

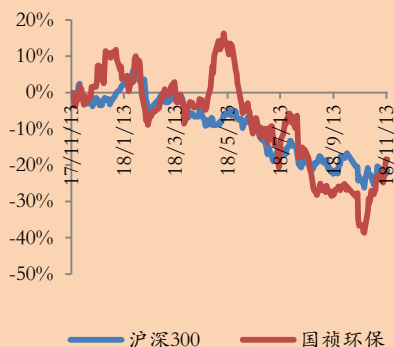


## 国祯环保 (300388)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-11-14

### 股价走势:



### 主要数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股)      | 548.95     |
| A 股股本(百万股)    | 548.95     |
| B/H 股股本(百万股)  | 0/0        |
| 总市值 (亿元)      | 52.9       |
| A 股流通比例(%)    | 98.3       |
| 第一大股东         | 安徽国祯集团     |
| 第一大股东持股比例     | 39.63      |
| 12 个月最高/最低(元) | 25.38/7.06 |

### 金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161591

ivanyiyang@163.com

## 运营资产雄厚, 环境综合服务商成型

### 主要观点:

#### □ 民营控制+引入国资, 水环境综合服务商成型

公司上市后确立了三大发展板块, 向水环境综合治理服务商迈进。2017 年 11 月, 成功引入安徽省投资集团旗下安徽省铁路发展基金为新的战略投资者, 为公司在项目、资金等方面带来更多的支持。

#### □ 分行业: 城市水环境和小城镇业务发展迅猛

水环境治理是公司营收的主要贡献力量, 营收占比稳定在 60% 以上, 营收规模从 2017H1 开始加速增长。小城镇环境发展最快, 近年来呈指数型增长。今年上半年营收规模已经占到公司整体近三成, 未来将成为公司发展的新引擎。工业废水发展不及预期, 2018 年上半年营收同比下滑 24%, 是公司收购麦王环境以来的首次下滑。

#### □ 分链条: 运营端高速增长+工程端持续放量

上市后工程端逐渐开始发力, 逐渐超过了运营端营收贡献, 成为公司营收贡献的主要来源。运营端营收从年复合增长率达到了 28%; 工程端营收年复合增长率达到了 42%。今年前三季度继续维持高增长态势。

#### □ 多渠道融资+激励充足, 公司持续发展动力足

公司目前处于资本快速扩张期。公司自 2016 年开始, 先后完成 5 亿元定增, 4.88 亿元 ABS、5.97 亿元可转债。公司近日拟定增不超过 10 亿元, 支持小仓房污水处理厂 PPP 项目。

公司分别在 2015 年、2016 年实施了股权激励计划和期权激励计划, 既定增速目标均已实现。2017 年成功实施了员工持股计划, 深度绑定了员工权益。

#### □ 盈利预测与估值

近期, 有关基建、民企、融资政策等组合拳密集出台, 释放了市场对民企的担忧情绪, 改善了市场对 PPP 项目推进放缓的预期。公司作为环保行业中优质的民企, 项目主要围绕水厂展开, 运营能力强, 在行业发展悲观预期中逆势高速发展, 叠加引入了国资背景的铁路基金为公司战略股东, 我们坚定看好公司未来发展。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.90 元、1.36 元, 对应的 PE 分别为 17 倍、11 倍、7 倍, 维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

宏观经济及融资环境风险; 项目建设不及预期; 工业废水发展不及预期。

#### 盈利预测: 单位: 百万元

| 财务指标      | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2628  | 4599  | 7129  | 10693 |
| 收入同比 (%)  | 80%   | 75%   | 55%   | 50%   |
| 归属母公司净利润  | 194   | 305   | 495   | 745   |
| 净利润同比 (%) | 50%   | 57%   | 62%   | 51%   |
| 毛利率 (%)   | 24.9% | 24.2% | 24.0% | 23.5% |
| ROE (%)   | 9.4%  | 12.4% | 17.1% | 20.9% |
| 每股收益      | 0.35  | 0.56  | 0.90  | 1.36  |
| P/E       | 27.25 | 17.35 | 10.69 | 7.10  |
| P/B       | 2.76  | 2.23  | 1.89  | 1.54  |
| EV/EBITDA | 19    | 5     | 2     | -0    |

资料来源: wind、华安证券研究所

## 目 录

|                                          |      |
|------------------------------------------|------|
| 1. 民营控制+引入国资，水环境综合服务商成型.....             | 4 -  |
| 1.1 打造水环境综合利用服务商 .....                   | 4 -  |
| 1.2 引入国资，多方助力公司发展 .....                  | 6 -  |
| 1.3 营收高速增长，现金创造力强 .....                  | 7 -  |
| 2. 分行业：城市水环境和小城镇业务发展迅猛 .....             | 9 -  |
| 2.1 水环境治理综合服务：流域治理优势显著 .....             | 9 -  |
| 2.2 小城镇环境治理综合服务：国产化进程加速，标杆项目示范效果显著 ..... | 10 - |
| 2.3 工业废水处理综合服务：运营业务超过工程，未来盈利改善值得期待 ..... | 11 - |
| 3. 分链条：运营端高速增长+工程端持续放量 .....             | 13 - |
| 3.1 运营业务稳定高增长，工程端持续放量 .....              | 13 - |
| 3.2 新建项目+存量技改，运营业务持续高增长可期 .....          | 13 - |
| 3.3 工程建设端业绩放量，看好基建补短板促进生态环保领域发展 .....    | 14 - |
| 4. 多渠道融资+激励充足，公司持续发展动力足 .....            | 16 - |
| 4.1 资本扩张期，多渠道资金配置助推公司发展 .....            | 16 - |
| 4.2 股权激励+员工持股，充分激发管理层活力 .....            | 17 - |
| 5. 盈利预测与估值 .....                         | 17 - |
| 6. 风险提示 .....                            | 17 - |

## 图表目录

|                                           |        |
|-------------------------------------------|--------|
| 图表 1 国祯环保发展大事记 .....                      | - 4 -  |
| 图表 2 国祯环保三大业务板块基本情况汇总 .....               | - 5 -  |
| 图表 3 国祯环保事业部管理架构 .....                    | - 5 -  |
| 图表 4 国祯环保股权架构示意图 .....                    | - 6 -  |
| 图表 5 主营业务收入及同比增速 .....                    | - 7 -  |
| 图表 6 归母净利润及同比增速 .....                     | - 7 -  |
| 图表 7 公司近年来三费率、毛利率情况 .....                 | - 8 -  |
| 图表 8 调整后的经营性现金流净额情况 .....                 | - 8 -  |
| 图表 9 国祯环保关于特许经营权类资产会计政策与同行业其他上市公司对比 ..... | - 8 -  |
| 图表 10 公司分板块营收及增速情况 .....                  | - 9 -  |
| 图表 11 公司分板块营收占比情况 .....                   | - 9 -  |
| 图表 12 水环境治理综合服务业务分类别营收情况 .....            | - 10 - |
| 图表 13 水环境治理综合服务业务分类毛利率情况 .....            | - 10 - |
| 图表 14 小城镇环境治理综合服务分类别营收情况 .....            | - 11 - |
| 图表 15 小城镇环境治理综合服务分类毛利率情况 .....            | - 11 - |
| 图表 16 工业废水处理综合服务分类别营收情况 .....             | - 12 - |
| 图表 17 工业废水处理综合服务分类毛利率情况 .....             | - 12 - |
| 图表 18 公司业务分链条营收增长情况 .....                 | - 13 - |
| 图表 19 公司业务分链条营收占比情况 .....                 | - 13 - |
| 图表 20 公司运营服务营收增长情况及分板块占比情况 .....          | - 14 - |
| 图表 21 公司在手污水处理厂数量及投运规模情况 .....            | - 14 - |
| 图表 22 公司工程类新增订单数量及金额情况 .....              | - 15 - |
| 图表 23 公司特许经营类新增订单数量及金额情况 .....            | - 15 - |
| 图表 24 2017 年以来公司部分订单获取情况列表 .....          | - 15 - |
| 图表 25 公司资产负债率走势情况 .....                   | - 16 - |
| 图表 26 公司资本开支及增速情况 .....                   | - 16 - |

# 1. 民营控制+引入国资，水环境综合服务商成型

## 1.1 打造水环境综合利用服务商

**发展历史：**由设备制造成长为优质的污水投资运营服务商。国祯环保实际控制人李炜先生于1992年创办国祯集团，1997年创办国祯环保。2000年并购中联环保设备厂之后，开始进军环保设备制造领域，并逐步开始剥离早期热电联产业务。2001年后，适逢我国公共事业市场化改革浪潮，公司由原先环保设备制造向环保投资运营转型。公司分别在2001年和2002年投资了合肥朱砖井污水处理厂和广东新会东郊污水处理厂。其中合肥朱砖井污水处理厂是安徽第一个引入了社会资本的污水处理项目，首次采用BOT模式。公司将这两个污水处理厂特许经营权合并出质在国开行，开创了污水处理特许经营权质押项目融资的先河，在全国范围内具有示范意义。此后，公司依托中联环保技术和管理团队，逐渐收购整合一系列污水处理厂。公司在2008年引入国际资本—日本丸红株式会社，作为战略投资者。公司于2011年提交上市材料，并于2014年8月在深交所成功上市。

图表1 国祯环保发展大事记

| 时间        | 事件                   | 备注                                                                                                                                                                                |
|-----------|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1997      | 公司成立                 | 原主营业务为热电联产                                                                                                                                                                        |
| 2000      | 收购中联环保               | 转型生活污水处理                                                                                                                                                                          |
| 2001-2007 | 设备销售向投资运营转型          | 2001年：中标安徽首个BOT项目—合肥朱砖井污水处理厂，规模为5.5万吨/日<br>2002年：中标广东新会龙泉水处理厂BOT项目，规模为4万吨/日<br>2003年：两个项目出质在国开行安徽分行办理项目贷款，开创污水处理行业特许经营权质押项目融资先河<br>此后，适逢中国公共事业市场化改革，依托中联环保技术和管理团队，逐渐收购整合一系列污水处理厂  |
| 2002-2006 | 剥离热电类资产              | 2002年：转让淮北煤研石给淮北万里<br>2004-2006年：分别转让天源热电给合肥市热力公司、合肥康运                                                                                                                            |
| 2004      | 承担国家863课题            | 城市污水氧化沟处理工艺的设备成套化研究，国家科技部在污水处理领域招标的三大课题之一                                                                                                                                         |
| 2008年     | 引入国际战投               | 引入丸红株式会社作为战略投资者，带给公司先进的管理经验和风险把控能力，同时也来了日本的先进技术                                                                                                                                   |
| 2014      | 深交所上市                | 2014年8月在深圳创业板上市                                                                                                                                                                   |
| 2015-至今   | 由传统城市水处理转向水环境综合治理服务商 | 2015年：收购麦王环境，进入工业废水领域<br>2015年：收购挪威Biovac公司，整合技术并实现国产化，应用国内村镇污水领域<br>2015年：中标安徽省内全地埋式污水处理厂—合肥清溪路净水厂PPP项目<br>2015年：中标内蒙古首例水环境治理PPP项目—乌海凤凰河综合治理工程<br>2017年：中标安徽阜阳城区水系PPP项目，成为业界标杆项目 |
| 2017      | 引入国资                 | 公司现第二大股东为安徽省投资集团旗下的安徽省铁路发展基金<br>2017年11月：铁路基金通过协议转让方式受让日本丸红及丸红北京所持有的公司0.39亿股，持股比例为12.90%                                                                                          |

资料来源：公司公告、华安证券研究所

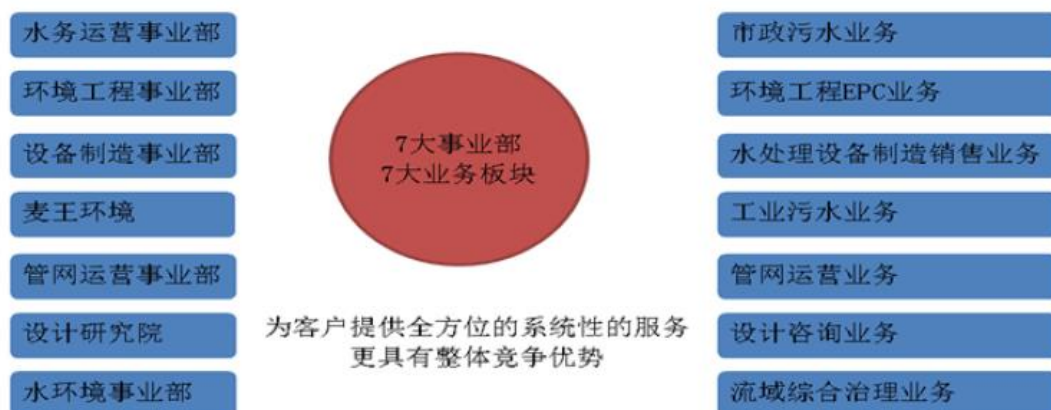
**上市后：确立三大发展板块，向水环境综合治理服务商迈进。**公司上市后，发展战略和业务范围有了新突破。水环境治理的发展方向是由点及面的综合治理，随着PPP模式的推动，国内各地黑臭河水体治理、海绵城市等相关建设开始兴起。公司于2015年年底订立了5年发展规划，向着水环境综合治理服务商迈进。2015年陆续收购了麦王环境和挪威Biovac公司，业务范围由原先的城市水环境拓展至工业废水、城镇水环境，并形成了三大业务板块，每个业务板块分别对应运营服务、工程建设、设备制造三大业务模式。与此相应的是，公司自2015年起开始对职能部门以及是业务进行改革，进一步理顺各事业部、运营厂与公司总部之间的全责关系，形成了7大事业部对应公司7大业务板块，更具备了整体的协同竞争优势。

图表2 国祯环保三大业务板块基本情况汇总

| 业务板块  | 商业模式         | 基本情况                                                                                                           | 业务模式                 |
|-------|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 城市水环境 | PPP、EPC      | 实施主体：水务运营事业部、环境工程事业部、设备制造事业部、管网运营事业部、设计研究院、水环境事业部等<br>客户主体：县级以上政府<br>业务范围：城市污水、排水、管网                           |                      |
| 工业废水  | 设备销售、EPC、BOO | 实施主体：麦王环境<br>客户主体：宝钢、华谊、中粮、可口可乐、TPCO等<br>业务范围：以钢铁废水处理起家，目前涉及钢铁、化工、煤化工、食品等多个行业，下一步将拓展造纸、电镀废水、零排放、废水残留物回收利用等业务领域 | 运营服务<br>工程建设<br>设备制造 |
| 村镇水处理 | 设备制造、EPC     | 业务主体：挪威Biovac公司<br>客户主体：对县级以上政府进行打包，开展下面乡镇的业务<br>业务范围：1) 挪威市场（市占率50%以上），拓展丹麦和瑞典拓展市场；<br>2) 国内村镇污水处理            |                      |

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表3 国祯环保事业部管理架构



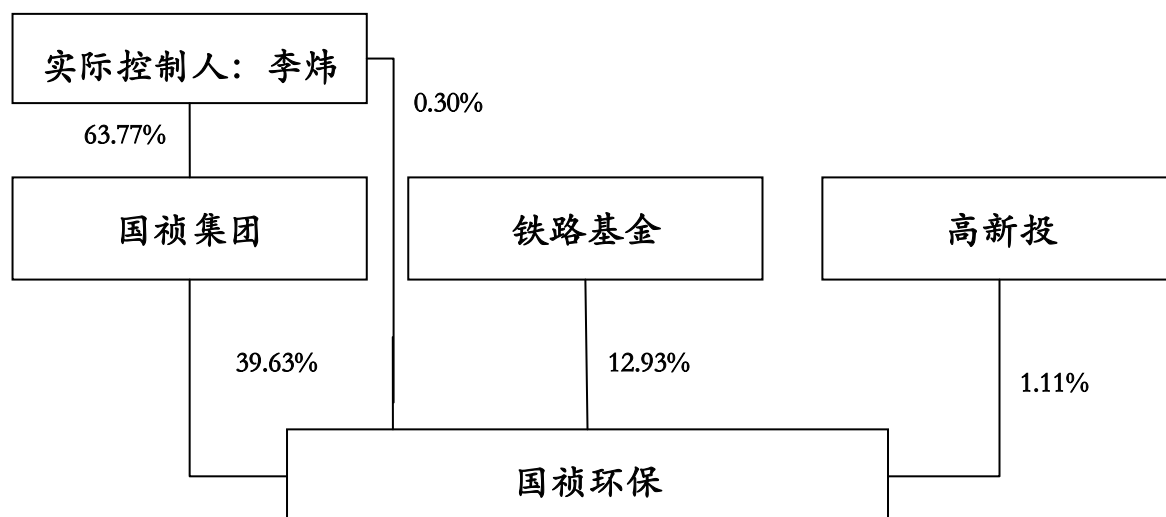
资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 1.2 引入国资，多方助力公司发展

公司上市前，在 2008 年引入了日本丸红为战略投资者，并在上市时持有 22.5% 的股权。公司上市后，红丸因战略需要逐渐寻求退出，持有公司股份逐渐缩减至 12.9%。2017 年 11 月，公司成功引入安徽省投资集团旗下安徽省铁路发展基金为新的战略投资者。其通过协议转让的方式，以 18.08 元/股的价格受让了日本丸红及丸红北京（中国全资子公司）所持有的公司 0.39 亿股股份，成为公司第二大股东。公司通过日本丸红获得了先进的管理经验、风险把控能力以及先进的技术；引入国资背景的铁路基金，为公司未来在项目、资金等方面带来更多的支持。

国祯环保发展历程中多次进行股权变更，但公司控股股东一直为安徽国祯集团股份有限公司。截至 2018 年三季度末，国祯集团持有公司 39.63% 的股权，李炜先生通过持有间接持有国祯集团 63.77% 的股权以及直接持有国祯环保 0.30% 股权，为公司实际控制人。

图表 4 国祯环保股权架构示意图

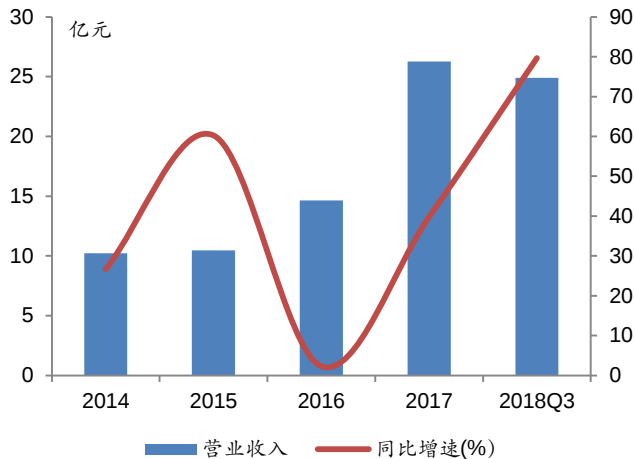


资料来源：公司公告、华安证券研究所

### 1.3 营收高速增长，现金创造力强

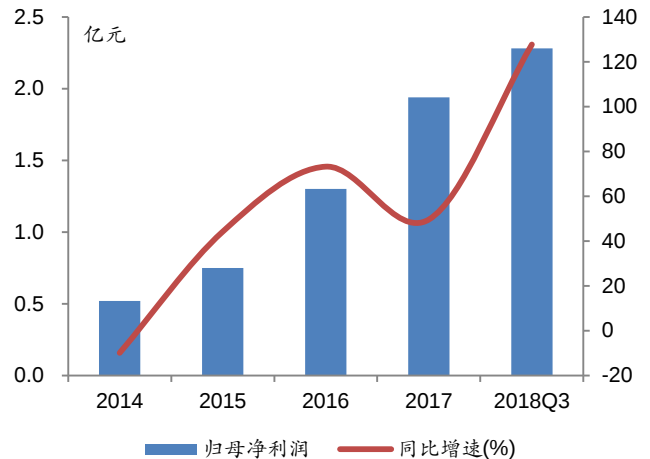
**营收、净利润高速增长，全年高增长可期。**公司上市后进入了快速发展轨道。从营收来看，2017 年实现营收 26.28 亿元，同比大增 79.67%，是 14 年上市时营收的 2.57 倍，三年符合增长率为 36.96%。从净利润来看，公司 2017 年实现净利润 2.28 亿元，同比增长 49.57%，是 14 年上市时的 3.73 倍，三年符合增长率为 55.10%。从今年前三季度表现来看，营收达到 24.90 亿元，同比增长 73.81%，继续保持上市以来高速增长态势；净利润达到了 2.28 亿元，已经超过去年全年水平，同比增速达到 127.68%，其中公司前三季度的净利润的体量已经超过去年全年体量。公司业务主要围绕污水处理厂获取相关订单，运营属性较好，今年以来受到外部宏观经济因素影响相对有限，涉及到的 PPP 项目多为商业模式较为成熟的供排水项目。截至到目前为止，没有被清库的项目。我们判断公司今年营收体量有望继续保持高速增长态势，存在超预期的可能性。

图表 5 主营业务收入及同比增速



资料来源：wind、华安证券研究所

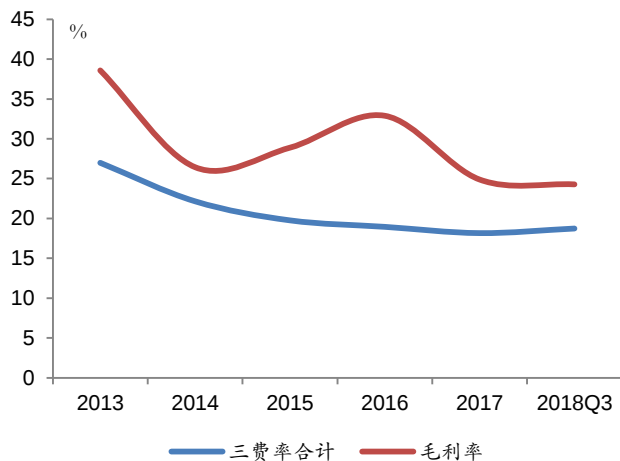
图表 6 归母净利润及同比增速



资料来源：wind、华安证券研究所

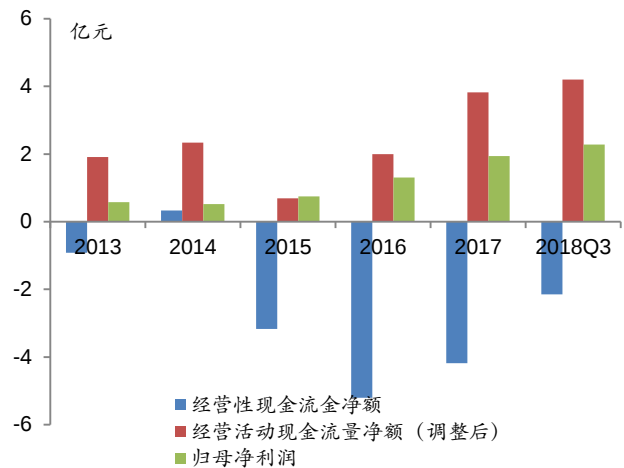
**毛利率波动较大，费用率不断下降。**从毛利率来看，公司近年来波动较大，虽然 15、16 年有所提升，但 17、18 年以来均有不同程度回落。我们认为主要原因是由公司工程端和运营端业务共同造成的。1) 公司近年来工程端贡献营收不断上升，由于工程端毛利较低，一定程度上拉低公司整体毛利水平。此外，不同的工程项目毛利率不同，叠加单个较大体量的项目的影响，造成了工程端毛利波动较大。2) 随着公司上市后，每年新建投产的运营项目逐渐增多。通常情况下，新建运营项目前三年的水量稍低，相应的毛利率较低。等到后期水量逐步稳定在 90% 以上时，毛利率会达到正常水平。此外，水价的调节周期是 2 年左右，但成本是线性增长，这也对公司运营端毛利造成了一定的影响。从费用率来看，公司近年来三费率呈现不断下降趋势，彰显出公司优秀的费用把控能力。

图表 7 公司近年来三费率、毛利率情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 8 调整后的经营性现金流净额情况



资料来源: wind、华安证券研究所

**公司会计政策与其他上市公司有五大不同点,调整后现金流近年来表现优异。**按照会计准则的要求,生活污水处理特许经营权按照有政府保底水量的项目,相应的确认为金融资产,没有保底水量的确认为无形资产。公司大部分特许经营项目因为保底水量,因此大都按金融资产进行核算。和同行业公司会计政策相比,公司分别在初始投入、每期营业收入、摊销、初始投入现金流流出以及预期负债五大方面不同于其他同行业上市公司(详见下图)。会计政策不同对公司最直接的影响是经营性现金流流出情况,只有扣除公司当期特许经营权项目投资支付现金后的经营性现金流才能反映出公司真实现金流创造情况。自 2015 年起,调整后的经营性现金净额呈现爆发式增长态势,且与公司同期净利润匹配程度较高。今年前三季度的调整后的经营性现金流净额已经超过 2017 全年,凸显了公司现金创造能力。

图表 9 国祯环保关于特许经营权类资产会计政策与同行业其他上市公司对比

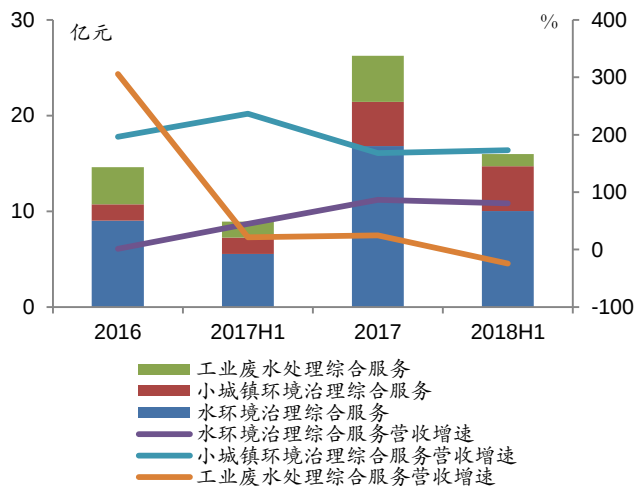
| 业务板块 | 金融资产核算(国祯环保)                             | 无形资产核算(同行业其他上市公司)  | 财报影响  |
|------|------------------------------------------|--------------------|-------|
| 初始投入 | 初始投入确认为长期应收款                             | 初始投入确认为无形资产和部分固定资产 | 资产负债表 |
| 营业收入 | 当期污水处理费包含:项目投资本金的回收、投资本金的利息回报、污水处理运营收入   | 全部收入确认为当期的污水处理收入   | 利润表   |
|      | 项目投资本金的回收冲减初始投入,即长期应收款                   |                    |       |
|      | 投资本金利息回报减去长期应收款的余额按照实际利率法计算所得到的差额确认为利息收入 |                    |       |
|      | 剩余污水处理运营收入确认为当期污水运营收入                    |                    |       |
| 摊销   | 不计提摊销                                    | 按特许经营期按年限法计提摊销     | 利润表   |
| 现金流  | 经营性现金流流出                                 | 投资活动现金流流出          | 现金流量表 |
| 预计负债 | 运营项目未来三年需要的更新改造投入,非现金流出的费用               | 未对未来的更新改造支出计提预计负债  | 现金流量表 |

资料来源:公司公告、公司调研、华安证券研究所

## 2. 分行业：城市水环境和小城镇业务发展迅猛

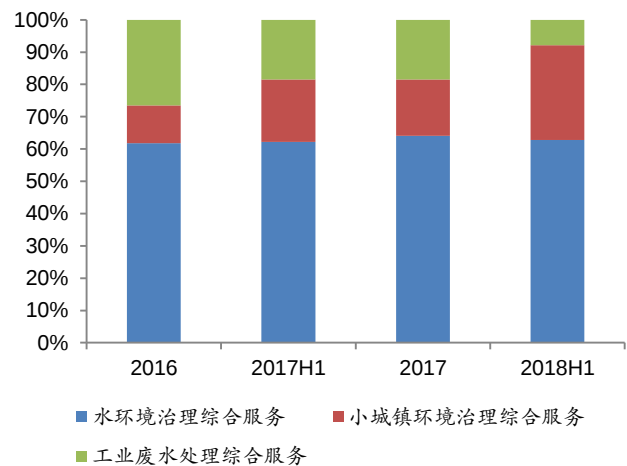
我们分行业板块对公司三大业务板块进行逐一分析。水环境治理业务是公司营收的主要贡献力量，营收占比稳定在 60% 以上。17 年后，公司开始逐步加大对 PPP 的倾斜力度，营收规模从 2017H1 开始加速增长。截至到 2018 年 6 月，该板块营收达到 10.02 亿元，同比增长 80.63%，营收规模已经接近去年全年体量的 6 成。小城镇环境板块是发展最快的板块，近年来呈现指数型增长。今年上半年营收规模达到 4.7 亿元，同比增长 172.7%，已经超过去年全年体量，营收规模已经占到公司整体的近三成，未来将成为公司发展的新引擎。工业废水方面，由公司收购的麦王环境负责，但发展不及预期。2017 年因未达到业绩承诺，公司收到业绩补偿款 3347 万元并同时计提了商誉减值损失 2078.6 万元。2018 年上半年营收为 1.25 亿元，同比下滑 24.26%，是公司收购麦王环境以来的首次下滑。其主要原因是受到海外 TPCO 项目停工影响。

图表 10 公司分板块营收及增速情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 11 公司分板块营收占比情况

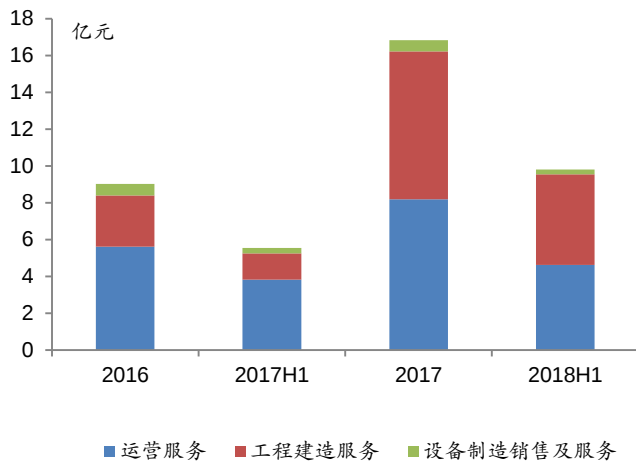


资料来源：wind、华安证券研究所

### 2.1 水环境治理综合服务：流域治理优势显著

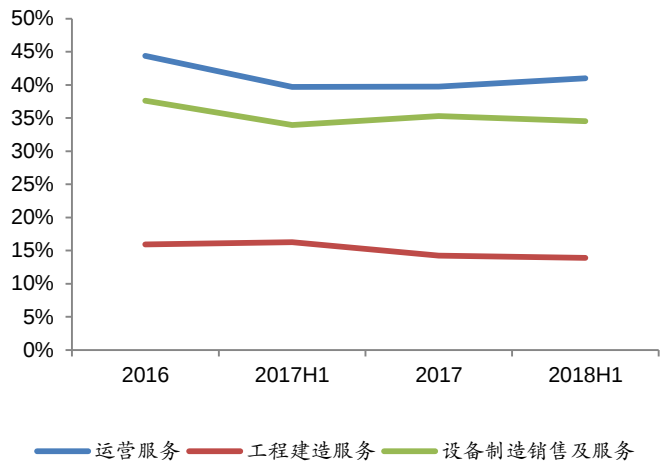
该板块对应原先的市政污水业务以及新兴的流域治理业务。公司自 17 年起，该板块营收不断加速，其中主要来自于工程板块体量的增加。工程业务占比由 16 年的 30.9% 提升至 50.1%，占比过半。这主要得益于 1) 技术方面的积累。公司早在 2015 年就主持承担了国家水体污染控制与治理科技重大专项课题，这是行业内第一个流域治理的专项方案，对公司技术方面积累有极大的促进作用。2) 标杆项目树立权威。公司 16 年拿下首个流域订单——内蒙古乌海凤凰河综合治理项目，目前项目已进入运营阶段，为公司流域治理积累了丰富的建设、运营、管理经验。公司 17 年与央企葛洲坝合作，从 59 个联合体中脱颖而出，中标了阜阳城区水系治理项目，总投资额超过 50 亿元，具有里程碑式的意义，为公司未来拿到更大、更多的流域治理订单打下了坚实的基础。3) 承接项目全部入库。公司承接的 PPP 项目主要看项目本身，非运营类项目和地方政府财政支付能力弱的地区均不涉及。截至目前，公司所承接的 PPP 项目均为入库项目，且有 4 个项目入选了财政部示范项目库。

图表 12 水环境治理综合服务业务分类别营收情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 13 水环境治理综合服务业务分类别毛利率情况



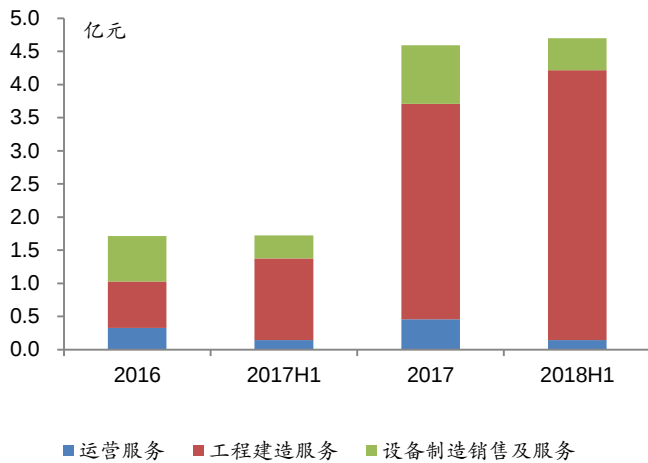
资料来源: wind、华安证券研究所

## 2.2 小城镇环境治理综合服务：国产化进程加速，标杆项目示范效果显著

公司 2015 年收购挪威 Biovac，在小城镇污水处理领域逐渐发力。小城镇污水处理系统的痛点主要集中在：1) 无人值守。因为各个系统处理量较小，且相对分散，不像城市污水处理具备规模效应。从技术角度来说，需要降低人的依赖，尽量实现无人化值守。2) 负荷能力。因为农村人口具有一定的迁徙性质，所以小城镇污水排放的具有不稳定性，容易出现短时间内过载现象。3) 能耗问题。农村电力建设和城市不太一样，部分地区电网条件不够，所以低能耗、甚至零能耗相对重要。

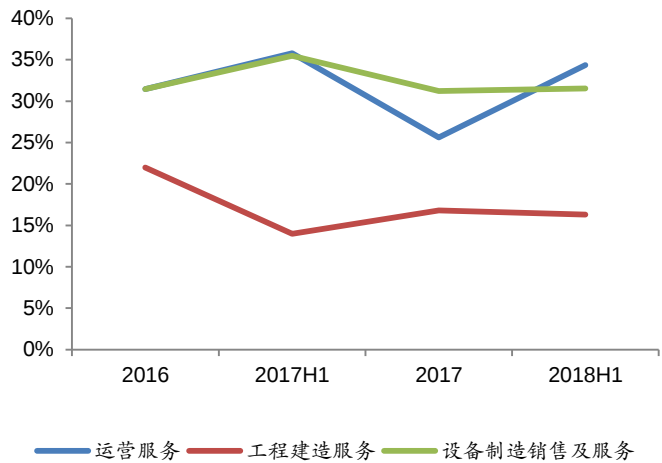
公司收购 Biovac 主要是看中其在小规模设备和服务领域长达 35 年的技术积累。Biovac 旗下三大主打品牌 Biovac、Haco、Fluidtec，分别为处理中小型规模的生活污水处理设备设施、过滤器污水净化系统和膜饮用水处理系统。公司目前正加速 Biovac 技术引进和国产化进程，这将充分完善公司从市政集中式污水处理到乡镇分散式污水处理的全方位覆盖，与公司的主营市政污水运营业务互补以及未来参与到国际市场的竞争。公司自 2013 年中标了首个农村污水治理项目——巢湖 DBO 项目，目前已经取得了良好的示范效果。后续陆续取得项目正在稳步推进，当前阶段仍以工程业务（EPC）为主。

图表 14 小城镇环境治理综合服务分类别营收情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 15 小城镇环境治理综合服务分类毛利率情况



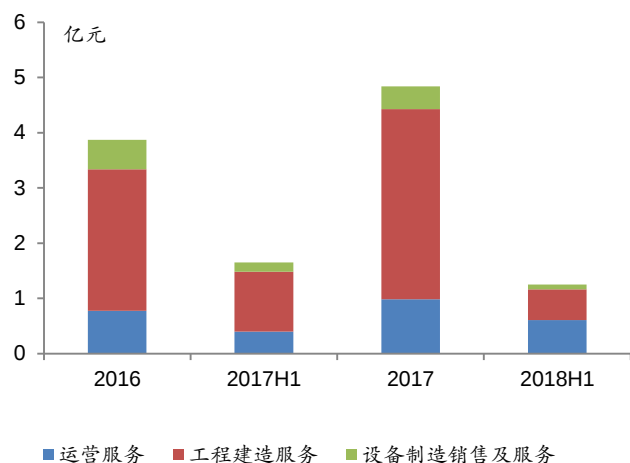
资料来源：wind、华安证券研究所

## 2.3 工业废水处理综合服务：运营业务超过工程，未来盈利改善值得期待

近几年来，我国工业废水处理市场比较低迷。早期发展缓慢因为监管力度不够，使得前期环保公司主要以做工程和设备为主。15 年新环保法出台后，加大了对工业废水的处罚力度，使得高污染、高耗能的企业加大了对工业环保的重视力度。在此背景下，公司收购了麦王环境，进军工业废水处理市场。但工业企业目前在观望政策监管动向，项目推进速度不及预期。但我们认为随着环保督察高压一直会持续，“雷声大、雨点小”已成为过去，长期来看，工业废水存量市场+新增市场有广阔的发展前景。工业废水处理市场的核心不再建设，而在于运营和维护，我们认为未来工业废水处理市场会出现“劣币驱逐良币”的市场。

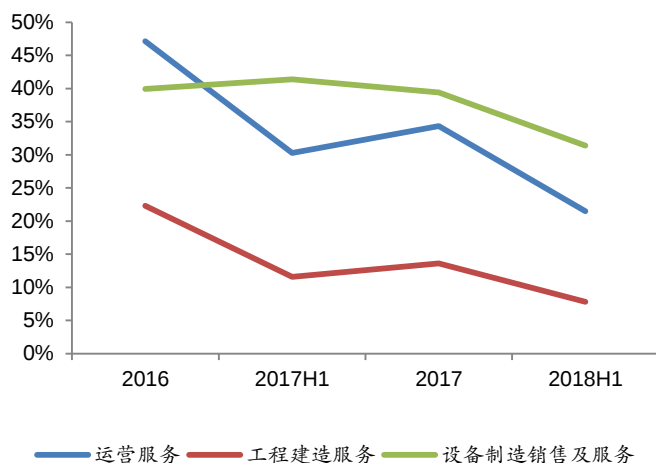
公司收购麦王环境主要看中是在技术和运营方面的积累，麦王可以提供一整套完整的服务，跟客户形成了长期的伙伴关系。但由于受到麦王在美国的 TPCO 项目的拖累，推进速度没有达到预期，也未完成业绩承诺。虽然 2018H1 工业废水板块中运营、工程、设备的毛利率均呈现不同程度的下滑，但我们同时可以看到，运营贡献营收首次超过了工程营收，奠定了未来持续性发展基石。从订单来看，今年上半年新增订单 2 亿元，较去年市场出现较大改善。随着新增项目的陆续推进，预计工业废水领域的下半年盈利状况将好于上半年。

图表 16 工业废水处理综合服务分类别营收情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 17 工业废水处理综合服务分类毛利率情况



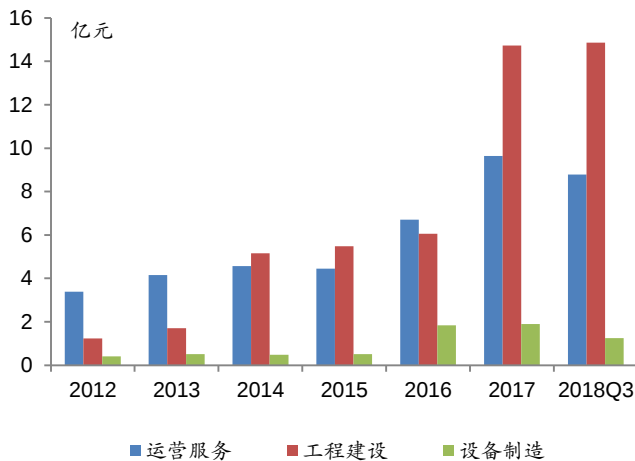
资料来源：wind、华安证券研究所

### 3. 分链条：运营端高速增长+工程端持续放量

#### 3.1 运营业务稳定高速增长，工程端持续放量

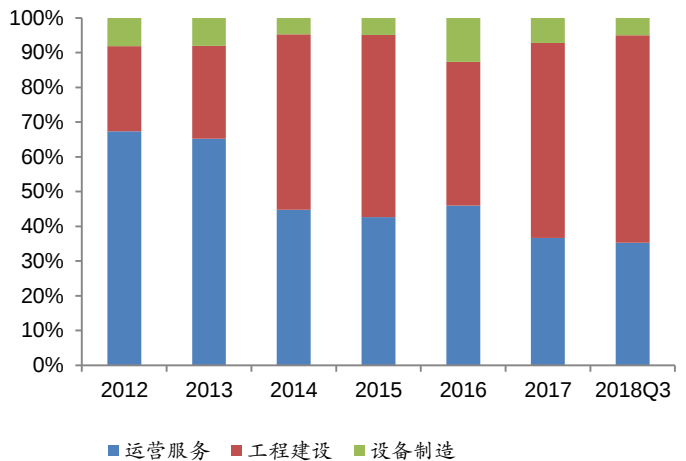
运营+工程是公司营收的主要贡献者，上市后工程端逐渐放量。从业务模式来看，公司主要分为运营服务、工程建设和设备制造三大业务链条，其中以运营和工程为主。公司在上市之前业务链条发生明显的变化：上市之前主要以运营端为主，上市后工程端逐渐开始发力，逐渐超过了运营端营收贡献，成为公司营收贡献的主要来源。上市后，运营端营收从2014年的4.57亿元增长至2017年的9.63亿元，年复合增长率达到了28.22%；工程端营收从2014年的5.15亿元增长至2017年的14.73亿元，年复合增长率达到了41.95%。从今年前三季度，工程端实现营收14.87亿元，同比增长140.1%，其主要原因是前期订单逐步进入施工期，工程端业绩开始放量；运营端前三季实现营收8.78亿元，同比增长43.4%，继续维持高速增长态势。

图表 18 公司业务分链条营收增长情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 19 公司业务分链条营收占比情况

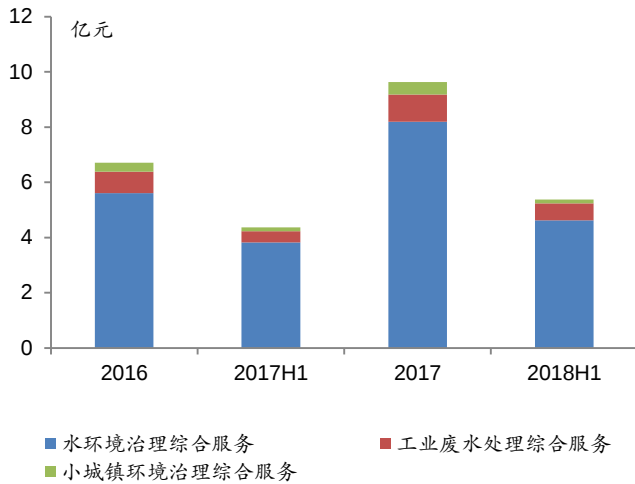


资料来源：wind、华安证券研究所

#### 3.2 新建项目+存量技改，运营业务持续高速增长可期

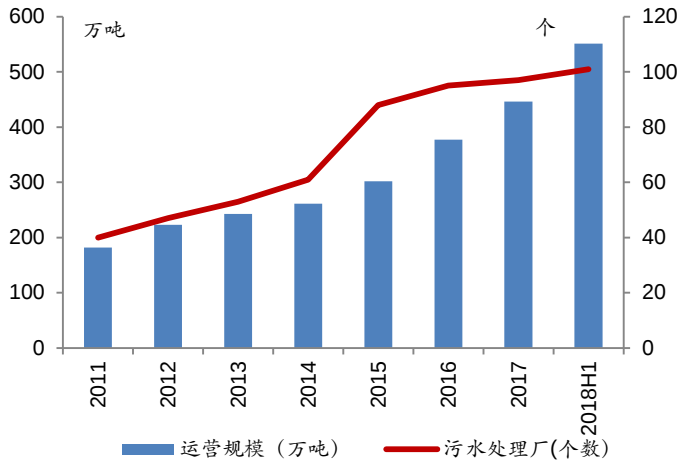
从公司运营服务的构成来看，水环境治理综合业务是主要贡献力量，其中以市政的污水处理厂为主。上市后，投运的污水处理厂规模年处理规模增长量约为70万吨/日，呈现稳定增长态势。截止2018年6月，公司目前拥有污水处理厂101座，遍及全国12个省市区。污水处理厂数量较去年年底增加4座，日处理能力突破500万吨，达到511万吨/日，比去年年底增加105万吨/日。其中在建的24座污水处理厂合计143万吨，较去年年底增加合计7座47万吨/日。按照目前公司在建状态，公司大部分陆续将在一年至一年半左右陆续投运，今年和明年陆续投运的污水处理厂有望将进一步增厚公司运营端业绩。此外，公司已经投运的污水处理厂大部分仍停留在一级B水平，未来存量水厂有很大提标改造的需求。因此，我们认为新建项目+存量技改，公司未来运营业务仍将保持快速增长态势。

图表 20 公司运营服务营收增长情况及分板块占比情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 21 公司在手污水处理厂数量及投运规模情况



资料来源: wind、华安证券研究所

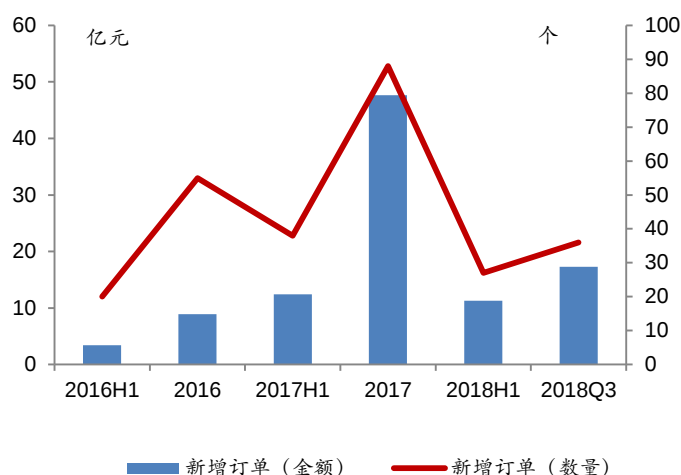
### 3.3 工程建设端业绩放量, 看好基建补短板促进生态环保领域发展

公司工程建设端放量是从 2017 年开始。相应的是, 2017 年开始, 工程类和特许经营订单开始加速, 尤其是在特许经营方面。其中的主要原因是, 公司在 2013 年就参与国家水专项课题, 因此, 在 2016 年 PPP 订单爆发的时候, 公司先发优势相比明显, 为 17 年后新增订单爆发以及后续项目落地带来的工程业绩放量奠定了基础。此外, 公司今年收购了安昕建设, 取得了市政工程施工一级资质, 补齐了公司在市政工程方面的短板。目前, 公司已经开始自主实施部分质量较好, 毛利率较高的项目。受此影响, 公司今年上半年工程端毛利率同比增长了 0.41 个百分点至 15.57%。

**今年下半年 EPC 订单增多, 特许经营类订单减少。**今年下半年出现了一些变化, 公司特许经营类订单新增 13 个订单合计 37.53 亿元, 已经超过去年全年体量。但就三季度而言, 新增订单合计 6.03 亿元, 仅有 0.03 亿元是特许经营类, 其他为工程建设类订单。由此可见, 公司对订单的获取偏向于短平快的工程类。此外, 公司前三季度累计工程类订单量为 17.29 亿元, 小于去年同期 19.86 亿元水平。说明外部宏观经济因素已经对公司新增订单量产生了一定的影响。

**基建补短板, 环保或可为。**近期, 国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 其中要求聚焦生态环保等重点领域短板。在经济下行压力加大的背景下, 生态环境类项目订单获取、落地、执行有望提速, 改善了环保行业持续发展的预期。在融资方面, 《指导意见》阐明了在融资上有条件支持存量正在进行中的基建补短板项目, 允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转, 这释放了市场对宏观杠杆的以及 PPP 项目推进放缓的担忧, 未来 PPP 条例的正式落地有望夯实政府隐性债务和 PPP 支出的边界, 促进 PPP 进入良性发展轨道。

图表 22 公司工程类新增订单数量及金额情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 23 公司特许经营类新增订单数量及金额情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 24 2017 年以来公司部分订单获取情况列表

| 时间      | 项目名称                                 | 项目金额 (亿元) |
|---------|--------------------------------------|-----------|
| 2017.01 | 华容县污水处理设施厂网一体化 (一期) 桥东污水处理网设施 PPP 项目 | 1.4       |
| 2017.01 | 十五里河流域治理工程-京台高速处初期雨水调蓄工程 (DBO) 项目    | 2.1       |
| 2017.01 | 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    | 5.2       |
| 2017.01 | 泗水县第二污水处理厂 PPP 项目                    | 0.7       |
| 2017.01 | 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      | 0.3       |
| 2017.02 | 江苏省泗阳县城北污水处理厂三期扩建项目                  | 0.5       |
| 2017.04 | 宿州市循环经济示范园污水处理工程 PPP 项目              | 2.2       |
| 2017.05 | 沭阳县乡镇污水处理工程 (沂河南片) 施工、设备采购、运营一体化项目   | 2.2       |
| 2017.05 | 随州市城北污水处理厂 PPP 项目                    | 0.5       |
| 2017.07 | 阜阳市城区水系综合整治 (含黑臭水体治理) PPP 项目 (标段二)   | 51.4      |
| 2017.07 | 青岛保税港区济宁 (邹城) 功能区给排水 PPP 项目          | 1.8       |
| 2017.08 | 新会区东郊污水处理厂三期工程及配套管网 PPP 项目           | 2.1       |
| 2017.09 | 潜江市集镇污水处理工程 PPP 项目                   | 9.7       |
| 2017.11 | 莆田市城厢区农村污水处理工程 (一期) PPP 项目           | 3.4       |
| 2017.11 | 仙游县污水处理工程 PPP 项目                     | 10.6      |
| 2017.12 | 乌拉特后旗恢复湿地中水循环利用工程 PPP 项目             | 6         |
| 2018.01 | 长垣县防汛除涝及水生态文明城市建设东区工程 PPP 项目         | 27.26     |
| 2018.01 | 亳州市城区排水设施 PPP 项目                     | 13.35     |
| 2018.01 | 衡阳县城污水处理设施及污水管网工程 PPP 项目             | 3.3       |
| 2018.01 | 碭山县镇 (园区) 建成区污水治理一期工程 PPP 项目         | 2.5       |
| 2018.01 | 吴桥县城区污水处理厂 PPP 项目                    | 0.5       |
| 2018.02 | 随州市曾都区镇级污水处理厂及管网建设 PPP 项目            | 1.34      |
| 2018.02 | 深圳观澜水净化厂提标扩容工程                       | 7.79      |
| 2018.03 | 合肥市望塘污水处理厂改建工程 DBO 项目                | 1.82      |
| 2018.04 | 广元经济技术开发区石龙污水处理配套管网建设 PPP 项目         | 0.8       |

|         |                                |        |
|---------|--------------------------------|--------|
| 2018.05 | 宿州市埇桥区 2018 年农村饮水安全巩固提升 DBO 项目 | 3.5    |
| 2018.06 | 砚山县供排水及管网设施 PPP 项目             | 2.5    |
| 2018.06 | 合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目             | 11.15  |
| 2018.06 | 庐江县柯坦镇等 3 个镇污水处理设施建设工程 DBO 项目  | 1.3    |
| 2018.10 | 陆良县第二污水处理厂及配套管网建设工程政府和社会资本合作项目 | 1.13   |
| 合计      |                                | 178.34 |

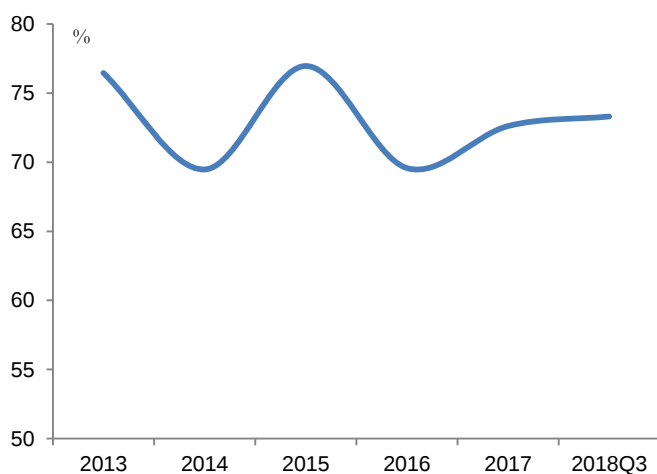
资料来源：公司公告、华安证券研究所

## 4. 多渠道融资+激励充足，公司持续发展动力足

### 4.1 资本扩张期，多渠道资金配置助推公司发展

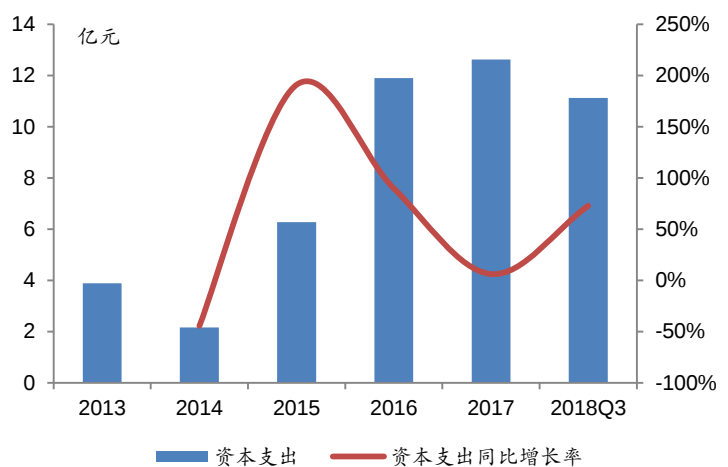
公司上市后处于呈现高速发展，目前处于资本扩张周期。由于公司重资产的商业模式，资产负债率居高不下，资本开支（投资活动现金支出+特许经营权投资现金支出）亦是随着大量项目开工建设快速增长，由 2014 年的 2.16 亿元增长至 2017 年的 12.62 亿元，近三年复合增长率 80.2%，与公司营收增速相匹配。今年前三季度，资本开支进一步扩大，达到了 11.12 亿元，几乎达到了去年 9 成体量，同比增长 72.7%，主要原因是近年来新增的特许经营类订单开工较多。我们预计未来随着在手订单逐渐进入到施工阶段，资本开支的进一步扩大仍将保持。

图表 25 公司资产负债率走势情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 26 公司资本开支及增速情况



资料来源：wind、华安证券研究所

公司受宏观因素影响较小，多渠道资金配置为公司发展提供充足动力。宏观方面，今年上半年，由于经济下行压力加大，各行各业都不同程度的面临利率上行、融资难、融资贵等问题。由于公司业务项目多为污水处理项目，运营能力强，不单是政府付费类项目，因此整体受到宏观因素影响较小。今年上半年的融资成本为 5.02%，与去年基本保持一致。资金配置方面，1) 内生动力强劲。公司今年加大了应收账款回款力度，今年前三季度应收账款为 8.52 亿元，占到营收比例为 34.32%，较去年同期和今年上半年进一步下降。2) 股权融资方面，公司在 2016 年定增 5 亿元，主要用于怀远县污水处理 PPP 项目等多个订单，助推了公司项目推进；日前，公司拟再次定增不超过 10 亿元用于建设合肥市小仓房污水处理厂



PPP 项目，募集资金到位后可以改善公司资产负债率过高局面。3) 资产证券化方面，公司 2016 年通过污水处理收费收益权资产支持转向计划，共募集资金 4.88 亿元，进行资产证券化的污水处理厂合计处理规模 40 多万吨/日；目前公司仍有多个项目具备发行 ABS 的条件。4) 可转债方面，公司 2017 年 11 月发展 5.97 亿元可转债，获取了低成本资金。

## 4.2 股权激励+员工持股，充分激发管理层活力

公司上市以来，公司通过多种渠道激发管理层活力。1) 股权激励。2015 年实施了员工股权激励。公司向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%，公司目前已经实现了 2015 年股权激励，分别在 16 年 17 年进行了二次解锁。2) 期权激励。2016 年实施了期权激励计划，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 1.22、1.46、2.03 亿元。期权激励计划 16-18 年净利润 3 年复合增速 35.6%，远高于 15 年股权激励目标，16、17 年超额完成了既定目标。今年前三季度的净利润为 2.44 亿元，完成完成既定的 2.03 亿元目标，公司期权激励计划所有目标全部实现。3) 员工持股计划。公司 2017 年实施第一期员工持股计划，合计购买 0.64 亿元，成交均价为 20.24 元/股。

## 5. 盈利预测与估值

公司自 2015 年确立了由城市水环境治理转向工业废水和城镇水环境治理的多元化发展战略，业务发展取得了长足的进步，股权激励和期权激励均完成了既定的发展目标。近期，有关基建、民企、融资政策等组合拳密集出台，释放了市场对民企的担忧情绪，改善了市场对 PPP 项目推进放缓的预期。公司作为环保行业中优质的民企，项目主要围绕水厂展开，运营能力强，在行业发展悲观预期中逆势高速发展，叠加引入了国资背景的铁路基金为公司战略股东，我们坚定看好公司未来发展。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.90 元、1.36 元，对应的 PE 分别为 17 倍、11 倍、7 倍，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

宏观经济及融资环境风险；项目建设不及预期；工业废水发展不及预期。

敬请阅读末页信息披露及免责声明

## 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方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。