水的主要污水来源；工业废水排放量占比 29%，但由于有毒有害物质含量高，危害往往更大。而城市污水处理能力与污水排放量仍有差距，2014 年全国城市污水处理厂处理能力，1.3 亿吨/日，污水处理率为 90.18%，



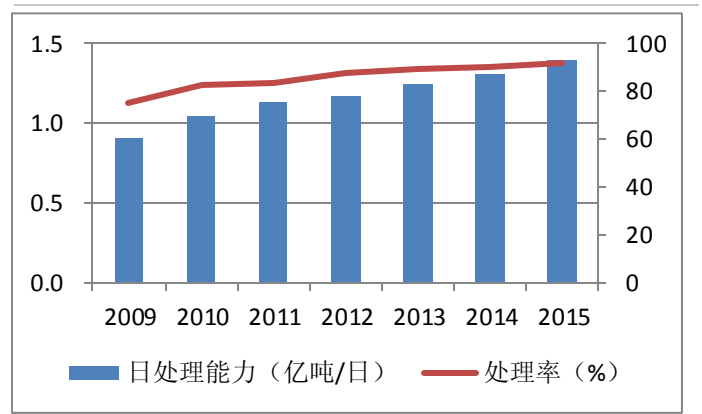
2015 年有所上升达到 91.98%。

图表13: 污水排放量(亿吨)



资料来源: 环保部, 联讯证券

图表14: 城市污水处理能力



资料来源: 环保部, 联讯证券

## 2、工业废水有机物和有毒有害物质含量高

尽管从排放占比上看, 工业废水排放量占比较生活污水少, 比重也在不断下降, 但由于工业废水污染物复杂、种类多, 有机污染物浓度较高, 含有氨氮、石油类、挥发酚和重金属等有害有毒物质。因此, 工业废水是造成环境污染, 特别是水体污染的重要原因。

图表15: 工业废水污染物及其主要来源

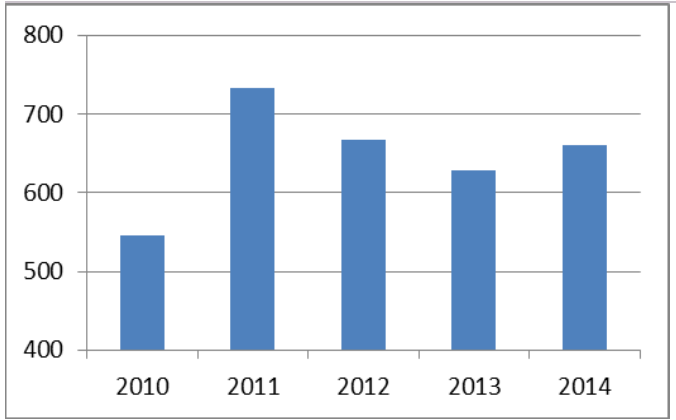
污染物	主要来源
酸	化工、矿山、钢铁、有色金属冶炼、机械、电镀工业
碱	化纤、制碱、造纸、印染、皮革、电镀工业及石油炼厂
汞及化合物	氯碱、炸药、汞制剂农药、化工、仪表、电镀、汞精炼工业
镉及化合物	金属矿山、冶炼、电镀、化工、金属处理、电池、特种玻璃工业
六价铬及其化合物	矿山、冶炼、电镀、化工、玻璃、涂料、农药、化肥工业
砷及其化合物	矿石处理、制药、冶炼、化工、玻璃、涂料、农药、化肥工业
酚	焦化、煤气、煤油、合成树脂、化工、染料、制药工业
氰化物	焦化、煤气、电镀、金属清洗、有机玻璃、丙烯晴合成、煤油工业、黄金工业
铅及其化合物	冶炼、化工、农药、汽油防爆、含铅油漆、搪瓷工业
油	煤油、机械、食品加工、油田、天然气加工工业
硫化物	化工、皮革、煤气、焦化、染色、黏胶纤维、煤油、油田、天然气加工工业
游离氯	造纸、织物漂白、化工工业
有机磷、有机氯	农药、化工工业
多氯联苯	电力、塑料、润滑油工业
放射性物质	原子能工业、放射同位素实验室、医院、武器生产

资料来源: 公开资料整理, 联讯证券



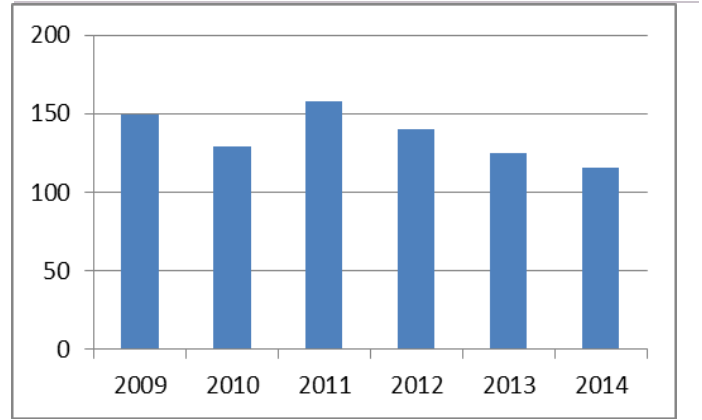
由于成分复杂,工业废水的处理难度极大,每年花在工业废水上的治理费用非常高。2011 年以来,工业废水治理设施的年运行费用维持在 700 亿元上下,是城市城镇污水处理费用的 1.5 倍。用于工业废水治理的投资额保持在 100 亿以上的水平。

图表16: 工业废水治理设施费用(亿元)



资料来源: 环保部, 联讯证券

图表17: 工业废水治理投资额(亿元)



资料来源: 统计局, 联讯证券

## (二) “水十条”+PPP 政策共同发力

国务院《水污染防治行动计划》(水十条)是我国水污染治理的核心政策,为我国未来一段时期的水环境保护和水污染治理指出了方向与目标。

“水十条”提出,到 2020 年,长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良(达到或优于III类)比例总体达到 70%以上,地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%以内,地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于III类比例总体高于 93%,全国地下水质量极差的的比例控制在 15%左右,近岸海域水质优良(一、二类)比例达到 70%左右。京津冀区域丧失使用功能(劣于 V 类)的水体断面比例下降 15 个百分点左右,长三角、珠三角区域力争消除丧失使用功能的水体。到 2030 年,全国七大重点流域水质优良比例总体达到 75%以上,城市建成区黑臭水体总体得到消除,城市集中式饮用水水源水质达到或优于III类比例总体为 95%左右。

水十条政策与 PPP 政策共同发力,截止 2016 年 6 月,全国 PPP 项目库累计安排污水处理项目 1838 亿元,供水项目 1266 亿元,海绵城市项目 680 亿元,垃圾处理项目 576 亿元,排水项目 243 亿元,合计水污染处理相关项目 4603 亿元,投资需求巨大。

图表18: 2011-2016 污水治理相关政策

序号	发文单位	文号	文件名称	文件亮点
1	国家发展和改革委员会、水利部、国家税务总局	发改环资[2016]1629号	《关于推行合同节水管理促进节水服务产业发展的意见》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.到 2020 年,合同节水管理成为公共机构、企业等用水户实施节水改造的重要方式之一。</li> <li>2.建立节水量第三方评估机制。</li> <li>3.鼓励具有节水技术优势的专业化公司与社会资本组建具有较强竞争力的节水服务企业。</li> <li>4.利用 5 年左右时间,重点在公共机构、公共建筑、高耗水工业和服务业、公共水域水环境治理、经济作物高效节水灌溉等领域,分类建成一批合同节水管理试点示范工程。</li> </ol>



序号	发文单位	文号	文件名称	文件亮点
2	国务院	国发(2016)43号	《“十三五”国家科技创新规划》	加快研发废水深度处理、生活污水低成本高标准处理、海水淡化和工业高盐废水脱盐、饮用水微量有毒污染物处理、地下水污染修复、危险化学品事故和水上溢油应急处置等技术,开展有机物和重金属等水环境基准、水污染对人体健康影响、新型污染物风险评估、水环境损害评估、高品质再生水补充饮用水水源等研究。
3	国务院办公厅	国办发[2016]31号	《关于健全生态保护补偿机制的意见》	1.2020年基本建立生态补偿制度体系。 2.明确将推进七个方面的体制机制创新,提出建立稳定投入机制、完善重点生态区域补偿机制、推进横向生态保护补偿、健全配套制度体系、创新政策协同机制、结合生态保护补偿推进精准脱贫、加快推进法治建设。
4	环境保护部	环大气(2016)45号	《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》	1.对于环境综合整治、城乡污染治理、新兴产业以及环保产业等建设项目给予大力支持。2016年底前,完成建设项目环评分类调整。其中,对于基本没有环境影响的项目,取消环评审批。对于环境影响较小的,实行备案管理。对于其他项目,开辟绿色通道,简化审批程序,缩短审批周期。 2.国家将在全国范围内组织建立环境保护PPP中央项目储备库,并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。各地要围绕环境基础设施建设、区域环境综合整治等,建立重点推介项目库,上报一批、实施一批、储备一批。
5	财政部、水利部	财农[2016]11号	《江河湖库水系综合整治资金使用管理暂行办法》	1.专项资金使用范围包括:中小河流治理及重点县综合整治、小型水库建设、江河湖库水系连通、水资源节约和保护。 2.专项资金用于中小河流治理及重点县综合整治、水资源节约和保护的支出部分,采取因素法分配。其中,建设任务的权重占50%,以水利部、财政部确定的规划建设任务为依据;绩效因素的权重占50%,以财政部、水利部绩效评价结果或项目建设进展情况等为依据。 3.采用项目法分配的资金,由水利部会同财政部发布申报通知,明确项目申报主体、申报范围和申报条件。
6	环境保护部办公厅	环办函[2015]1781号	《“十三五”重点流域水环境综合防治建设规划》	将排污状况、水质变化、问题分析细化到具体单元,从各控制单元水体的水质目标出发,强化污染源与受纳水体的水陆输入响应分析,提出综合性治污措施,增强水污染防治的针对性。
7	中共中央、国务院	无	《生态文明体制改革总体方案》	1.通过政府购买服务等方式,加大对环境污染第三方治理的支持力度。加快推进污水垃圾处理设施运营管理单位向独立核算、自主经营的企业转变。组建或改组设立国有资本投资运营公司,推动国有资本加大对环境治理和生态保护等方面的投入。 2.采取政府购买服务等多种扶持措施,培育发展各种形式的农业面源污染治理、农村污水垃圾处理市场主体。
8	国家发展改革委办公厅、住房和城乡建设部办公厅	发改办环资[2015]2073号	《城镇污水处理设施建设“十三五”规划大纲》	1.提出十三五期间,由“重水轻泥”向“泥水”并重改变,实现20万人以上城市污泥处理的全覆盖。 需重点关注“水十条”对敏感区域(指重点湖泊、重点水库、近岸海域汇水区域)污水处理设施的排放要求。 2.提出要本本地区域结构优化、投融资的市场化路径、激励性政策等方面,提出配套政策的相关建议。



序号	发文单位	文号	文件名称	文件亮点
9	财政部、环境保护部	财建[2015]226号	《水污染防治专项资金管理办法》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.专项资金重点支持范围包括：重点流域水污染防治、地下水环境保护及污染修复、城市黑臭水体整治、跨界、跨省河流环境保护和治理、国土江河综合整治试点等。</li> <li>2.专项资金根据各项水污染防治工作性质，主要采取因素法、竞争性等方式分配，采用奖励等方式予以支持。</li> <li>3.地方财政及环境保护部门要按规定管理和使用中央拨付的专项资金，对采用政府和社会资本合作（PPP）模式的项目予以倾斜支持。</li> </ol>
10	国务院	国发（2015）26号	《国务院批转发展改革委关于 2015 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.积极推广政府和社会资本合作（PPP）模式，出台基础设施和公用事业特许经营办法。</li> <li>2.实施水污染防治行动计划。推行环境污染第三方治理。</li> </ol>
11	国务院	国发（2015）17号	《水污染防治行动计划》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.即“水十条”。凸显了流域管理、水陆统筹、系统治理、协力治污和突出执法监督等“全链条”治水的特点。</li> <li>2.提出环境绩效合同服务、环保服务总承包等模式。启动“政府统领、企业施治、市场驱动、公众参与”的水污染防治新机制。</li> </ol>
12	财政部、环境保护部	财建[2015]90号	《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》	在水污染防治领域大力推广运用政府和社会资本合作（PPP）模式，对提高环境公共产品与服务供给质量，提升水污染防治能力与效率具有重要意义。
13	环境保护部、国家质监总局	GB31571-2015	《石油化学工业污染物排放标准》	标准规定了石油化学工业企业及其生产设施的水污染物和大气污染物排放限值、监测和监督管理要求。石油化学工业企业排放恶臭污染物、环境噪声适用相应的国家污染物排放标准，产生固体废物的鉴别、处理和处置适用相应的国家固体废物污染控制标准。
14	环境保护部、国家质监总局	GB31572—2015	《合成树脂工业污染物排放标准》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.本标准规定了合成树脂工业企业及其生产设施（包括合成树脂加工和废合成树脂回收再加工企业及其生产设施）的水污染物和大气污染物排放限值、监测和监督管理要求，弥补了与合成树脂有关的废气、废水污染物排放标准的部分空白。</li> <li>2.适应我国合成树脂企业的发展方向：自主创新生产技术、调整产品结构、提升高端合成树脂产品的生产能力、原料多样化、节能环保、整合生产企业、扩大企业规模。</li> </ol>
15	环境保护部、国家质监总局	GB31573—2015	《无机化学工业污染物排放标准》	本标准规定了无机化学工业企业水和大气污染物排放限值、监测和监督管理要求。无机化学工业企业排放恶臭污染物、环境噪声适用相应的国家污染物排放标准，产生固体废物的鉴别、处理和处置适用国家固体废物污染控制标准。
16	环境保护部、国家质监总局	GB31574—2015	《再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准》	标准执行后一方面将促进再生有色金属行业淘汰落后产能、促进产业升级、调整产业布局的步伐，改善地区生态环境，另一方面也将对企业的生产经营产生较大的影响。
17	国家发展改革委等三部委	发改价格（2015）119号	《国家发展改革委 财政部 住房城乡建设部关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.2016 年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元。未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。</li> <li>2.各地应合理制定和调整污水处理收费标准，形成合理预期，吸引更多社会资本通过特许经营、政府购买服务、股权合作等方式参与污水处理设施的投资建设和运营服务。</li> </ol>



序号	发文单位	文号	文件名称	文件亮点
18	财政部、国家发展改革委、住房城乡建设部	财税(2014)151号	《污水处理费征收使用管理办法》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.污水处理费按照“污染者付费”原则,由排水单位和个人缴纳并专项用于城镇污水处理设施建设、运行和污泥处理处置的资金。</li> <li>2.污水处理费的征收标准,按照覆盖污水处理设施正常运营和污泥处理处置成本并合理盈利的原则制定。</li> <li>3.鼓励各地区采取政府与社会资本合作、政府购买服务等多种形式,共同参与城镇排水与污水处理设施投资、建设和运营。</li> </ol>
19	国家发展改革委、环境保护部、国家能源局	发改能源[2014]2093号	《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014-2020)》	<p>加强能源消费总量控制,着力保障清洁能源供应,推动转变能源发展方式,显著降低能源生产和使用对大气环境的负面影响。</p>
20	环保部、国家发展改革委、财政部、水利部	环发(2012)58号	《重点流域水污染防治规划(2011—2015年)》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.在总量控制上,到2015年,重点流域主要污染物排放总量和入河总量持续削减,化学需氧量排放总量较2010年削减9.7%;氨氮排放总量削减11.3%。</li> <li>2.明确了加强饮用水水源保护、提高工业污染防治水平、系统提升城镇污水处理水平、积极推进环境综合整治与生态建设、加强近岸海域污染防治、提升流域风险防范水平6大重点任务。</li> </ol>
21	发展改革委、住房城乡建设部、环境保护部	国办发(2012)24号	《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.“十二五”期间,全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近4300亿元,各类设施建设投资4271亿元,设施监管能力建设投资27亿元。</li> <li>2.设施投资中,包括完善和新建管网投资2443亿元,新增城镇污水处理能力投资1040亿元,升级改造城镇污水处理厂投资137亿元,污泥处理处置设施建设投资347亿元,以及再生水利用设施建设投资304亿元。</li> </ol>
22	国务院	国发(2011)42号	《国家环境保护“十二五”规划》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.明确将工业水污染防治列入“十二五”环境保护重点工程,研究鼓励企业废水“零排放”的政策措施。</li> <li>2.大力推动以污水处理等为重点的装备制造业发展。</li> <li>3.鼓励利用银行贷款、外国政府或金融组织优惠贷款和赠款。</li> </ol>
23	环境保护部	环发(2011)128号	《全国地下水污染防治规划(2011—2020年)》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.首次对全国地下水污染防治工作做出总体部署,是我国地下水污染防治第一部纲领性文件。</li> <li>2.是我国水污染防治史的重要里程碑,标志着地下水这一战略资源的污染防治工作,正式、高层次地纳入国家层面的决策。</li> </ol>
24	国务院	国发(2011)35号	《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.加强污水处理设施、污泥处理处置设施、污水再生利用设施和垃圾渗滤液处理设施建设。对现有污水处理厂进行升级改造。完善城镇污水收集管网,推进雨、污分流改造。</li> <li>2.继续推进重点流域水污染防治。加强鄱阳湖、洞庭湖、洪泽湖等湖泊污染治理。加大对水质良好或生态脆弱湖泊的保护力度。</li> </ol>

资料来源:公开资料整理,联讯证券

### (三) 污水治理行业快速增长,成长空间广阔

水污染治理一直是我国环境保护工作当中的重中之重。“十二五”期间,污水处理行业规模一直呈现出高增长态势。2014年,污水处理及其再生利用行业资产总计1473.8亿元,较2011年翻了一番。收入总计349.9亿元,较2011年增长85%。

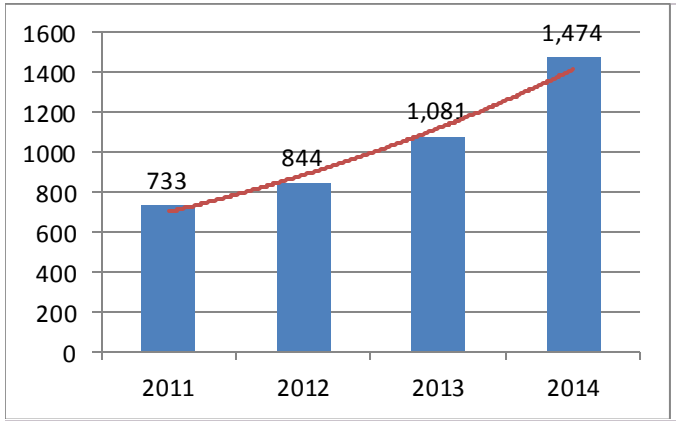
城市污水处理标准偏低,亟需提标改造。截至2015年6月底,我国共有污水处理厂3802座,一级A项目约860个,数量占比只有22.62%,而处理能力占比不足20%。“水十条”要求城镇污水处理设施应于2017年底前全面达到一级A排放标准。意味着



有近 3000 座污水处理厂需要改造。

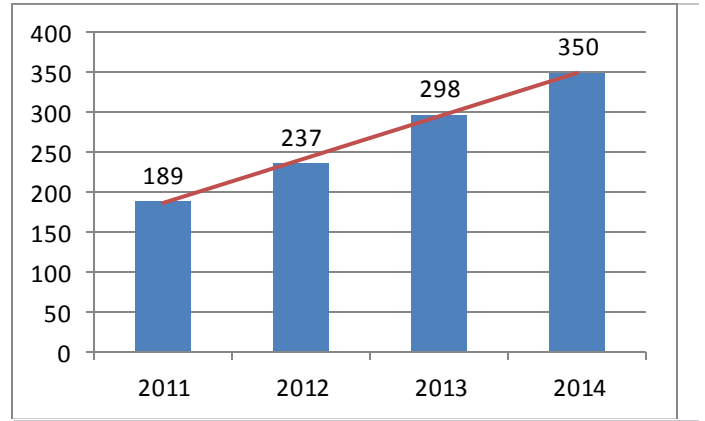
农村污水处理缺口庞大，2013 年农村污水处理率仅为 9.1%，距离城市污水处理水平仍有较大差距。随着人民环保意识的提高及国家支持力度的增强，农村污水治理将成为继城市污水治理之后的下一片蓝海。

图表19: 污水处理及其再生利用业资产规模(亿元)



资料来源: 统计局, 联讯证券

图表20: 污水处理及其再生利用业收入(亿元)



资料来源: 统计局, 联讯证券

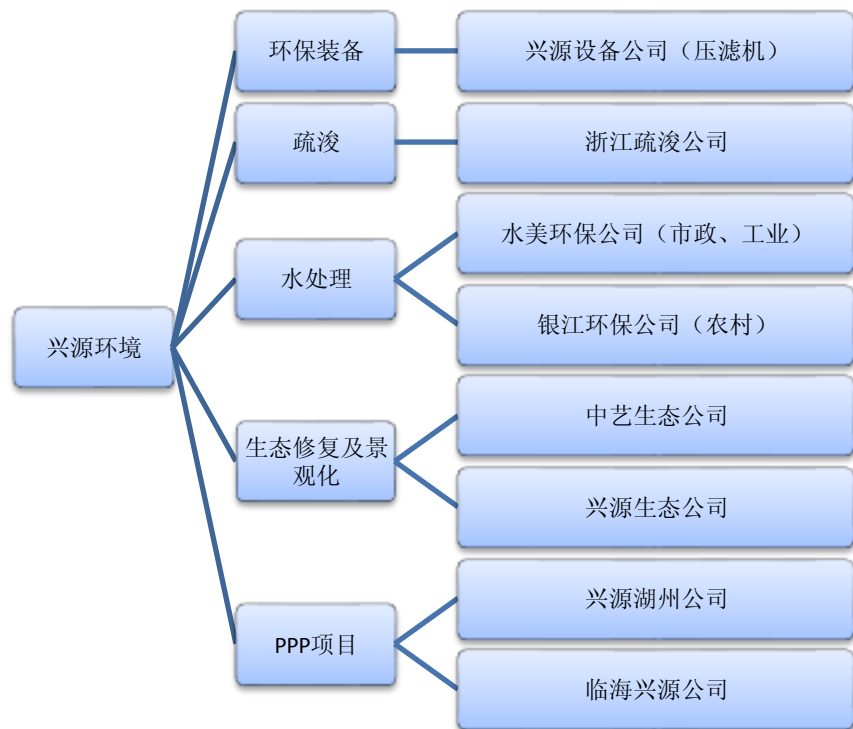
## 四、苦练技术内功，打造水处理全产业链服务商

### (一) 通过并购实现全产业链快速布局

通过对浙江疏浚、水美环保、中艺生态等公司的并购和公司业务整合，公司已具备“环保装备+疏浚+水处理+生态修复及景观化”全产业链的综合业务优势，为政府及其他水环境修复客户提供更为全面、更加系统的生态环境治理解决方案。



图表21： 兴源环境环保产业链主要结构



资料来源：公司资料整理，联讯证券

图表22： 3家重点并购公司均实现业绩承诺

单位（万元）	2014	2015	2016	2017
浙江疏浚承诺利润	2,998	3,011	3,124	
实际利润	3,375	4,159		
水美环保承诺利润	3,000	3,600	4,100	
实际利润	3,098	4,047		
中艺生态承诺利润		9,200	11,500	14,375
实际利润		9,437		

资料来源：公司资料整理，联讯证券研究院

### 1、兴源设备：理顺专业化运营，迎接中央地方政策共同发力

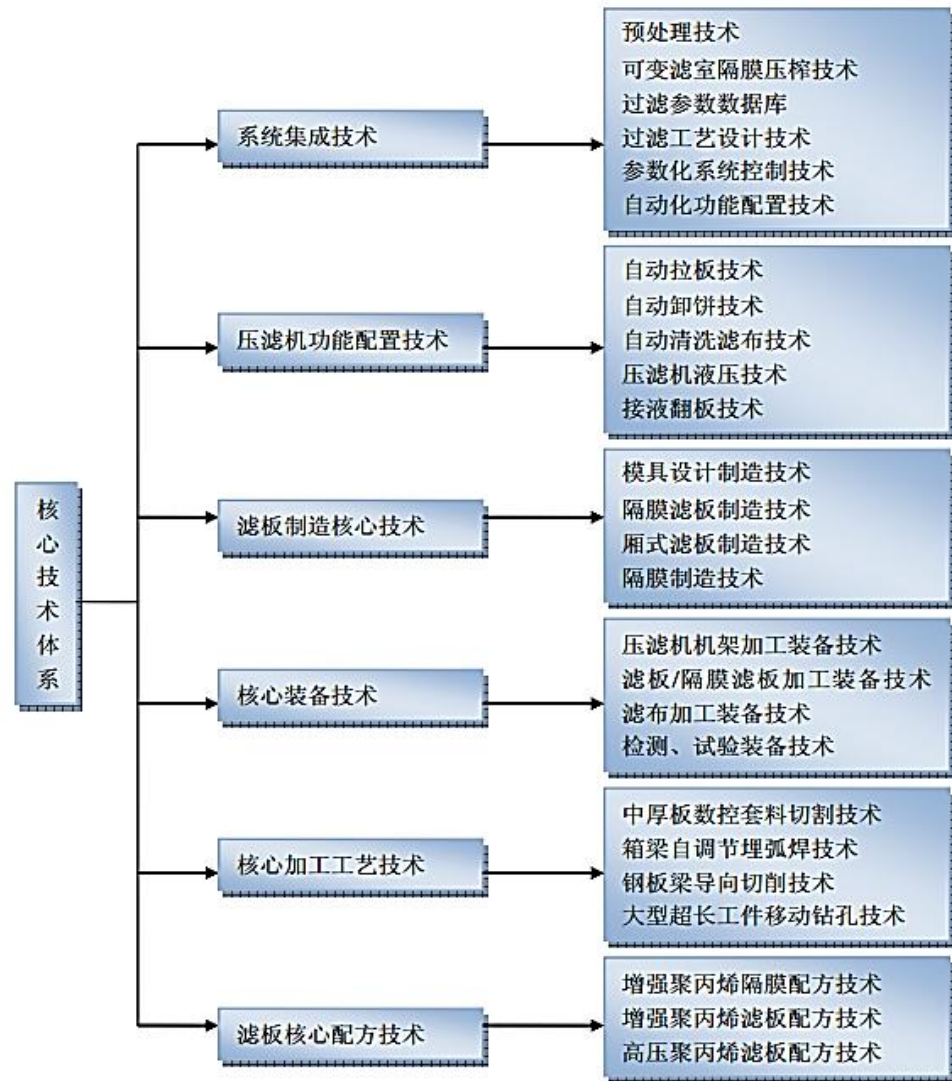
压滤机是兴源环境的传统核心主业，公司在压滤机业务方面积累深厚，为产业链水处理环节提供了重要设备保障。

2015年，为了母公司兴源环境能够集中优势资源进行外延并购和技术创新，公司压滤机业务转移给兴源环保设备。成立专业的兴源环保设备承接业务，着手新增、优化环保设备业务组合，理顺专业化运营。

截止2016年上半年，污水处理PPP项目库投资额达到1838亿元，各地污水治理及污泥处理有望大规模开展，同时浙江省2014年起推动的“五水共治”政策仍在投资期。中央与地方政策共同发力，压滤机设备有望实现爆发式增长。



图表23： 兴源设备压滤机核心技术体系



资料来源：公司资料整理，联讯证券

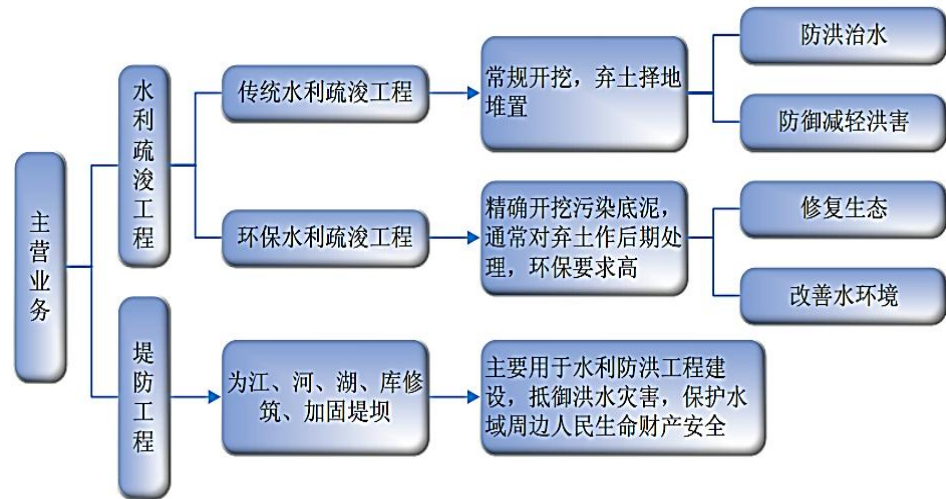
## 2、浙江疏浚：水利疏浚工程施工

2013年，公司进行了重大资产重组，收购浙江疏浚 95.0893% 股权。浙江疏浚前身可追溯于 1964 年成立的隶属于浙江省水利厅的浙江省水利疏浚工程处，是国内最早专业从事水利疏浚工程行业施工的企业之一，专注于水利疏浚工程近 50 年，具有河湖整治工程专业承包 1 级，堤防工程专业承包 1 级，航道工程专业承包 2 级，港口与海岸工程专业承包 3 级，船舶设计乙级资质和船舶建造 2 级 III 类等各专业工程施工承包、船舶建造资质，拥有行业内领先的专业技术力量。

公司主营业务为水利疏浚工程和堤防工程，通过水利疏浚和堤防实现改善水环境、修复生态和防治洪水，与兴源环境的压滤机设备业务互补，能够促进兴源环境压滤机销售，拓展业务范围。



图表24： 浙江疏浚主营业务



资料来源：公司公告，联讯证券

图表25： 浙江疏浚核心技术结构



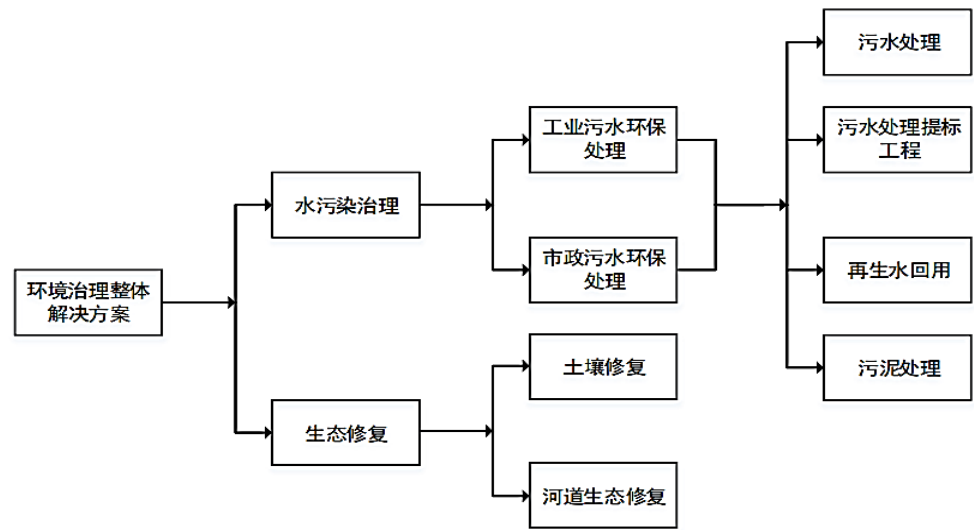
资料来源：公司资料整理，联讯证券

### 3、水美环保：市政污水处理和工业废水处理

2014年，公司收购水美环保100%股权。水美环保主营市政污水和工业废水处理，拥有环境工程(水污染防治工程)设计甲级资质，环境污染治理设施运营资质(工业废水甲级、生活污水甲级)，市政公用工程施工总承包(市政、环保、机电)3级资质。水美环保具有工业废水处理领域20余年经验，是国内工业及市政污水处理整体解决方案实施落地项目最多和最有经验的公司之一，完成国内外污水处理及中水回用工程项目400余项，国内10大造纸企业中有一半是水美环保的长期客户。



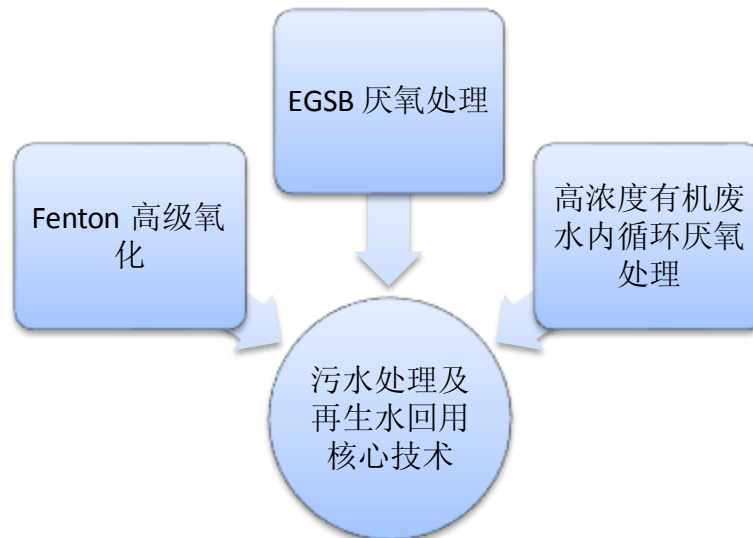
图表26： 水美环保主营业务



资料来源：公司公告，联讯证券

水美环保投入大量的人力、物力进行技术研发与创新，形成了以 Fenton 高级氧化、EGSB 厌氧处理、高浓度有机废水内循环厌氧处理等自主研发技术为核心的污水处理及再生水回用技术体系，这些核心技术保证了水美环保提供的污水环保处理整体解决方案更加节能高效，运行更加经济、维护更加方便，技术优势已成为保持公司行业领先地位的最重要保障。

图表27： 水美环保核心水处理及回用技术



资料来源：公司公告整理，联讯证券

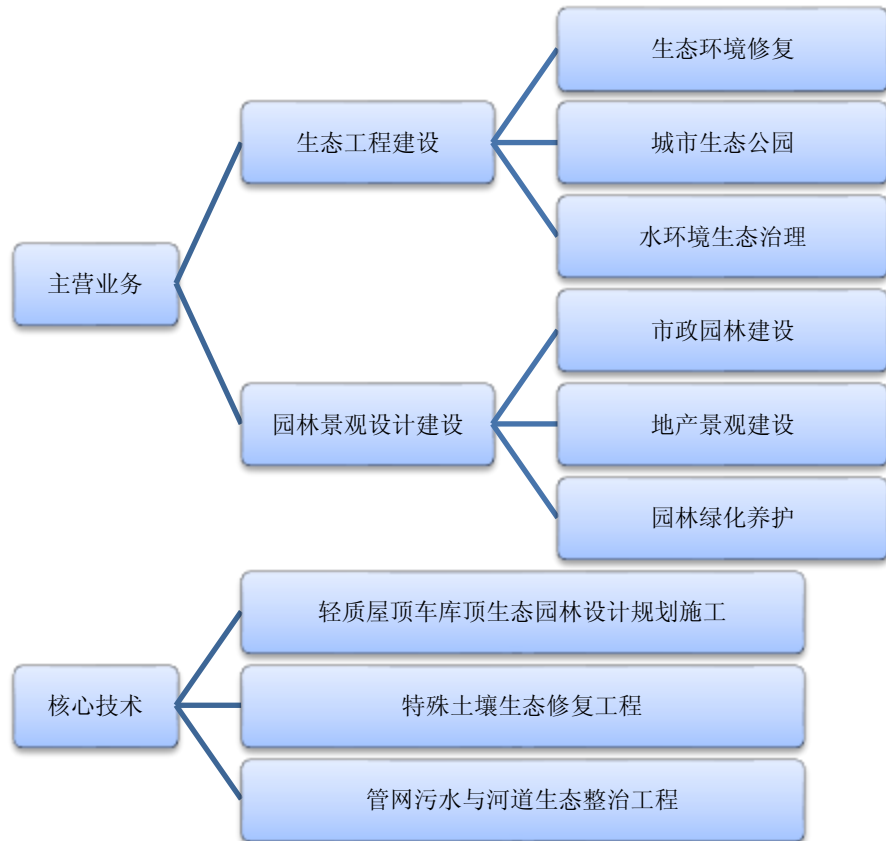
#### 4、中艺生态：城市园林绿化

中艺生态主营业务为生态工程建设、园林景观设计建设，是城市园林绿化一级企业，拥有市政公用工程施工总承包一级、风景园林工程设计专项乙级、绿化造林设计乙级、绿化造林施工乙级、浙江省环境污染治理工程总承包服务能力评价证书（水污染治理甲级、生态修复甲级）、浙江省环境污染防治工程专项设计服务能力评价证书（水污染治理甲级、生态修复甲级）。中艺生态业务资质齐备、项目经验丰富、技术团队专业能力突出，



是一家综合实力较强的生态环境建设领域国家高新技术企业。

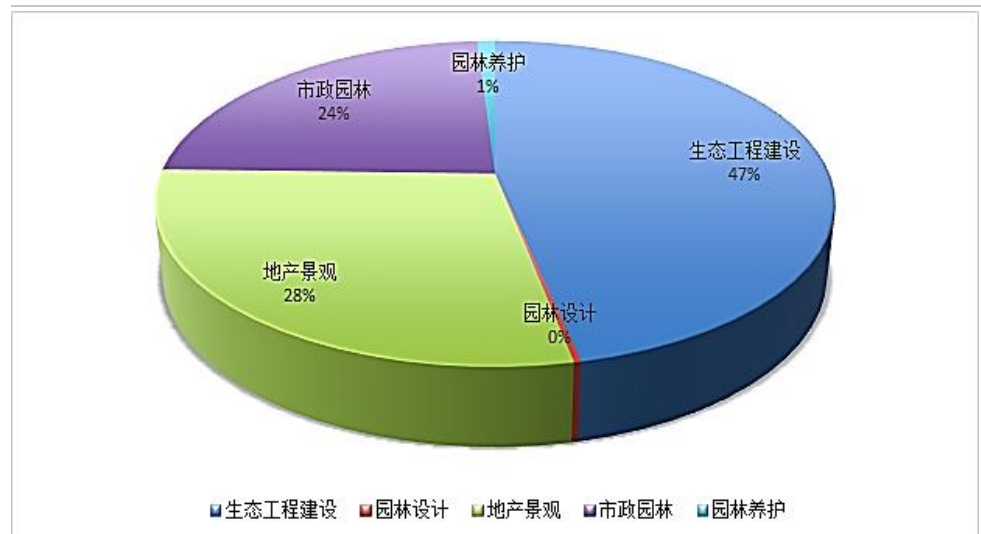
图表28： 中艺生态主营业务及核心技术



资料来源：公司资料整理，联讯证券

中艺生态的生态工程建设业务占比 47%，地产景观业务占比 28%，市政园林业务占比 24%，主要承接 PPP 项目及房地产景观项目。公司并购中艺生态后能迅速获得环境治理景观化经验，使前期疏浚、水处理后的生态环境得到恢复和景观化，充分满足市政建设需求。

图表29： 中艺生态主营业务结构



资料来源：公司资料整理，联讯证券

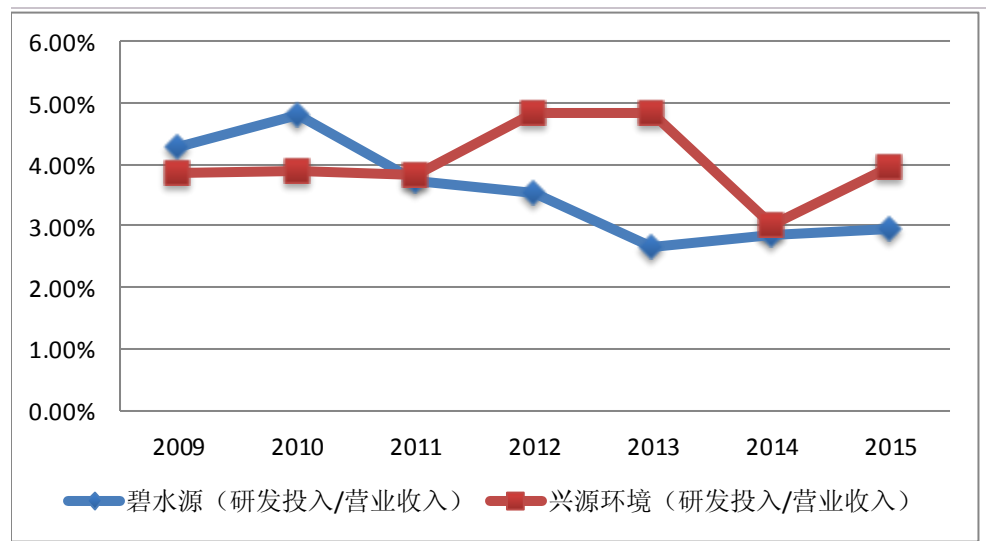


## （二）技术积累深厚，重视研发投入

作为技术驱动型高新技术公司，公司非常重视技术积累和研发投入，2015 年投入研发费用 3497 万元，占营业收入比重 3.95%，较水处理行业领先企业碧水源公司高出 1 个百分点，2010 年后研发投入占营收比例连续 5 年高于碧水源公司。

2013 年，公司承担了国家水体污染控制与治理科技重大专项的“城市污水处理厂污泥处理处置技术装备产业化”课题。2014 年，公司承担了“巢湖市城市水环境质量改善研究与综合示范”课题。2015 年，完全自主知识产权的 XMZG 全自动造纸废液分离隔膜压滤机被列入国家火炬计划项目，该项目将造纸污泥直接脱水至含水率 50% 以下，无需干化处理，泥饼可以送往电厂焚烧。同时，实现将建筑泥浆处理压滤机的泥浆脱水率降低到 35%-45%。并独立研发出化学污泥深度处理系统前段药剂，可产生絮凝，大大降低出水色度和 COD。

图表30：兴源环境与碧水源研发投入对比



资料来源：公司资料整理，联讯证券

## 五、设立 30 亿固废产业并购基金，探索公司扩张新模式

### （一）固废危废法律法规日趋严格，处理不当将涉刑责及高额罚款

新《环境保护法》是现行法律里面最严格的一部专业领域行政法。一是新增“按日计罚”的制度，罚无上限，较前法的定额方式大大增加了违法成本。二是新环保法作为一部行政法律，罕见地规定了行政拘留的处罚措施，对污染违法者将动用最严厉的行政处罚手段，如查封、扣押；限产、停产；行政拘留；移送司法处理等。固废和危废作为危害程度最高的污染物，势必成为新环保法的重点监管对象。

2015 年修订版《刑法》第三百三十八条对“污染环境罪”作出规定：违反国家规定，排放、倾倒或者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，严重污染环境的，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；后果特别严重的，处三年以上七年以下有期徒刑，并处罚金。

2016 年 8 月 1 日，环保部、发改委、公安部联合施行新版《国家危险废物名录》，将危险废物种类调整为 479 种，新增 117 种；增加了《危险废物豁免管理清单》，明确



了 16 种危废豁免标准，提高了危废管理效率。

图表31： 固废处理政策法规（2005-2016）

序号	发文单位	文号	文件名称	文件亮点
1	环境保护部	环保部令第39号	国家危险废物名录	包括医疗废物、医药废物、废药物/药品、农药废物、木材防腐剂废物、废有机溶剂与含有机溶剂废物、热处理含氰废物、废矿物油与含矿物油废物、油/水或烃/水混合物或乳液、多氯（溴）联苯类废物、精（蒸）馏残渣、染料/涂料废物、有机树脂类废物、新化学物质废物、爆炸性废物、感光材料废物、表面处理废物、焚烧处置残渣、含金属羰基化合物废物、含铍/镉/铜/锌/砷/硒/锑/碲/汞/铊/铅废物、无机氟化物废物、无机氰化物废物、废酸、废碱、石棉废物、有机磷化合物废物、有机氰化物废物、含酚/醚/有机卤化物/镍/钡废物、有色金属冶炼废物、其他废物、废催化剂。
2	中共中央、国务院	无	国家创新驱动发展战略纲要	完善环境技术管理体系，加强水、大气和土壤污染防治及危险废物处理处置、环境检测与环境应急技术研发应用，提高环境承载能力。
3	环境保护部	发改环资[2016]965号	国家循环经济试点示范典型经验	结合废弃物产生情况，制定废弃物交易分级标准和参与者评级制度，建立废弃物生产、流通和处置的各环节信息联单制度，实行全过程监管。搭建废弃物交换利用信息服务平台，推动产业共生企业间开展标准化交易。
4	环境保护部	HJ 782-2016	固体废物 有机物的提取 加压流体萃取法	本标准适用于固态固体废物中有机磷农药、有机氯农药、氯代除草剂、多环芳烃、邻苯二甲酸酯、多氯联苯等半挥发性有机物和不挥发性有机物的提取，详见附录 A。若通过验证，本标准也可适用于固态固体废物中其他有机物的提取。
5	中华人民共和国国务院	国令第 666 号	危险废物经营许可证管理办法	在国务院令 408 号（2004 年 7 月 1 日实施版本）基础上进行修订。申请领取危险废物收集、贮存、处置综合经营许可证，应具备“有 3 名以上环境工程专业或者相关专业中级以上职称，并有 3 年以上固体废物污染治理经历的技术人员”、“有与所经营的危险废物类别相适应的处置技术和工艺”、“有保证危险废物经营安全的规章制度、污染防治措施和事故应急救援措施”等条件。
6	环境保护部	公告 2016 年第 7 号	危险废物产生单位管理计划制定指南	在危险废物产生环节，应明确产品生产情况、危险废物产生情况、危险废物源头减量计划和措施；在危险废物转移环节，应明确危险废物贮存情况、危险废物运输情况、危险废物转移情况；在危险废物利用处置环节，应明确危险废物自行利用处置情况、危险废物委托利用处置情况。应对危险废物自行利用处置设施运行的相关参数、环境质量、污染物排放等进行监测，并应对上年度管理计划实施情况进行总结。
7	全国人民代表大会常务委员会	中华人民共和国主席令 第 83 号	中华人民共和国刑法	第三百三十八条 【污染环境罪】违反国家规定，排放、倾倒或者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，严重污染环境的，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；后果特别严重的，处三年以上七年以下有期徒刑，并处罚金。



序号	发文单位	文号	文件名称	文件亮点
8	国家环保总局	国家环境保护总局令第27号	废弃危险化学品污染环境防治办法	<p>本办法适用于中华人民共和国境内废弃危险化学品的产生、收集、运输、贮存、利用、处置活动污染环境的防治。</p> <p>国家鼓励、支持采取有利于废弃危险化学品回收利用活动的经济、技术政策和措施，对废弃危险化学品实行充分回收和安全合理利用。</p> <p>国家鼓励、支持集中处置废弃危险化学品，促进废弃危险化学品污染防治产业化发展。</p>
9	国务院办公厅	国办发(2015)56号	生态环境监测网络建设方案	<p>开展化学品、持久性有机污染物、新型特征污染物及危险废物等环境健康危害因素监测，提高环境风险防控和突发事件应急监测能力；依法追责，建立生态环境监测与监管联动机制。</p>
10	国务院	国发[2015]40号	国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	<p>“互联网+”绿色生态，完善环境预警和风险监测信息网络，提升重金属、危险废物、危险化学品等重点风险防范水平和应急处理能力。</p>
11	全国人大常委会	中华人民共和国主席令第二十三号	中华人民共和国固体废物污染环境防治法	<p>在中华人民共和国主席令第三十一号(2005年4月1日实施版本)基础上进行修订。生活垃圾处置场所不能随意选也不能随意关；固体废物污染损害赔偿实行举证责任倒置制；法律确立生产者延伸责任制；我国法律对过度包装说“不”；向江河湖泊丢垃圾将触法律“红线”。</p>
12	全国人大常委会	中华人民共和国主席令第九号	中华人民共和国环境保护法	<p>规定将企业事业单位和其他生产经营者的环境违法信息记入诚信档案，及时向社会公布违法者名单，同时明确有关按日计罚规定中的罚款处罚，依照有关法律法规按照防治污染设施的运行成本等因素确定的规定执行；规定地方性法规可以根据环境保护的实际需要，增加按日连续处罚的违法行为的种类。</p>
13	环境保护部	环保部令第29号	环境保护主管部门实施查封、扣押办法	<p>若排污者在饮用水水源一级保护区、自然保护区核心区违反法律法规规定排放、倾倒、处置污染物，则环境保护主管部门依法实施查封、扣押。</p>
14	环境保护部	环保部令第28号	环境保护主管部门实施按日连续处罚办法	<p>按日连续处罚适用于企业事业单位和其他生产经营者“违法排放污染物”的行为；实施按日连续处罚必须具备4个条件：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；责令改正的内容主要是立即停止违法排污行为；拒不改正的几种情形包括环保部门复查发现仍在继续违法排放污染物和排污者拒绝、阻挠环保部门实施复查；按日连续处罚的罚款数额，为原处罚决定书确定的罚款数额乘以计罚日数。</p>
15	中华人民共和国国务院	国务院令645号	危险化学品安全管理条例	<p>在国务院令第591号(2011年12月1日实施版本)基础上进行修订。建立了危化品使用安全许可制度；适当下放了危化品经营许可审批权限，由过去的省级和市级安检部门下放到市级和县级安检部门；完善了危化品内河运输的规定，有限制的适度放开危化品的内河运输，并实行分类管理；加大了对危化品生产经营非法违法行为行政处罚的力度。</p>
16	环境保护部、保监会	环发[2013]10号	关于开展环境污染强制责任保险试点工作的指导意见	<p>鼓励产生、收集、贮存、运输、利用和处置危险废物的企业，以及存在较大环境风险的二恶英排放企业投保环境污染责任保险。</p> <p>有利于迅速应对污染事故，及时补偿、有效保护污染受害者权益；有利于分散企业对污染事故的赔付压力。</p>



序号	发文单位	文号	文件名称	文件亮点
17	环境保护部等四部委	环发[2012]123号	“十二五”危险废物污染防治规划	推行危险废物管理计划和申报登记制度；发展危险废物利用和服务行业；落实铬盐生产企业铬渣治理的主体责任；结合“绿色照明工程”，督促荧光灯使用大户将废弃荧光灯交由有资质企业回收处理；极引进国外先进、成熟的利用处置设施运营技术，鼓励设计、建设、运营一体（DBO）等市场化建设和运营模式，推广危险废物污染防治最佳可行技术（BAT）和最佳环境实践（BEP）。
18	国家安全生产监督管理总局	国家安全生产监督管理总局令第53号	危险化学品登记管理办法	危险化学品登记应当包括下列内容：分类和标签信息；物理、化学性质；主要用途；危险特性；储存、使用、运输的安全要求；出现危险情况的应急处置措施。
19	中华人民共和国国务院	中华人民共和国国务院令 第551号	废弃电器电子产品回收处理管理条例	处理企业的责任：从事废弃电器电子产品处理活动，应当取得废弃电器电子产品处理资格；处理废弃电器电子产品，应当符合国家有关资源综合利用、环境保护、劳动安全和保障人体健康的要求，禁止采用国家明令淘汰的技术和工艺处理废弃电器电子产品；处理企业应当建立废弃电器电子产品处理的日常环境监测制度；处理企业应当建立废弃电器电子产品数据信息管理系统，按照规定向所在地环境保护主管部门报送基本数据和有关情况，基本数据的保存期限不得少于3年。
20	国家环保总局	GB5085.1-2007	危险废物鉴别标准 腐蚀性鉴别	本标准规定了腐蚀性危险废物的鉴别标准。 本标准适用于任何生产、生活和其他活动中产生的固体废物的腐蚀性鉴别。
21	国家环保总局	公告2007年第48号	危险废物经营单位编制应急预案指南	
22	国家环保总局	HJ/T 298-2007	危险废物鉴别技术规范	本标准规定了固体废物的危险特性鉴别中样品的采集和检测，以及检测结果的判断等过程的技术要求。 本标准中的固体废物包括固态、半固态废物和液态废物（排入水体的废水除外）。 本标准适用于固体废物的危险特性鉴别，不适用于突发性环境污染事故产生的危险废物的应急鉴别。
23	国家环保总局	HJ/T 301-2007	铬渣污染治理环境保护技术规范(暂行)	本标准适用于铬渣的解毒、综合利用、最终处置及这些过程中所涉及的铬渣的识别、堆放、挖掘、包装和运输、贮存等环节的环境保护和污染控制，铬渣解毒产物和综合利用产品的安全性评价，以及环境保护监督管理。 本标准适用于有钙焙烧工艺生产铬盐产生的含铬废渣。对其他铬盐生产工艺产生的含铬废渣以及其他含六价铬固体废物的处理处置参照本标准执行。
24	国家环保总局	HJ/T177-2005	医疗废物集中焚烧处置工程建设技术规范	本技术规范适用于以集中焚烧方法处理医疗废物的新建、改建和扩建工程。对于统筹考虑焚烧医疗废物和其他危险废物的焚烧处置工程，应同时满足《危险废物集中焚烧处置工程建设技术规范》和本技术规范规定，相对应指标技术要求不同的，按从严的要求执行。

资料来源：公开资料整理，联讯证券

## （二）设立 30 亿产业并购基金，作为固废处理业务先锋队

2016年8月26日，公司董事会通过《关于参与设立产业并购基金及关联交易的议案》，公司与兴源控股、礼瀚投资、壹舟基金共同发起设立环保产业基金。公司与兴源控



股为有限合伙人 LP，礼瀚投资（负责运营与研究）与壹舟基金（负责项目投资实务）为一般合伙人 GP。周立武、韩肖芳夫妇为环保产业基金、兴源环境、兴源控股、壹舟基金的实际控制人。

由于公司最新已审批担保授信额度达到 11.1 亿元，占 2015 年末经审计净资产的 97.5%，后续 PPP 业务扩张和产业扩张受到限制。为抓住 PPP 政策契机，占据环保产业先机，公司设立环保产业基金。基金能够在不干扰主业的情况下有效试错和筛选，作为兴源环境下一步固废和危废处理业务扩张的先锋部队，在 3 年的投资期迅速完成固废产业整合，经过 2 年管理期后将优质资产注入上市公司，为公司 3 年后的业绩飞跃种下想象空间。

## 六、盈利预测及投资建议

受益于“水十条+PPP”、“中央+地方”政策共同发力，公司 2015-2016 年储备 117.12 亿元充足 PPP 项目，同时压滤机业务有望超预期增长。考虑公司产能扩张速度，未来 3 年 PPP 项目营收兑现比例分别为 13%、14%、10%，剩余营收比例在未来 15 年内稳步实现；压滤机业务营收规模在 3 年内从 3 亿元增加到 10 亿元，年均增速 50%；水利疏浚工程 3 年的年均增速 107%；环保工程 3 年的年均增速 119%。

图表32： 公司盈利预测

(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	749.76	884.35	3,647.41	5,828.20	7,744.54
增速	133%	18%	312%	60%	33%
营业成本	543.25	606.04	2,556.55	4,063.75	5,425.99
毛利率(%)	28%	31%	30%	30%	30%
<b>生态环境建设</b>					
收入			1,064.22	1,330.27	1,662.84
成本			729.31	932.42	1,159.43
毛利率(%)			31%	30%	30%
<b>水利疏浚工程</b>					
收入	232.29	329.44	1,242.97	2,226.78	2,929.50
成本	175.68	235.88	915.01	1,616.81	2,141.79
毛利率(%)	24%	28%	26%	27%	27%
<b>压滤机整机</b>					
收入	345.83	295.07	442.60	663.91	995.86
成本	257.21	198.28	313.30	458.04	695.99
毛利率(%)	26%	33%	29%	31%	30%
<b>环保设备</b>					
收入	104.24	71.66	107.50	161.25	241.87
成本	65.41	53.46	73.82	115.50	169.67
毛利率(%)	37%	25%	31%	28%	30%
<b>环保工程及其他</b>					
收入	61.64	181.10	790.12	1,445.99	1,914.47
成本	42.68	115.34	525.11	940.98	1,259.10
毛利率(%)	31%	36%	34%	35%	34%

资料来源：WIND，联讯证券



根据测算, 预计 16/17/18 年, 公司归母净利润分别为 3.8 亿元、6.8 亿元、8.7 亿元, EPS 分别为 0.75 元、1.33 元、1.71 元, 对应 PE 为 57、32、25。参考可比公司 2017 年的预计平均估值水平, 目标价位 59.8 元, 涨幅潜力 39%! 给予“买入”评级。

图表33: 可比公司估值对比

股票简称	股票代码	收盘价	EPS			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
天翔环境	300362	18.70	0.16	0.20	0.31	120.33	92.94	61.23
博世科	300422	41.20	0.48	0.67	0.91	86.12	61.34	45.47
环能科技	300425	34.60	0.43	0.63	0.78	79.78	54.52	44.40
高能环境	603588	34.87	0.43	0.66	0.87	81.09	52.45	40.21
津膜科技	300334	18.03	0.31	0.38	0.49	58.56	46.95	36.86
中电环保	300172	10.04	0.22	0.25	0.27	45.53	40.71	37.72
东江环保	002672	20.02	0.45	0.52	0.61	44.36	38.54	33.04
巴安水务	300262	18.71	0.38	0.53	0.64	49.60	35.43	29.14
维尔利	300190	17.27	0.44	0.53	0.75	39.60	32.63	23.13
兴源环境	300266	43.00	0.75	1.33	1.71	57.25	32.41	25.15
启迪桑德	000826	34.05	1.18	1.19	1.31	28.74	28.64	25.92
碧水源	300070	19.30	0.58	0.80	1.02	33.16	24.06	18.97
行业平均			0.48	0.64	0.80	60.34	45.05	35.10

资料来源: WIND, 联讯证券

## 七、风险提示

- (1) PPP 政策进展不及预期。
- (2) PPP 项目政府付费及可行性缺口补助兑现风险。



附录：公司财务预测表

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	884	3647	5828	7745	净利润	103	388	686	883
营业成本	606	2580	4058	5433	折旧摊销	52	116	116	116
营业税金及附加	16	67	107	142	财务费用	4	5	-1	-8
销售费用	34	140	224	297	经营性应收项目变动净额	-190	-32	-465	73
管理费用	95	394	629	836	经营活动净现金流	-42	-522	569	119
财务费用	4	5	-1	-8	投资活动净现金流	-105	-354	6	6
资产减值损失	14	11	11	11	筹资活动净现金流	198	854	-147	-167
营业利润	115	450	800	1033	现金净增加额	51	-22	428	-43
营业外收入	10	7	7	7	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
营业外支出	1	0	0	0	成长能力				
利润总额	125	457	807	1039	营业收入增长率	18%	312%	60%	33%
所得税	21	68	121	156	营业利润增长率	35%	290%	78%	29%
净利润	103	388	686	883	归属母公司净利润增长率	60%	275%	77%	29%
少数股东损益	2	6	11	14	获利能力				
归属母公司净利润	102	382	675	869	毛利率	31.47%	29.27%	30.38%	29.85%
EPS (元)	0.20	0.75	1.33	1.71	净利率	11.70%	10.64%	11.76%	11.41%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	总资产净利率	7.26%	10.34%	17.04%	15.22%
货币资金	212	740	824	1293	ROE	8.95%	15.94%	22.69%	23.38%
应收账款	652	2115	2303	3570	偿债能力				
存货	176	1181	954	1904	资产负债率	34%	45%	36%	44%
流动资产合计	982	3428	3817	5992	流动比率	172%	183%	239%	204%
固定资产	433	685	578	470	营运能力				
无形资产	240	228	217	206	总资产周转率	0.49	0.82	1.23	1.14
资产总计	1788	4466	4728	6775	应收帐款周转率	1.61	1.85	2.84	2.35
应付账款	428	1859	1582	2921	每股指标(元)				
短期借款	127	0	0	0	每股收益	0.20	0.75	1.33	1.71
流动负债合计	555	1859	1582	2921	每股经营现金	-0.08	-1.03	1.12	0.23
长期借款	28	139	89	39	每股净资产	2.24	4.71	5.85	7.31
负债合计	607	2022	1695	2984	估值比率				
所有者权益	1180	2445	3033	3791	P/E	214.68	57.25	32.41	25.15
负债和所有者权益合计	1788	4466	4728	6775	P/B	19.21	9.12	7.35	5.88

资料来源：公司财务报告，联讯证券研究所



## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

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。

## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。