

## 1363.HK 中滔环保

未评级

## 外延式扩张驱动，业绩取得逆势增长

2016年04月05日

## 市场数据

报告日期	2016-04-05
收盘价(港元)	2.25
总股本(百万股)	6,316.79
总市值(亿港元)	142.13
净资产(亿元)	28.97
总资产(亿元)	55.04
每股净资产(元)	0.46

数据来源: Wind

## 相关报告

《中滔环保(1363.HK)事件点评: 获得深圳污泥大单》  
-2016.03.14

## 海外环保研究

高级分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

联系人: 龙雷  
longlei@xyzq.com.cn  
SAC: S0190516020003

## 主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	311.20	381.20	818.12	1,434.96
同比增长(%)	-17.00%	26.30%	113.00%	65.90%
净利润(百万元)	143.7	176.45	336.48	598.92
同比增长(%)	7.70%	26.60%	89.20%	68.30%
毛利率(%)	65.80%	63.10%	56.40%	49.90%
净利润率(%)	46.20%	46.40%	41.40%	41.90%
净资产收益率(%)	45.40%	19.90%	22.80%	20.80%
每股收益(元)	-	0.2	0.24	0.1
每股经营现金流(元)	278.61	0.09	0.41	-

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **核心观点:** 中滔环保在 2015 年通过收购广州绿由等外延式扩张, 成功涉足危废领域, 并实现战略布局, 同时海滔污泥的投产, 使污泥产能进一步释放。污泥与危废业务的增长, 使公司在污水、污泥、危废三大板块形成系统性覆盖, 业务结构更加均匀合理, 并在珠三角地区建立了高效运作的协同体系。即使传统的工业污水业务受经济周期性影响, 增长略有放缓, 但业绩依然取得大幅增长。公司 2015 年 PE19.7 倍, 在港股环保板块中估值较高, 考虑到 2016 年大量储备产能逐步投放, 以及潜在的外延式突破, 公司未来高增速有望持续, 建议投资者保持积极关注。
- **业绩回顾:** 中滔环保 2015 年实现收入人民币 14.35 亿元, 同比增长 75.4%; 股东应占净利润 5.99 亿元, 同比增长 66.7%; EPS0.1 元, 同比增长 66.7%; 董事会拟派发每股 0.73 港仙末期股息及 1.01 港仙特别股息。(全年分红比率 18.97%)
- **风险提示:** 宏观经济不景气导致下游客户需求减少, 业务扩张速度低于预期, 人民币持续贬值。

## 报告正文

- **核心观点：**中滔环保在 2015 年通过收购广州绿由等外延式扩张，成功涉足危废领域，并实现战略布局，同时海滔污泥的投产，使污泥产能进一步释放。污泥与危废业务的增长，使公司在污水、污泥、危废三大板块形成系统性覆盖，业务结构更加均匀合理，并在珠三角地区建立了高效运作的协同体系。即使传统的工业污水业务受经济周期性影响，增长略有放缓，但业绩依然取得大幅增长。公司 2015 年 PE19.7 倍，在港股环保板块中估值较高，考虑到 2016 年大量储备产能逐步投放，以及潜在的外延式突破，公司未来高增速有望持续，建议投资者保持积极关注。
- **业绩回顾：**中滔环保 2015 年实现收入人民币 14.35 亿元，同比增长 75.4%；股东应占净利润 5.99 亿元，同比增长 66.7%；EPS0.1 元，同比增长 66.7%；董事会拟派发每股 0.73 港仙末期股息及 1.01 港仙特别股息。（全年分红比率 18.97%）
- **BOT 建设收入带动收入大幅增加，毛利率正常回落。**2015 年中滔环保污水项目建设收入 1.8 亿元，是上年同期的 2.6 倍，同时龙门垃圾焚烧 BOT 项目贡献收入 0.94 亿元，上述 BOT 建设收入成为收入增加的主要原因。因 BOT 建设业务毛利率较运营项目低，因此综合毛利率下降 6.5 个百分点至 49.9%。我们认为这是业务结构变动导致的正常调整，公司核心运营业务的毛利率水平依然维持在较高水平。
- **工业水处理保持平稳，受经济周期影响有限。**2015 年工业水处理服务实现收入 4.63 亿元，同比增长 4.2%，虽然增速有限，但也说明宏观经济不景气的环境下，环保核查要求并未放松，公司环保业务受实体经济影响有限。今年广州盈隆二期的利用率有望逐步提高，英红和玉林项目等新产能也将陆续投放，预计工业水处理业务仍将保持稳中有升。
- **污泥业务大放异彩，新产能投放迎合需求爆发。**报告期内污泥及固废处置收入大幅增长 48.6%至 3.61 亿元，主要得益于珠三角地区市政污泥处理产能严重不足造成需求爆发，同时海滔污泥的产能投放使公司总处理量同比增加 29%，全年设施利用率也达到 93%，污泥板块的盈利能力大幅提升。公司目前已成为珠三角地区最主要的污泥处置企业，受益于深圳水务局等重点客户需求的推动，以及公司污泥处理新产能的持续投放，未来污泥业务有望继续扩张。
- **危废业务异军突起，前途不可限量。**中滔环保 2015 年通过收购广州绿由开始

涉足危废处置领域，首年即实现收入 2.56 亿元。危废业务毛利率较高，将成为公司重要的盈利板块之一。珠三角地区是国内最重要的危废市场，公司在这一领域已初步完成战略布局，今年南沙危废项目的产能将逐步上线，有望贡献更多收益。

- **毛利率有所下降，项目储备造成费用上升较快。**。毛利率下降主要是受 BOT 建设收入增加和增值税退税影响，从 2015 年 7 月开始污水、污泥及工业废物处置等业务需征收 17% 的增值税，对公司运营收入造成一定影响。行政开支同比上升 110.5% 至 1.39 亿元，主要是因为报告期间收购支付的中介费用以及业务扩张带来的人员开支。此外，公司还收到增值税退税 5565 万元和因收购广州绿由获得议价购买收益 1.38 亿元。
- **新产能不断投放，外延式并购仍值得关注。**今年预计英红、玉林、龙门、南沙等新项目将逐渐建成投运，因此公司污水、污泥和危废产能还将进一步上升，业务量将持续扩大。2015 年在收入中占比较高的 BOT 建设业务不具有可持续性，但其在利润中占比较低，即使下滑对业绩影响也有限。此外，公司亦可能做进一步的外延式并购。
- **风险提示：**宏观经济不景气导致下游客户需求减少，业务扩张速度低于预期，人民币持续贬值。

表 1、中滔环保 2015 年主要财务指标变动情况 (单位: 人民币千元)

项目	2015	2014	变动	点评
营业额	1,434,959	818,116	75.40%	本期新增危废业务，BOT 建设收入及污泥处置收入大幅上升
销售成本	(719,459)	(356,826)	101.63%	BOT 建设业务成本上升较快
毛利	715,500	461,290	55.11%	
其他收益	68,701	19,549	251.43%	收到增值税退税
行政开支	(139,257)	(66,159)	110.49%	业务扩大，并购产生专业费用
其他净收益/(亏损)	94,312	(1,433)	-6681.44%	因收购广州绿由获得议价购买收益 1.38 亿元
经营溢利	739,256	413,247	78.89%	
融资成本	(70,157)	(42,766)	64.05%	银行贷款利息增加
分占联营公司的溢利	1,115	2,916	-61.76%	
分占一家合营企业的溢利	361	461	-21.69%	
除税前溢利	670,575	373,858	79.37%	
所得税	(69,323)	(34,542)	100.69%	
年内溢利	601,252	339,316	77.20%	
以下各项应占				

本公司权益持有人	598,916	336,478	78.00%
非控股股东	2,336	2,838	-17.69%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 业绩发布会 Q&A

#### Q1 四川广元项目的产能利用率是多少？英红和玉林项目的客户来自哪些行业？

四川广元项目在上市前就已经启动，当时园区计划是用来配合广东省的产业转移政策。但因为产业转移进展缓慢，项目运营的条件并不成熟，延迟了几年。目前广元项目系统建设已经完成，部分设备也已入场安装。我们对园区企业进行了摸底调查，大概在 2016 年底可以初步进水，但第一年的利用率可能会比较低。

英红工业园主要是精细化工和电子类的企业，广西玉林是纺织印染行业，现有的污水处理设施严重不足，预计投产后利用率会比较高。

#### Q2 政府补贴主要是补贴哪些项目？未来管理费用的趋势？今年和明年预计的资本开支多少？

政府补贴主要是针对公司的一些高新技术项目，为了长期可持续发展，公司与大学和科研院所也建立了一些合作关系，承担了一些政府项目，所以能够获得补贴。管理和销售费用的增加主要是年内兼并收购所产生的一些专业费用，和新增加员工的工资。专业费用和当年的并购数量有关，不会持续产生，项目在收购以后会通过管理并轨实现费用的节约。随着公司收入规模扩大，从长远看费用率肯定是往下走的。

2015 年的资本开支是 12 个亿，其中 2 个亿的土地，10 亿建设设备和厂房，这其中污水、危废、污泥各站 50%/40%/10%。2016 年预算支出 15 亿左右，主要投向龙门、新丰绿智等项目。

#### Q3 未来会有哪些可能的并购？国开金融入股的进展？南沙项目规模较大，对公司的贡献也很可观，预计今年哪一个季度可以投入使用？

集团认为只要对现有业务有帮助、有协同效应或者是具有重大战略意义的收购项目我们都会坚决推进。

国开金融入股需要国开金泰的钱先到香港，因为国家去年年底开始收紧 QDII 额度，导致该事项延迟。目前还在解决当中。

南沙项目是危废板块的重点项目，2015 年一边建一边试运行，实际上 2015 年已经开始贡献利润。

**Q4 工业污水和固废业务有没有受到经济放缓的冲击？EBITDA 各个业务的拆分，工业污水有所下降，原因是什么？外币贷款的占比是多少？**

过去的一年经济大环境不太好，我们旗下的工业园区客户的流失量和新增量都超过往年，但总的客户数量还是在增加。说明有的企业撑不住退出了，但是由于各地同时也在收紧环保要求，导致各地排污企业往园区集中，新入驻的更多。

工业污水 EBITDA 的绝对值下降，是因为有的项目尚未投入运营，但是前期的成本也摊到了里面。

人民币贬值之后，我们把外币贷款进行了一些处理，接下来也会更多的采用人民币。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

## 香港及海外市场

机构销售负责人					
		丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk	
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

## 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。