

2017年12月18日

华巍

C0066@capital.com.tw

目标价(元)

26.00

公司基本资讯

产业别	公用事业
A股价(2017/12/18)	21.66
深证成指(2017/12/18)	10960.12
股价12个月高/低	22.55/14.84
总发行股数(百万)	865.18
A股数(百万)	865.18
A市值(亿元)	187.40
主要股东	王飘扬(27.50%)
每股净值(元)	6.68
股价/账面净值	3.24
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.7 15.5 33.9

近期评等

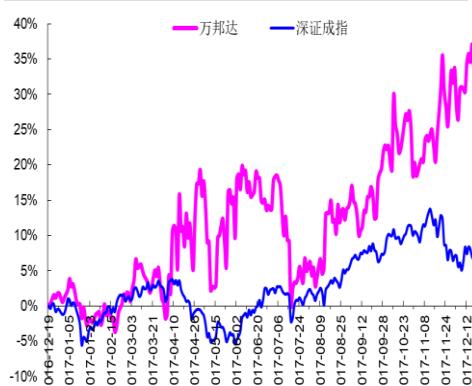
出刊日期 前日收盘 评等

产品组合

工程承包专案	47.3%
保温直管	28.2%
托管运营	14.6%

机构投资者占流通A股比例

基金	8.5%
一般法人	24.2%

股价相对大盘走势

万邦达(300055.SZ)

Buy 买入

业绩拐点不断确定，多业务全面开花
结论与建议：

公司夯实工业水处理的基础上，通过不断并购业务范围得到大幅拓宽，效果逐渐显露。首先在主业水处理方面，进入了市政水及水环境治理领域，公司收购的超越科创在黑臭水治理、生态修复方面技术强大，未来拿单能力可期；其次在固废领域，危废是公司重点发力点，先后大幅增资吉林、黑龙江专案，增强其处理能力，目前占据东三省危废处理核心地位、垃圾焚烧方面积极回应国家一带一路号召，与泰国签订5个合作专案、通过收购上海珩境和泰祜石油分别进入废酸和油泥处理领域；最后借助石化行业背景进入C5/9分离加工领域，惠州一期项目即将建成投入运营，未来是公司重要的盈利增长点。公司在经历了煤化工行业景气下行的阵痛之后，积极寻求改变，通过不断并购，逐步摆脱对单一业务的依赖，即将迎来全面开花阶段。

预计公司17、18年分别实现净利润3.94亿元(YOY+50.19%)、6.08亿元(YOY+54.28%)，EPS0.46、0.70元，当前股价对应17、18年动态PE47X、31X，公司业绩拐点不断确定，随着化工新材料以及危废专案的投入运营，未来业绩将加速释放，给予“买入”建议。

■ **危废业务成长确定性高：**早在2012年公司即在危废领域小试牛刀，今年以来重点发力，先后增资吉林固废、京盛华危废项目2.28亿元、2.01亿元，拓展其处置能力。建成后京盛华将成为黑龙江最大危废专案，可处置种类达42种，目前在推进的一期专案年处理规模为8.39万吨，预估净利润7099万元/年。吉林固废项目扩建完成后产能达16万/吨每年，同时还建有140万方的垃圾填埋场，收运范围最远可至江浙，极为稀缺。公司通过6千万增资上海珩境至51%股权进入废酸处置领域，目前手握霸州专案，一期规模1000吨/日，二期计画3000吨/日，公司预计首期投产后3年，每年可贡献利润1348万元，我国年产废酸量超1亿吨，市场空间广阔，借助霸州项目经验，未来有望拓展其他地区。公司亦通过收购泰祜石油51%股份，提前布局油泥、油基钻屑处理业务，除了与上游业务一叶岩气开采相结合以外，公司未来拟将其与黑龙江京盛华固废专案相结合，重点推进油泥处理业务。

■ **回应一带一路，签订泰国垃圾焚烧项目：**公司10月份公告，与泰国公司签订5个垃圾焚烧发电专案，合计规模2250吨/日，发电规模44.6MW万邦达控股比例达80%。泰国垃圾处理业务有三高，电价高：按当地汇率算上网电价达1.12元/度，远高于国内0.65元/度；处理费用高：泰国处理费60-120元/吨，高于国内；热值高：垃圾多为落叶树枝。泰国专案可以享受免除所有设备进口关税、免除8年企业所得税的优惠政策。目前正在设立项目公司，预计19年底投入运营，建成后有望贡献净利润1.2亿人民币/年。专案的成功签订，也标志着公司在海外固废业务的拓展，未来公司将重点发展此领域。

- **工业水处理订单稳定，布局水环境治理：**公司传统的工业水处理集中在煤化工及石化领域，虽然近年来行业景气度下行，整体来看，订单依然相对稳定，今年以来中标神华宁东专案及新浦化学凝液精致系统采购合同，续签了庆阳石化项目。公司积极布局水环境治理，通过以 1850 万元收购超越科创 100% 股权，拥有了治理黑臭水及水生态修复的关键技术，目前已在上海、杭州等地开展治理示范工程，效果显著。为了完成水十条提出基本消除黑臭水体的要求，整个治理市场空间超千亿，环保督查愈趋严格，专案需求正加速释放，公司入场时机正好，未来有望取得快速发展。
- **加码新材料业务，未来业绩增长的重要支撑：**伊科思是生产高端树脂的新材料公司，产品主要用于橡胶、路标漆、胶粘剂等领域。万邦达在 15 年以 0.88 亿元参股伊科思 22% 股份，去年增资 2.72 亿元用于项目二期建设，完成后公司占伊科思 45%。项目采用青岛伊科思公司自主研发的乙腈法分离技术，产品收率达到国际先进水准。伊科思一期项目已于今年 11 月份完成建设，原材料处理规模达 30 万吨，占全国总量的 17%，是我国最大的 C5 分离项目；二期预计投资 12 亿元，目前正在建设中，建成后将具有 C5/C9 的深加工能工能力。产品在满足国内需求的基础上，还将用于出口，销量有保障。新材料业务是公司多年深耕石化行业基础上，抓住的行业机遇，预计项目一期将于 18 年上半年正式投产，可贡献收入 23 亿，净利超 2 亿，一二期专案全部建成后产值可达 45 亿元，将成为公司业绩增长的重要支撑。
- **前三季报净利润增长 48%，费用控制优秀：**公司前三季度实现营收 15.27 亿元，YOY+27.11%，实现净利润 2.96 亿元，YOY+48.72%。业绩大幅增长主要得益于惠州 C5/C9 项目完成建设、乌兰察布 PPP 项目进展顺利，吉林固废业务产能利用提升。财务指标看，17 前三季度因昊天节能发货减少导致运费下降使得销售费用下降 31%、由于借款减少加上回款增多使得财务费用下降 137%、管理费用下降 39%。
- **看好发展前景，公司获中信国安举牌：**公司公告中信国安集团出于对万邦达发展前景及业务模式的认可和看好，于 17 年 6 月 13 日至 11 月 20 日，通过公开市场集中交易增持公司股份至 5.00%，增持均价 19.097 元/股，并表示不排除 12 个月内继续增持计划。中信国安集团主要股东为中信集团，目前持有四家上市公司分别为中信国安、中葡股份、白银有色、国安国际且均为控股股东。
- **盈利预测：**预计公司 17、18 年分别实现净利润 3.94 亿元(YOY+50.19%)、6.08 亿元(YOY+54.28%)，EPS0.46、0.70 元，当前股价对应 17、18 年动态 PE 47X、31X，公司业绩拐点不断确定，随着化工新材料以及危废专案的投入运营，未来业绩将加速释放，给予“买入”建议。

表：万邦达全部业务一览

业务办理	细分领域	项目公司	专案情况
水处理	工业水处理		传统煤化工、石化废水治理、订单稳定
	市政水处理		乌兰察布 PPP 项目
	水环境治理	超越科创(100%)	拥有生物酶处理、高效絮凝等水环境治理及生态修复关键技术；业务正在拓展阶段
固废处理	危废	吉林固废 (100%)	物化 0.8 万吨，焚烧 1 万吨、填埋 11 万吨，在建吉林最大填埋场，库容 140 万方
		京盛华 (67%)	一期规模 8.4 万吨/年，19 年 5 月建成，可贡献利润 7 千万 /年
	废酸	上海珩境 (51%)	废酸处理：霸州项目投产前三年，可贡献利润 1300 万/年
	油泥、油基钻屑处理	泰祜石油 (51%)	提前布局，深化公司在石油领域的协同能力
	垃圾焚烧	中泰合作共 5 项目 (80%)	19 年底投入运营、年净利润 1.2 亿元
化工新材料	C5、C9 分离加工	伊科思 (惠州) (45%)	一期建成 (30 万吨/年)，18 年初投入运营，年贡献利润超 2 亿元；二期即将步入建设期，增强 C5/C9 深加工能力
环保设备制造	膜制造	东丽合作 (49%)	生产 MBR 膜元件和元件，填补上游膜生产领域空白，已步入稳定生产期
节能	保温管	昊天节能 (100%)	应用于城镇集中供热、工业蒸汽输送、石油天然气输送管线

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	191.86	290.02	262.25	393.88	607.66
同比增减	%	36.51%	51.16%	-9.57%	50.19%	54.28%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.222	0.335	0.303	0.455	0.702
同比增减	%	36.51%	51.16%	-9.57%	50.19%	54.28%
A 股市盈率(P/E)	X	97.66	64.60	71.44	47.57	30.83
股利(DPS)	RMB 元	0.017	0.015	0.015	0.023	0.035
股息率(Yield)	%	0.08%	0.07%	0.07%	0.11%	0.16%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	1,029	1,971	1,685	2,611	4,831
经营成本	721	1,414	1,223	1,906	3,623
营业税金及附加	1	10	13	21	48
销售费用	22	30	31	39	77
管理费用	76	118	109	133	290
财务费用	(21)	30	12	26	58
资产减值损失	6	37	17	35	35
投资收益		1	6	3	3
营业利润	225	332	286	454	702
营业外收入	1	7	21	15	15
营业外支出	1	1	1	7	5
利润总额	226	337	306	462	712
所得税	34	47	42	65	100
少数股东损益	0	0	2	3	5
归属于母公司所有者的净利润	192	290	262	394	608

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	950	1,315	1,267	1,457	1,676
应收帐款	693	860	1,112	1,213	1,322
存货	730	912	1,370	1,575	1,812
流动资产合计	2,429	3,207	4,394	4,407	4,949
长期投资净额	-	88	129	135	142
固定资产合计	683	681	648	746	857
在建工程	17	3	85	98	112
无形资产	543	2,012	2,041	3,006	3,355
资产总计	3,672	5,991	7,297	8,391	9,415
流动负债合计	902	1,151	1,297	1,698	2,169
长期负债合计	133	1,813	474	694	815
负债合计	1,034	2,964	1,770	2,392	2,984
少数股东权益	30	135	41	156	186
股东权益合计	2,609	2,891	5,486	5,843	6,245
负债和股东权益总计	3,672	5,991	7,297	8,391	9,415

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	-43	31	104	196	158
投资活动产生的现金流量净额	-233	-1,474	-1,289	120	162
筹资活动产生的现金流量净额	50	1,667	1,269	-126	-101
现金及现金等价物净增加额	-226	223	85	190	219

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证劵(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。