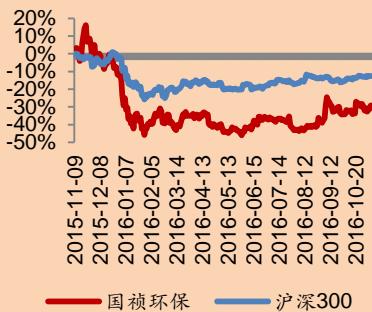


## 国祯环保 (300388)

投资评级：增持

报告日期：2016-11-08

### 股价走势：



### 主要数据

总股本(百万股)	305.72
A 股股本(百万股)	305.72
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	78.3
A 股流通比例(%)	47.7
第一大股东	安徽国祯集团股份有限公司
第一大股东持股比例	38.40
12 个月最高/最低(元)	30.48/19.49

### 金融环保组

联系人：杨易  
0551-65161591  
ivanyiyang@163.com

# 一流的水环境综合利用服务商

### 主要观点：

#### □ 一流的水环境综合利用服务商

公司成立于 1997 年，早期主营业务以热电联产业务为主。公司自 2000 年开始通过兼并中联环保，逐渐剥离原热电领域资产，转型进入生活污水处理业务领域。公司于 2014 年 8 月在深圳创业板上市。公司长期致力于水资源综合利用，公司主营业务涉及市政污水处理、工业废水处理、小城镇污水、小流域治理等环保工程的设计研发、工程承包、设备研发与集成、运营管理、投融资服务。目前在全国拥有 90 余座污水处理厂，运营规模约 300 万吨/日以上。

#### □ 在手订单丰沛，保障业绩发展

公司市政污水处理业务立足安徽市场，遍及全国是十一个省份。营运类项目方面，2016 年前三季度新增订单 6 个，总投资金额 6.1 亿元。其中已有 5 个项目已签订合同。处于施工期的项目 8 个，处在运营期的项目共 64 个，多以托管运营和 BOT 为主，前三季度已确定营运收入达 4.1 亿元。环境工程 EPC 方面，全国已建成各种污水处理工艺的工程项目 200 多项。2016 前三季度公司新增订单达 46 个，其中已签订合的订单数为 36 个。公司确定收入订单 33 个，金额为 3.5 亿元。公司在手订单达 57 个，未确认收入金额为 11.7 亿元。

#### □ 巩固市政污水，布局热点行业

公司从之前单一的城市水环境治理扩展延伸到工业废水处理、村镇环境治理、污泥处理、流域治理、管网等环保热点领域。自 2015 年开始，公司在内部相继成立水环境事业部和管网事业部，外部引入了丸红株式会社做为战略投资者，收购了麦王环境和挪威 GEAS，深化了公司在市政水环境综合服务能力、重点工业行业领域的零排放能力、村镇水环境综合服务能力，与传统市政水务业务形成良好的补充和互动。

#### □ 股权&期权激励，彰显公司业务拓展信心

公司于 2015 年实施了员工股权激励。公司向公司经营层以及核心骨干共 337 激励对象发行了总量为 1,397 万股股票。此次股权激励计划考核目标为 15-17 年净利润 3 年复合增速 9%。公司今年 10 月 20 日发布期权激励计划方案。公司向 125 名激励对象授予 1575 万份股票期权。此次期权激励计划业绩考核目标为 16-18 年净利润 3 年复合增速 36%，远高于 15 年股权激励 15-17 年净利润 3 年复合增速 9% 的业绩目标，彰显公司管理层对未来业绩提振的信心。

#### □ 盈利预测与估值

公司致力于打造一流的水环境综合利用服务商。公司在手订单充沛，保障了公司近两年的盈利能力。财政部近期通知所要求对各地新建污水处理项目“强制”应用 PPP 模式，考虑到公司对工业废水、小城镇污水等热点领域的布局，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.44 元、0.63 元、0.78 元，对应的 PE 分别为 58 倍、41 倍、33 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示

政策变化风险；应收账款回收风险；资产负债率较高风险；项目建设或运营风险；新领域业务市场需求释放不及预期。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1046	1360	1632	1959
收入同比(%)	2%	30%	20%	20%
归属母公司净利润	75	136	193	238
净利润同比(%)	44%	81%	42%	24%
毛利率(%)	28.9%	32.0%	32.0%	32.0%
ROE(%)	8.9%	11.2%	14.0%	15.2%
每股收益(元)	0.25	0.44	0.63	0.78
P/E	104.48	57.78	40.62	32.88
P/B	9.46	6.73	5.86	5.07
EV/EBITDA	44	25	19	16

资料来源：wind、华安证券研究所

## 目 录

1. 公司概况 .....	5
1.1 水环境综合利用服务商 .....	5
1.2 深化职能改革，形成总部+事业部管理架构 .....	8
2. 主营业务分析 .....	9
2.1 市政污水成本控制力突出 .....	11
2.2 EPC 立足市政污水，进军工业废水和小城镇污水 .....	14
3. 投资热点 .....	18
3.1 在手订单丰沛，保障业绩发展 .....	18
3.2 布局热点环保领域 .....	19
3.3 股权&期权激励，彰显公司业绩提振信心 .....	19
4. 盈利估值 .....	19
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1 国祯环保大事记 .....	5
图表 2 国祯环保股权架构示意图 .....	6
图表 3 国祯环保主要控股或参股公司 .....	6
图表 4 国祯环保事业部管理架构 .....	8
图表 5 国祯环保一站式六维服务 .....	8
图表 6 主营业务收入及同比增速 .....	9
图表 7 归母净利润及同比增速 .....	9
图表 8 分业务营业收入占比 .....	9
图表 9 分业务营业成本占比 .....	9
图表 10 分业务毛利润及归母净利润 .....	10
图表 11 分业务毛利率及公司整体毛利率 .....	10
图表 12 分地域主营收入 .....	10
图表 13 分地域主营收入占比 (2015) .....	10
图表 14 公司部分污水处理厂 .....	11
图表 15 公司部分特许经营项目列表 .....	11
图表 16 生活污水处理投资运营业务营收及毛利率 .....	13
图表 17 分业务毛利润占比 (2016H1) .....	13
图表 18 环境工程 EPC 业务流程图 .....	14
图表 19 分行业环境工程 EPC 业务 (2016H1) .....	15
图表 20 工业废水主营业务 .....	15
图表 21 工业废水主 EPC 业务部分项目工程列表 .....	16
图表 22 BIOVAC 污水系统示意图 .....	16
图表 23 HACO 污水系统示意图 .....	16
图表 24 工业废水主营业务 .....	17
图表 25 节能环保特许经营类订单新增及执行情况 (2016Q3) .....	18
图表 26 节能环保工程类订单新增及执行情况 (2016Q3) .....	18

## 1. 公司概况

### 1.1 水环境综合利用服务商

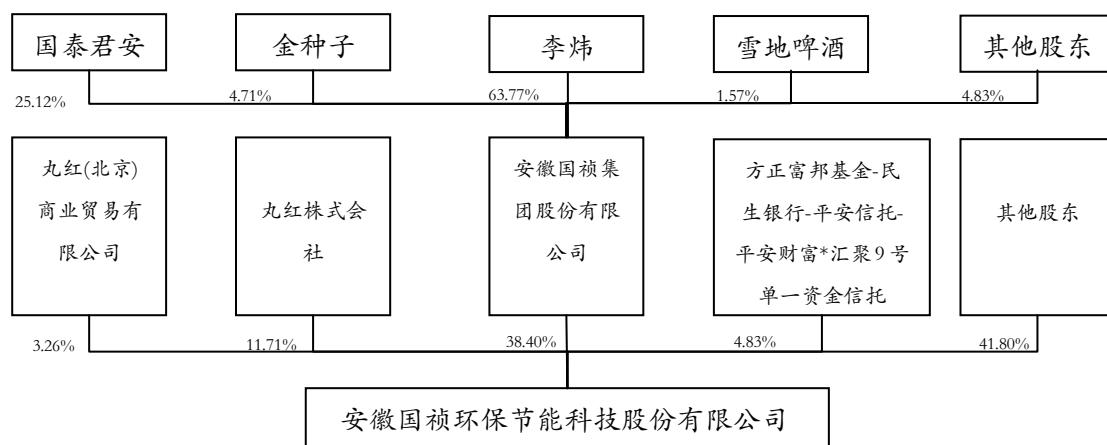
老牌生活污水处理公司。公司成立于 1997 年，早期主营业务以热电联产业务为主。公司自 2000 年开始通过兼并中联环保，出售淮北煤矸石、天源热电，逐渐剥离原热电领域资产，转型进入生活污水处理业务领域。自 2009 年开始，相继进行了对江门国祯、新会龙泉等污水处理厂的系列收购，完成了对污水处理厂整合。2010 年公司引入丸红株式会社作为战略投资者，使得公司在技术和视野方面达到国际先进水平。公司于 2014 年 8 月在深圳创业板上市。

图表 1 国祯环保大事记

时间	事件	备注
1997	公司成立	1997 年 2 月 25 日，安徽国祯能源股份有限公司(后更名为安徽国祯集团股份有限公司)与合肥高新技术产业开发区科技实业发展公司（从属名为合肥高新技术产业开发区建设公司，后更名为合肥高新建设投资集团公司）共同出资设立合肥国祯高新热电有限责任公司，注册资本 1,000 万元。
2000	收购中联环保 转型生活污水处理	2000 年 5 月 7 日，合肥市国有资产控股有限公司和国祯环保签订《控股兼并协议书》，国祯环保以收购合肥国控所持中联环保 94.70% 股权的方式对中联环保实施兼并，实现向生活污水处理行业转型。
2002	出售淮北煤矸石 剥离热电类资产	2002 年 9 月 10 日，国祯环保与淮北万里签订了《股权转让协议》，同意将其所持有的淮北煤矸石 81% 出资额转让给淮北万里，转让价款为 3,600 万元。
2004	两次转让天源热电	2004：国祯环保向合肥市热力公司转让天源热电股权系剥离热电类业务资产，推进公司向环保产业转型；
2006	剥离热电类资产	2006：国祯环保将其所持天源热电 10% 的股权转让给合肥康运。
2009-2013	整合污水处理厂	2009：收购江门国祯 70% 股权、新会龙泉 100% 股权 2010：收购阳春公司 100% 股权 2012：收购天地信达 100% 股权、收购淮北中联环项目、泗阳华海项目 2013：收购繁昌水处理项目
2014	上市	2014 年 8 月在深圳创业板上市

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司目标成为国际一流的水环境综合利用服务商。公司长期致力于水资源综合利用，下设 40 余家子公司，主营业务涉及市政污水处理、工业废水处理、小城镇污水、小流域治理等环保工程的设计研发、工程承包、设备研发与集成、运营管理、投融资服务。目前在全国拥有 90 余座污水处理厂，运营规模约 300 万吨/日以上。公司控股股东为安徽国祯集团股份有限公司，持有公司 38.40% 的股权。公司董事长李炜通过持有国祯集团 63.77% 的股权，成为公司实际控制人。

**图表2 国祯环保股权架构示意图**


资料来源：公司公告、华安证券研究所

**图表3 国祯环保主要控股或参控股公司**

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	主营业务	是否并表
1	麦王环境技术股份有限公司	子公司	72	环境工程	是
2	湖南国祯环保科技有限责任公司	子公司	100	污水处理	是
3	江门市新会区龙泉污水处理有限公司	子公司	100	生活污水处理	是
4	兰考国祯水务运营有限公司	子公司	85	污水处理	是
5	徐州国祯水务运营有限公司	子公司	100	污水处理	是
6	遵化国祯污水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
7	南陵国祯环保科技有限公司	子公司	100	污水处理	是
8	彬县国祯水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
9	淮北中联环水环境有限公司	子公司	100	生活污水处理	是
10	涡阳国祯污水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
11	合肥诚鑫环境检测有限公司	子公司	100	环境检测	是
12	海阳滨海北控水务有限公司	子公司	96	生活污水处理	是
13	故城国祯污水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
14	芜湖国祯环保科技有限公司	子公司	100	污水处理	是
15	淮北蓝海水处理有限公司	子公司	70	污水处理	是
16	汨罗市国祯水处理有限公司	子公司	70	污水处理	是
17	上海华谊环保科技有限公司	联营企业		环保工程设计,施工,设备销售	
18	安徽国祯膜科技有限公司	子公司	100	污水设备	是
19	云南国祯环保科技有限责任公司	子公司	92	环保工程	是
20	郎溪国祯污水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
21	东莞市松山湖天地环科水务有限公司	子公司	100	生活污水处理	是
22	深圳市龙祯环保有限公司	子公司	100	污水处理	是
23	合肥国祯水务有限公司	子公司	100	污水处理	是
24	怀远县国祯水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
25	深圳市国祯环保科技股份有限公司	子公司	71	污水处理	是

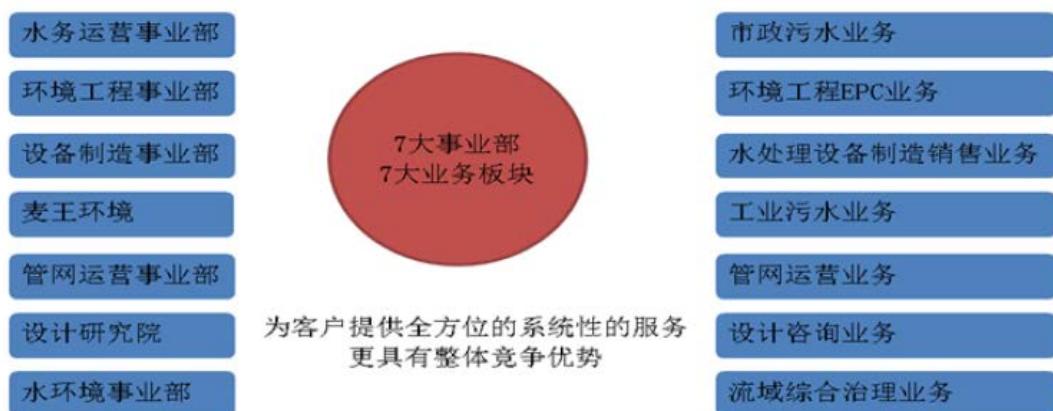
26	乌海市国祯易嘉水环境治理有限公司	子公司	57	污水处理	是
27	衡山国祯水处理有限公司	子公司	70	污水处理	是
28	繁昌县城市污水处理有限责任公司	子公司	100	生活污水处理	是
29	衡阳国祯水处理有限公司	子公司	70	污水处理	是
30	阳春市水质净化有限公司	子公司	100	生活污水处理	是
31	东莞市万江区天地信达水务有限公司	子公司	100	生活污水处理	是
32	泗阳县华海水处理有限公司	子公司	90	生活污水处理	
33	合肥朱砖井污水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
34	亳州国祯污水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
35	蚌埠麦王环境技术有限公司	联营企业		工业废水处理设施的运营管理	是
36	砚山国祯污水处理有限公司	子公司	100	污水处理	
37	深圳市国祯环保科技投资有限公司	子公司	100	污水处理	是
38	富宁县国祯污水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
39	双柏县国祯污水处理有限公司	子公司		污水处理	是
40	芜湖国祯水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
41	霍山国祯污水处理有限公司	子公司	100	污水处理	是
42	合肥市污水处理工程技术研究中心	子公司	100	研发	是
43	云南陆良县国祯污水处理有限公司	子公司		污水处理	是
44	昆明市东川区国祯污水处理有限公司	子公司		污水处理	是
45	安徽亚泰环境工程技术有限公司	联营企业	30	大气,固废治理	是

资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 1.2 深化职能改革，形成总部+事业部管理架构

公司自 2015 年开始进行了对职能部门以及事业部的改革。通过内部改革，进一步理顺各事业部、运营厂与公司总部之间的责权关系。公司在 2015 年，裁撤经营管理部，设立水务运营事业部，专注于水务运营业务的管理及技术服务等；设立管网运营事业部，负责城市污水管网运营及业务拓展；原湖泊治理与水体修复事业部更名为水环境治理事业部，负责水环境治理业务的拓展；公司收购的麦王环境，为公司控股子公司，负责工业废水领域。

图表 4 国祯环保事业部管理架构



资料来源：公司公告、华安证券研究所

目前公司七个事业部涵盖了水处理业务产业链的七个板块，每一个独立的事业部均有广阔的市场空间。其中水环境综合治理业务整合了其它六个事业部的技术方案能力，其业务范围包含城市黑臭水体治理、城市水系修复及景观提升、海绵城市建设等，最能体现公司的业务整合能力和协同效应。经过近 20 年的发展，公司形成了一条研究开发、涉及咨询、核心设备制造、系统工程安装调试、投资运营管理等市政污水处理全寿命周期的完整产业链，是国内污水处理行业可以提供“一站式六维服务”系统解决方案的专业公司之一，可全方位满足客户多样化和系统性的水环境治理需求。

图表 5 国祯环保一站式六维服务



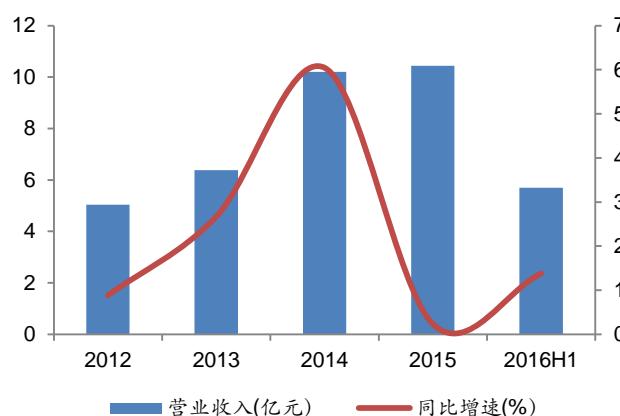
资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 2. 主营业务分析

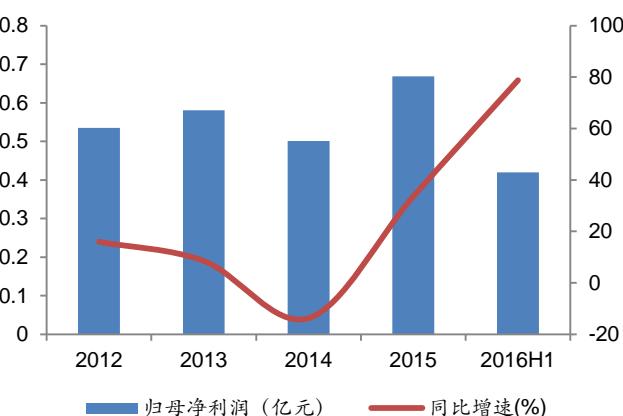
公司上市后进入快速成长期。公司 2015 年营收实现对 2012 年营收的翻番，近四年以来营收复合增长率高达 20%，公司业绩呈高速增长态势。今年前三季度实现营业收入 9.10 亿元，同比增长 25.55%，已经接近去年全年 10.5 亿元营收水平，今年全年实现营收公司高速增长可期。今年前三季度归属于上市公司股东的净利润 0.78 亿元，同比大增 83.96%，已经超越去年全年 0.75 亿元净利润。随着公司重点推进项目推进，今年可实现营收与净利润大幅增长。

公司主营业务板块可细分为生活污水处理投资运营业务、环境工程 EPC（工程设计和总包）业务、污水处理设备制造销售业务。其中生活污水治理领域的投资运营管理业务是公司主要收入来源，常年占据主导地位。环境工程 EPC 业务近年来发展较快，较 2012 营收规模翻了三番，保持快速增长。污水处理设备制造销售业务今年以来营收大增，主要原因系并表麦王环境所来的业绩提振。

图表 6 主营业务收入及同比增速



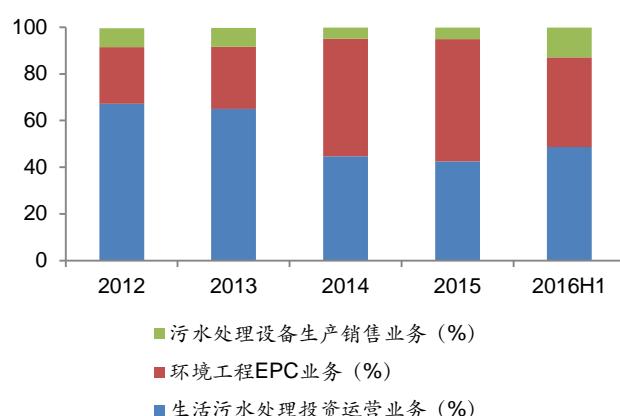
图表 7 归母净利润及同比增速



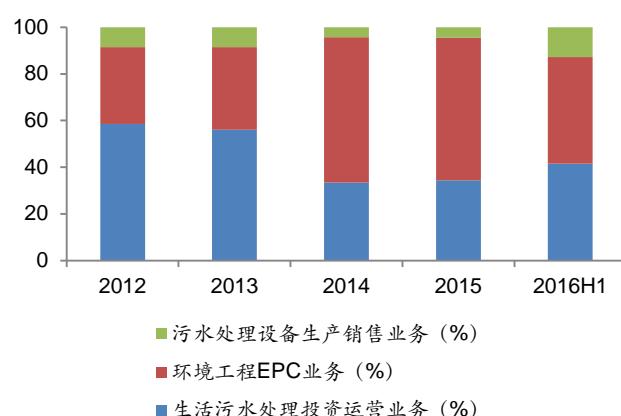
资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 8 分业务营业收入占比



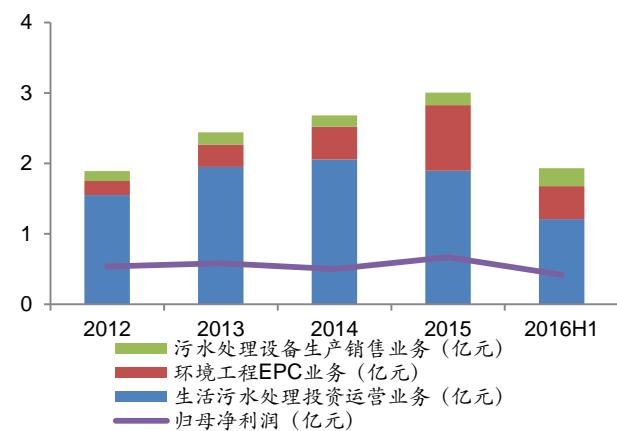
图表 9 分业务营业成本占比



资料来源：wind、华安证券研究所

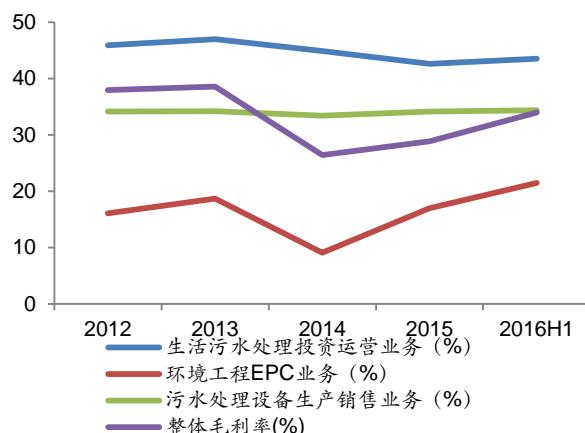
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 10 分业务毛利润及归母净利润



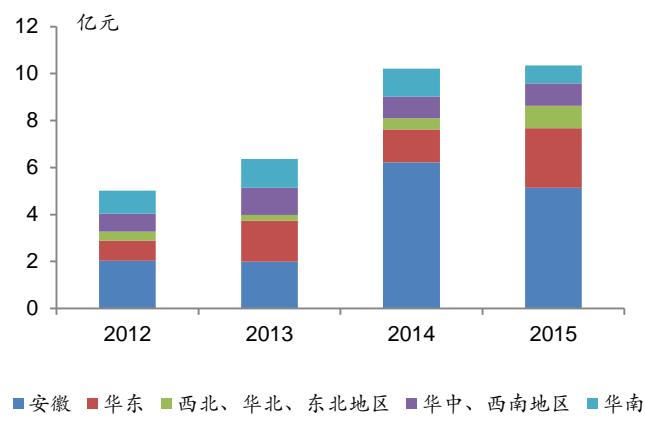
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 11 分业务毛利率及公司整体毛利率



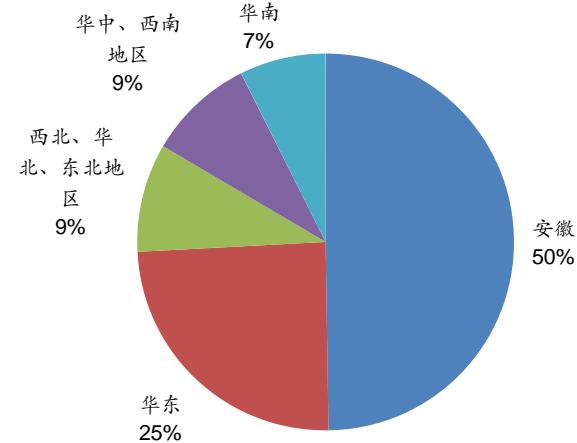
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 12 分地域主营收入



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 13 分地域主营收入占比 (2015)



资料来源：wind、华安证券研究所

## 2.1 市政污水成本控制力突出

公司市政污水处理业务立足安徽市场，遍及全国是十一个省份。目前处在运营期的环保类特许经营项目共 64 个，多以托管运营（O&M）、建设-运营-移交（BOT）、移交-经营-移交（TOT）为主。污水处理厂遍及安徽、广东、浙江、云南、湖南、江苏、河南、山东、河北、陕西等十一个省份。公司水务运营事业部所采用的《低 C/N 比城市污水连续流脱氮除磷工艺与过程控制技术应用》和《SBR 法污水处理工艺与设备及实时控制技术》获得国家科学技术进步二等奖，部分重点运营厂率先在全国达到地表Ⅳ 类水，同时能耗低于同行业水平。

图表 14 公司部分污水处理厂



合肥经开区污水处理厂



湖南长沙污水处理厂



芜湖朱家桥污水处理厂



广东新会龙泉污水处理厂

资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 15 公司部分特许经营项目列表

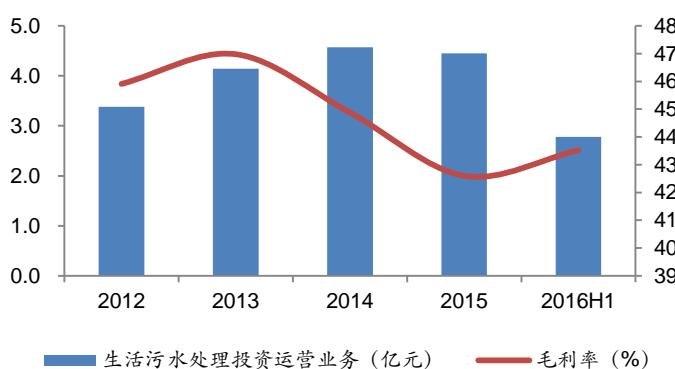
序号	项目	特许经营类型	项目规模(万吨/日)	特许经营期(年)	合同签订日期	运营状况
1	安徽省合肥市朱砖井污水处理厂	BOT	5.5	25	2001.8.22	正常运营
2	河南省兰考县污水处理厂	BOT	5	30	2013.4.9	正常运营
3	广东省新会区东郊污水处理厂	BOT	10	一期 29 二期 25	2002.1.23	正常运营
					2006.3.27	
4	河北省遵化市污水处理厂	BOT	8	28	2007.11.14	正常运营
5	云南省昆明市东川区污水处理厂	BOT	2	30	2008.3.20	正常运营
6	广东省江门新会区司前镇污水处理厂	BOT	0.5	26	2009.6.26	正常运营
7	安徽省芜湖市天门山污水处理厂	BOT	6	25	2007.4.18	正常运营
8	广东省江门市江海区污水处理厂	BOT	8	一期 26	2009.3.20	正常运营

				二期 23	2012.6.21	
9	湖南省汨罗市污水处理厂	BOT	2.5	28	2009.3.24	正常运营
10	云南省曲靖市陆良县污水处理厂	BOT	2	30	2009.12.15	正常运营
11	广东省阳春市城区污水处理厂	BOT	6	一期 25	2004.5.10	
				二期 30	2010.9.20	正常运营
12	湖南省长沙湘湖污水处理厂	TOT	14	30	2004.12.28	正常运营
13	江苏省徐州奎河污水处理厂	TOT	16.5	30	2003.12.30	正常运营
14	安徽省南陵县污水处理厂	TOT+ BOT	4	25	2010.7.2	正常运营
15	富宁县污水处理厂	TOT	1	30	2012.9.1	正常运营
16	东莞市松山湖北部污水处理厂	BOT	5	25	2006.7.14	正常运营
17	东莞市万江(一期)污水处理厂	BOT	5	25	2009.2.16	正常运营
18	淮北市经济开发区新区污水处理厂	BOT	2	25	2012.8.7	在建
19	淮北市污水处理厂	BOT	4	25	2006.8.11	正常运营
20	亳州市污水处理厂	TOT	8	30	2012.11.2	正常运营
21	涡阳县涡北污水处理厂	BOT	2	25	2012.12.19	在建
22	霍山县污水处理厂	TOT	2	30	2013.1.19	正常运营
23	故城县环卫污水处理厂	TOT	3	25	2012.12.11	正常运营
24	双柏县污水处理厂	TOT	1	30	2013.3.30	正常运营
25	繁昌县污水处理厂	BOT	3	30	2013.11.	正常运营
26	衡阳市污水处理厂	TOT+ BOT	4	30	2014.11.5	正常运营
27	衡山县污水处理厂	TOT+ BOT	4	30	2014.11	正常运营
28	砚山县污水处理厂	TOT+ BOT	1.5	30	2015.1	正常运营
29	怀远县污水处理厂	TOT	3	30	2015.05	正常运营
30	涡北污水处理厂	BOT	8		2015.05	在建
31	彬县污水处理厂	TOT+ BOT	2	30	2014.12	生化调试完成
32	海阳市临港产业区污水处理厂	BOT	2	30	2010.7	在建
33	郎溪县污水处理厂	TOT	1.9	25	2015.9	正常运营
34	合肥市清溪净水厂	BOT	20	29	2015.7	在建
35	乌海市海勃湾区凤凰河(北河槽) 综合治理工程 PPP 项目注	PPP		15	2015.7	运营服务
36	潮州市第二污水处理厂一期工程 及污泥处理中心项目	BOT	17	25	2015.4	采购
37	东至县污水处理及市政排水购买 服务项目		4	30	2016.4	
38	合肥市胡大郢污水处理厂 PPP 项 目	PPP	10	29	2016.6	在建

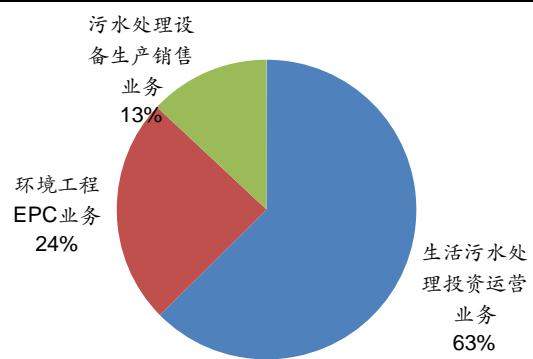
资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司生活污水处理投资运营是公司毛利润主要贡献来源，毛利率水平持续处在较高水平。2016年上半年运营收入覆盖公司总收入的48%，几乎占据公司营收的一半。同期毛利润对公司总体毛利润的贡献率高达63%，是公司业绩和水环境综合服务外延式拓展的保障。公司致力于对生活污水处理厂进行工艺优化，2016年上半年采取节能降耗措施500多项，大大减少了营业成本，节能降耗显著，维持了毛利润率处在40%以上的较高水平。

图表 16 生活污水处理投资运营业务营收及毛利率



图表 17 分业务毛利润占比（2016H1）



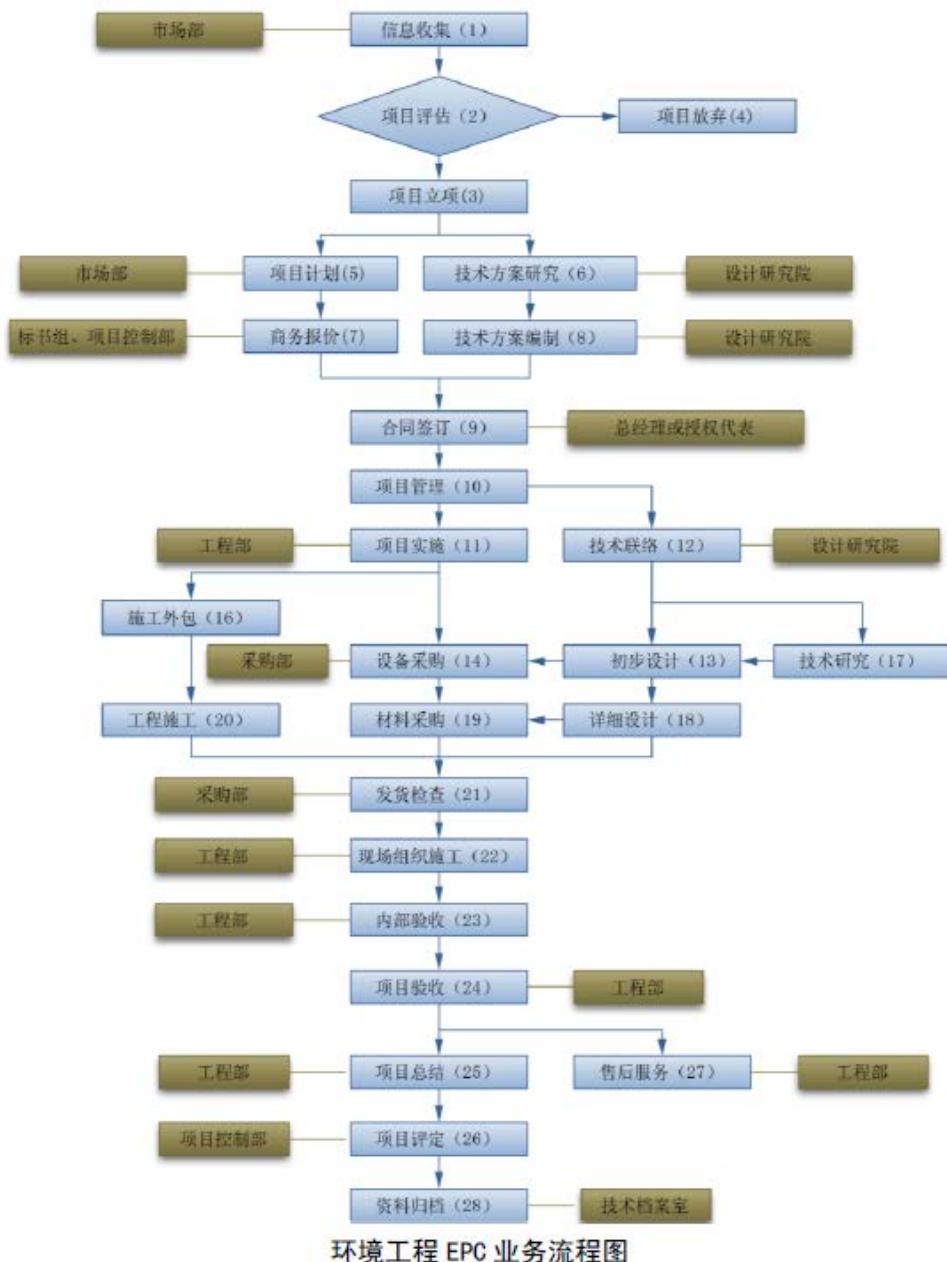
资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

## 2.2 EPC 立足市政污水，进军工业废水和小城镇污水

公司环境工程事业部主要负责承建 EPC、总承包、设备集成、技术改造、运行调试等各类污水或污泥处理工程，在全国已建成各种污水处理工艺的工程项目 200 多项。公司开展环境工程业务时，总体上可分为项目承接、项目实施、项目验收交付和后评价等阶段。

图表 18 环境工程 EPC 业务流程图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司环境工程业务以市政污水为主。公司环境工程事业部负责已建成和在建的市政污水厂共计 180 多座遍布全国各地遍及安徽、山东、广东、辽宁等多个省份。截至 2016 年上半年，市政工程 EPC 占据公司 EPC 业务整理的约八成，占据主导地位。

图表 19 分行业环境工程 EPC 业务 (2016H1)

单位 (万元)	市政工程 EPC 业务		工业废水 EPC 业务		合计
	投资金额 (万元)	占比	投资金额 (万元)	占比	
主营业务收入	47,048	82%	10,351	18%	57,399
主营业务成本	40,423	85%	7,348	15%	47,771

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司目前向工业废水处理领域拓展。截至 2016 年上半年，公司工业废水 EPC 业务营收几乎占据公司环境工程 EPC 业务总量的两成。其主要业务包含工业污水处理、循环水系统，油及油泥处理系统等，涉及石油化工、煤化工、钢铁&冶金等板块。当前我国工业废水处理比例仍然偏低，且工业废水具有出量大、覆盖面广、种类繁多，处理难度大、成本高等特点。据测算，单是化工废水处理市场，未来每年将达到约 2,000 亿元，是城市污水的近三倍。公司布局工业废水处理领域，将受益于未来工业废水处理比例的提高所带来的巨大空间，成为公司业绩增长的行动力。

图表 20 工业废水主营业务



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 21 工业废水主 EPC 业务部分项目工程列表

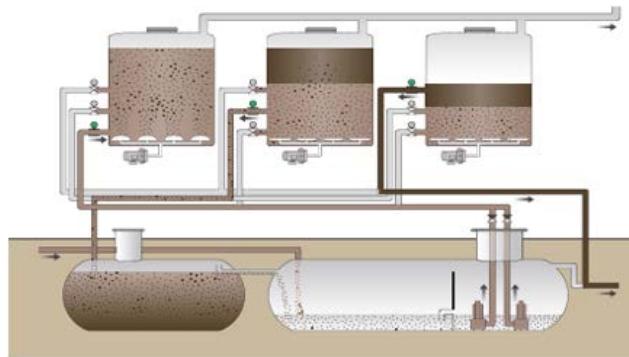
石油化工	煤化工	钢铁&冶金
烟台万华化工废水处理及回用	内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司年产 50 万吨工程塑料项目（零排放）	宝钢不锈钢冷轧废水处理工程（一期、二期）
上海石化污水处理和回用水工程	太化清徐化工新材料园区配套工程及迁建项目 2# 蒸发结晶处理装置	宝钢特殊钢全厂污水处理工程及运营
中石化镇海炼化污水处理和回用水处理工程	安徽华谊水系统项目---污水处理站、脱盐水站、工业水场	新疆八一钢厂污水回用处理工程（目前国内最大）
天华富邦化工污水处理工程	国电宁夏英力特煤化工项目 BDO 项目废水处理工程	济钢冷轧污水处理工程
上海赛科石油化工 OSBL 污水处理系统	阳泉煤业集团平定化工有限责任公司乙二醇项目一期工程水处理系统	宝钢湛江钢铁有限公司回用水项目
扬子石化炼油厂改扩建项目	包头华美稀土高科有限公司氯化铵废水蒸发结晶处理系统	上海梅山钢铁冷轧废水项目

资料来源：公司官网、华安证券研究所

公司收购挪威 GEAS，进军小城镇污水处理领域。挪威 GEAS 旗下三大主打品牌 Biovac、Haco、Fluidtec，分别为处理中小型规模的生活污水处理设备设施、过滤器污水净化系统和膜饮用水处理系统。

- Biovac 污水系统-小城镇排水处理：可应用于无市政管网的高端别墅等私人住宅、酒店以及中小规模的乡镇污水处理，应用较广，具有自动化程度高、可实现无人值守，外观造型美观紧凑、与周围环境协调，出水水质效果好等诸多特点
- HACO 污水系统--用于住宅和小屋：主要为处理灰水（厨房水和淋浴水）和黑水（含厕所水的生活污水）的污水过滤净化系统，具有投资成本低、运行费用省、处理效果好的特点，可广泛应用于污水处理量较小、经济不太发达的中小城镇、乡镇污水处理系统
- Fluidtec 为膜饮用水处理系统，可广泛应用于饮用水、市政、工业废水、制药等领域。

图表 22 BIOVAC 污水系统示意图



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 23 HACO 污水系统示意图



资料来源：公司官网、华安证券研究所

公司在小城镇污水处理领域已初具规模。公司目前正加速 Biovac 技术引进和国产化进程，这将充分完善公司从市政集中式污水处理到乡镇分散式污水处理的全方位覆盖，与公司的主营市政污水运营业务互补，成为公司新的盈利增长点。公司陆续中标浙江安吉农村生活污水一体化、利辛美好乡村等小城镇污水项目，中标金额达 9,661.91 万，取得阶段性突破。

图表 24 工业废水主营业务



资料来源：公司官网、华安证券研究所

### 3. 投资热点

#### 3.1 在手订单充沛，保障业绩发展

未来水处理综合处理市场空间广阔。城市生活污水在“十三五”规划中，明确指出要全面完成第二个污水处理与再生水利用三年行动方案，要求城乡污水处理率提高到95%以上，中心城污水处理率达到99%，基本实现无害化、资源化处理，这将对城市污水厂深度处理、提标改造释放巨大的市场空间。运营方面，自2013年力推PPP项目，涉及重多污水处理、流域治理，海绵城市等诸多水环境综合处理板块。财政部近期下达通知首次提出了统筹推进公共服务领域深化PPP改革工作的思路，针对污水处理领域探索“强制”试点。我们持续看好政府力推PPP未来对水处理的引领作用。

公司在手订单充沛，未来业务有保障。营运类项目方面，2016年前三季度新增订单6个，总投资金额6.1亿元。其中已有5个项目已签订合同。处于施工期的项目8个，处在运营期的项目共64个，前三季度已确定营运收入达4.1亿元。环境工程EPC方面，2016前三季度公司新增订单达46个，其中已签订合的订单数为36个。公司确定收入订单33个，金额为3.5亿元。公司在手订单达57个，未确认收入金额为11.7亿元。

图表25 节能环保特许经营类订单新增及执行情况（2016Q3）

业务类型	新增订单(个)			处于施工期订单数量	处于运营期订单营运收入(万元)
	总数	已签订合同	尚未签订合同		
PPP	2	2		2	697.99
O&M	2	2		30	11,408.22
BOT+TOT				3	4,863.86
BOT	1		1	3	14,799.17
TOT	1	1		7	6,053.99
BOO				1	3,752.55
合计	6	5	8	64	41,575.78

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表26 节能环保工程类订单新增及执行情况（2016Q3）

业务类型	新增订单						确认收入订单		期末在手订单	
	数量	投资金额(万元)	已签订合同		尚未签订合同		数量	金额(万元)	数量	未确认收入(万元)
			数量	金额(万元)	数量	金额(万元)				
EPC	22	59899	16	37304	6	22595	13	22565	27	92157
EP	23	27463	19	15662	4	11791	20	12897	29	24372
BT	1	795	1	795					1	795
合计	46	88148	36	53761	10	34387	33	35463	57	117324

资料来源：公司公告、华安证券研究所

### 3.2 布局热点环保领域

公司从之前单一的城市水环境治理扩展延伸到工业废水处理、村镇环境治理、污泥处理、流域治理、管网等环保热点领域。自 2015 年开始，公司在内部相继成立水环境事业部和管网事业部，外部引入了丸红株式会社做为战略投资者，收购了麦王环境和挪威 GEAS，深化了公司在市政水环境综合服务能力、重点工业行业领域的零排放能力、村镇水环境综合服务能力，与传统市政水务业务形成良好的补充和互动。

- 公司 2009 年引入丸红株式会社做为战略投资者。2015 年公司以零价格受让久保田（中国）持有的久保田国祯股权，使之成为全资子公司，负责从事久保田 MBR 膜设备的生产和销售。我们认为公司在膜技术领域的深耕，可以积累在处置复杂工业废水污染和高标准市政污水高排放领域的经验，使得公司在水环境综合治理领域的技术更加综合。
- 收购麦王环境，进军工业水处理领域。公司于 2015 年以 3.7 亿元收购 72.31% 的股权。麦王环境是一家有着多年环保经验、以工业水处理为主的高科技环保公司。其主营业务为工业污水处理，尤其是在煤化工石油化工钢铁行业公司的技术位于前列。通过收购该公司股权，我们认为公司在工业废水处理领域的布局，将受益于未来工业废水处理广阔的市场空间，成为公司业绩增长的新动力。
- 收购挪威 GEAS，布局小城镇污水处理项目。公司于今年上半年以 3,472.9 万元收购挪威 Good Tech Environment AS 公司（简称“挪威 GEAS”）100% 股权，其主营业务为生产和安装小型污水处理设备的公司。公司目前正加快对其技术引进和国产化进程，布局小城镇污水，这将充分完善公司从市政集中式污水处理到乡镇分散式污水处理的全方位覆盖，未来可成为公司新的盈利增长点。

### 3.3 股权&期权激励，彰显公司业绩提振信心

公司于 2015 年实施了员工股权激励。公司向公司经营层以及核心骨干共 337 激励对象发行了总量为 1,397 万股股票。此次股权激励计划考核目标为 15-17 年净利润相较于 14 年增长不低于 10%、20%、30%，即对应净利润为 5720、6240、6760 万元，3 年复合增速 9%。

公司今年 10 月 20 日发布期权激励计划方案。公司向 125 名激励对象授予 1575 万份股票期权。此次期权激励计划业绩考核目标为 16-18 年净利润相较于 15 年增长不低于 50%、80%、150%，即对应净利润 1.12、1.35、1.87 亿元。期权激励计划 16-18 年净利润 3 年复合增速 36%，远高于 15 年股权激励 15-17 年净利润 3 年复合增速 9% 的业绩目标，彰显公司管理层对未来业绩提振的信心。

## 4. 盈利估值

公司致力于打造一流的水环境综合利用服务商。公司在手订单充沛，保障了公司近两年的盈利能力。财政部近期通知所要求对各地新建污水处理项目“强制”应用 PPP 模式，考虑到公司对工业废水、小城镇污水等热点领域的布局，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.44 元、0.63 元、0.78 元，对应的 PE 分别为 58 倍、41 倍、33 倍，维持“增持”评级。

## 5. 风险提示

政策变化风险；应收账款回收风险；资产负债率较高风险；项目建设或运营风险；新领域业务市场需求释放不及预期。

附录：财务报表预测

资产负债表				利润表					
	单位:百万元				单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,279	1,566	2,024	2,632	营业收入	1,046	1,360	1,632	1,959
现金	342	746	979	1,238	营业成本	744	925	1,110	1,332
应收账款	659	610	768	1,010	营业税金及附加	14	13	17	22
其他应收款	70	72	85	113	销售费用	36	50	57	65
预付账款	120	135	185	259	管理费用	80	111	126	145
存货	92	63	84	119	财务费用	90	81	76	72
其他流动资产	(4)	(60)	(77)	(106)	资产减值损失	9	10	(6)	3
非流动资产	2,696	2,519	2,522	2,534	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	19	19	18	投资净收益	2	3	2	2
固定资产	224	210	196	182	营业利润	76	173	254	321
无形资产	136	127	118	110	营业外收入	30	0	0	0
其他非流动资	2,319	2,163	2,189	2,224	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3,976	4,085	4,545	5,166	利润总额	105	173	254	321
流动负债	1,900	1,670	1,947	2,347	所得税	23	32	52	69
短期借款	563	559	553	547	净利润	81	141	202	252
应付账款	461	422	552	699	少数股东损益	6	6	9	14
其他流动负债	876	689	842	1,101	归属母公司净利润	75	136	193	238
非流动负债	1,160	1,157	1,157	1,158	EBITDA	184	278	353	416
长期借款	1,024	1,024	1,024	1,024	EPS (元)	0.25	0.44	0.63	0.78
其他非流动负	136	133	134	134					
负债合计	3,059	2,827	3,105	3,505					
少数股东权益	88	94	103	117					
股本	279	306	306	306					
资本公积	268	268	268	268					
留存收益	475	590	764	971					
归属母公司股东权	828	1,164	1,337	1,544					
负债和股东权益	3,976	4,085	4,545	5,166					
<b>主要财务比率</b>									
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E					
成长能力									
营业收入		2.31%	30.00%	20.00%	20.00%				
营业利润		10.06%	128.54%	46.89%	26.36%				
归属于母公司净利润		44.17%	80.84%	42.23%	23.55%				
获利能力									
毛利率(%)		28.88%	32.00%	32.00%	32.00%				
净利率(%)		7.17%	7.17%	9.97%	11.81%				
ROE(%)		8.89%	11.24%	14.03%	15.18%				
ROIC(%)		70.37%	65.39%	96.77%	133.33%				
偿债能力									
资产负债率(%)		76.95%	69.21%	68.30%	67.83%				
净负债比率(%)		18.24%	40.47%	4.83%	4.76%				
营运能力									
流动比率		0.67	0.94	1.04	1.12				
速动比率		0.63	0.90	1.00	1.07				
营运能力									
总资产周转率		0.32	0.34	0.38	0.40				
应收账款周转率		2.34	2.40	2.65	2.46				
应付账款周转率		2.71	3.08	3.35	3.13				
每股指标(元)									
每股收益(最新摊薄)		0.25	0.44	0.63	0.78				
每股经营现金流(最新摊薄)		(1.04)	0.38	1.12	1.32				
每股净资产(最新摊薄)		2.71	3.81	4.37	5.05				
估值比率									
P/E		104.5	57.8	40.6	32.9				
P/B		9.5	6.7	5.9	5.1				
EV/EBITDA		43.59	25.00	19.05	15.57				

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。