

日期: 2017年3月29日

行业: 公用事业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

IPO 价格  
上市合理定价

RMB5.96 元  
RMB13.71-17.14 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量 (百万股)	53.34
发行后总股本 (百万股)	213.34
发行数量占发行后总股本	25.00%
保荐机构	申万宏源

**主要股东 (发行前)**

联泰集团	70.23%
联泰投资	22.79%
鼎航投资	6.98%

**收入结构 (2016)**

污水处理运营业务	99.98%
----------	--------

报告编号: JLJ17-NSP07

首次报告日期: 2017年3月29日

# 具区域优势的城镇污水处理企业

**■ 投资要点:****具区域优势的城镇污水处理企业**

公司主营业务为城镇污水处理,通过 BOT、TOT、PPP 等方式对城镇污水处理设施进行投资、建设和运营,获得合理的投资回报。公司已运营汕头龙珠项目、长沙岳麓项目(一期)、邵阳洋溪桥项目和邵阳江北项目共四个污水处理项目,已投产运营的总处理规模达 72 万吨/日。公司是我国国内从事城镇污水处理运营业务的优秀民营企业之一,拥有丰富的行业投资、建设及运营经验,随着项目运营规模不断增大,市场影响力逐步增强,具有一定知名度和影响力。

**募投项目提升公司核心竞争力**

公司本次募集资金拟投资于邵阳市江北污水处理厂(一期)项目、湖南城陵矶临港产业新区污水处理厂(一期)项目、汕头市新溪污水处理厂一期工程(厂区)项目。募投项目的成功实施将提升公司在区域市场占有率和品牌影响力,将进一步提升公司核心竞争力。

**盈利预测**

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2017、2018 年归属于母公司的净利润分别为 0.73 亿元和 0.77 亿元,同比增速分别为 15.18% 和 5.46%,相应的稀释后每股收益为 0.34 元和 0.36 元。

**定价结论**

本次发行前公司总股本为 16000 万股,本次拟发行 5334 万股,占发行后公司总股本的 25.00%。公司发行价格为 5.96 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 13.71-17.14 元,对应 2017 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

**■ 数据预测与估值:**

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	222	211	201	212	224
年增长率	1.24%	-5.03%	-4.39%	5.12%	5.93%
归属于母公司的净利润	48	54	63	73	77
年增长率	10.89%	13.04%	17.18%	15.18%	5.46%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.22	0.25	0.30	0.34	0.36

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

## 一、行业背景

### ● 公司的行业分类及简况

公司主营业务为城镇污水处理，通过 BOT、TOT、PPP 等方式对城镇污水处理设施进行投资、建设和运营，获得合理的投资回报。公司已运营汕头龙珠项目、长沙岳麓项目（一期）、邵阳洋溪桥项目和邵阳江北项目共四个污水处理项目，已投产运营的总处理规模达 72 万吨/日。

公司是我国国内从事城镇污水处理运营业务的优秀民营企业之一，拥有丰富的行业投资、建设及运营经验，随着项目运营规模不断增大，市场影响力逐步增强，具有一定知名度和影响力。目前，公司已在湖南和广东区域拥有多个投资运营项目，其中长沙市岳麓污水处理厂（一期）项目现有处理能力达到 30 万吨/日，是湖南省最大的单体污水处理项目；汕头龙珠水质净化厂项目现有处理能力达到 26 万吨/日，是广东省粤东地区最大的单体污水处理项目。公司及其子公司凭借着先进的管理、过硬的质量和优质的运营服务，先后获得“汕头市先进集体”、“汕头市环境保护示范点”、“汕头市民营科技企业”、“广东省 2007-2013 年度环保诚信企业”、“广东省环境教育基地”、“长沙市公用事业系统先进单位”、“邵阳市公用事业系统先进单位”、“安全生产先进单位”等荣誉。公司秉持“追求卓越，造福人类”的宗旨，以“优质、高效、守信、创新，为社会提供最有价值的产品，服务大众、回报社会”作为企业的经营理念，致力于污染防治、改善生态环境、为保护资源提供物质基础和技术保障，为社会生产和生活提供环境产品和服务。

表 1 公司业务运营模式及污水处理技术情况

序号	主要产品或服务	运营模式	污水处理技术
1	汕头龙珠项目	以 TOT&BOT 捆绑模式负责投资、收购、建设、运营和维护	项目采用改良型 A <sup>2</sup> /O 处理工艺，近年来处理水量持续达到满负荷状态。
2	长沙岳麓项目（一期）	以 BOT 模式负责投资、建设、运营与维护	项目采用改良型 A <sup>2</sup> /O 处理工艺，目前污水处理能力已达到满负荷状态。
3	邵阳洋溪桥项目	以 TOT 模式负责投资、收购、运营与维护	项目采用改良型 A <sup>2</sup> /O 处理工艺
4	邵阳江北项目	以 BOT 模式负责投资、收购、运营与维护	项目采用改良型 A <sup>2</sup> /O+紫外线消毒处理工艺

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

### 行业增长前景

“十一五”期间，我国城镇污水处理取得了跨越式的发展。但与此同时，

城镇污水处理行业仍存在污水配套管网建设相对滞后、设施建设不平衡、部分处理设施不能完全满足环保新要求、污水再生利用程度低、设施建设和运营资金不足等问题，污水处理行业仍有较大的市场容量和发展潜力。

### 1、国家的政策支持及产业规划，为污水处理行业带来广阔的市场前景

2015年10月，中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，将继续加快城镇污水处理设施和管网建设改造，实现城镇生活污水设施全覆盖和稳定达标运行，城市、县城污水集中处理率分别达到95%和85%，从而为污水处理行业带来了广阔的行业市场前景。

### 2、行业市场化进程加快，专业污水处理企业优势凸显

随着“十三五”迎来开局之年，我国将进一步完善和规范市政公用事业特许经营管理办法，明确行业竞争在成本监审、招投标、运营管理等方面的要求；政府将更加积极地引入市场机制，充分调动多种投资主体参与城镇污水处理设施建设和运营的积极性。随着更多的城镇污水处理的建设和运营市场向社会资本开放，专业的污水处理企业将凭借其在机制、技术、运营和管理等方面的优势进一步扩大市场份额。

### 3、价格机制日益完善，有利于污水处理市场的可持续发展

目前，各地方政府根据《中华人民共和国水污染防治法》及有关法律、法规规定，结合本地区实际，制定相关的污水处理费征收办法，按照一定的标准向排放污水的单位和居民收取污水处理费，但普遍存在收费不到位、收费标准低于污水处理设施正常运营成本等情形。2015年1月26日，发改委、财政部、住建部三部门联合发布《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，明确要求收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。未来国家及地方政府将进一步落实《通知》的污水处理收费政策，并逐步将污泥处理成本纳入缴费范围，加强对自备水用户污水处理费的征收管理，为污水处理设施运行提供经费保证；要求将污水处理费纳入地方财政预算管理，当出现收取的污水处理费不足以支付污水处理设施正常运营成本的，地方政府给予补贴，确保城镇污水处理设施建设、维护和运行的正常进行。因此，行业价格体制的日益完善，将进一步推动污水处理行业的市场化进程，提升政府对污水处理专业化服务的付费能力，有利于提高企业投资、运营城镇污水处理设施的积极性，有利于促进行业的可持续发展。

## ● 行业竞争结构及公司的地位

我国城镇污水处理行业正处于市场化改革阶段，行业集中度低，市场参与者众多，竞争日益激烈。市场参与者主要有三类：传统国有控股水务

企业、国际水务巨头和代表行业新生力量的民营水务企业。

公司自成立以来一直专注于城镇污水处理投资、建设和运营。公司坚持精耕细作，追求质量，并以城市重大项目为切入点，通过打造精品工程，不断形成核心竞争优势，稳步开拓市场。经过几年的发展，公司积累了丰富的行业投资、建设及运营经验，拥有较强的技术研发实力并建立了高效的管理运营体系，项目运营规模不断增大，市场影响力不断增强，逐步在行业内树立起了具有一定知名度和影响力的品牌形象，是国内污水处理领域的优秀民营企业之一。目前，公司已在湖南和广东区域拥有多个投资运营项目，其中长沙岳麓项目现有处理能力达到 30 万吨/日，是湖南省最大的单体污水处理项目；汕头龙珠项目现有处理能力达到 26 万吨/日，是广东省粤东地区最大的单体污水处理项目。公司凭借着先进的管理、过硬的质量和优质的运营服务，先后获得“汕头市先进集体”、“汕头市环境保护示范点”、“汕头市民营科技企业”、“广东省 2007-2013 年度环保诚信企业”、“广东省环境教育基地”、“长沙市公用事业系统先进单位”、“邵阳市公用事业系统先进单位”、“安全生产先进单位”等荣誉。本次发行成功后，公司资金实力将进一步提升，市场竞争力进一步增强。随着公司污水处理规模的增大和管理能力的逐步提升，公司污水处理服务能力将大大提高，规模效应得以显现，经营效益进一步提升。

根据公司以取得城镇污水处理项目特许经营权为目标的战略定位，通过对行业内主要公司及其核心业务的分析，当前公司的主要竞争对手有：北京首创股份有限公司、北控水务集团有限公司、安徽国祯环保节能科技股份有限公司、天津创业环保集团股份有限公司、广东省广业环保产业集团有限公司、法国威立雅水务集团、苏伊士环境集团、柏林水务中国控股有限公司等。

公司竞争优势：

#### (1) 大型项目运作经验优势

公司已分别在广东和湖南两省成功运作了多个城镇污水处理项目，已投产运营的总处理规模达 72 万吨/日。公司各项目的单体日处理能力具有区域领先优势，其中，汕头龙珠项目污水处理规模为 26 万吨/日，为粤东地区单体规模最大的污水处理厂（汕头龙珠项目在汕头市的市场占有率为 40.94%），长沙岳麓项目处理规模为 30 万吨/日，是湖南省地区单体规模最大的污水处理厂。

公司目前的经营区域集中在广东汕头、湖南长沙、邵阳、岳阳四地。其中，公司运营的汕头龙珠水质净化厂项目是目前广东省粤东地区已建成并投入运营的最大处理规模的城市污水处理厂；长沙市岳麓污水处理厂项目是目前湖南省单体污水处理规模最大的污水处理厂，且通过高标准、高

质量、高要求的建设和运营管理，成为长沙市乃至湖南省污水处理行业的标杆项目；邵阳市洋溪桥污水处理厂项目是目前邵阳市已建成并投入运营的最大处理规模的城市污水处理厂。

表 2 公司主要经营区域正式运营的污水处理厂及市场占有率

所在区域	正式运营的污水处理厂	日污水处理量 (万吨)	市场占有率
广东汕头市	汕头龙珠水质净化厂	26	<b>40.94%</b>
	北轴污水处理厂	12	
	清源污水处理厂	6	
	潮阳区污水处理厂	7.5	
	南区污水处理项目-濠江分厂	12	
	合计	<b>63.50</b>	
湖南长沙市	岳麓污水处理厂	30	<b>16.85%</b>
	金霞污水处理厂	18	
	湘湖污水处理厂	14	
	开福污水处理厂	20	
	长善垸污水处理厂	12	
	花桥污水处理厂	16	
	新开铺污水处理厂	10	
	坪塘污水处理厂	4	
	南津港污水处理厂	17	
	黄梅港污水处理厂	3	
	望城污水处理厂	4	
	望城污水处理厂二期	4	
	城北污水处理厂一期	7	
	城南污水处理厂一期	7	
	经济技术开发区污水净化中心	12	
合计	<b>178</b>		
湖南邵阳市	洋溪桥污水处理厂	10	<b>80.00%</b>
	江北污水处理厂	6	
	红旗渠污水处理厂	4	
	合计	<b>20</b>	

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

联泰集团持有公司 70.23% 的股份，是公司的控股股东，公司的实际控制人为黄振达、黄婉茹和黄建勳三人，其中黄振达与黄婉茹为父女关系，黄振达与黄建勳为父子关系，黄婉茹与黄建勳为姐弟关系。上述三人合计直接或间接持有公司控股股东联泰集团 100.00% 的股权，通过联泰集团和联泰投资合计持有公司 93.02% 的股份，为公司的实际控制人。

本次发行前公司总股本为 16000 万股，本次拟发行 5334 万股，占发行后公司总股本的 25.00%。公司发行价格为 5.96 元/股。

表 3 公司的股东结构情况

股东名称	发行前		发行后（预计）	
	持股数(股)	持股比例	持股数(股)	持股比例
一 有限售条件流通股	160,000,000	100.00%	160,000,000	75.00%
其中 联泰集团	112,368,000	70.23%	112,368,000	52.67%
联泰投资	36,464,000	22.79%	36,464,000	17.09%
鼎航投资	11,168,000	6.98%	11,168,000	5.23%
二 社会公众股	-	-	53,340,000	25.00%
合计	160,000,000	100.00%	213,340,000	100.00%

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 4 营业收入构成 单位：万元、%

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入	20,133.27	99.98	21,004.41	99.73	22,177.05	100.00
其他业务收入	3.29	0.02	57.13	0.27	-	-
合计	20,136.56	100.00	21,061.54	100.00	22,177.05	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 5 营业成本构成 单位：万元、%

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务成本	9,882.91	100.00	9,770.53	100.00	9,925.54	100.00
其他业务成本	-	-	-	-	-	-
合计	9,882.91	100.00	9,770.53	100.00	9,925.54	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 6 公司各项目情况 单位：万元

项目	运营期限	起始日期	2016 年度	2015 年度	2014 年度
汕头龙珠项目	27 年	2007.8.1	8,558.80	9,246.20	9,956.16
长沙岳麓项目	25 年	2010.1.1	8,560.07	9,135.42	9,347.40
邵阳洋溪桥项目	30 年	2009.12.21	2,248.69	2,553.93	2,873.49
邵阳江北项目	28.5 年	2016.4.13	765.71	68.86	-
		收入合计	20,133.27	21,004.41	22,177.05

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 7 公司各项目污水处理量和价格情况 单位：万吨、元/吨

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	污水处理量	污水处理价格	污水处理量	污水处理价格	污水处理量	污水处理价格
汕头龙珠项目	9,516.00	1.056	8,862.33	1.067	8,684.14	1.067

长沙岳麓项目	12,651.72	0.852	12,370.19	0.852	11,345.22	0.852
邵阳洋溪桥项目	1,798.45	0.8046	2,524.06	0.8046	3,274.54	0.8046
邵阳江北项目	779.76	0.82	98.25	0.82		

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 8 公司污水处理量情况 单位：万吨

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	实际处理量	产能利用率	实际处理量	产能利用率	实际处理量	产能利用率
污水处理量合计	24,795.78	94.09%	23,880.51	97.50%	23,373.72	97.03%
汕头龙珠项目	9,565.86	100.52%	8,888.01	93.66%	8,753.96	92.24%
长沙岳麓项目（一期）	12,651.72	115.23%	12,370.19	112.97%	11,345.22	103.61%
邵阳洋溪桥项目	1,798.45	49.14%	2,524.06	69.15%	3,274.54	89.71%
邵阳江北项目	779.76	35.51%	98.25	24.44%	-	-

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 9 公司污水处理合同价格 单位：元/立方米

项目	2016 年	2015 年度	2014 年度
汕头龙珠项目	1.056	1.067	1.067
长沙岳麓项目（一期）	0.852	0.852	0.852
邵阳洋溪桥项目	0.8046	0.8046	0.8046
邵阳江北项目	0.82	0.82	-

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 10 公司各项目毛利率情况

项目	2016 年	2015 年度	2014 年度
汕头龙珠项目	51.41%	54.77%	58.20%
长沙岳麓项目（一期）	51.09%	51.99%	51.06%
邵阳洋溪桥项目	55.28%	55.51%	58.64%
邵阳江北项目	30.54%	3.47%	-
综合毛利率	50.91%	53.48%	55.24%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

### ● 募投项目

公司本次募集资金拟投资于邵阳市江北污水处理厂（一期）项目、湖南城陵矶临港产业新区污水处理厂（一期）项目、汕头市新溪污水处理厂一期工程（厂区）项目。投资项目主要围绕提升了公司污水处理服务能力、做大做强污水处理主业、增强公司可持续发展能力和持续盈利能力展开。募投项目的成功实施将提升公司在区域市场占有率和品牌影响力，进一步强化公司在广东和湖南市场的业务发展基础，增强了公司污水处理服务经验，提升了公司污水处理项目管理能力，并为未来业务发展培养了污

水处理技术专业人才，将进一步提升公司核心竞争力。

表 11 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	拟投入募集资金	建设期
1	邵阳市江北污水处理厂（一期）项目	7,933.26	18 个月
2	湖南城陵矶临港产业新区污水处理厂（一期）项目	5,614.00	12 个月
3	汕头市新溪污水处理厂一期工程（厂区）项目	14,182.46	12 个月
4	合计	27,729.72	

资料来源：公司招股说明书

邵阳江北项目（一期）：污水处理能力为 6 万吨/日。项目效益计算期为 30 年，其中建设期 18 个月，运营期 28.5 年，从开始建设后第 1.5 年开始运营。

湖南城陵矶项目（一期）：污水处理能力为 3 万吨/日，项目建设期自满足开工条件之日起不超过 420 日历天，运营期 25 年。

汕头新溪项目：污水处理能力为 6 万吨/日，建设期 12 个月（自满足开工条件之日起算），运营期 18 年。

表 12 募投项目情况

序号	项目	邵阳江北项目 （一期）	湖南城陵矶项目 （一期）	汕头新溪 项目
1	年处理水量（万吨）	2,190.00	1,068.00	2,190.00
2	运营期平均营业收入（万元）	1,703.00	938.00	4,319.00
3	运营期平均总成本费用（万元）	958.00	651.00	3,310.00
4	运营期平均利润总额（万元）	745.00	287.00	1,009.00
5	投资回收期（年）（含建设期）（税后）	14.80	13.21	10.78
6	税后内部收益率（%）	5.77	6.09	7.64

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

### 三、公司财务状况及盈利预测

#### ● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2017、2018 年归属于母公司的净利润分别为 0.73 亿元和 0.77 亿元，同比增速分别为 15.18% 和 5.46%，相应的稀释后每股收益为 0.34 元和 0.36 元。

表 13 公司损益简表及预测（单位：百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
一、营业总收入	222	211	201	212	224



<b>二、营业总成本</b>	163	158	161	149	161
营业成本	99	98	99	104	109
营业税金及附加	0	2	7	7	8
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	15	15	17	17	18
财务费用	49	43	38	21	27
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
<b>四、营业利润</b>	59	53	40	62	63
加：营业外收入	0	18	45	35	40
减：营业外支出	0	0	0	0	0
<b>五、利润总额</b>	59	71	85	97	103
减：所得税	11	17	21	24	26
<b>六、净利润</b>	48	54	63	73	77
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	48	54	63	73	77
<b>总股本（百万股）</b>	213.34	213.34	213.34	213.34	213.34
<b>七、每股收益</b>	0.22	0.25	0.30	0.34	0.36

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## 四、风险因素

### 污水处理服务价格调整的风险

公司收入主要来源于投资运营污水处理设施收取的污水处理服务费。公司在与特许经营权授予方签订的特许经营协议中均约定了污水处理服务费的初始单价及调整条款，调价依据包括动力成本、药剂成本、财务费用、CPI、所得税税率等影响项目运营成本各因素的变动系数。若在调价周期内，公司经营成本受宏观经济影响大幅上升而服务价格不能相应调整，或调整周期到期时按照协议约定进行价格调整过程中受政府审批程序影响不能及时得到调整，公司将面临盈利水平下降的风险。

### 特许经营权变动的风险

城市污水处理属于政府特许经营范畴，根据《市政公用设施特许经营管理办法》（建设部令第126号），政府主管部门与获得特许经营权的企业以签署特许经营协议的方式授予企业特许经营权，特许经营期限不超过30年。特许经营期限届满，政府主管部门可重新组织招标选择特许经营者。公司目前运营、建设及拟投资的污水处理项目均严格按照国家规定签署了特许经营协议，特许经营期限分别为25-30年。根据公司与政府部门签署的特许经营协议，特许经营期间，如果发生了不可抗力因素，或者公司发生擅自转让、出租特许经营权；擅自将所经营的财产进行处置或者抵押的；因管理不善，发生重大质量、生产安全事故；擅自停业、歇业，严重影响

到社会公共利益和安全以及法律、法规禁止的其他行为时，当地有权部门有权提前终止相关协议。

#### 行业技术标准提升的风险

污水处理设施的良好运行对于改善城镇及其周边生态环境，改善水环境质量具有十分重要的意义。为保护水环境，建设资源节约型、环境友好型社会，国家将逐步提高污水处理的排放标准，加大行业监管力度。

目前，公司汕头龙珠项目的污水处理排放执行《城镇污水处理厂污染物排放标准》(GB18918-2002)二级标准；长沙岳麓项目、邵阳洋溪桥项目的污水处理排放执行《城镇污水处理厂污染物排放标准》(GB18918-2002)一级B标准，符合当地政府对污水处理的排放要求。未来若国家或地方政府修改或提高公司污水处理项目的排放标准，则公司需增加投资进行技术升级、改造和增加运营成本。虽然特许经营合同/协议就增加投资和增加运营成本问题均约定了相关补偿条款，但若公司实际不能从特许经营权授予方获得合理的补偿，则公司将面临盈利水平下降的风险。

#### 税收优惠政策变动的风险

根据财税[2008]156号《财政部、国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》的规定，报告期内的2015年7月1日之前，公司及下属子公司均享受增值税免税政策。根据财税[2015]78号《财政部、国家税务总局关于印发〈资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录〉的通知》的规定，2015年7月1日起，公司及下属子公司提供资源综合利用劳务（污水处理劳务），增值税由免征改为即征即退政策，退税比例为70%。同时，根据国发〔2015〕25号《国务院关于税收等优惠政策相关事项的通知》的第三条规定以及相关的特许经营权合同等，公司及下属子公司实际缴纳的增值税扣除退税70%部分的税款以及相关附加税等由政府给予全额补贴。根据《企业所得税法实施条例》（国务院令 第512号），公司及其子公司自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。报告期内，公司2014-2016年适用税率25%；长沙联泰2014年减半缴纳企业所得税，2015-2016年适用税率25%；邵阳联泰2014年-2015年度减半缴纳企业所得税，2016年适用税率25%；邵阳江北2015-2016年免征企业所得税。虽然报告期内公司税收优惠额呈逐年下降趋势，对公司净利润的影响逐年降低，但若未来税收优惠政策发生不利于公司的变化，仍会给公司的经营成果带来不利影响。

#### 市场竞争的风险

公司作为进入污水处理行业较早的民营企业，经过多年的发展，积累了长期的市场开拓经验和生产运营管理经验。但随着行业准入资质门槛的取消、国家不断加大对污水处理行业的政策支持以及污水处理行业向产业化、市场化的纵深发展，进入污水处理行业的企业将增加，公司与大型水务集团的竞争也将加剧，公司面临因市场竞争加剧导致未来在业务拓展及项目回报率方面带来不利影响的风险。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于 2016 年、2017 年预测业绩的均值, 同行业重点上市公司 2016 年、2017 年平均动态市盈率 33 倍、27 倍; 最近上市的十家主板企业中, 2016 年、2017 年平均市盈率为 119 倍和 78 倍。

表 14 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
300388.Sz	国祯环保	21.66	0.17	0.25	0.39	0.55	127.34	88.33	55.18	39.30
600874.Sh	创业环保	8.33	0.22	0.23	0.27	0.31	38.58	35.97	30.32	26.96
601158.Sh	重庆水务	7.85	0.30	0.32	0.34	0.35	25.99	24.29	23.03	22.23
600168.Sh	武汉控股	10.41	0.46	0.47	0.42	0.55	22.74	21.97	24.55	18.93
600008.Sh	首创股份	4.30	0.13	0.11	0.15	0.17	33.97	38.65	28.35	25.47
	平均						53.66	42.64	33.27	26.85

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 15 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
603345.SH	安井食品	44.57	0.60	0.59	0.75	0.93	73.90	75.02	59.43	48.14
600939.SH	重庆建工	20.38	0.03	0.43	0.46	0.54	632.02	47.36	43.87	37.44
603817.SH	海峡环保	26.48	0.21	0.19	0.19	0.21	128.03	139.57	139.96	125.32
603603.SH	博天环境	43.47	0.23	0.31	0.41	0.57	186.09	139.98	105.87	75.67
601212.SH	白银有色	15.66	0.02	0.02	0.05	0.13	902.98	986.48	338.23	121.96
603839.SH	安正时尚	43.83	0.80	0.86	0.83	0.96	54.60	51.23	52.93	45.52
603040.SH	新坐标	80.95	0.82	0.77	0.91	1.82	99.25	105.26	88.88	44.51
603637.SH	镇海股份	49.18	0.56	0.72	0.50	0.70	88.56	68.08	98.20	69.83
603881.SH	数据港	72.95	0.28	0.34	0.50	0.73	260.00	212.95	144.94	99.82
603177.SH	德创环保	33.26	0.40	0.17	0.28	0.31	83.79	197.56	117.86	107.50
	平均						250.92	202.35	119.02	77.57

资料来源: Wind 上海证券研究所

### ● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 13.71-17.14 元, 对应 2017 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

## 分析师承诺

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

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。