

业绩增长进入快车道，水环境综合服务商高歌猛进

——国祯环保(300388.SZ)首次覆盖报告

首次覆盖报告

邱懿峰(分析师)

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

黄红卫(联系人)

010-69004537

huanghongwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010010

赵腾辉(联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

● 快速崛起的水环境综合服务商:

公司成立之初主营热电联产业务，目前已经转型成为水环境综合服务商，业务覆盖城市水环境、工业、乡镇三大水处理领域。公司抓住“十三五”期间水处理市场爆发的历史机遇，业绩增长迅猛，2017年实现营收26.28亿元，同比增长79.67%；实现归母净利润1.94亿元，同比增长49.57%。截止2017年底，公司的水处理规模达446万吨/日，在A股上市公司中属于前列。

● 精耕细作，公司的PPP订单在商业模式和区域上都更具保障:

公司积极开拓PPP模式，2017年新签PPP订单合计28.32亿元，同比增长251.06%。更可贵的是，在PPP兴起的浪潮下，公司在PPP项目的选择上更加理性，2017年以来新签订单中商业模式成熟的供排水项目占比高达66%，且项目主要集中在中东部经济发达地区，项目质量更有保证。

● 多维布局，工业及乡镇水处理业务有望成为公司业绩新的突破点:

2015年，公司收购了麦王环境，进入工业废水领域，收购了挪威GEAS公司，开展村镇污水治理服务。目前，工业水及乡镇污水处理都属于发展较为初级的环保细分领域，未来随着工业水处理第三方治理渗透提升及国家政策向乡镇污水逐渐倾斜，两大市场均有望打开。公司收购的麦王环境及挪威GEAS公司都是技术出众的优质标的，在行业打开时有望最先受益。

● 引入国企战投安徽铁路基金，多重融资手段齐发力，助力项目顺利落地:

2017年，公司引入国企战投安徽铁路基金，对公司项目的获取和推进均有积极影响。同时，公司积极推动多种融资手段，2016年以来相继采取了定增、ABS、产业基金、可转债等多种融资手段，保障项目顺利落地。

● 看好公司业绩的高成长性，首次覆盖给予“推荐”评级:

我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.54、0.75和1.08元，当前股价对应2018-2020年PE分别为20.6、14.9和10.3倍。我们看好公司业绩的高成长性，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示: 项目推进不及预期，融资环境恶化，资产负债率持续走高

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1463	2,628	3,964	5,324	6,908
增长率(%)	39.8	79.7	50.8	34.3	29.7
净利润(百万元)	129.8	194	298	412	593
增长率(%)	73.2	49.6	53.5	38.1	44.1
毛利率(%)	32.9	24.9	24.4	24.9	25.2
净利率(%)	8.9	7.4	7.5	7.7	8.6
ROE(%)	8.9	9.4	13.0	15.5	18.6
EPS(摊薄/元)	0.24	0.35	0.54	0.75	1.08
P/E(倍)	47.20	31.6	20.6	14.9	10.3
P/B(倍)	4.05	3.4	3.0	2.6	2.1

推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.07.24

收盘价(元):	10.99
一年最低/最高(元):	9.2/25.38
总股本(亿股):	5.5
总市值(亿元):	60.44
流通股本(亿股):	5.34
流通市值(亿元):	58.65
近3月换手率:	62.82%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	9.69	1.77	9.14
绝对	7.39	-4.62	3.7

相关报告

投资要件

关键假设

1. 行业层面：“水十条”规划的一个重要政策节点是 2020 年，因此近几年水处理行业的景气度仍然将维持高位。
2. 公司层面：公司在水处理行业的技术及运营经验丰富，阜阳项目也起到了良好的示范效应，我们预计公司未来新签订单仍然保持高增长。
3. 我们预计公司 2018-2020 年运营收入为 16.74、19.49、26.49 亿元、工程及设备服务类收入为 25.99、33.75、42.58 亿元。

我们区别于市场的观点

1. PPP 规范化后，市场对 PPP 模式出现忧虑。首先，PPP 模式是国家为了解决地方财政不足与公用事业建设矛盾的有力手段，模式本身自然会带来公司资产负债率的增高及现金流的恶化。但是从长远来看，PPP 模式确实可以引导社会资本投入到公用事业建设中来，企业在项目进入运营期后也将产生稳定现金流，政府在当期的财政压力也变小了，目前还未发现可替代的新模式。另外，PPP 规范化后的主要趋势是“重运营”&“国退民进”，民营公司将成为未来 PPP 市场的主力，在大浪淘沙下，优质的公司有望逐渐得到市场认可，脱颖而出。我们认为公司目前新签的 PPP 订单主要集中在中东部经济发达地区，财政压力较小，且订单类型多为商业模式成熟的供排水项目，项目质量上有保障。

2. 宏观去杠杆力度大，市场对工程类公司的融资状况普遍担忧。2018 年 7 月 5 日起，央行实行定向降准。2018 年 7 月 18 日，银保监会表示，大中型银行要加大信贷投放力度，带动贷款利率明显下降，做好民营企业和小微企业融资服务。2018 年 7 月 19 日，根据 21 世纪经济报道，央行窗口指导具有一级交易商资质的银行，将额外给予 MLF 资金，用于支持贷款投放和信用债投资。2018 年 7 月 20 日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，针对资管新规没有说清楚的过渡期问题、净值核算问题、投资方向等问题进行了说明。银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，向社会征求意见，证监会就《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其配套细则对外公开征求意见。2018 年 7 月 23 日，国务院常务会议要求积极财政政策要更加积极，保持适度融资规模，引导金融机构支持小微企业。目前货币政策和财政政策双双发力，融资环境逐渐宽松。

3. 公司 2017 年资产负债率为 72.61%，市场担忧公司资金不能持续支撑业绩的高速发展。我们认为，公司在融资方面的进展成效显著，2016 年以来相继采取了定增、ABS、产业基金、可转债等多种融资手段，执行力强。公司 2017 年引入国企战投安徽铁路基金，有望在资金获取上带给公司更多的支持。

4. 公司是安徽省本土企业，市场认为其成长性可能会受到区域的限制。我们认为，在 PPP 规范化的大背景下，“处理效果”越来越受到重视，技术、运营能力等因素在招投标中的比例将越来越大，这给了公司异地扩张的机会。公司是国内水处理技术的先行者，做了很多国家科技重大专项、国家 863、十一五、十二五、十三五中的一些重大研究项目，积累了深厚的技术储备，为公司异地扩张提供了保障。同时，公司管理层本身向外扩张的意愿也较强，上市以来积极拓展省外业务。目前公司安徽省业务占比为 39.84%，相比于 2014 年的 60.80%下降了 34.48%。

5. 公司 2015 年收购了麦王环境，麦王环境业绩始终不及预期，未完成业绩承诺，市场担心公司工业水后续的发展前景。我们认为，工业水处理第三方治理渗透率提升的大趋势是存在的，麦王环境过去业绩不及预期的主要原因是收购整合的进度比较慢，后续随着公司对麦王环境的管理力度逐渐加大，麦王环境凭借技术优势有望走上正轨，给公司业绩带来新的亮点。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨主要来源于融资环境的边际改善及公司业绩的释放。我们认为，目前货币政策和财政政策双双发力，融资环境逐渐宽松，工程类公司有估值修复的期望。对于公司的业绩，我们认为公司传统的水环境治理业务仍在高速发展期，后续如果工业水和乡镇污水板块迎来发展的拐点，公司业绩有超预期的可能性。

估值与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.54、0.75 和 1.08 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 20.6、14.9 和 10.3 倍。公司为水环境综合服务商，行业景气度高。公司目前新签订单增长迅猛，引入国企战投安徽铁路基金，积极拓展多重融资手段，项目落地有保障。同时，公司收购的麦王环境及挪威 GEAS 公司有望逐渐壮大，成为公司业绩的新亮点。我们看好公司业绩的高成长性，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资风险

项目推进不及预期，融资环境继续恶化，资产负债率持续走高。

目 录

1、快速崛起的水环境综合服务商.....	7
1.1、转型水处理业务，打造水环境综合服务商.....	7
1.2、三大业务齐发力，“运营+工程”并举.....	8
1.3、走出安徽，向全国性龙头企业迈进.....	9
1.4、引入国企战投安徽铁路基金，股权结构优质.....	12
1.5、“员工持股+股权激励”绑定员工利益.....	13
1.6、资产负债率承压，多重融资助力项目顺利落地.....	13
2、借力 PPP，公司进入黄金发展期.....	15
2.1、水环境综合治理市场仍处在高速发展期，万亿市场加速释放.....	15
2.2、PPP 与水环境治理契合度高，环保需求刚性较强.....	16
2.3、公司 PPP 订单多集中在中东部经济发达地区，项目模式相对成熟.....	18
2.4、融资环境边际改善带来发展良机.....	20
2.5、技术储备雄厚，为公司高速发展保驾护航.....	21
2.6、订单质量获得肯定，阜阳项目彰显实力.....	22
2.7、新签订单增长迅猛，2018 年进入项目集中投运期.....	23
3、多维布局，工业及乡镇水处理业务值得期待.....	24
3.1、收购麦王环境，布局工业水领域.....	24
3.1.1、在工业水领域，真正优质的企业才有机会突出重围.....	24
3.1.2、麦王环境：工业水领域的优质标的.....	26
3.2、收购挪威 GEAS 公司，拓展乡镇污水处理业务.....	28
3.2.1、乡镇污水处理空间广阔，有望成为下一个环保治理风口.....	28
3.2.2、收购挪威 GEAS 公司，引进先进技术.....	29
4、盈利预测与投资建议.....	31
5、风险提示.....	31
附：财务预测摘要.....	32

图表目录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司“一站式六维服务”服务.....	7
图 3：公司三大主营业务.....	7
图 4：上市后营收稳健增长（亿元）.....	8
图 5：上市后归母净利润稳健增长（亿元）.....	8
图 6：三大业务营收共同发力（亿元）.....	8
图 7：三大业务营收占比（2017 年）.....	8
图 8：各版块营收占比（%）.....	9
图 9：各板块毛利率变化情况（%）.....	9
图 10：安徽业务占比下降（%）.....	9
图 11：公司安徽业务占比下降（%）.....	9
图 12：全国污水厂布局.....	10
图 13：公司运营规模.....	10
图 14：2017 年水务总规模排名（万吨/日）.....	10
图 15：2017 年水务新增总规模排名（万吨/日）.....	11
图 16：国祯集团旗下主要板块.....	12
图 17：公司股权结构（2017 年）.....	13

图 18:	公司运营收入增加, 运营收入占比减小	14
图 19:	公司资产负债率承压 (%)	14
图 20:	2017 年典型环保 PPP 类公司资产负债率 (%)	14
图 21:	水环境综合治理内涵	15
图 22:	水环境综合治理项目特点	16
图 23:	PPP 规范化历程	17
图 24:	第四批示范项目数量和投资额均大幅下降	17
图 25:	环保 PPP 占比增加, 同比增长 14.31%	17
图 26:	2017 年 12 月至 2018 年 3 月末退出管理库项目数和投资额行业分布情况	17
图 27:	2017 年 12 月至 2018 年 3 月末退出管理库项目数和投资额地域分布情况	18
图 28:	公司 2017 年至今 PPP 中标项目金额的地区分布 (亿元)	18
图 29:	公司 2017 年至今的 PPP 中标项目以供排水项目为主	18
图 30:	公司部分资质情况	21
图 31:	公司部分获奖情况	21
图 32:	第四批 PPP 示范项目环保公司项目数排名	22
图 33:	第四批 PPP 示范项目环保公司金额排名 (亿元)	22
图 34:	阜阳项目所辖主要流域图	22
图 35:	全国工业废水治理完成投资总额 (亿元)	24
图 36:	工业废水处理能力仍有余地	24
图 37:	根据我们预测, 工业水治理市场空间年均 600 亿至 700 亿	24
图 38:	环保督查力度逐渐趋严	25
图 39:	环保监管长效机制	25
图 40:	2017 年规模以上工业企业利润总额同比增长 21%	25
图 41:	麦王环境完整且一步到位的全生命周期环境治理服务	26
图 42:	麦王环境技术体系	26
图 43:	麦王环境主要客户	27
图 44:	乡镇生活污水处理个数及比例	28
图 45:	村生活污水处理个数及比例	28
图 46:	BIOVAC 污水系统示意图	30
图 47:	HACO 污水系统示意图	30
表 1:	公司三大业务详情	7
表 2:	公司员工持股及股权激励计划	13
表 3:	公司可转债投入项目概况	15
表 4:	水环境综合治理相关政策规划	16
表 5:	公司 2017 年至今的 PPP 中标项目	19
表 6:	融资环境逐渐宽松	20
表 7:	公司承担的省级以上科研项目	21
表 8:	公司入选的第四批示范项目	22
表 9:	阜阳项目基本情况	23
表 10:	公司新签订单金额 (万元)	23
表 11:	麦王环境典型工程案例	27
表 12:	近期乡镇污水处理相关政策	28
表 13:	“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设主要目标及建设任务	29
表 14:	“十三五”建制镇投资规划	29
表 15:	GEAS 公司三大品牌	30
表 16:	公司 2017 年至今的乡镇污水 PPP 中标项目	30

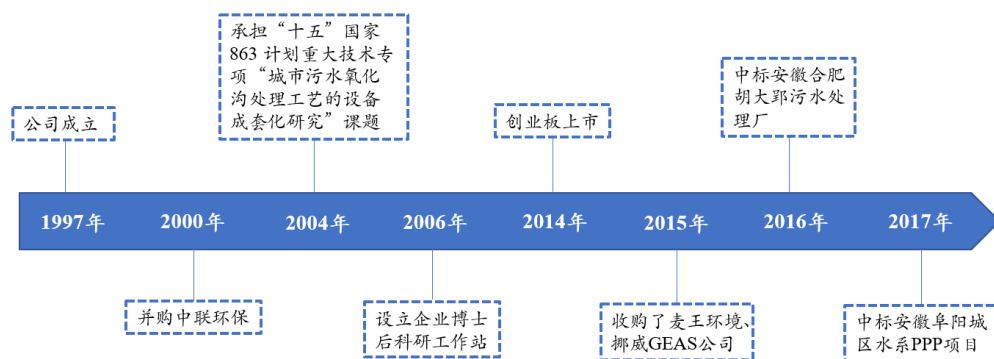
表 17: 财务预测的关键假设（百万元）	31
----------------------------	----

1、快速崛起的水环境综合服务商

1.1、转型水处理业务，打造水环境综合服务商

安徽国祯环保节能科技股份有限公司创建于1997年，成立之初主营业务为热电联产。2000年，公司并购中联环保，专注于环保设备制造。2002年开始，适逢国家的污水处理行业开始市场化，公司从设备销售向投资运营延伸。同时，2000年至2006年期间，公司逐渐剥离了原有热电联产资产，完成了向水处理业务的转型。2014年，公司成功在深交所创业板上市。2015年，公司收购了麦王环境，进入工业废水领域，收购了挪威GEAS公司，开展村镇污水治理服务。

图1：公司发展历程

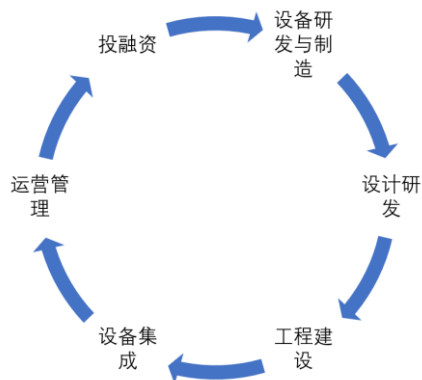


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

以市政污水为核心，逐渐发展成为水环境综合服务商。公司是市政污水处理领域较早提供“一站式六维服务”的公司。公司已建立和拥有完备的产业链优势，为客户提供水环境综合治理、村镇水环境综合整治、地表类IV类水提标改造、污水处理厂网一体化、污泥干化等市政水处理领域以及工业水处理领域的全产业链服务，专业从事环保工程的设计研发、工程承包、设备研发与集成、运营管理和投融资服务。

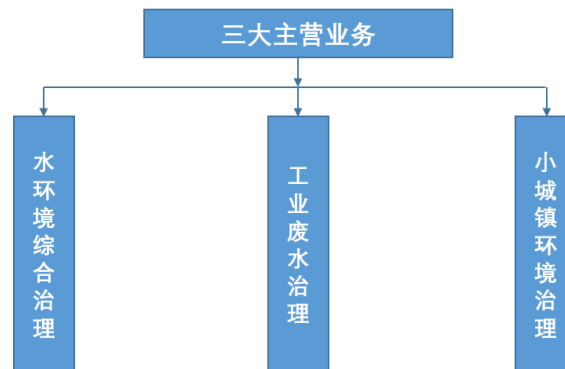
目前，公司逐渐形成了水环境治理综合服务、工业废水治理、小城镇环境治理三大业务领域，逐步成为了水环境综合服务商。

图2：公司“一站式六维服务”服务



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图3：公司三大主营业务



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表1：公司三大业务详情

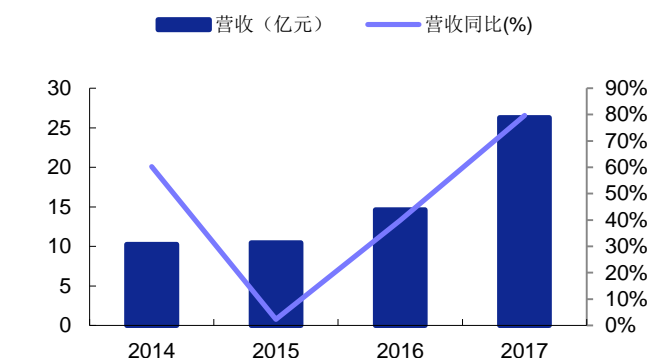
业务名称	业务详情
水环境综合治理	包括市政污水厂及管网的投资、建设、运营；城市黑臭水体治理；流域综合治理（河流、湖泊等）及景观提升；园区、景区、学校等分散区水生态修复、水质净化与维护及生活污水处理；城市污水处理厂尾水的生态深度处理。
工业废水治理	公司控股的麦王环境技术股份有限公司为国内工业领域一流的环保能源综合服务商，拥有零排放技术、难降解废水处理技术、一体化生物反应器、油泥无害化处理技术、高效厌氧装置以及涡凹气浮、序进气浮等先进技术和设备。公司作为工业污水零排放首席供应商，能够解决客户从污水、回用水、浓盐水、零排放全流程的综合解决方案，在石油化工、煤化工、钢铁、食品饮料、制药等行业完成了数百个项目，客户包括中石化、中石油、宝钢、中粮、可口可乐、阳煤集团等优秀企业。公司在工业废水处理领域的影响力处于行业前列。
小城镇环境治理	公司可提供规划、设计、投资、施工、运营一体化全方位的整体解决方案，因地制宜的通过新建给排水设施，整治生活污水、生活垃圾、村庄道路和河道沟塘，提高乡村设施配套、饮水安全水平。2015年公司收购挪威BIOVAC公司。作为一家从事私人住宅、集中式住宅等提供污水和灰水处理系统、饮用水处理系统的公司，BIOVAC公司在小城镇污水处理方面经验丰富，治理水平高超，品牌知名度非常高，在欧洲市场占有率较高，具有广阔的发展前景和盈利能力。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、三大业务齐发力，“运营+工程”并举

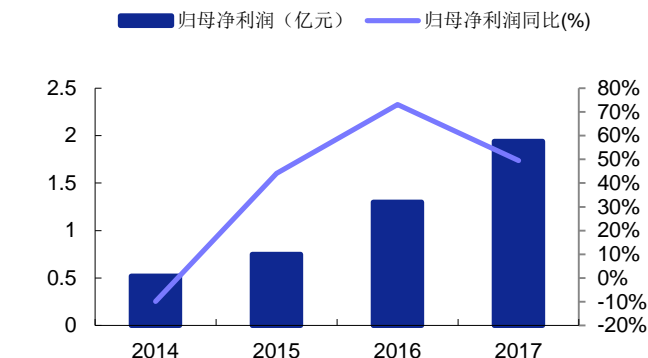
三大业务齐发力，上市后业绩稳健增长。公司2014年上市以来业绩保持了稳健的高增长，2014年至2017年营收及归母净利润复合增长率分别为36.96%、55.10%。2017年，公司实现营收26.28亿元，同比增长79.67%；实现归母净利润1.94亿元，同比增长49.57%。其中，水环境综合治理服务实现营收16.83亿元，同比增长86.38%；工业废水处理综合服务实现营收4.84亿元，同比增长25.06%；小城镇环境治理综合服务实现营4.59亿元，同比增长168.42%。

图4：上市后营收稳健增长（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

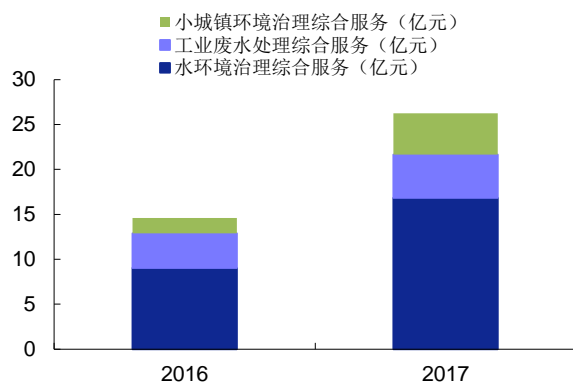
图5：上市后归母净利润稳健增长（亿元）



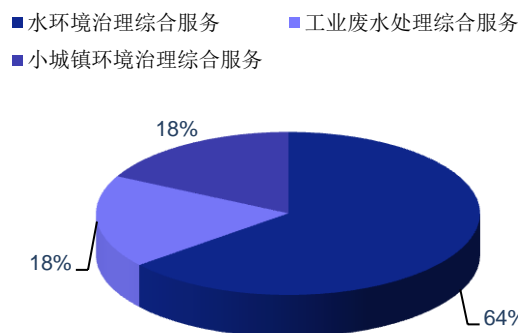
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：三大业务营收共同发力（亿元）

图7：三大业务营收占比（2017年）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

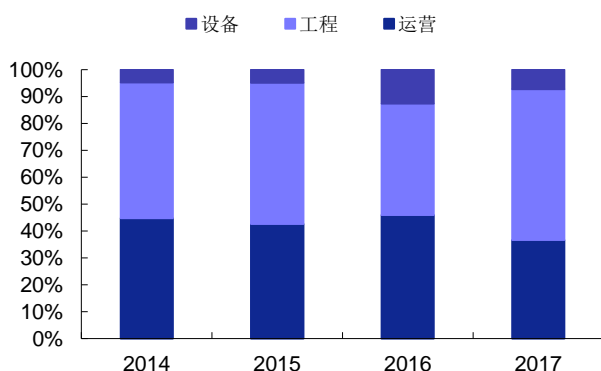


资料来源：Wind，新时代证券研究所

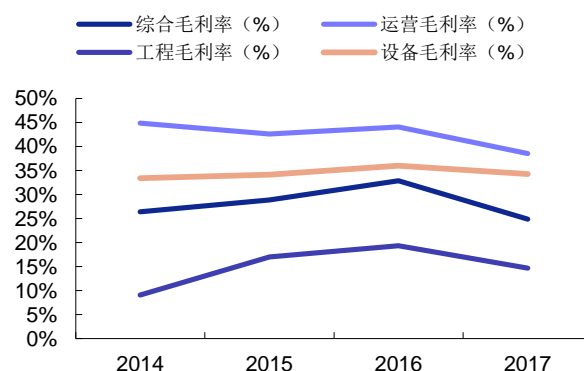
“运营+工程”并举。公司在业务模式上，主要以运营和工程为主，2017年运营和工程营收占比分别为36.68%、56.09%。2017年毛利率较低的工程板块占比同比增加了14.64个百分点，导致公司整体毛利率有所下滑。

图8：各版块营收占比（%）

图9：各板块毛利率变化情况（%）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所



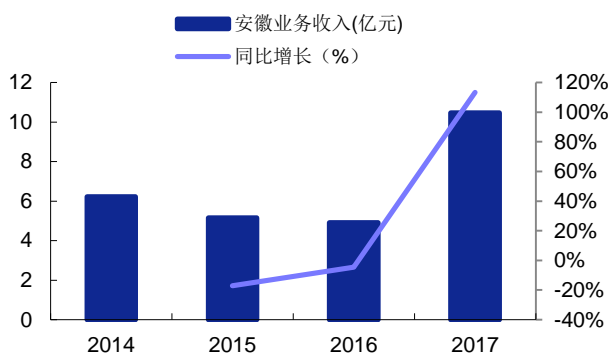
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.3、走出安徽，向全国性龙头企业迈进

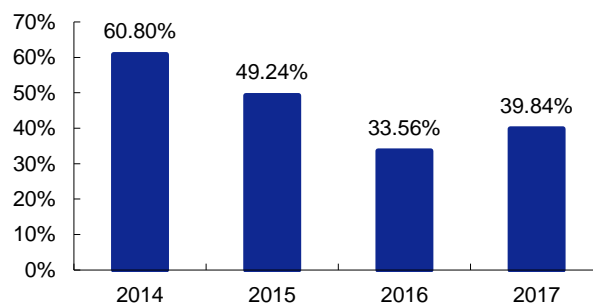
安徽地区营收占比逐年降低，积极拓展省外业务。尽管公司在安徽地区的业务仍然发展较好，但公司积极拓展省外业务，力求做大做强。目前公司安徽省业务占比为39.84%，相比于2014年的60.80%下降了34.48%。

图10：安徽业务占比下降（%）

图11：公司安徽业务占比下降（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

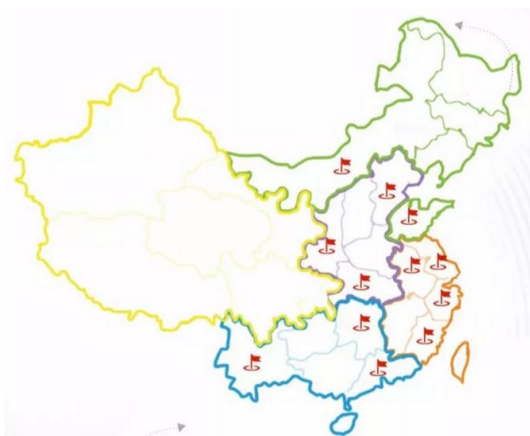


资料来源：Wind，新时代证券研究所

业务拓展顺利，向全国性龙头企业迈进。截止 2017 年底，公司运营的污水处理厂 97 座，处理规模 446 万吨/日，其中托管运营 181 万吨/日（33 个）、在建规模 96 万吨/日（17 个）。

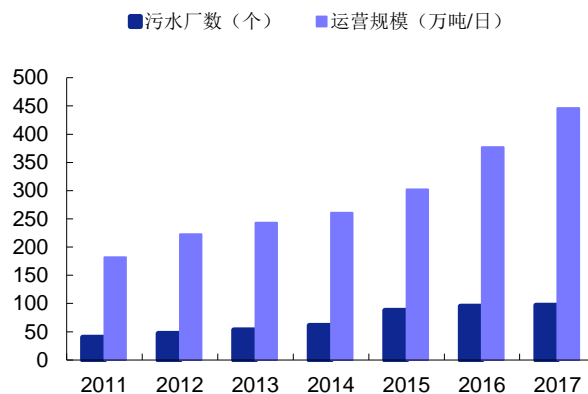
公司污水处理厂遍及安徽、山东、福建、广东、浙江、云南、湖南、江苏、河南、河北、陕西等地，实现了污水处理厂的安全高效运行、出水稳定达标的良好业绩。同时，公司拥有管网运营规模 3305 公里/年（2017 年新增 1760 公里），拥有泵站 125 座。

图12： 全国污水厂布局



资料来源：国祯环保公众号（国祯环保 2017 年年报摘要，2018 年 4 月 19 日），新时代证券研究所

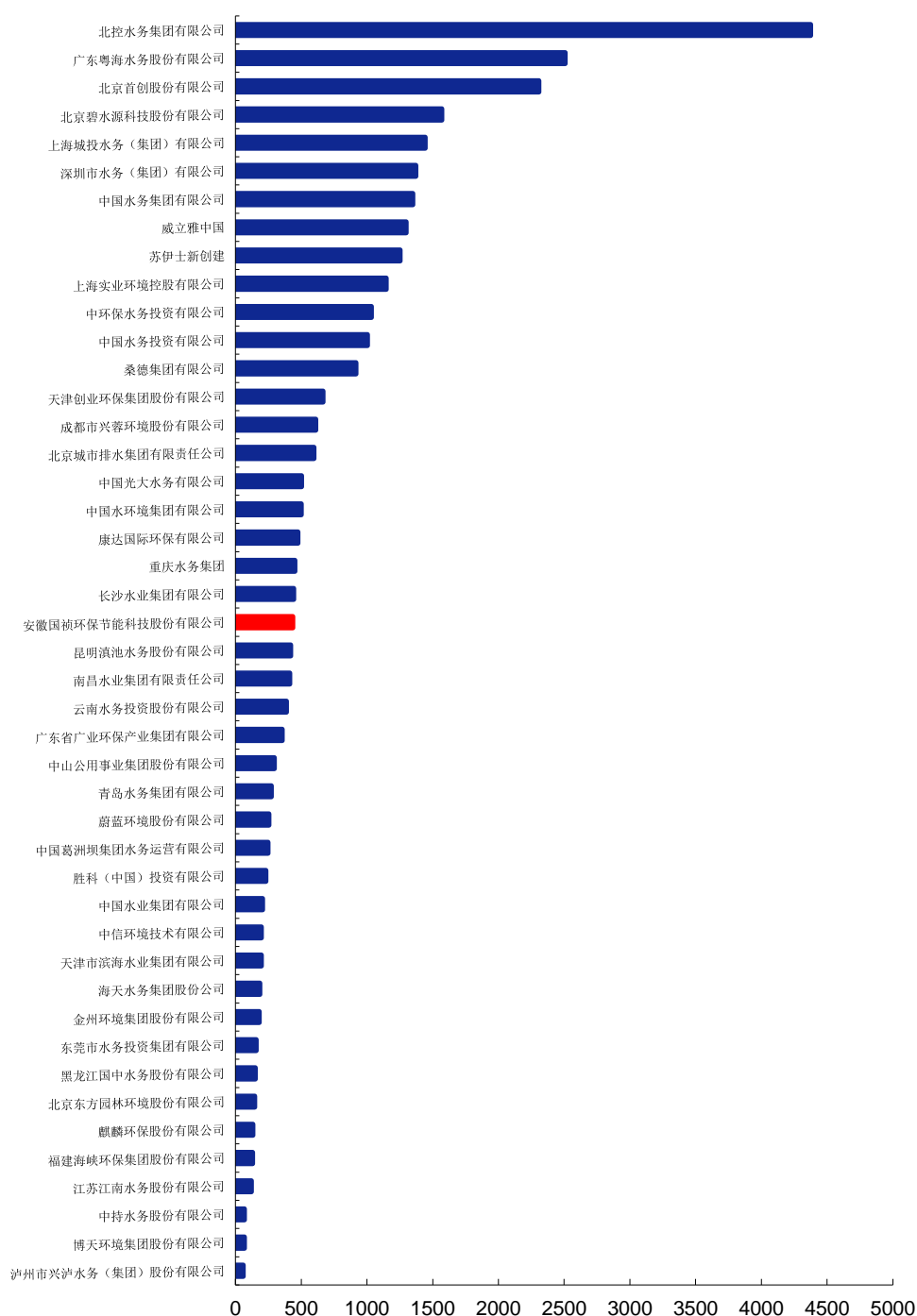
图13： 公司运营规模



资料来源：国祯环保公众号（国祯环保 2017 年年报摘要，2018 年 4 月 19 日），新时代证券研究所

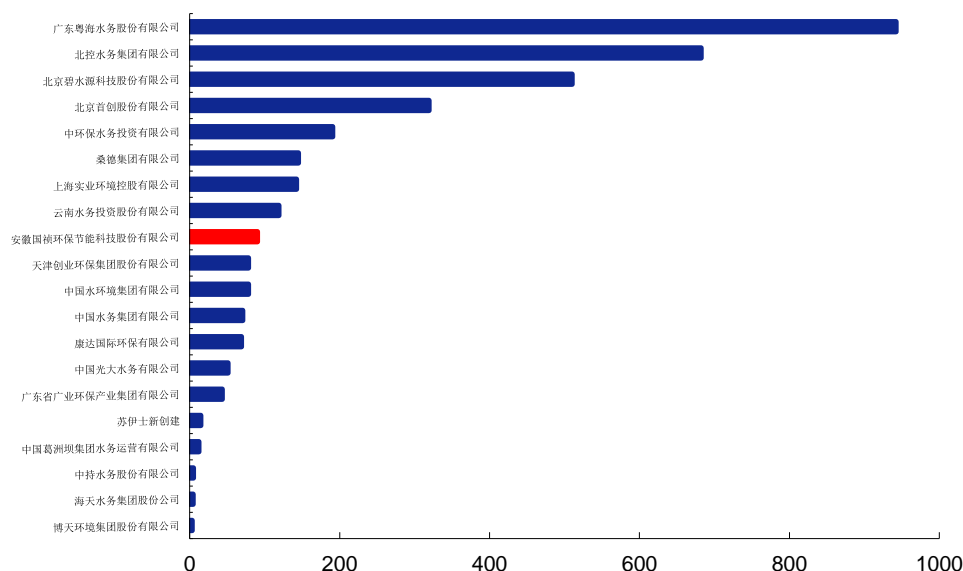
根据 E20 研究院的统计，2017 年公司水务总规模在全国属于中等水平，新增水务处理规模排在前列（在 A 股上市公司中仅次于碧水源、首创股份），发展势头居于前列。

图14： 2017 年水务总规模排名（万吨/日）



资料来源：E20 研究院，新时代证券研究所

图15： 2017 年水务新增总规模排名（万吨/日）



资料来源：E20 研究院，新时代证券研究所

1.4、引入国企战投安徽铁路基金，股权结构优质

实际控制人实力雄厚。公司实际控制人为李炜，其持有安徽国祯集团股份有限公司 63.77% 股份，国祯集团持有公司 37.58% 股份。国祯集团目前旗下已拥有国祯环保、国祯燃气、国祯生态、国祯置业、国祯健康、国祯环境修复等数 10 家全资或控股子公司，国祯环保为国祯集团唯一上市平台。

图16： 国祯集团旗下主要板块

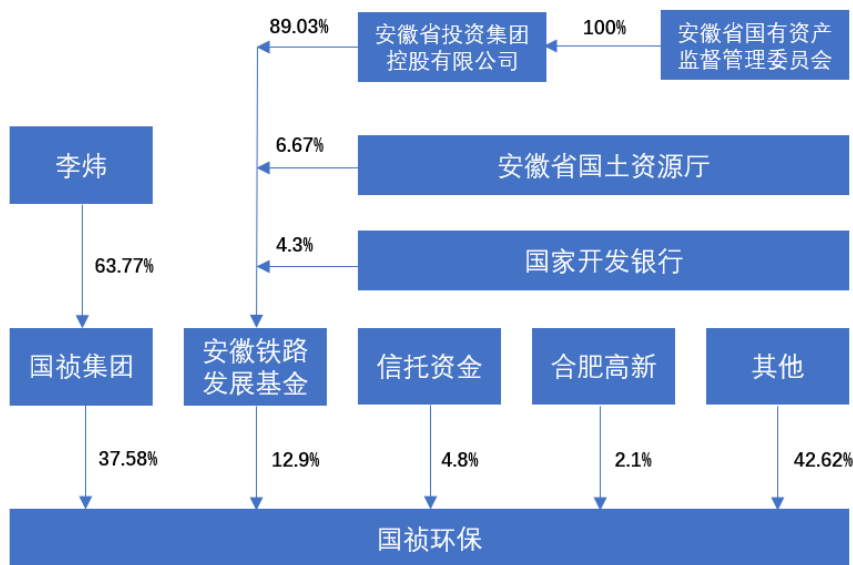


资料来源：国祯集团官网，新时代证券研究所

引入国企战投安徽铁路基金，项目“获取+推进”双双受益。安徽铁路基金于 2017 年 11 月 3 日与日本丸红及丸红北京签订《丸红株式会社及丸红(北京)商业贸易有限公司与安徽省铁路发展基金股份有限公司关于安徽国祯环保节能科技股份有限公司股份之股份转让协议》，通过协议转让方式受让国祯环保无限售条件流通股 39,436,520 股。本次权益变动后，安徽铁路基金直接持有上市公司 39,436,520 股无限售条件流通股，约占上市公司股份总数的 12.9%，成为公司第二大股东。

安徽省投资集团持有公司 89.03% 股权，而安徽省投资集团隶属于安徽省国资委，国企背景使公司受益良多。一方面，公司客户多为政府，国企背景增强了公司的订单获取能力；另一方面，在 PPP 规范化的大背景下，融资环境普遍收紧，国企背书有望增强公司的资金获取能力，保障项目顺利推进。

图17： 公司股权结构（2017 年）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.5、“员工持股+股权激励”绑定员工利益

公司 2014 年上市以来，共开展 2 次股权激励，1 次员工持股，深度绑定员工利益。同时，第二次股权激励的业绩考核是以 2015 年净利润 0.75 亿元为基数，2016-2018 年净利润增长率分别不低于 50%、80%、150%，3 年复合增长率达到 36%，目标远高于第一次，彰显信心。

表2： 公司员工持股及股权激励计划

类型	时间	人数	详情
股权激励	2015 年 11 月	337 名	授予股份：首次授予 1397 万股、预留 162.08 万股；行权条件：相比 2014 年，2015-2017 年扣非后净利润增长率分别不低于 10%、20%、30%
股权激励	2016 年 12 月	125 名	授予股份：首次授予 1393.50 万股、预留 181.50 万股；行权条件：以 2015 年净利润 0.75 亿元为基数，2016-2018 年净利润增长率分别不低于 50%、80%、150%
员工持股	2017 年 4 月	122 名	杠杆 1:1，截至 2017 年 11 月 10 日公司完成员工持股计划购买，成交金额 6394.83 万元

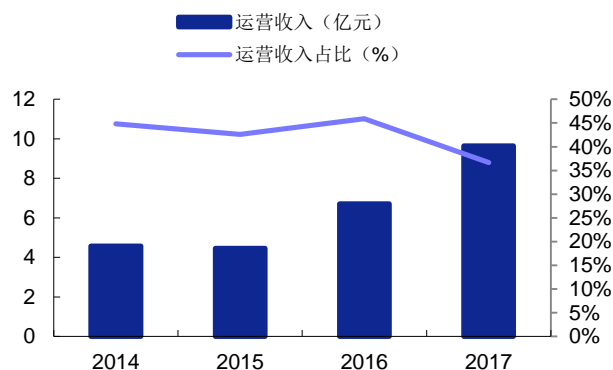
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.6、资产负债率承压，多重融资助力项目顺利落地

资产负债率承压。尽管公司借助 PPP 模式迅速崛起，但是 PPP 模式也具有一次性投资规模大、投入回收周期长的特点。虽然公司经营业绩持续提升，进入运营期项目逐年递增，但由于承接的 PPP 模式业务快速增加，占用资金大，需要进行大量项目融资，造成公司资产负债率持续提高。2017 年年末，公司资产负债率增长

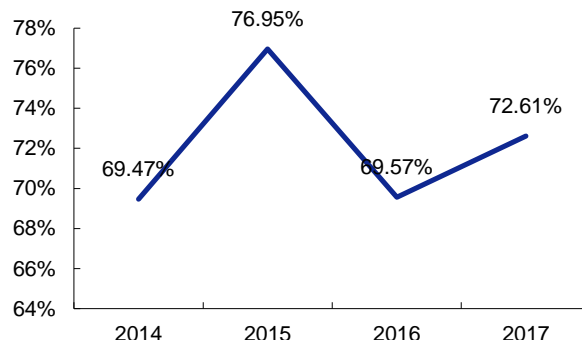
至 72.61%，在同类企业中处于高位。

图18: 公司运营收入增加, 运营收入占比减小



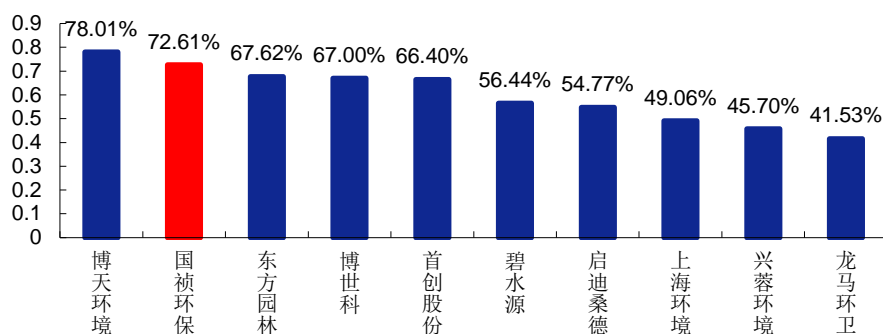
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图19: 公司资产负债率承压 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图20: 2017 年典型环保 PPP 类公司资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

多重融资助力项目顺利落地。为了缓解资金压力,保障项目迅速落地,公司积极推动定增、ABS、产业基金、可转债等多种融资手段,成效显著。

- **定增:** 2016 年 4 月,公司非公开发行新增股份 2549.66 万股,募集资金总额为 5.23 亿元。
- **ABS:** 2016 年 12 月,兴业银行控股子公司兴业基金通过专户子公司兴业财富,以污水处理项目运营收入作为基础资产,运用资产证券化工具为国祯环保成功募集资金 4.88 亿元。2017 年 10 月,公司全资子公司芜湖国祯、彬县国祯拟作为原始权益人,通过合格证券公司或基金子公司设立的资产支持专项计划发行资产支持证券进行融资,拟发行的资产支持证券总规模不超过 3 亿元。
- **产业基金:** 2017 年 7 月,公司分别成立安徽祯创、祯融产业投资基金,规模均不超过 20 亿元,均主要投资于水务环保产业类项目。2018 年 2 月,公告拟与景民天成投资管理公司成立 10 亿产业基金(公司出资认缴 2 亿),主要投资于工业企业的污水处理、节能、大气治理、资源综合利用类项目。
- **可转债:** 2017 年 12 月,公司发行可转债募集资金总额 5.97 亿元,其中 2.95 亿投入合肥市胡大郢污水处理厂 PPP 项目,1.94 亿投入宿州市循环经济示范园污水处理工程 PPP 项目,0.62 亿元投入陆良县三岔河镇供水服务

特许经营项目，0.46 亿元投入江苏省泗阳县城北污水处理厂三期扩建项目。

表3： 公司可转债投入项目概况

序号	项目名称	项目总投资(万元)	资本性支出		非资本性支出	
			金额(万元)	拟使用募集资金(万元)	金额(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	合肥市胡大郢污水处理厂 PPP 项目	39,500	35,701.68	29,500	3,798.32	0
2	宿州市循环经济示范园污水处理工程 PPP 项目	21,628.01	21,187.54	19,400	440.47	0
3	陆良县三岔河镇供水服务特许经营项目	7,400	7,169.89	5,969.89	230.11	230.11
4	江苏省泗阳县城北污水处理厂三期扩建项目	5,120	4,952.71	4,600	167.29	0
合计		73,648.01	69,011.82	59,469.89	4,636.19	230.11

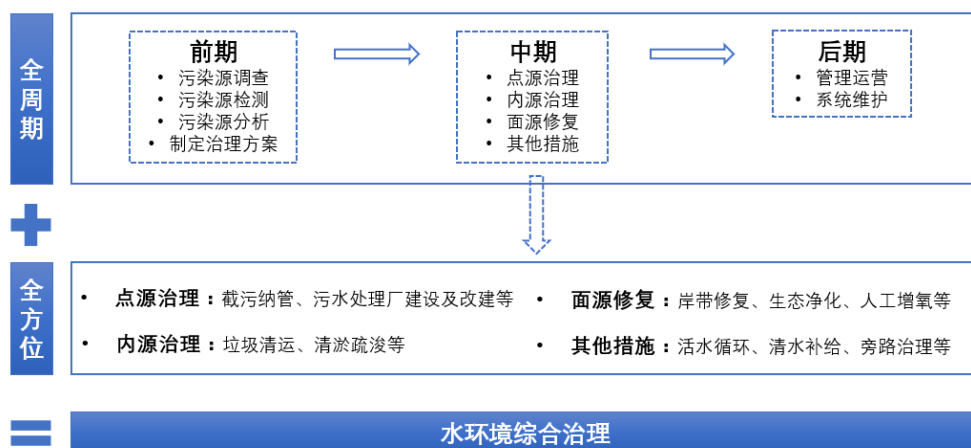
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、借力 PPP，公司进入黄金发展期

2.1、水环境综合治理市场仍处在高速发展期，万亿市场加速释放

广义的水环境综合治理概念包括点源治理、面源修复、内源治理等在内的一个全周期、全方位的系统性工程。

图21： 水环境综合治理内涵



资料来源：新时代证券研究所

“三大规划”共谋水环境综合治理市场，“水十条”的全社会投资大概是4.6万亿元。2015年4月，《水污染防治行动计划》发布，标志水环境治理进入快速发展期。之后，《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》及《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》相继出台，分别对城镇污水处理及流域治理做了详尽规划。同时，2020年在“三大规划”中都是重要的考核节点，近两年多水环境治理仍处在高峰期。

根据环保部环境规划院副院长吴舜泽，完成“水十条”的全社会投资大概是4.6万亿元；通过加大治污投资将带动环保产业新增产值约1.9万亿元，其中，直

接购买环保产业产品和服务约 1.4 万亿元,间接带动环保产业产出增加 5063.4 亿元。

表4: 水环境综合治理相关政策规划

时间	政策名称	政策详情
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》	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。
2016 年 12 月	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	到 2020 年底,实现城镇污水处理设施全覆盖。城市污水处理率达到 95%,其中地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理;县城不低于 85%,其中东部地区力争达到 90%;建制镇达到 70%,其中中西部地区力争达到 50%;京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
2017 年 10 月	《重点流域水污染防治规划(2016-2020 年)》	到 2020 年底,地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%以内。直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。
		到 2020 年底,城市和县城再生水利用率进一步提高。京津冀地区不低于 30%,缺水城市再生水利用率不低于 20%,其他城市和县城力争达到 15%。
		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,劣Ⅴ类比例控制在 5%以下。

资料来源:国务院,发改委,住建部,生态环境部,水利部,新时代证券研究所

2.2、PPP 与水环境治理契合度高,环保需求刚性强

PPP 与水环境治理契合度高。水环境治理项目需求长期稳定、项目投资较大、依赖政府扶持,因此成为了环保 PPP 主战场。而 PPP 规范化带来的竞争格局改善,将利于民营环保龙头公司脱颖而出。

图22: 水环境综合治理项目特点



资料来源:新时代证券研究所

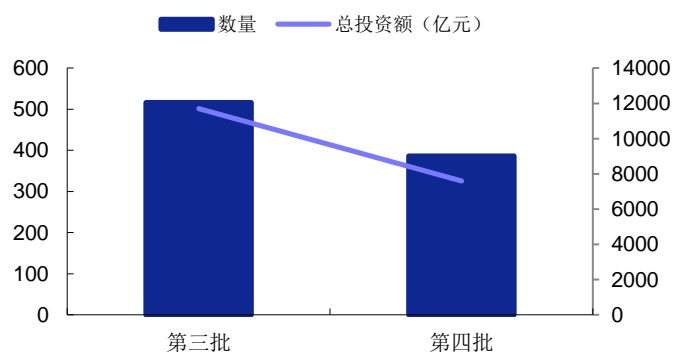
PPP 规范化优化行业竞争环境。PPP 规范化后的主要趋势是“重运营”&“国退民进”,将会给民营环保企业提供一个更加有序和公平的竞争环境。

- 一方面,“重运营”表明未来 PPP 项目将更重视“处理效果”,将更重视技术过硬、运营经验丰富的龙头公司。
- 另一方面,“国退民进”是指过去 PPP 项目中竞争优势巨大的国企将逐渐被限制,政府更鼓励民间资本更多的参与到 PPP 项目中来,民营企业将更受重视。

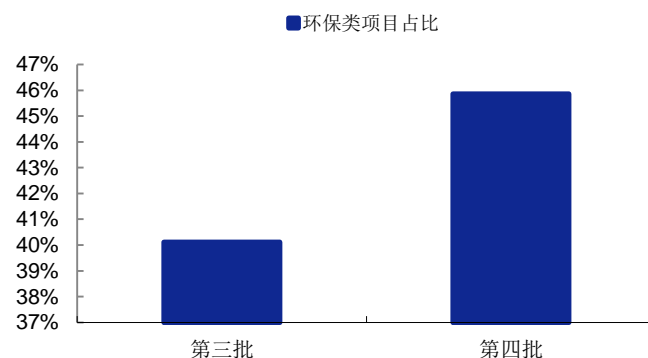
图23: PPP 规范化历程

资料来源：财政部，发改委，国资委，新时代证券研究所

环保 PPP 更具投资刚性，未来在 PPP 项目中的占比将持续增加。环保不仅仅具有拉动投资的基建属性，更重要的是，环保是关系民生的大事，公共需求的刚需更强。财政部第四批 PPP 示范项目中环保 PPP 占比增加，同比增长 14.31%，示范意义显著。

图24: 第四批示范项目数量和投资额均大幅下降

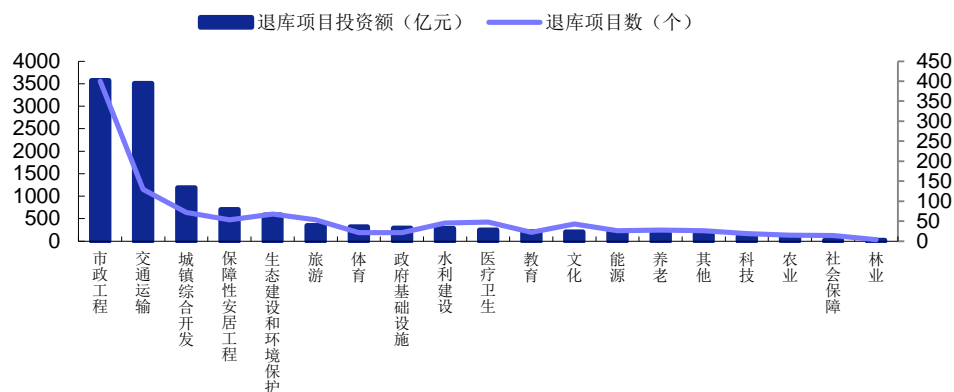
资料来源：财政部，新时代证券研究所

图25: 环保 PPP 占比增加，同比增长 14.31%

资料来源：财政部，新时代证券研究所

清库结果中环保受影响较小。2017年11月16日财政部92号文发布后，各地积极开展项目库清理工作。自2017年12月至2018年3月末，综合信息平台已累计清退管理库项目1,160个，累计清减投资额1.2万亿元，其中生态建设和环境保护项目68个（占比5.86%），退库投资额581亿元（占比4.84%），影响较小。

图26: 2017年12月至2018年3月末退出管理库项目数和投资额行业分布情况

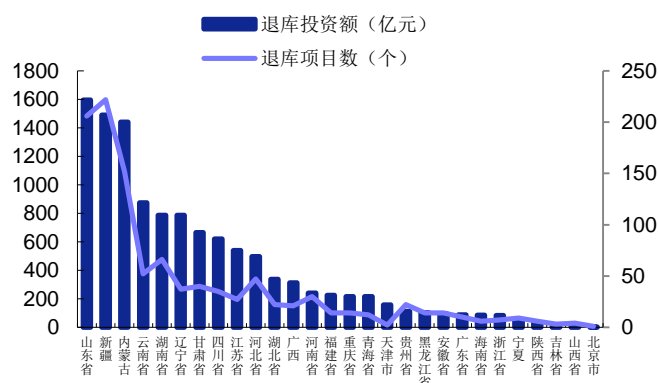


资料来源：财政部，新时代证券研究所

2.3、公司 PPP 订单多集中在中东部经济发达地区，项目模式相对成熟

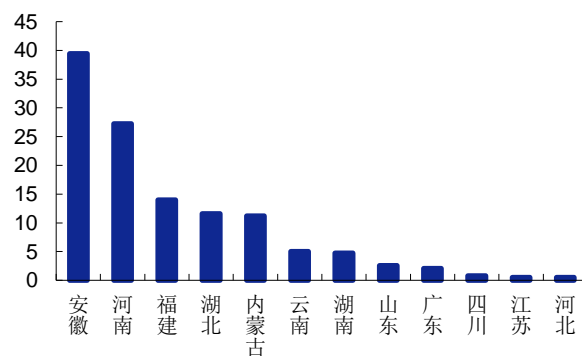
公司 PPP 订单多集中在中东部经济发达地区。目前 PPP 清库的一个最重要原因就是部分地方财政的压力比较大。根据财政部的统计数据，自 2017 年 12 月至 2018 年 3 月末，退库项目投资额前三位是山东（含青岛）、新疆、内蒙古，分别为 1596 亿元、1491 亿元、1441 亿元，合计占退库项目投资额总数的 37.1%。我们发现，目前退库金额较大的地区主要集中在西部的经济欠发达地区，而公司 2017 年至今的 PPP 订单主要集中在中东部经济发达地区，清库的风险较低。

图27: 2017年12月至2018年3月末退出管理库项目数和投资额地域分布情况



资料来源：财政部，新时代证券研究所

图28: 公司 2017 年至今 PPP 中标项目金额的地区分布 (亿元)

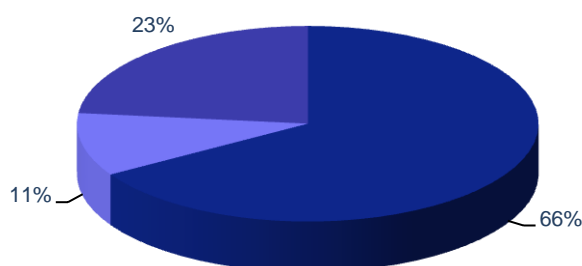


资料来源：公司公告，新时代证券研究所；注：阜阳市水系综合整治项目金额取 12.5 亿元（公司负责的工程量）。

项目模式相对成熟。从公司 2017 年至今中标的 PPP 项目来看，公司目前 PPP 项目模式比较成熟。公司 66% 的 PPP 项目为商业模式成熟的供排水项目，11% 的 PPP 项目为项目边界清晰、绩效考核机制完善的黑臭水体治理项目，23% 的 PPP 项目为技术工艺明确、付费机制合理的村镇污水项目。

图29: 公司 2017 年至今的 PPP 中标项目以供排水项目为主

■ 供排水项目 ■ 黑臭水体治理项目 ■ 村镇污水项目



资料来源：公司公告，新时代证券研究所；注：阜阳市水系综合整治项目金额取 12.5 亿元（公司负责的工程量）。

表5： 公司 2017 年至今的 PPP 中标项目

项目名称	所在省份	金额（亿元）	日期	工期
泗阳县城北污水处理厂三期扩建项目（PPP）	江苏	0.51	2017 年 2 月 23 日	至 2038 年 2 月 28 日止
寿县安丰镇城镇污水集中处理工程特许经营权出让（PPP）项目	安徽	0.29	2017 年 2 月 23 日	建设期 2 年； 运营期 23 年
宿州市循环经济示范园污水处理工程 PPP 项目	安徽	2.16	2017 年 4 月 25 日	特许经营期：30 年（含建设期）
随州市城北污水处理厂 PPP 项目	湖北	0.55	2017 年 5 月 16 日	合作期限为 25 年
青岛保税港区济宁（邹城）功能区给排水 PPP 项目	山东	1.85	2017 年 7 月 18 日	建设期 1 年； 运营期 14 年
阜阳市水系综合整治（含黑臭水体治理）PPP 项目（标段二）	安徽	51.40（公司负责 12.5 亿元）	2017 年 7 月 28 日	建设期 3 年； 运营期 15 年
新会区东郊污水处理厂三期工程及配套管网 PPP 项目	广东	2.05	2017 年 8 月 25 日	新建污水处理厂三期工程合作期为 30 年其中建设期约 16 个月；新建配套管网建设期暂约定 1.5 年；新建及存量（已建、在建）配套管网运营期为 8 年
潜江市集镇污水处理工程 PPP 项目	湖北	9.73	2017 年 10 月 14 日	建设期 1 年； 运营期 29 年
山东省泗水县第二污水处理厂 PPP 项目	山东	0.70	2017 年 10 月 14 日	建设期 1 年； 运营期 29 年
华容县污水处理设施厂网一体化（一期）桥东污水处理厂网设施 PPP 项目	湖南	1.43	2017 年 10 月 14 日	建设期 1 年； 运营期 24 年
乌兰察布市中心城区抗旱应急备用水源（旗下营水源地）PPP 项目	内蒙古	5.16	2017 年 10 月 28 日	特许经营期为 10 年（不含建设期）
仙游县污水处理工程 PPP	福建	10.61	2017 年 11 月 20 日	建设期 2 年； 运营期 15 年
莆田市城厢区农村污水处理工程（一）PPP 项目	福建	3.39	2017 年 11 月 20 日	建设期 7 个月； 运营期 10 年
乌拉特后旗恢复湿地中水循环利用工程 PPP 项目	内蒙古	6.05	2017 年 12 月 26 日	建设期 18 个月； 运营期 15 年
砚山县镇（园区）建成区污水治理一期工程 PPP 项目	云南	2.5	2018 年 1 月 25 日	建设期 1 年； 运营期 24 年

亳州市城区排水设施 PPP	安徽	13.35	2018 年 2 月 2 日	项目合作期 30 年（即建设期与运营期之和为 30 年）
长垣县防汛除涝及水生态文明城市建设东区工程 PPP 项目	河南	11.96	2018 年 2 月 2 日	建设期 2 年；运营期 23 年
长垣县防汛除涝及水生态文明城市建设南区工程 PPP 项目	河南	15.30		
吴桥县城区污水处理厂 PPP 项目	河北	0.5	2018 年 2 月 2 日	特许经营期：25 年
随州市曾都区镇级污水处理厂及管网建设 PPP 项目	湖北	1.34	2018 年 3 月 6 日	建设期 1 年；运营期 29 年
衡阳县城污水处理设施及污水管网工程 PPP 项目	湖南	3.30	2018 年 4 月 10 日	建设期 2 年；运营期 28 年
广元经济技术开发区石龙污水处理配套管网建设 PPP 项目	四川	0.8	2018 年 4 月 10 日	建设期 1 年；运营期 9 年
合肥市小仓房污水处理厂 PPP	安徽	11.16	2018 年 5 月 29 日	特许经营期：29 年（含建设期 18 个月）
砚山县供排水及管网设施 PPP 项目	云南	2.54	2018 年 6 月 6 日	建设期 1 年；运营期 29 年

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.4、融资环境边际改善带来发展良机

货币政策和财政政策双双发力，融资环境逐渐宽松。2018 年 7 月 5 日起，央行实行定向降准。2018 年 7 月 18 日，银保监会表示，大中型银行要加大信贷投放力度，带动贷款利率明显下降，做好民营企业和小微企业融资服务。2018 年 7 月 19 日，根据 21 世纪经济报道，央行窗口指导具有一级交易商资质的银行，将额外给予 MLF 资金，用于支持贷款投放和信用债投资。2018 年 7 月 20 日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，针对资管新规没有说清楚的过渡期问题、净值核算问题、投资方向等问题进行了说明。银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，向社会征求意见。证监会就《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其配套细则对外公开征求意见。2018 年 7 月 23 日，国务院常务会议要求积极财政政策要更加积极，保持适度融资规模，引导金融机构支持小微企业。我们认为，目前货币政策和财政政策双双发力，融资环境逐渐宽松。

表6： 融资环境逐渐宽松

时间	事件
2018 年 4 月 25 日	央行定向降准 1 个百分点，以置换中期借贷便利（MLF）。
2018 年 7 月 5 日	央行下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2018 年 7 月 18 日	银保监会表示，大中型银行要加大信贷投放力度，带动贷款利率明显下降，做好民营企业和小微企业融资服务。
2018 年 7 月 19 日	根据 21 世纪经济报道，央行窗口指导具有一级交易商资质的银行，将额外给予 MLF 资金，用于支持贷款投放和信用债投资。对于贷款投放，要求较月初报送贷款额度外的多增部分按 1: 1 给予 MLF 资金，多增部分为普通贷款，不鼓励票据和同业借款。对于信用债投资，AA+及以上评级按 1: 1 比例给予 MLF，AA+以下评级按 1: 2 给予 MLF 资金，要求必须为产业类，金融债不符合。
2018 年 7 月 20 日	央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，针对资管新规没有说清楚的过渡期问题、净值核算问题、投资方向等问题进行了说明。

时间	事件
	银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，向社会征求意见。
	证监会就《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其配套细则对外公开征求意见。
2018年7月23日	国务院常务会议要求积极财政政策要更加积极，保持适度融资规模，引导金融机构支持小微企业。
资料来源：央行、保监会、证监会、国务院、21世纪经济报、新时代证券研究所	

2.5、技术储备雄厚，为公司高速发展保驾护航

公司注重研发投入，做了很多国家科技重大专项、国家 863、十一五、十二五、十三五中的一些重大研究项目，积累了深厚的技术储备。2017 年，公司申请国家专利 17 项，当年获专利授权 2 项。目前，公司共拥有国家专利 79 项，其中发明专利 29 项。

表7： 公司承担的省级以上科研项目

序号	项目类别	课题编号	课题名称	参与方式	进展情况
1	国家科技重大专项	2015ZX07218001	重点区域分散型点源处理及小流域综合整治长效机制研究与产业化示范	主持	在研
2	国家科技重大专项	2017ZX07602-001-002	村镇污水高效脱氮除磷关键技术集成验证及推广应用	参加	在研
3	国家 863 计划	2009AA063804	污水处理高效曝气成套设备的研制与应用	主持	通过验收
4	国家 863 计划	2009AA063801	污水预处理设备研制与全流程设备集成研究	参加	通过验收
5	国家 863 计划	2009AA064701	城市污泥高效脱水关键设备和工艺研发及示范	参加	通过验收
6	国家 863 计划	2004AA601060	城市污水氧化沟处理工艺的设备成套化研究	主持	通过验收
7	国家科技支撑计划	2006BAC19B02	氧化沟法城市污水处理厂节能降耗关键技术	参加	通过验收
8	国家科技支撑计划	2006BAC19B03	SBR 法城市污水处理厂节能降耗关键技术	参加	通过验收
9	住房和城乡建设部 2014 年科学技术项目计划	2014-K7-022	巢湖流域乡镇污水处理关键技术和集约化运营模式研究	主持	在研
10	安徽省科技攻关项目	7010301022	好氧颗粒废水处理工艺的设备成套化	主持	通过验收
11	安徽省科技攻关项目	12010402093	小城镇污水处理高效生物脱氮除磷技术及关键设备研发	主持	通过验收
12	安徽省科技攻关项目	13010402129	巢湖流域污水处理厂一级 A 标准再提升关键技术研究	主持	通过验收
13	安徽省科技攻关项目	150104118	面向巢湖和淮河流域的新一代城市污水处理技术研究	参加	在研

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

经过多年的积累，公司获取了大量的资质，覆盖设计、建筑、运营等全领域。同时，公司也获得了众多的技术类奖项，先后 2 次获得国家科技进步二等奖。

图30： 公司部分资质情况



图31： 公司部分获奖情况



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2.6、订单质量获得肯定，阜阳项目彰显实力

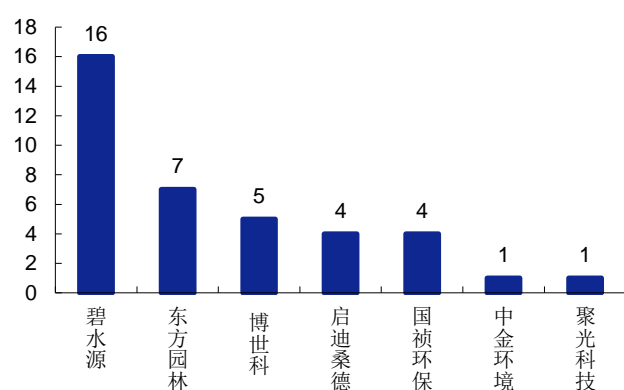
订单质量获得肯定。2018年2月6日，财政部发布《关于公布第四批政府和社会资本合作示范项目名单的通知》，公司共4个项目入选，合计17.6亿元，表现出色。

表8：公司入选的第四批示范项目

序号	项目名称	投资额（万元）
1	安徽省宣城市郎溪县污水处理厂及配套管网建设项目	40000
2	山东省济宁市邹城市青岛保税港区济宁（邹城）功能区给排水 PPP 项目	18471
3	湖北省潜江市城乡一体化（集镇）污水处理 ppp 项目	97266
4	广东省江门市新会区东郊污水处理厂三期工程及配套管网项目	20534
合计		176271

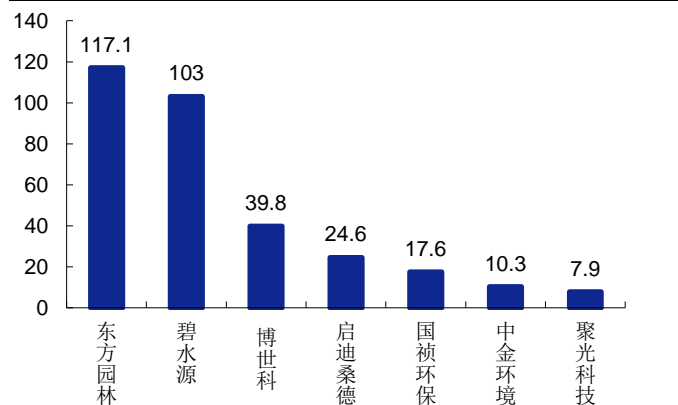
资料来源：财政部，公司公告，新时代证券研究所

图32： 第四批 PPP 示范项目环保公司项目数排名



资料来源：财政部，新时代证券研究所

图33： 第四批 PPP 示范项目环保公司金额排名（亿元）

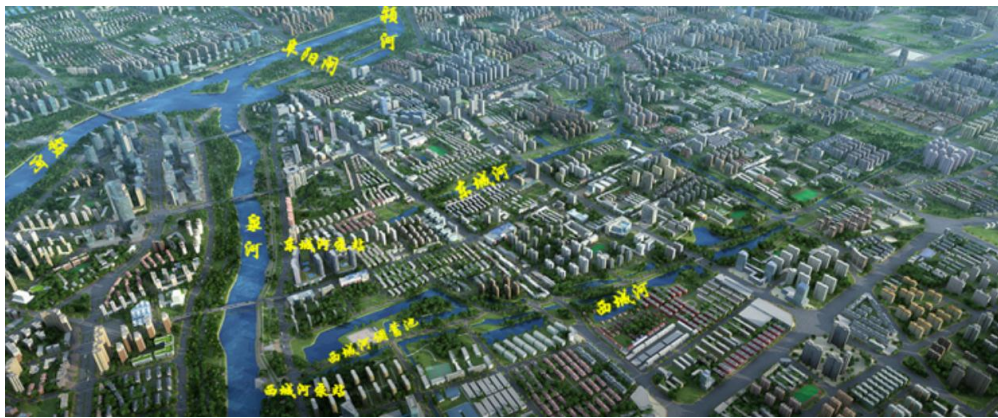


资料来源：财政部，新时代证券研究所

阜阳项目彰显实力，示范效应显著。2017年7月，公司作为联合体成员之一中标了阜阳市城区水系综合整治（含黑臭水体治理）PPP项目（标段二），项目总投资高达51.4亿元。2017年8月，公司与中国葛洲坝集团基础工程有限公司分别签署了《阜阳市城区水系综合整治（含黑臭水体治理）标段二PPP项目联合施工协议》、《阜阳市城区水系综合整治（含黑臭水体治理）PPP项目（标段二）水系整治工程C标工程施工合同》，对应合同额分别为68,245.20万元、56,732.81万元。

阜阳项目包含24条河道工程、12条河道景观工程、1座排涝泵站、172.5公里截污管道、11座调蓄池、16座蓄水闸坝、拆除桥梁50余座、重建桥梁32座、新建桥梁19座。主要建设内容为市政工程、河道工程、河道景观工程、排涝泵站、截污管道、调蓄池、蓄水闸坝、桥梁。项目建设期不超过3年，运营期15年。

图34： 阜阳项目所辖主要流域图



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

一方面，公司拿到施工合同共计 12.5 亿元，占公司 2017 年营收的 47.56%，将成为公司未来业绩的有力保障。另一方面，本次项目投资额巨大，竞争者也繁多，公司作为联合体能够中标彰显了实力。同时，本次公司拿到的工程金额占项目总投资 24.32%，占比超过公司占项目公司 14.24% 的比例，在项目中扮演了重要的角色。这次项目的示范效应，有利于公司进一步深度布局河道治理、流域治理等业务板块，不断提升公司整体竞争力和行业影响力，为后续更多项目落地及实施产生积极影响。

表9： 阜阳项目基本情况

基本情况	详情
项目名称	阜阳市城区水系综合整治（含黑臭水体治理）PPP 项目（标段二）
项目总投资	51.4 亿元
项目公司工程	项目公司注册资本 12.5 亿元，其中阜阳市建设投资控股集团有限公司出资比例 5%；项目牵头人中国葛洲坝集团股份有限公司出资比例 35%；中证葛洲坝城市发展（深圳）产业投资基金管理有限公司出资比例 45.75%；公司出资比例 14.24%；天津市市政工程设计研究院出资比例 0.01%。
项目回报机制	年运维绩效服务费 7,000 万元；年可用性服务费 56,050 万元。
项目内容	项目建设地点位于安徽省阜阳市颍西片区，主要建设内容为：市政工程、河道工程、河道景观工程、排涝泵站、截污管道、调蓄池、蓄水闸坝、桥梁。
运作模式	采用 DBFOT（设计-建造-融资-运营-移交）模式。
合作期限	建设期不超过 3 年，运营期 15 年。
国祯环保负责部分	施工合同共计 12.5 亿元

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.7、新签订单增长迅猛，2018 年进入项目集中投运期

公司 2017 年新签工程类订单合计 47.64 亿元，同比增长 435%；新签特许经营类订单合计 32.64 亿元，同比增长 210.39%。公司 2018 年一季度新签工程类订单合计 14.75 亿元，同比增长 461.47%；新签特许经营类订单合计 27.18 亿元，同比增长 836.61%。

截止 2017 年年报，公司污水处理厂在建规模 96 万吨/日（17 个），根据项目一般建设期在 1 年左右，我们预计大部分项目会在 2018 年投产。

表10： 公司新签订单金额（万元）

订单类型	2016	2017
EPC	66,192.97	426,838.54
EP	22,102.17	49,575.31

订单类型	2016	2017
BT	755	
工程类合计	89,050.14	476,413.85
BOT	13,566.03	43216
PPP	80,678.10	283228.16
BOT+TOT	7,424.24	
TOT	3,505	
特许经营类订单合计	105173.37	326444.16

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

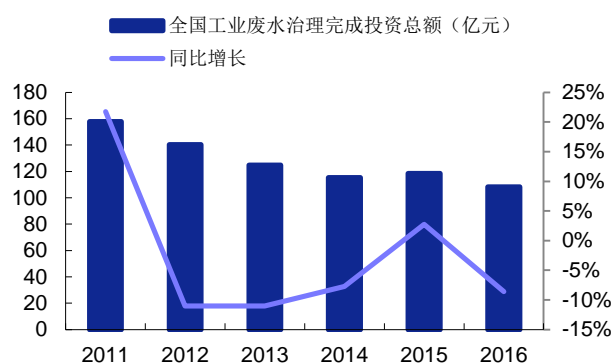
3、多维布局，工业及乡镇水处理业务值得期待

3.1、收购麦王环境，布局工业水领域

3.1.1、在工业水领域，真正优质的企业才有机会突出重围

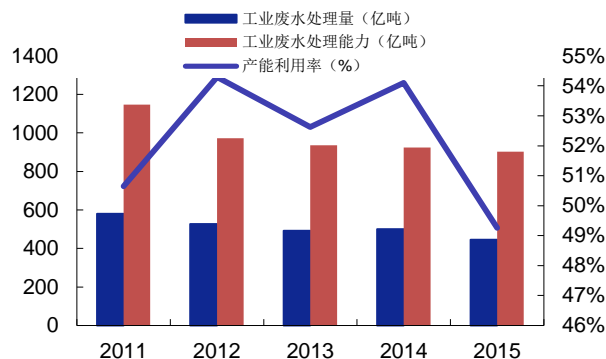
根据国家统计局，2016年全国工业废水治理完成投资总额为108.24亿元，同比下降8.59%，近几年总的趋势是缓慢下行。究其原因，主要是因为目前的工业废水处理能力大幅高于废水处理量，15年产能利用率仅为49.26%，处理设施从建设数量上来看其实是够用的。

图35： 全国工业废水治理完成投资总额（亿元）



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

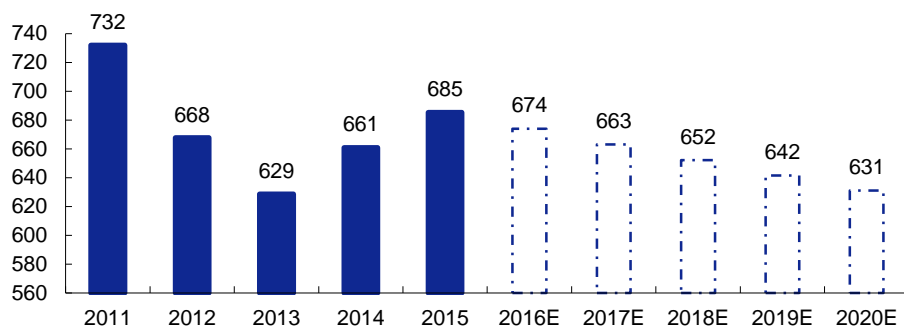
图36： 工业废水处理能力仍有余地



资料来源：环境统计年鉴，新时代证券研究所

我们认为，目前工业水行业整体增速放缓，年均600亿至700亿空间，行业未来主要突破点是第三方治理带来的渗透率提升。在行业集中度提高的过程中，真正优质的企业才会真正受益。

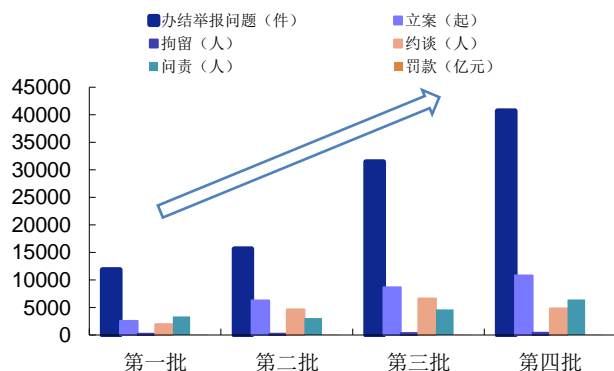
图37： 根据我们预测，工业水治理市场空间年均600亿至700亿



资料来源：国家统计局，环境统计年鉴，新时代证券研究所；注：我们预计未来几年工业废水处理量将下降（-6.45%），处理价格将提升（5.15%）

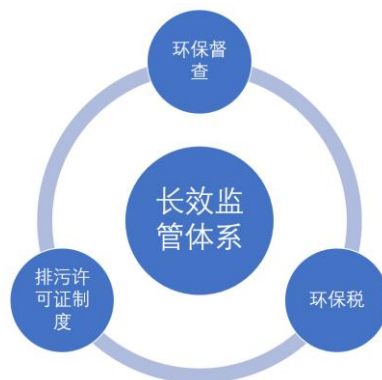
（1）由于工业水相对更复杂，治理难度也更大，废水偷排现象屡禁不止。2016年以来，“环保督查+排污许可证制度+环保税”共同建立了一套监管的长效机制，将倒逼工业废水处理正规化，企业有向第三方转移治污责任的动力，也只有实力强劲的环保公司才有实力承担这份责任。

图38： 环保督查力度逐渐趋严



资料来源：环保部，新时代证券研究所

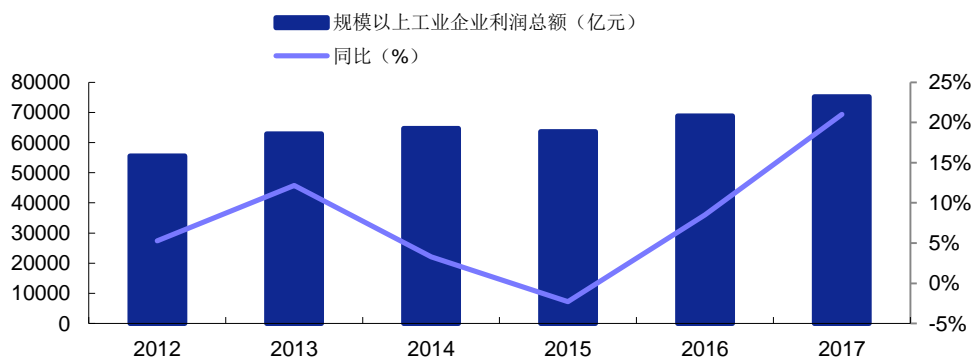
图39： 环保监管长效机制



资料来源：新时代证券研究所

（2）受供给侧改革和环保高压影响，工业废水排放量大的主要行业（化工、造纸、纺织、煤炭等）的企业盈利能力显著改善，由此环境治理意愿将增强。对于大中型上游企业来说，环保治理的负担其实并不重，企业更关注的是治理是否稳定可靠，更倾向于选择已经建立了良好口碑的龙头公司。

图40： 2017年规模以上工业企业利润总额同比增长21%



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

(3) 循环经济产业园可以将原本零散的排污企业集中起来，污染物可以进行规模化的集中处置，可以大大降低治污成本，也更方便第三方进来统一进行管理，有望成为第三方治理重要的突破口。与此同时，产业园的废水更为复杂多样，且对处理成本更为敏感，对高效的处理技术的依赖度更高。

3.1.2、麦王环境：工业水领域的优质标的

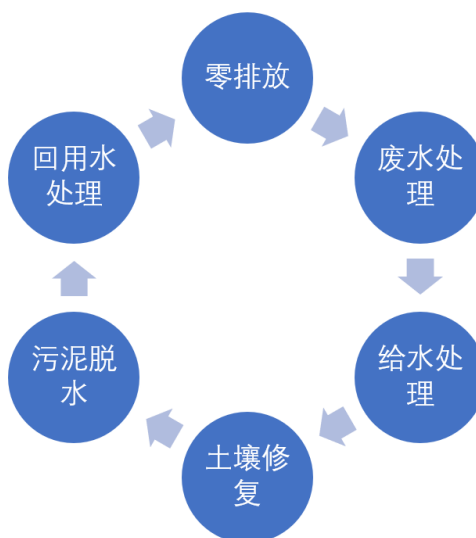
麦王环境可以为客户提供完整且一步到位的全生命周期环境治理服务。麦王环境是国内具有全球资源和国际视野的环保能源综合服务商，拥有一支高度敬业、技术先进、经验丰富的技术和管理专家、工程师、项目经理及销售精英团队，为世界各地客户提供项目咨询、投融资、工程设计、设备供应和集成、工程建设和运营维护等全方位的支持和服务。20多年以来，麦王环境从单一的先进环保设备供应和集成商，稳健成长为国内工业领域一流的环保能源综合服务商，能够给客户提供完整且一步到位的全生命周期环境治理服务。

图41： 麦王环境完整且一步到位的全生命周期环境治理服务



资料来源：麦王环境官网，新时代证券研究所

图42： 麦王环境技术体系



资料来源：麦王环境官网，新时代证券研究所

麦王环境在多领域积累了深厚的技术储备及丰富的实践经验。麦王环境在零排

放、废水处理、回用水处理、给水处理、污泥脱水技术、土壤修复等领域都有一定的技术储备，其业绩遍及石油化工、煤化工、化工、钢铁、焦化、制药、食品饮料、汽车制造、印染和市政等诸多行业，受到了业界和客户的广泛尊重和好评。

表11: 麦王环境典型工程案例

行业	工程项目
煤化工	煤制醇 华谊集团焦炭联产甲醇工程一期年产 60 万吨甲醇水处理工程项目
	煤制烯烃 陕煤集团旗下煤制烯烃项目回用水处理站工程浓水处理系统（项目）
	煤制气 内蒙古某煤化工污水处理回用水及零排放项目
	零排放 阳煤集团旗下煤化工乙二醇废水处理系统和回用及零排放项目
钢铁行业	焦化 钢铁焦炉焦化酚氰废水项目
	冷轧 宝钢集团旗下冷轧不锈钢带钢厂废水处理站一期（含酸废水处理）项目
	全厂污水 宝钢集团旗下钢厂全厂废水处理及回用项目
	回用水 宝钢集团旗下钢铁工业废水深度处理及综合利用项目
石油化工	石油炼油废水的处理 中石化海南炼油化工有限公司污水处理场工程
	石油化工废水的处理 上海赛科石油化工 SECCO-OSBL 污水处理厂项目
	难生化废水的处理 泸天化集团旗下 PTMEG 工程难降解废水处理项目
	化工废水的处理 万华集团旗下异氰酸酯一体化公用工程园区综合废水处理装置、回用水处理装置
市政工程	市政污水深度处理 徐州西区污水处理厂
	市政回用水处理 宁波江东南城市污水处理厂
	市政污泥处理 绍兴污水处理厂
食品饮料	食品废水处理 可口可乐旗下东北厂废水处理工程

资料来源：麦王环境官网，新时代证券研究所

图43: 麦王环境主要客户



资料来源：麦王环境官网，新时代证券研究所

受益于工业水治理第三方治理加速，看好麦王环境后续业绩回暖。2015 年 8 月，公司决定以自有资金 3.69 亿元收购麦王环境技术股份有限公司 72.31% 的股权。业绩承诺为麦王环境 2015 年和 2016 年归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润，分别不低于 4167 万元和 5233 万元，该承诺净利润指标每年度可向下浮动不超过 5%，但 2015 年和 2016 年麦王环境归属于母公司股东的扣除非经常性损益后实现的净利润合计不得低于 9400 万元。麦王环境 2015 及 2016 年度归属于麦王环境股东的扣除非经常性损益后实现的业绩指标合计为 8254.88 万元，未能完成约定的业绩指标。目前公司已经收到业绩补偿款 3347.33 万元。2017 年，麦王环境实现净利润 1435.32 万元，同比下滑了 67.07%。2017 年公司对麦王环境计提商誉减

值 2078.57 万元。

2017 年，麦王环境分别取得了 TPCO Rolling Mill No.2 Package 项目、中粮生化（沫河口工业园）污水改造 EPC 及托管运营项目、松原新创生化废水处理系统技术改造项目等多个订单。同时，国祯环保在 2018 年 2 月发布公告称，公司拟参与投资设立景民钢铁行业转型发展基金贰号（有限合伙），基金总规模不超过 10.01 亿元，主要投资于工业企业的污水处理、节能、大气治理、资源综合利用类项目，此举将对公司工业环保方向产生积极影响。我们认为，环保行业供给侧改革叠加上游资源型企业回暖，工业水治理的第三方治理有望加速渗透，麦王环境作为工业水行业龙头企业，有望抓住历史机遇，进入高速发展期。

3.2、收购挪威 GEAS 公司，拓展乡镇污水处理业务

3.2.1、乡镇污水处理空间广阔，有望成为下一个环保治理风口

政策推动是释放村镇污水市场的核心动力。2017 年 2 月，《全国农村环境综合整治“十三五”规划》发布，明确到 2020 年，新增完成环境综合整治的建制村 13 万个，累计达到全国建制村总数的三分之一以上。2018 年 1 月，《2018 中央一号文件》发布，强调实施农村人居环境整治三年行动计划。2018 年 5 月，第八次全国环保大会在京召开，讲话中多次提及农村环境治理，农村环境治理地位显著提升。

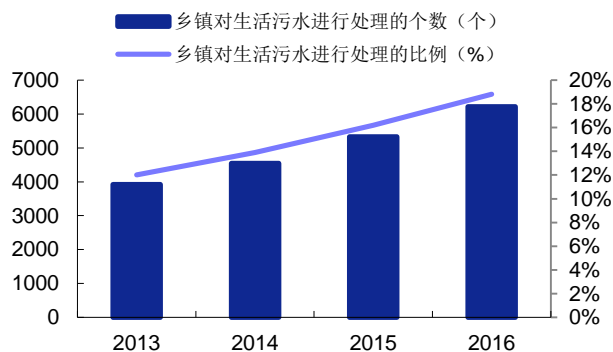
表12： 近期乡镇污水处理相关政策

时间	政策名称	政策要点
2017 年 2 月	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》	到 2020 年，新增完成环境综合整治的建制村 13 万个，累计达到全国建制村总数的三分之一以上。
2018 年 1 月	《2018 中央一号文件》	实施农村人居环境整治三年行动计划，以农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向，整合各种资源，强化各种举措，稳步有序推进农村人居环境突出问题治理。
2018 年 5 月	第八次全国环保大会	要持续开展农村人居环境整治行动。以农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向，推进乡村环境综合整治，国家对农村的投入要向这方面倾斜。

资料来源：生态环境部，财政部，中共中央，国务院，新时代证券研究所

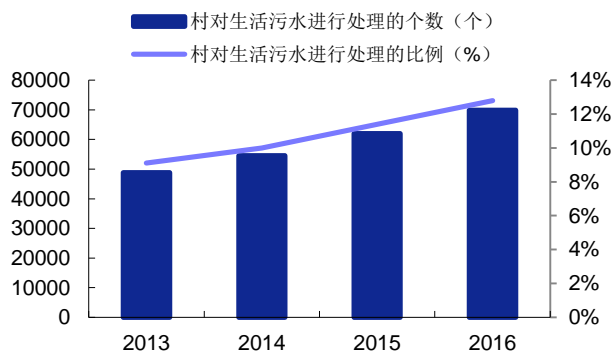
乡镇污水处理率低下。根据 E20 研究院及住建部《中国城乡建设统计年鉴》的相关数据显示，2016 年乡镇对生活污水进行处理的个数为 6214 个，比例为 18.8%，村对生活污水进行处理的个数为 69839 个，处理比例 12.8%，处理率低下。

图44： 乡镇生活污水处理个数及比例



资料来源：住建部，E20 研究院，新时代证券研究所

图45： 村生活污水处理个数及比例



资料来源：住建部，E20 研究院，新时代证券研究所

乡镇污水处理领域市场空间巨大，发展前景广阔。就污水处理率方面，“十二

“五”规划是要求建制镇污水处理率达到 30%，而“十三五”规划将比例提高至 70%，标准提高了两倍以上。

表13: “十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设主要目标及建设任务

指标	2015 年	2020 年	“十三五” 新增	
污水处理率（%）	城市	91.9	95 其中：地级及以上城市建成区基本实现全收集、全处理	3.1
	县城	85	≥ 85 其中：东部地区县城力争达到 90	/
	建制镇	/	70 其中：中西部地区建制镇力争达到 50	/
污泥无害化处置率（%）	城市	53	75 其中：地级及以上城市 90	22
	县城	24.3	力争达到 60	35.7
	重点镇	/	提高 5 个百分点	5
再生水利用率（%）	京津冀地区	34.4	≥ 30*	/
	其中：北京	65.9	68.0	2.1
	天津	2.5	30.0	1.5
	河北	24.1	30.0	2.3
	缺水地区	9.19	≥ 20	7.9
	其他地区	9.66	力争达到 15	11.6
污水管网规模（万公里）	29.65*	42.24	12.59	
污水处理设施规模（万立方米/日）	19634	26766	5022	
再生水生产设施规模（万立方米/日）	2653*	4158*	1505*	

资料来源：《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，新时代证券研究所；注：表中*不含建制镇数据。

根据我们估算，“十三五”建制镇投资规划总额可以达到 953.31 亿元，其中新增污水管网 3.05 万公里，预计投资规模 516.97 亿元，占“十三五”总规划的 24.23%；改造老旧管网 0.46 万公里，预计投资规模 82.04 亿元，占比 16.61%；新增污水处理设施 1095 万立方米/日，预计投资规模 328.37 亿元，占比 21.80%；新增或改造污泥无害化处理处置设施能力 0.53 万吨/日，预计投资规模 25.93 亿元，占比 8.82%。

表14: “十三五”建制镇投资规划

项目	增量	平均单位投资额	投资规模(亿元)	占总投资比重
新增污水管网	3.05 万公里	169.50	516.97	24.23%
改造老旧管网	0.46 万公里	178.34	82.04	16.61%
新增污水处理设施	1095 万立方米/日	0.30	328.37	21.80%
新增或改造污泥无害化处理处置设施能力	0.53 万吨/日	48.92	25.93	8.82%
总计			953.31	

资料来源：“十三五”城镇污水处理及再生利用设施建设规划，新时代证券研究所

3.2.2、收购挪威 GEAS 公司，引进先进技术

2015 年，公司决定以 44,370,772 挪威克朗（约合人民币 3,472.9 万元）协议受让挪威 Goodtech Environment AS 公司（简称“GEAS”）100% 股权。GEAS 公司前

作为一家以生产中小型污水处理设备为主的高科技环保公司,2003 年正式成立,目前业务范围包括私人住宅、集中式住宅的污水和灰水处理系统,饮用水处理系统,公用部门及军队等提供可移动的泵站和自动化的污水处理系统的设备生产、安装以及后续服务。

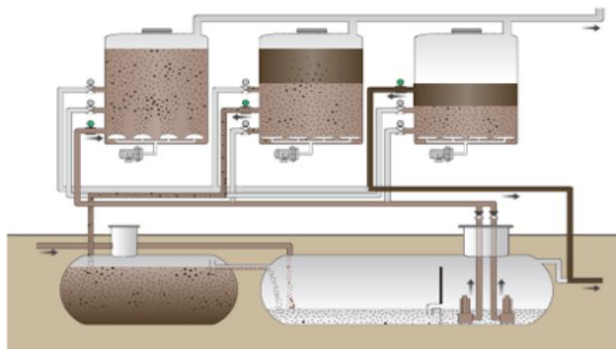
引进先进技术,构建多种小城镇污水处理系统。GEAS 公司主要生产、维护和销售中小型规模的 Biovac 污水处理设备设施、Haco 过滤器污水净化系统和 Fluidtec 膜饮用水处理系统,应用领域主要包括私人住宅、集中式住宅的污水和灰水处理、饮用水处理系统、公用部门及军队等提供可移动的泵站等。GEAS 公司市场主要集中在挪威和瑞典,经过多年的发展,品牌知名度较高,其在用的 Biovac、Haco、Fluidtec 品牌,在挪威拥有领先的市场地位。

表15: GEAS 公司三大品牌

品牌	适用情况
BIOVAC 污水系统-小城镇排水处理	适合于 50 至 10000 人的污水处理装置,采用 SBR 工艺,可以做到无臭味,顶部加盖,可根据季节因处理水量的不同对污水处理池进行增减,可 PLC 自动化操作。适合于小城市、工业、旅游和酒店用。
HACO 污水系统--用于住宅和小屋	适用于独立房屋单元的超大设备,每日处理量可达 1000 升,每日电量消耗仅为 1.0 至 1.5 千瓦时,每年进行一次泥污物移除,在工作舱中无移动零件,设备颈中设置带有可编程逻辑控制器的操控舱,整体设备均置于地下。
Fluidtec 膜饮用水处理系统	应用领域主要包括私人住宅、集中式住宅的污水和灰水处理、饮用水处理系统、公用部门及军队等提供可移动的泵站等。

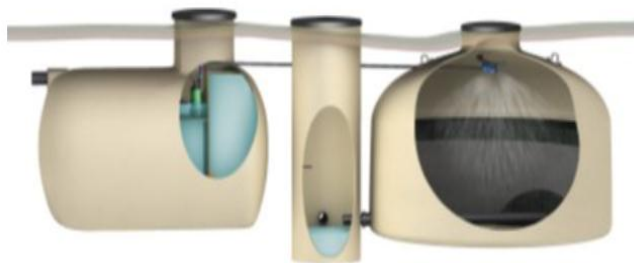
资料来源:公司官网,新时代证券研究所

图46: BIOVAC 污水系统示意图



资料来源:公司官网,新时代证券研究所

图47: HACO 污水系统示意图



资料来源:公司官网,新时代证券研究所

公司继 2013 年末中标首个农村污水治理项目(巢湖 DBO 项目)后,2017 年取得了潜江市集镇污水处理工程 PPP 项目、仙游县污水处理工程 PPP 项目、莆田市城厢区农村污水处理工程(一期)PPP 项目等,乡镇污水处理业务已成为公司新的盈利增长点。

表16: 公司 2017 年至今的乡镇污水 PPP 中标项目

项目名称	所在省份	金额(亿元)	日期	工期
寿县安丰镇城镇污水集中处理工程特许经营权出让项目	安徽	0.29	2017 年 2 月 23 日	建设期 2 年;运营期 23 年
潜江市集镇污水处理工程 PPP 项目	湖北	9.73	2017 年 10 月 14 日	建设期 1 年;运营期 29 年
仙游县污水处理工程 PPP	福建	10.61	2017 年 11 月 20 日	建设期 2 年;运营期 15 年
莆田市城厢区农村污水处理工程(一)PPP 项目	福建	3.39	2017 年 11 月 20 日	建设期 7 个月;运营期 10 年
砚山县镇(园区)建成区污水治理一期工程 PPP 项目	云南	0.5	2018 年 1 月 25 日	建设期 1 年;运营期 24 年

4、盈利预测与投资建议

(1) 行业层面：“水十条”规划的一个重要政策节点是 2020 年，因此近几年水处理行业的景气度仍然将维持高位。

(2) 公司层面：公司在水处理行业的技术及运营经验丰富，阜阳项目也起到了良好的示范效应，我们预计公司未来新签订单仍然保持高增长。

(3) 我们预计公司 2018-2020 年运营收入为 16.74、19.49、26.49 亿元、工程及设备服务类收入为 25.99、33.75、42.58 亿元。

表17： 财务预测的关键假设（百万元）

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入（百万元）	1,462.69	2,628.09	3,963.76	5,324.18	6,907.72
	YOY（%）		79.67%	50.82%	34.32%	29.74%
	毛利率（%）	32.89%	24.88%	24.40%	24.87%	25.25%
运营服务	营业收入（百万元）	671.17	963.36	1364.38	1949.49	2649.49
	YOY（%）		43.53%	41.63%	42.88%	35.91%
	毛利率（%）	44.08%	38.52%	38.52%	38.52%	38.52%
工程及设备类服务	营业收入（百万元）	791.52	1,664.73	2599.38	3374.69	4258.23
	YOY（%）		110.32%	56.14%	29.83%	26.18%
	毛利率（%）	23.40%	16.99%	16.99%	16.99%	16.99%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.54、0.75 和 1.08 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 20.6、14.9 和 10.3 倍。公司为水环境综合服务商，行业景气度高。公司目前新签订单增长迅猛，引入国企战投安徽铁路基金，积极拓展多重融资手段，项目落地有保障。同时，公司收购的麦王环境及挪威 GEAS 公司有望逐渐壮大，成为公司业绩的新亮点。我们看好公司业绩的高成长性，首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险提示

(1) 项目推进不及预期。工程类订单会受到政策、融资、季节等多方面因素影响，有不及预期的风险。

(2) 融资环境恶化。

(3) 资产负债率持续走高。公司资产负债率始终维持在高位，且公司目前正处在高速发展期，资金需求量大，资产负债率有进一步走高的风险。

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1463	2628	3964	5324	6908
营业成本	982	1974	2997	4000	5164
营业税金及附加	16	25	38	51	66
营业费用	74	103	156	209	271
管理费用	157	192	290	389	505
财务费用	103	148	145	198	197
资产减值损失	7	53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	8	8	8	8
营业利润	131	209	347	485	712
营业外收入	48	34	30	33	34
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	178	241	376	516	745
所得税	31	33	51	70	101
净利润	147	208	325	446	644
少数股东损益	17	14	27	34	51
归属母公司净利润	130	194	298	412	593
EBITDA	315	462	634	890	1182
EPS（元）	0.24	0.35	0.54	0.75	1.08
主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	39.8	79.7	50.8	34.3	29.7
营业利润(%)	72.6	59.6	66.3	39.7	47.0
归属于母公司净利润(%)	73.2	49.6	53.5	38.1	44.1
获利能力					
毛利率(%)	32.9	24.9	24.4	24.9	25.2
净利率(%)	8.9	7.4	7.5	7.7	8.6
ROE(%)	8.9	9.4	13.0	15.5	18.6
ROIC(%)	5.3	5.7	6.9	6.7	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	69.6	72.6	74.0	77.4	72.2
净负债比率(%)	105.8	121.4	117.4	113.7	105.5
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
速动比率	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.5	3.8	3.1	3.2	3.3
应付账款周转率	2.2	2.6	2.3	2.4	2.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.35	0.54	0.75	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	0.88	0.54	1.46	1.49
每股净资产(最新摊薄)	2.75	3.27	3.73	4.36	5.31
估值比率					
P/E	47.20	31.55	20.55	14.88	10.33
P/B	4.05	3.41	2.99	2.56	2.10
EV/EBITDA	26.74	20.6	15.3	11.4	8.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>