

## 6136.HK 康达环保

未评级

## PPP 项目将成为新增长点

2016年07月21日

## 市场数据

日期	2016-07-20
收盘价(港元)	1.56
总股本(百万股)	2,067.52
总市值(百万港元)	3,225.33
净资产(百万元)	3,200.03
总资产(百万元)	9,465.81
每股净资产(元)	1.55

数据来源: Wind

## 相关报告

《康达环保(6136.HK)点评报告:收购7座污水处理厂9%股权》-2016.07.01

《康达环保(6136.HK)2015年业绩点评:收入增长低于预期,估值有望继续修复》-2016.04.05

《康达环保(6136.HK)跟踪报告:价值明显存在低估》-2016.02.16

## 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)	999.32	1,339.68	1,812.78	1,836.48
同比增长(%)	36.0%	34.1%	35.3%	1.3%
净利润(百万元)	196.54	231.56	294.79	324.88
同比增长(%)	25.3%	17.8%	27.3%	10.2%
毛利率(%)	44.2%	38.3%	40.0%	47.6%
净利润率(%)	19.7%	17.1%	16.3%	18.2%
净资产收益率(%)	17.7%	17.3%	10.4%	10.2%
每股收益(元)	-	-	0.17	0.16
每股经营现金流(元)	-	-	-0.31	-0.01

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **核心观点:** PPP 政策将推动水务行业大变革, PPP 模式下水务项目趋向大型化、打包化、综合化, 对水务企业的资金、技术门槛不断提高, 将加速行业整合。康达环保是国内老牌水务企业, 从业 20 年以上, 旗下设计污水处理总量 287.9 万吨/日, 位居全国前列。公司将有望借助 PPP 获得新的增长机会。大量 PPP 水务项目为基层政府项目, 而公司深耕三四线城市污水市场多年, 对于该类项目的运作更有经验, 通过自下而上的方式获取项目的优势相当明显。公司目前已预中标广东省郁南县 PPP 生活污水项目, 是一个典型的村镇生活污水打包项目。郁南县是全国农村生活污水治理示范县, 具有很好的示范意义。未来以此为起点, 公司将有望在传统项目日益减少的背景下, 以 PPP 为新的增长点, 成功实施二次转型。
- **投资建议:** 当前市场一致预期康达环保 2016 年归属净利润 3.97 亿元(折合 4.61 亿港元), 对应当前股价 PE7.00 倍, 仅为港股环保水务板块中位值 13.5 的 52%, 估值有较大吸引力, 建议投资者积极关注。
- **风险提示:** 污水处理市场竞争加剧, 新增项目数不达预期, 人民币持续贬值。

## 报告正文

- **PPP 政策引导水务行业大变革，市场集中度加速提升。**当前政府政策大力推动 PPP 模式取代传统的地方政府举债模式，水务市场即将产生大变革。在财政部公布的第二批 PPP 示范项目中，环保水务类占据 206 个项目总数的一半左右，水务市场将率先转向 PPP 模式。与传统模式相比，PPP 模式的水务项目趋于大型化、综合化，对水务企业的资质、技术、资金等门槛都大为提高，PPP 的推动势必加速水务行业内部整合。
- **老牌水务集团，借助 PPP 迎来新的增长机会。**康达环保是国内老牌水务集团，于水务市场有逾 20 年的经营。公司最早从事污水处理厂的 EPC 工程建设，在 2003 年开始转型为以 BOT/TOT 模式为主的投资运营模式，并获得了极大的成功。目前公司旗下已签约特许经营协议的水厂近 70 家，总设计污水处理量达 287.9 万吨/日，位居全国前列。在 PPP 政策的推动下，公司有望借助其在水务市场的资深经验，实现二次转型，获得更多市场份额。
- **PPP 水务项目多为基层政府项目，公司优势明显。**与传统的单个污水处理厂项目不同，当前 PPP 水务项目普遍为以流域治理、海绵城市等为代表的综合性打包项目，且相当一部分属于区县等基层政府层面，反映出基层水务投资仍存在较大缺口。康达环保十多年来深耕中小城市水务市场，并在山东、河南等省份拥有良好的市场基础，公司已开始涉足乡镇生活污水处理、水体生态修复等领域，具备承接综合性大型项目的能力。因此，公司通过自下而上的方式获取 PPP 项目的优势相当明显，在基层项目的落实上也具有较强的执行能力。
- **广东郁南项目预中标，逻辑逐步得到验证。**公司目前已预中标广东省郁南县生活污水处理捆绑 PPP 项目，这也是公司首个落地的 PPP 打包项目。郁南县是全国农村生活污水治理示范县，项目实施内容包括完善郁南县城、连滩镇、南江口镇污水处理厂配套管网，建设其余 12 个镇区 14 座污水处理设施及配套管网和全县 903 个农村生活污水处理设施以及每个镇 1 个共 15 个“人居环境综合提升工程”样板村，及已建成的 112 条村污水处理设施的后续维护。该项目最快有望于今年 9 月开工建设，并于 2018 年初开始运营。以郁南项目为起点，公司将有望在传统项目日益减少的背景下，以 PPP 作为新的增长点，成功实施二次转型。
- **投资建议：**当前市场一致预期康达环保 2016 年归属净利润 3.97 亿元（折合 4.61 亿港元），对应当前股价 PE7.00 倍，仅为港股环保水务板块中位值 13.5

的 52%，估值有较大吸引力，建议投资者积极关注。

- **风险提示：**污水处理市场竞争加剧，新增项目数不达预期，人民币持续贬值。

## 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	zhushd@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。