

买入 (首次)

目标价: 2.25 港元

现价: 1.73 港元

预期升幅: 30%

市场数据

报告日期	2016-08-18
收盘价(港元)	1.73
总股本(百万股)	2,067.52
总市值(百万港元)	3,576.81
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)跟踪报告: 郁南 PPP 项目落地, 农村污水蓝海即将破局》-2016.08.05

《康达环保(6136.HK)跟踪报告: PPP 项目将成为新增长点》-2016.07.21

《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: 龙雷

longlei@xy.zq.com.hk

SFC: BHZ167

SAC: S0190516020003

6136.HK 康达环保**开拓基层水务蓝海, 迎接双重增长拐点**

2016 年 08 月 19 日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,836	2,114	2,733	3,546
同比增长	1.3%	15.1%	29.3%	29.8%
归母净利润(百万元)	325	403	495	606
同比增长	12.9%	22.2%	23.0%	22.8%
毛利率	47.6%	46.3%	44.9%	43.1%
净利润率	18.2%	19.3%	18.4%	17.4%
净资产收益率	10.2%	11.3%	12.4%	13.3%
每股收益(元)	0.16	0.20	0.24	0.29
每股经营现金流(元)	-0.01	-0.08	0.06	0.11

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **核心观点:** 康达环保是国内民营市政污水处理的领军企业。公司长期专注于二三线城市的中小型市政污水处理项目, 具备良好的市场基础。地方债务危机倒逼 PPP 模式出台, 将有望激活中小城镇及农村污水处理市场, 水务领域开启新的万亿蓝海。未来随着 PPP 模式的大规模普及, 康达环保的先发优势将通过渠道下沉得到充分体现, 公司新项目增速有望迎来拐点。
- **PPP 新政引擎启动, 全面激活基层水务市场。** PPP 模式能够有效减轻政府举债压力, 提高基建资金的利用效率。我们认为 PPP 的优点将对基层政府的水务基础设施建设产生更加显著的推动作用。发改委公布的 PPP 项目库显示, 水务 PPP 项目在环保项目中占比近 7 成, 且多为区县一级基层政府的市政水务项目。因此, 在新政推动下, 沉寂已久的基层水务市场将有望被全面激活。
- **深耕中小城市污水处理市场, 渠道下沉开拓水务蓝海。** 康达环保进入市政环保水务市场已有逾 20 年, 公司长年深耕二三线城市的市政污水处理市场, 旗下污水处理规模达 287.9 万吨/日, 是国内最大的民营水务公司之一。PPP 新政下, 随着水务市场渠道重心下沉, 公司在基层水务市场的多年积累将转化为其独有的先发优势。目前公司已获得广东省郁南县和山东乳山两个 PPP 项目, 逻辑得到初步验证。预计公司将继续发挥在基层渠道的优势获取更多小城镇及农村地区的水务 PPP 项目, 新增项目及 ROE 有望双双回升。
- **投资建议:** 我们预计公司 2016/2017/2018 年归属母公司净利润分别为 4.03/4.95/6.06 亿元, 对应当前股价 PE7.58/6.18/5.05 倍。给予 2017 年 8 倍 PE, 目标价 2.25 港元, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 基建投资增速下滑, PPP 项目竞争激烈, 人民币持续贬值。

目 录

投资概要.....	- 4 -
1、老牌市政环保水务集团，民营市政污水领军企业.....	- 5 -
1.1、康达环保为国内最早的大型民营市政水务集团之一.....	- 5 -
1.2、康达环保发展历程.....	- 6 -
1.3、康达环保融资及分红.....	- 7 -
1.4、康达环保的股权结构.....	- 8 -
1.5、经验丰富且长期稳定的核心高管团队.....	- 9 -
2、PPP 新政引擎启动，全面激活基层水务市场.....	- 10 -
2.1 地方政府债务危机倒逼财政改革，PPP 模式全新登场.....	- 10 -
2.2 引入社会资本参与基建投资，实现政企双赢.....	- 14 -
2.3 PPP 模式将有望充分激活基层水务市场，引爆万亿蓝海.....	- 17 -
3、深耕中小城市污水处理市场，渠道下沉开拓水务蓝海.....	- 20 -
3.1 深耕中小城市市政污水处理市场，擅长基层水务项目运作.....	- 20 -
3.2 项目运营水平优秀，高于行业平均.....	- 21 -
3.3 行业因素导致近年规模增长放缓，公司转型拐点在即.....	- 23 -
3.4 小城镇及农村 PPP 示范项目获得重大突破，新的增长空间打开.....	- 24 -
4、在手现金充足，保障转型进程顺利过渡.....	- 25 -
4.1 在手现金充足，新项目开工将推动 ROE 迎来拐点.....	- 25 -
4.2 应收账款周转率有所下降，但风险仍属可控.....	- 26 -
5、盈利预测与估值.....	- 27 -
图 1、康达环保销售收入及增速.....	- 5 -
图 2、康达环保归属净利润及增速.....	- 5 -
图 3、康达环保发展大事记.....	- 6 -
图 4、康达环保 2015 年各项业务收入占比.....	- 7 -
图 5、康达环保 2015 年各项业务盈利占比.....	- 7 -
图 6、康达环保污水处理厂在各省分布（座）.....	- 7 -
图 7、康达环保污水处理量在各省分布（万吨/日）.....	- 7 -
图 8、康达环保股权结构.....	- 8 -
图 9、中央政府与地方政府财政收支比例变化.....	- 11 -
图 10、近年来城投债发行规模迅速增长.....	- 11 -
图 11、传统地方政府债务融资模式.....	- 12 -
图 12、PPP 模式下的基础设施建设融资.....	- 15 -
图 13、土地出让金收入及增速（亿元）.....	- 16 -
图 14、地方财政税收收入及占比（亿元）.....	- 16 -
图 15、城市用水人口及增长.....	- 17 -
图 16、城镇乡村用水人口及增长.....	- 17 -
图 17、城市生活供水量.....	- 18 -
图 18、城镇乡村供水量.....	- 18 -
图 19、废水排放中化学需氧量来源分布.....	- 18 -
图 20、废水排放中氨氮来源分布.....	- 18 -
图 21、发改委 PPP 项目库环保项目数目构成.....	- 20 -
图 22、发改委 PPP 项目库环保项目投资金额构成.....	- 20 -
图 23、康达环保污水处理厂所在城市人口（万人）.....	- 21 -
图 24、康达环保污水处理厂规模分类.....	- 21 -

图 25、康达环保平均污水处理费（人民币元）	- 21 -
图 26、康达环保旗下污水处理厂平均利用率	- 21 -
图 27、康达环保收入结构（百万元）	- 22 -
图 28、康达环保毛利结构（百万元）	- 22 -
图 29、康达环保建设及运营业务毛利率	- 22 -
图 30、全国生活污水处理厂一级 A 排放占比	- 22 -
图 31、全国生活污水处理总规模中一级 A 占比	- 22 -
图 32、康达环保旗下生活污水处理厂一级 A 排放占比	- 23 -
图 33、康达环保生活污水处理总规模中一级 A 占比	- 23 -
图 34、康达环保已签约特许经营处理规模（万吨/日）	- 24 -
图 35、康达环保历年实际污水处理总量	- 24 -
图 36、康达环保每年新增签约处理量及增速	- 24 -
图 37、康达环保现金流量情况分析（百万元）	- 26 -
图 38、康达环保资产负债率	- 26 -
图 39、康达环保资产收益率	- 26 -
图 40、康达环保贸易应收款（百万元）	- 27 -
图 41、康达环保特许经营权产生的应收账款（百万元）	- 27 -
图 42、康达环保特许经营权产生的应收账款周转天数	- 27 -
表 1、康达环保主要的业务模式	- 6 -
表 2、康达环保部分董事及高管成员	- 9 -
表 3、新旧《预算法》关于地方政府发债的规定	- 12 -
表 4、近年来整治地方债务问题的重要政策一览	- 14 -
表 5、PPP 的重要保障政策	- 15 -
表 6、康达环保近期新增 PPP 项目	- 25 -
表 7、港股水务上市公司估值比较	- 28 -
附表	- 29 -

报告正文

投资概要

1、估值及投资建议

康达环保是目前港股环保板块估值最低的标的，低估值主要由 2015 年来公司新项目增速及 ROE 下降，导致市场预期下降所致。但我们认为公司目前正处于商业模式由传统 BOT/TOT 向 PPP 转型的关键节点，在手充足现金有助于实现平稳过渡。随着下半年开始 PPP 项目的爆发，公司在中小城镇和农村污水处理细分领域的先发优势有望得到充分体现，新项目增速和 ROE 有望双双迎来拐点。

因此，我们强烈建议投资者对康达环保新增 PPP 订单进展保持密切关注。在国家政策大力推动、首批项目示范效应下，公司成功实现从传统水务 BOT/TOT 过渡到 PPP 是大概率事件。且公司目前股价较低，PB 仅 0.86 倍，亦具备足够的安全边际。

我们预计康达环保 2016/2017/2018 年归属于母公司股东的净利润分别为 4.03/4.95/6.06 亿元，EPS 分别为 0.20/0.24/0.29 元，对应当前股价 PE7.58/6.18/5.05 倍。我们预期公司将在中小城镇及农村污水处理、流域治理及海绵城市等领域获得更多 PPP 项目，在新项目逐渐落地前，考虑到不确定性，保守给予公司 2017 年 8 倍 PE，对应目标价 2.25 港元，首次给予“买入”评级。

2、关键假设

首批郁南及乳山项目起到良好的示范效应，推动公司 PPP 订单陆续落地。

3、股价表现催化剂

政策加码 PPP 模式，新的 PPP 订单签订，新增项目处理规模超预期。

4、风险提示

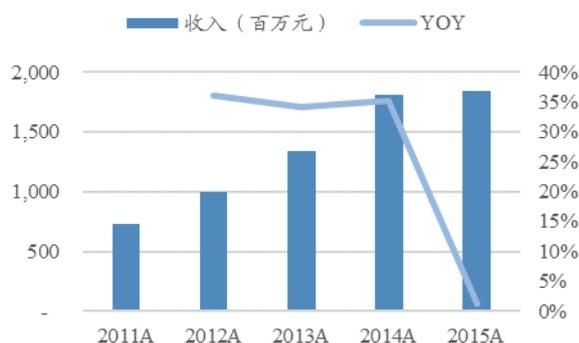
财政支付能力下降导致基建增速下滑。PPP 竞争激烈，项目收益率低于预期。人民币持续贬值。

1、老牌市政环保水务集团，民营市政污水领军企业

1.1、康达环保为国内最早的大型民营市政水务集团之一

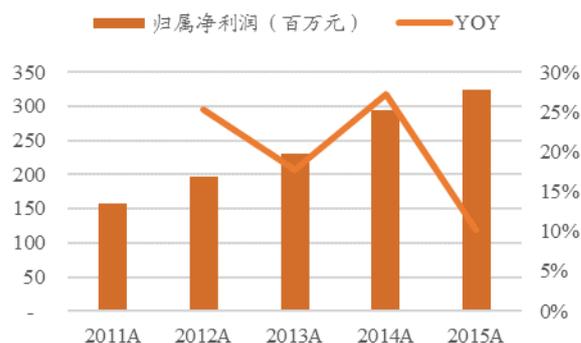
康达环保是中国主要的大型市政水务环保集团之一。公司成立于1996年，是国内最早进入市政污水处理市场的民营企业之一，公司旗下污水处理资产规模位居全国前列。康达环保2015年收入18.36亿元，归属母公司股东的净利润3.25亿元，EPS15.71分。截至2015年底公司净资产32.00亿元，总资产94.66亿元。目前，公司已签订特许经营协议的污水处理项目达73个，总设计处理量287.85万吨/日；其中已建成投运56个，总设计处理量225.85万吨/日，约占全国城市污水处理总量的1.5%。根据Global Water Intelligence (GWI)的最新统计，按照所服务的人口总数，康达环保是全球排名第21位的市政水务公司，亦是中国第九大水务公司及第二大民营水务公司。

图 1、康达环保销售收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 2、康达环保归属净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

公司的业务模式是基于特许经营权协议的污水处理厂 BOT/TOT 项目投资建设及运营管理。现阶段国内水务市场的商业模式主要分为投资运营和工程总承包两大类。康达环保早期通过从事工程总承包（即 EPC）进入市政水务市场，随着公司规模增长和战略调整，目前绝大部分业务已转变为 BOT/TOT 模式的污水处理厂特许经营业务。除此以外，公司尚有部分 BT 合同未完全回购结束，旗下亦保有少量的 O&M 项目。

表 1、康达环保主要的业务模式

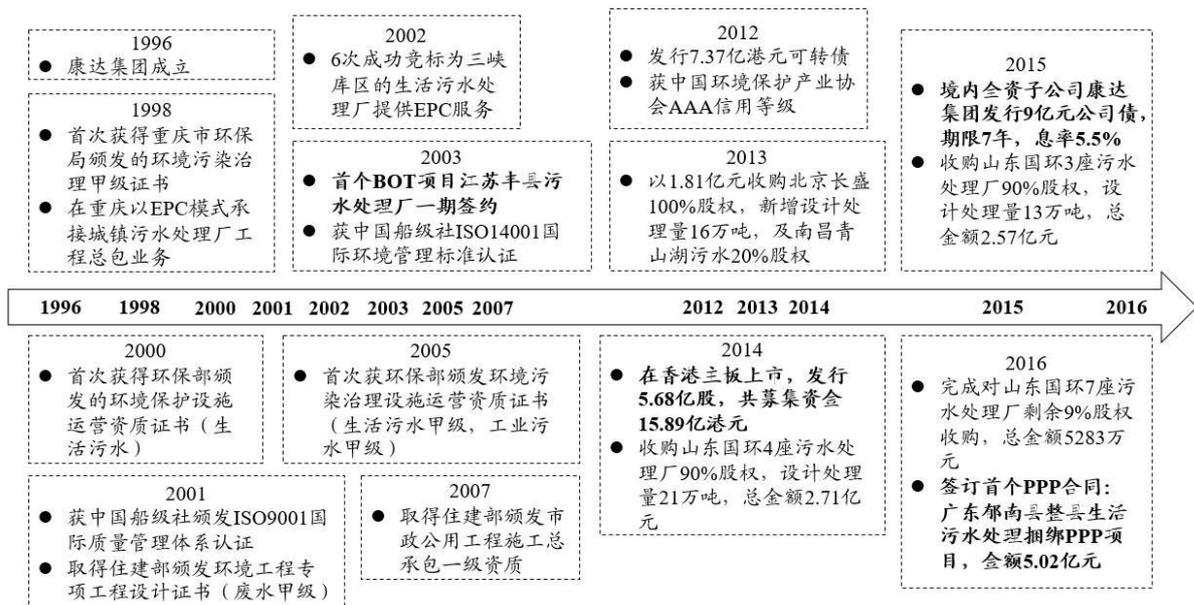
名称	内容
BOT	BOT 特许经营模式是由当地政府与公司签订特许权协议，在协议规定的期限内，由公司承担环保水处理工程的投资、建设、运营与移交。在运营期间，公司向政府收取费用，以此来支付营运成本并获取投资回报。特许经营期结束，公司将项目整体无偿移交给政府。
TOT	TOT 特许经营模式是指当地政府将建设好的污水或供水项目在一定期限内的经营权有偿转让给公司进行运营管理。公司向政府收取费用，以此来支付营运成本并获取投资回报。特许经营期结束，公司将项目整体无偿移交给政府。
BT	BT 模式是指公司作为项目的投资商及建设总承包商，在项目总承包建设完成以后，将项目整体移交给政府，移交后政府在回购期内分期支付项目投资款及相应的投资回报。
O&M	托管运营模式是由客户投资建设市政水处理厂，建成后委托给水处理企业进行专业化运营，实行市场化的有偿服务。该模式对客户来说，能引入竞争机制，有效降低运营成本；对水处理企业来说，前期投入较少，从客户取得的污水处理服务费相对稳定，风险较低。
EPC	环境工程承包业务分工程总承包（又称环境工程 EPC）和专业分包。工程总承包指公司受客户委托，提供环保水处理系统的勘察设计、设备采购及制造、工程施工、安装调试、竣工验收等全过程服务，对建设工程的质量、安全、工期、造价等事项全面负责。专业分包指公司提供上述业务的部分服务，并对该部分服务承担相应责任。

资料来源：互联网，兴业证券研究所

1.2、康达环保发展历程

康达环保最早从事市政污水处理厂的 EPC 工程总承包业务。公司在国内的经营实体重庆康达成立于 1996 年 7 月，于 1998 年 2 月获得重庆市环保局颁发的环境污染治理甲级证书，由此开始承接重庆市当地的市政污水处理厂施工总包项目，当时主要的业务模式为 EPC。公司是国内市政水务领域市场化的主要开拓者之一。

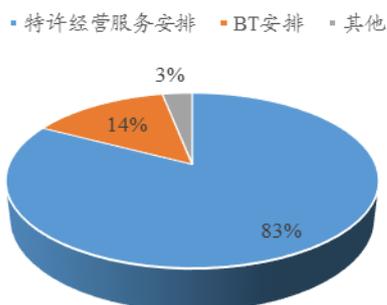
图 3、康达环保发展大事记



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

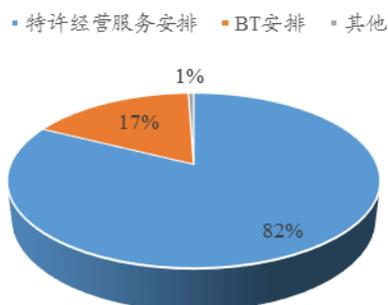
2000年后康达环保由单一工程总包开始往投资运营领域转型，并成功发展为综合性的大型水务集团。2000年之后，公司陆续取得环保部、住建部等主管部门颁发的环境保护设施运营资质及设计资质，并于2003年签订了第一个BOT特许经营协议（江苏丰县一期）。此后，公司开始向BOT/TOT等特许经营模式全面转型，并主动减少传统EPC业务。截至目前，公司旗下已签约的特许经营污水处理项目达到73个，总设计处理量287.85万吨/日，并完全终止EPC业务，剩余BT业务也已结束施工并开始或即将进行回购。公司2015年的收入和盈利80%以上均由BOT/TOT模式的特许经营项目所贡献。

图 4、康达环保 2015 年各项业务收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

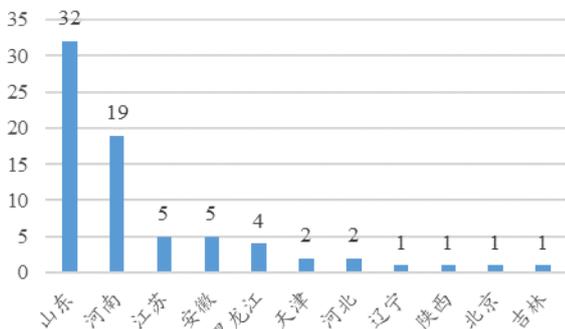
图 5、康达环保 2015 年各项业务盈利占比



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

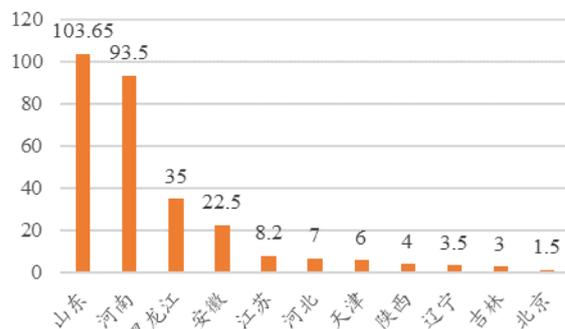
率先实施“走出去”市场化战略，旗下水务项目主要分布于华北地区。因重庆市政府早先计划由重庆水务（601158.SH）整合本地水务资产，康达环保很早便将发展重心外移，以市场化的方式开拓二三线城市市政水务市场。目前已成功在山东、河南、江苏及安徽等省份取得突破，在当地实现了较高的市场占有率和口碑。公司73个生活污水处理项目中约70%的项目和处理量均分布于山东、河南二省。

图 6、康达环保污水处理厂在各省分布（座）



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 7、康达环保污水处理量在各省分布（万吨/日）



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

1.3、康达环保融资及分红

市政水务 BOT/TOT 项目需要企业预先投入建设资金和流动资金，因此对于企业筹资能力要求较高。康达环保多年来充分利用多种渠道灵活筹集资金，保障公司

顺利发展。

可转债：2012年5月24日，康达环保发行总金额为7.37亿港元的可转债，全部由Baring Private Equity Asia通过旗下基金认购，并在2014年IPO上市时自动转换为4.05亿股股份，折合每股成本约1.82港元。

IPO：2014年7月4日，康达环保在香港主板上市，计划发行5亿股，超额配售6751.5万股，发行价每股2.8港元，共募集资金15.89亿港元，募资净额14.81亿港元。

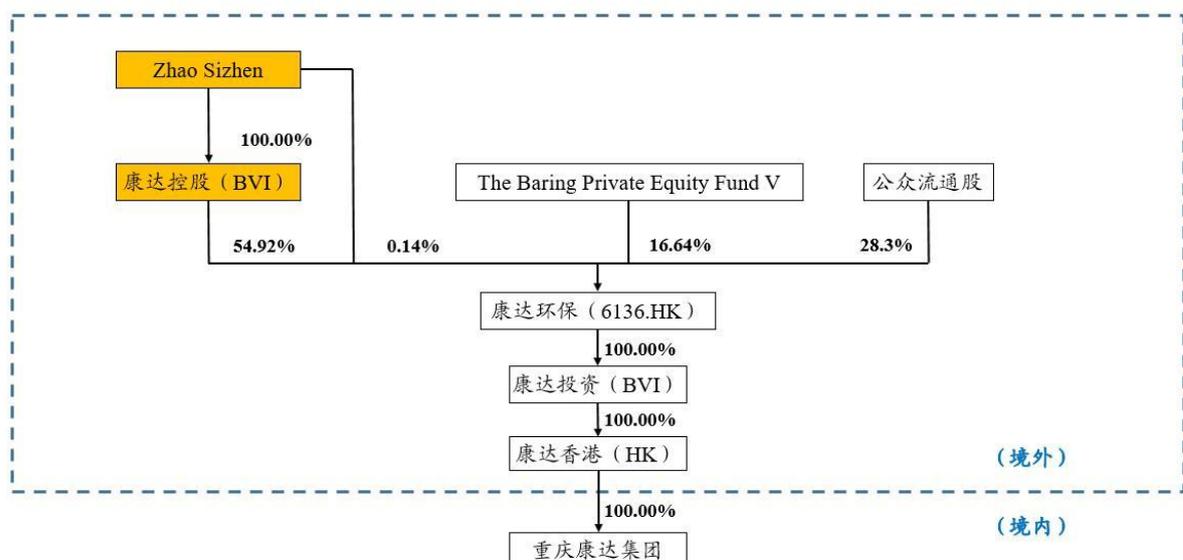
境内公司债：2015年12月，康达环保通过国内的全资子公司重庆康达环保产业（集团）有限公司发行境内公司债，共募集资金9亿元。

2016年3月公司首次分红，派发2015财年股利每股2港仙，分红总额3276万港元，占当年归属净利润10.08%。

1.4、康达环保的股权结构

康达环保的实际控制人是董事会主席赵隽贤。公司现任董事会主席、执行董事赵隽贤通过其子Zhao Sizhen（赵思朕）合计持有公司11.35亿股股份，占总股本的55.06%，为第一大股东和实际控制人。此外，战略投资者Baring Private Equity Asia通过旗下基金持有公司3.44亿股，占总股本的16.64%，为第二大股东。

图 8、康达环保股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

1.5、经验丰富且长期稳定的核心高管团队

康达环保高管成员于会计、基建及市政环保方面经验丰富。大部分核心成员在公司从业近 20 年，团队长期保持稳定。公司对中高层干部建立了灵活的激励机制，以助公司保持高效运作。

公司于 2014 年 12 月 19 日授出 8450 万份购股权，其中 2200 万份授予公司 4 名董事。购股权行权价 3.386 港元，在售出后第 12/24/36 个月结束时一年内可按 30%/30%/40% 比例分三批行权。

表 2、康达环保部分董事及高管成员

董事/高管姓名	职务	简介
赵隽贤	董事会主席、执行董事	63 岁，集团创办人。负责策略开发及规划、整体运营管理、市场开发及主要决策制定。拥有 25 年环保及污水处理行业经验。担任中国国资国企产业创新战略联盟副理事长和香港国际投资总会董事会副主席。担任重庆康特环保产业控股有限公司董事会主席兼总经理。
张为众	行政总裁、执行董事	64 岁。在管理方面拥有逾 30 年经验，中国高级会计师。担任中国寰岛集团公司、海领财务公司及合资事业有限公司董事。亦为寰岛南方实业发展有限公司总经理兼主席，以及海口海甸岛房地产开发公司总经理兼法人代表。担任中国国资国企产业创新战略联盟副秘书长。
刘志伟	执行董事	51 岁，于 1996 年加入本集团，先后担任总会计师、资产管理部主管、财务副总监、审计主管、执行董事及副总裁等多个职务。目前负责投资者关系及风险控制事宜。在会计领域拥有约 20 年经验，中国高级会计师。
顾卫平	执行董事	61 岁，1996 年加入本集团，先后担任总经理助理、副总裁及副主席等多个职位。目前负责本集团的行政及人力资源事宜管理。中国环境工程师，在环保行业拥有逾 35 年经验。
王立彤	执行董事	47 岁，2011 年获委任为重庆康达副总裁，负责营销部、技术管理部及水务项目管理部。目前负责本集团的营销及业务发展。毕业于天津理工大学，在市政环保方面拥有约逾 20 年经验。为中国高级工程师。
庄平	非执行董事	51 岁，为 Baring Private Equity Asia V Holding (5) Limited 提名的非执行董事。担任美国宜生国际有限公司董事会主席兼总经理。
徐耀华	独立非执行董事	66 岁，担任香港华高和昇财务顾问有限公司董事会主席。
彭永臻	独立非执行董事	66 岁，北京工业大学环境工程系及水污染防治研究室的教授、博士生导师及系主任，并兼任北京工业大学北京市污水脱氮除磷处理工程技术研究中心的主任。
常清	独立非执行董事	58 岁，担任中国诚通发展集团有限公司 (0217.HK) 独立非执行董事，工作于中国农业大学经济管理学院。
李兆梁	财务副总监	38 岁，2016 年加入，2007 年毕业于中国人民大学，此前曾担任中石油境外管道公司的财务经理。
梁祖平	审计部主管	60 岁，主要负责集团内部审核及风险控制事宜，1996 年加入。

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

2、PPP 新政引擎启动，全面激活基层水务市场

自 2013 年以来，为引导更为健康可持续的地方政府基础设施建设投融资行为，中央政府开始全面推广 PPP 模式。PPP 模式将有效减轻政府举债压力，缓解地方债务风险，在引入社会资本后，亦有助于提高资金的利用效率。我们认为 PPP 的优点将对基层政府的水务基础设施建设产生更为显著的推动作用。发改委 PPP 项目库显示，环保 PPP 项目数量占比第一，而其中又以水务 PPP 项目数量最高，占比近 7 成，且多为区县一级基层政府的市政水务项目。在 PPP 新政的推动下，沉寂已久的基层水务市场将有望被全面激活。

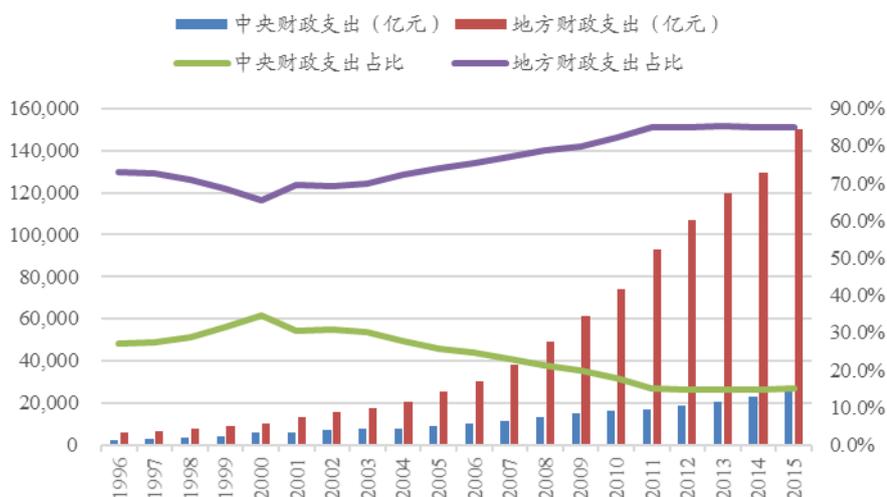
2.1 地方政府债务危机倒逼财政改革，PPP 模式全新登场

地方政府债务问题日益严重，倒逼基础设施建设融资模式改革，PPP 将成为“十三五”期间最主要的基建融资模式。传统基础设施建设投融资渠道主要依靠城投债，其本质上还是依赖土地财政。在土地及房价快速上涨后，该模式的风险逐步放大。因此，2014 年底国务院正式出台 43 号文，对地方政府融资作出全面约束，PPP 取代原有无序的政府举债成为基建融资模式的主流。

● 传统的地方政府举债模式存在债务规模增长过快等风险

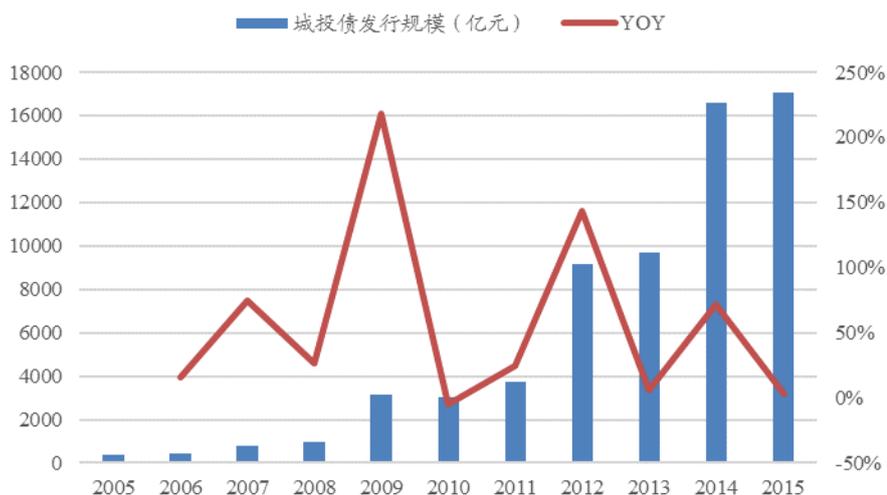
我国地方政府债务问题由来已久，其产生的主要原因是中央政府与地方政府在财政收支上的不成比例。地方各级政府原本需要承担大量一般公共事务支出，在基建等领域的投资往往依靠对外举债。而我国近年来经济高速发展，本质上是依靠投资驱动。因此地方政府为追逐 GDP 增长所体现的政绩效应，举债进行投资建设的动机十分强烈，于是近年来产生了地方债务规模增长过快、风险快速放大等一系列问题。

图 9、中央政府与地方政府财政收支比例变化



资料来源：国家统计局、兴业证券研究所

图 10、近年来城投债发行规模迅速增长



资料来源：Wind、兴业证券研究所

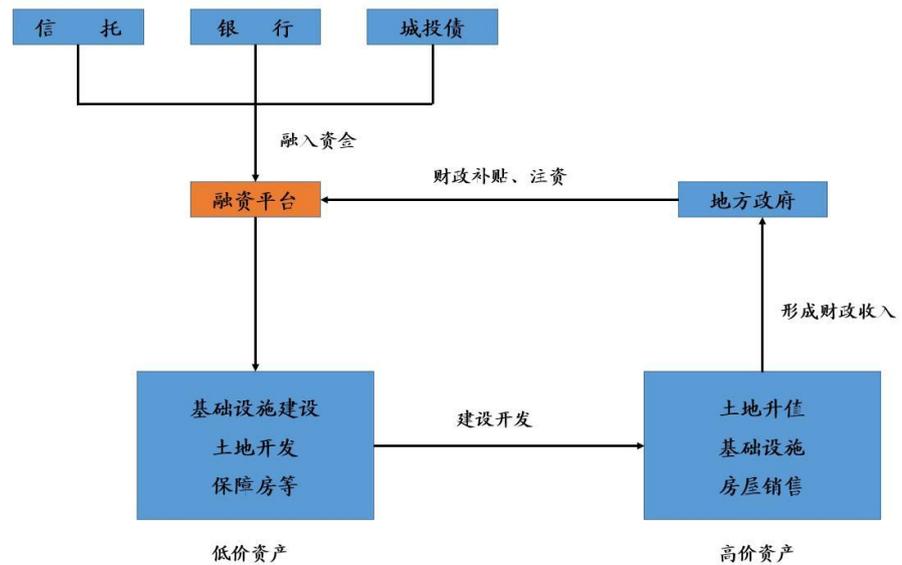
根据修订前的《预算法》，地方政府没有直接发行地方债券的权利，也不允许存在赤字。因此，传统的地方政府融资主要通过地方政府融资平台来实施，具体分为平台贷款、土地信托融资和城投债 3 种途径。在融得资金运用于基础设施建设和土地开发等项目之后，利用土地的升值增加地方政府财政收入，偿还贷款。其本质是对土地财政的高度依赖，在当前土地价格和房价快速上涨之后，利用融资平台举债的风险也日益增大。

表 3、新旧《预算法》关于地方政府发债的规定

法律名称	条例	内容
《中华人民共和国预算法》 (1995 年 1 月 1 日起实施)	第二十八条	地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。 除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。
《中华人民共和国预算法 (2014 年修正)》(2015 年 1 月 1 日起实施)	第三十五条	地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，除本法另有规定外，不列赤字。 经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。 举借债务的规模，由国务院报全国人民代表大会或者全国人民代表大会常务委员会批准。省、自治区、直辖市依照国务院下达的限额举借的债务，列入本级预算调整方案，报本级人民代表大会常务委员会批准。举借的债务应当有偿还计划和稳定的偿还资金来源，只能用于公益性资本支出，不得用于经常性支出。 除前款规定外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。 除法律另有规定外，地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保。 国务院建立地方政府债务风险评估和预警机制、应急处置机制以及责任追究制度。国务院财政部门对地方政府债务实施监督。

资料来源：财政部，兴业证券研究所

图 11、传统地方政府债务融资模式



资料来源：互联网，兴业证券研究所

● **主管部门积极介入，政策频出为地方债务降温**

2010 年以来，为了应对地方债务迅速扩大的风险，国务院、财政部、银监会等政府主管部门推出了一系列政策，对地方债务进行了系统的清理和疏导。至 2014 年底的 43 号文出台，正式标志传统的地方政府举债模式彻底终结。未来基层政府的基础设施建设将更多依靠引入社会资本共同参与的 PPP 模式。

2010 年国务院出台 19 号文，这是对地方融资平台进行整顿的首个重要政策，此后银监会于当年发布 244 和 110 号文对平台贷款进行了清查，并限制贷款规模不

得新增。2012 年财政部 463 号文则明确叫停了 BT 模式，城投债成为地方政府融资的唯一途径。而 2014 年国务院 43 号文出台，标志地方政府融资平台的政府融资职能被彻底剥离，正式宣告传统地方政府举债模式的终结。结合新的预算法修正案，原有的城投债将逐渐被规范的地方政府债券所取代，引入社会资本的 PPP 模式得到确立，将成为未来基础设施建设的主要融资方式。

43 号文明确了可以通过 PPP 模式引入社会资本，填补地方政府在城市基础设施建设方面的资金缺口。其后，财政部 351 号文进一步倡导将原融资平台项目引导向 PPP 模式，实现政府债务转化为企业债务，减轻地方政府的举债压力。2015 年发改委 1327 号文则鼓励将城投债与 PPP 相结合，进一步放宽政策大力推广 PPP 模式。

2015 年以来存量地方债务已逐步开展置换工作，在这个过程中将有大量的融资需求通过 PPP 模式替代，可以预见，“十三五”期间 PPP 将在城市基础设施建设中发挥更为重要的作用。

表 4、近年来整治地方债务问题的重要政策一览

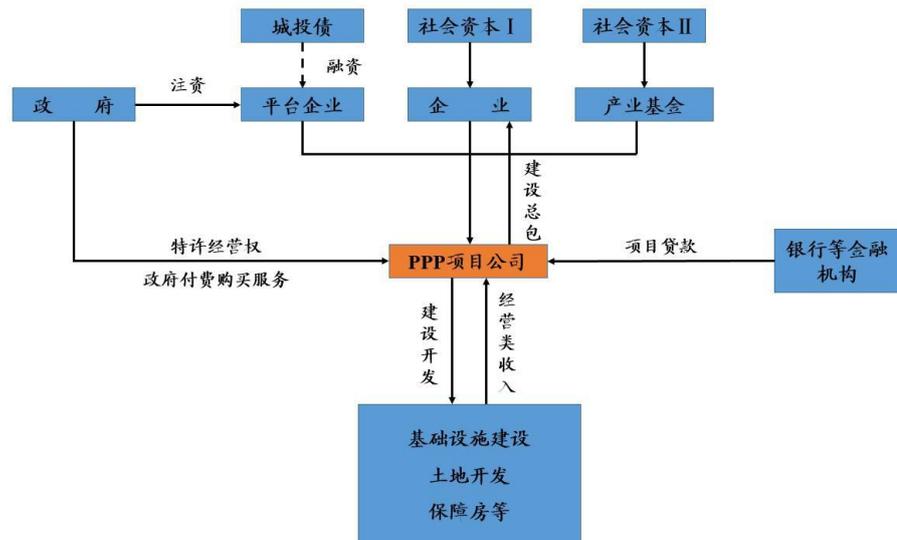
政策文件	发布日期	主要内容
国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知（国发[2010]19号）	2010年6月10日	抓紧清理核实并妥善处理融资平台公司债务 加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的信贷管理 坚决制止地方政府违规担保承诺行为 加强组织领导，确保工作落实
中国银监会办公厅关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知（银监办发[2010]244号）	2010年8月2日	进一步核清平台贷款的详细数据，逐户建立台账，进而对不同类别的平台贷款进行定性甄别、分类处置，以有效缓释和化解平台贷款风险。 各分支机构和银监局对平台贷款进行数据分解、四方对账、分析定性后统一汇总上报，根据贷款清查结果，多方会谈商定整改保全和分类处置方案，2010年下半年各银监局对辖内平台贷款整改情况进行专项现场检查。争取在今后三年通过保全和核销逐步化解大部分风险。
中国银监会关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见（银监发[2010]110号）	2010年12月17日	严格落实贷款“三查”制度，审慎发放和管理融资平台贷款 准确进行融资平台贷款风险分类，真实反映和评价贷款风险状况 加强对融资平台贷款的监管，有效缓释和化解融资平台贷款风险
财政部、发展改革委、人民银行、银监会关于制止地方政府违法违规融资行为的通知（财预[2012]463号）	2012年12月24日	严禁直接或间接吸收公众资金违规集资 切实规范地方政府以回购方式举借政府性债务行为 加强对融资平台公司注资行为管理 进一步规范融资平台公司融资行为 坚决制止地方政府违规担保承诺行为
国务院关于加强地方政府性债务管理的意见（国发[2014]43号文）	2014年10月2日	（一）赋予地方政府依法适度举债权限。 （二）建立规范的地方政府举债融资机制。 （三）推广使用政府与社会资本合作模式。 （四）加强政府或有债务监管。
地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法（财预[2014]351号）	2014年10月23日	地方各级政府要结合清理甄别工作，认真甄别筛选融资平台公司存量项目，对适宜开展政府与社会资本合作（PPP）模式的项目，要大力推广PPP模式，达到既鼓励社会资本参与提供公共产品和公共服务并获取合理回报，又减轻政府公共财政举债压力、腾出更多资金用于重点民生项目建设的目的。
国家发展改革委办公厅关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知（发改办财金[2015]1327号）	2015年5月25日	鼓励企业发债用于特许经营等PPP项目建设 （十）鼓励一般生产经营类企业和实体化运营的城投企业通过发行一般企业债券、项目收益债券、可续期债券等，用于经有关部门批准的基础设施和公共设施特许经营等PPP项目建设。

资料来源：发改委，财政部，银监会，兴业证券研究所

2.2 引入社会资本参与基建投资，实现政企双赢

PPP（Public-Private Partnership），即“公私合作制”，是涵盖了基建项目整个生命周期的一种新的融资模式，PPP的目的是在政府部门和企业之间形成一种“共赢”的合作。PPP的项目公司由政府部门和私营部门共同组建，企业从项目立项之初便可以全程参与项目的运作，因此能够实现项目最大程度的以市场化方式运作，从而提高资金的利用效率，进一步减轻政府负债压力。

图 12、PPP 模式下的基础设施建设融资



资料来源：互联网，兴业证券研究所

2013 年的“十八届三中全会”首次提出“通过改革让社会资本进入公共服务基础设施建设和运营”的改革大方向，此后财政部明确力推 PPP 模式。在 43 号文之后，2015 年财政部又出台了《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》和《PPP 物有所值评价指引（试行）》两部重要文件，对 PPP 项目的准入设立了严格的标准。通过事前评价既可以压缩地方政府过度基建投资需求，减轻政府债务压力，也能保证项目的质量和回报率，从而吸引社会资本的参与。

表 5、PPP 的重要保障政策

政策文件	时间	主要内容
《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》财金〔2015〕21 号	2015 年 4 月 7 日	PPP 项目财政承受能力论证，是政府履行合同义务的重要保障，有利于规范 PPP 项目财政支出管理，有序推进项目实施，有效防范和控制财政风险，实现 PPP 可持续发展。“通过论证”的项目，各级财政部门应当在编制年度预算和中期财政规划时，将项目财政支出责任纳入预算统筹安排。“未通过论证”的项目，则不宜采用 PPP 模式。
《基础设施和公用事业特许经营管理办法》	2015 年 4 月 25 日	社会资本参与基础设施和公用事业建设和运营，可采用特许经营方式。 国家鼓励金融机构为特许经营项目提供财务顾问、融资顾问、银团贷款等金融服务，政策性、开发性金融机构可以给予差异化信贷支持。 国家鼓励通过设立产业基金等形式入股提供特许经营项目资本金。鼓励特许经营项目公司进行结构化融资，发行收益票据和资产支持票据等。鼓励成立私募基金、引入战投、发行债券等方式拓宽融资渠道。
《国务院办公厅转发财政部发展改革委人民银行关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》国办发〔2015〕42 号	2015 年 5 月 19 日	PPP 是公共服务供给机制的重大创新，有利于加快转变政府职能，打破行业准入限制，激发经济活力，有利于完善财政投入和管理方式，提高财政资金使用效率。构建保障 PPP 模式持续健康发展的制度体系，规范推进 PPP 项目实施，做好多种财税、金融措施保障。
《PPP 物有所值评价指引（试行）》财金〔2015〕167 号	2015 年 12 月 18 日	中国境内拟采用 PPP 模式实施的项目，应在项目识别或准备阶段开展物有所值评价。包括定性评价和定量评价。物有所值评价通过的，可进行财政承受能力论证，未通过项目，可调整实施方案后重新评价，仍未通过的，不宜采用 PPP 模式。

资料来源：国务院，财政部，兴业证券研究所

● PPP 模式还款来源稳定有保障

“PPP 财政承受能力指引”中明确提出“每一年度全部 PPP 项目占一般公共预算支出比例应当不超过 10%”。一般公共预算来源于以税收为主体的财政收入，其增长与 GDP 具有较高的一致性，长期而言大致保持稳定增长的趋势，还款来源稳定可持续；而 BT 模式下的还款来源则大多来自土地出让金等税收以外的财政收入，波动幅度较大，且在土地价格快速上涨后其增长可持续的不确定性变大。而不超过 10% 的限制，既能抑制地方政府过度的投资需求，也能充分保障已有项目的还款稳定可持续。

图 13、土地出让金收入及增速（亿元）



资料来源：财政部，兴业证券研究所

图 14、地方财政税收收入及占比（亿元）



资料来源：财政部，兴业证券研究所

● PPP 模式鼓励引入社会资本，充分减轻企业负债压力

PPP 项目公司中，政府持股一般不高于 30%，企业持股一般不低于 70%，此外 2015 年 4 月国务院制定了《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，鼓励第三方社会资本通过设立产业基金等形式入股 PPP 项目公司提供资本金，并鼓励项目公司采用多种方式拓宽融资渠道，极大的减轻了企业的资金压力，而且进一步通过财务上的合理安排还可以实现项目公司出表，从而还能大幅优化企业的资产结构。

● PPP 模式风险共担，有利于降低企业经营风险

PPP 模式的关键之一即是风险共担。企业在项目立项之初即深度参与其中，项目的整个生命周期内风险在企业和政府之间合理分配，从而大大降低了企业的经营风险。

● 参与后续运营，获得可持续收入

基础设施和公用事业的后期维护与运营同样重要，如缺少专业的公司参与其

中往往低效率运行甚至形成烂尾，造成了资金的浪费。在 PPP 模式下，项目公司在项目建成后还将对其进行持续运营维护工作，不仅有助于运行效率的提升，也能为企业带来额外的可持续收入。

2.3 PPP 模式将有望充分激活基层水务市场，引爆万亿蓝海

我国区县一级基层政府的水务基础设施建设作为一种民生刚需工程，长期高度依赖财政补助，存在较大投资缺口。在融资平台关停后，仅省级政府拥有发行地方债券的权利，基层政府开展基础设施建设只能更多通过 PPP 途径。而在 PPP 模式下，基层水务资产的盈利能力有望得到完善，从而吸引大量社会资本进入。发改委 PPP 项目库显示，水务项目在环保项目中占比达 7 成，是数量最多的一类项目，其中绝大部分为来自基层政府的中小型水务基础设施项目。该领域需求有望在 PPP 推动下被充分释放，引爆水务市场新的万亿蓝海。

● 中小城市及农村生活污水处理设施存在较大缺口

小城镇及农村地区用水增长迅速，潜在污水处理需求十分可观。据统计，我国城市用水人口已达 4.35 亿人，年增长率在 3% 以下，基本进入稳定期；而城镇乡村地区用水人口则已超过 8 亿人，并仍保持着超过 3% 的增速。相应的，城市生活供水量年增速亦降至 3%，未来也将趋于平稳；而城镇乡村供水量近年来增速接近 4%，远高于城市水平。比较平均年用水量，城镇乡村地区单位用水人口耗水 31.4 立方米/年，尚不到城市的一半。因此，随着小城镇和农村地区城镇化建设的发展，当地人口生活水平的提高，以及大城市部分人口的回流，预计小城镇及农村地区对于水务基础设施的需求具有更大的潜力。

图 15、城市用水人口及增长



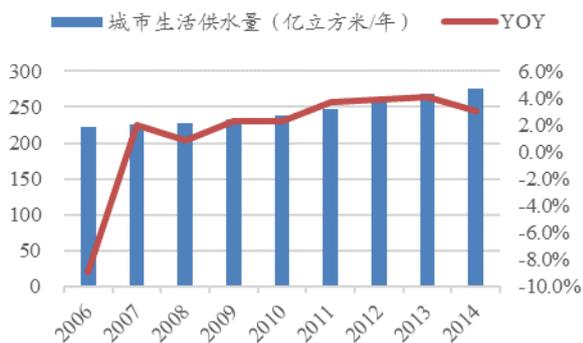
资料来源：统计局，兴业证券研究所

图 16、城镇乡村用水人口及增长



资料来源：统计局，兴业证券研究所

图 17、城市生活供水量



资料来源：统计局，兴业证券研究所

图 18、城镇乡村供水量



资料来源：统计局，兴业证券研究所

中小城镇和农村地区的污水处理能力严重不足。住建部数据显示，截至 2016Q1 我国设市城市、县（城镇）累计建成污水处理厂 3910 座，污水处理能力达 1.67 亿立方米/日，其中设市城市建成污水处理厂共计 2210 座，污水处理能力 1.37 亿立方米/日，县城建成污水处理厂 1700 座，处理能力 0.30 亿立方米/日。其中县城污水处理能力仅占全国的 17.96%，与用水人口及供水量存在较大的不匹配。农村污水处理设施则缺乏统计数据，据估计，我国农村每年产生的生活污水量已达 100 多亿吨，约相当于城镇生活污水排放总量的 20%。此外，农村地区的人及畜禽养殖业大量的排泄物绝大多数未经处理直接排放，亦造成环境污染。基层区域的水污染，不仅对农村本身，对城市周边环境水域也造成了严重的影响。

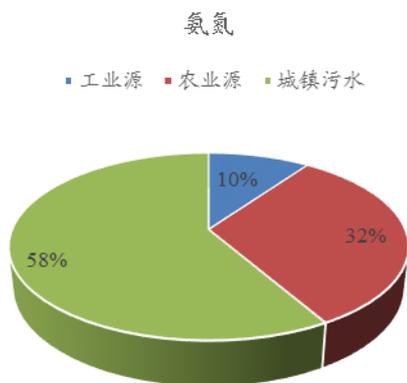
根据全国环境统计公报的数据，2014 年全国废水排放总量 716.2 亿吨，其中工业废水排放量 205.3 亿吨，城镇生活污水排放量 510.3 亿吨。废水中化学需氧量（COD）排放量 2294.6 万吨，氨氮排放量 238.5 万吨，其中约一半的 COD 和 1/3 的氨氮均由农业源产生，因此，来自农村地区的水污染不容小觑。

图 19、废水排放中化学需氧量来源分布



资料来源：环保部，兴业证券研究所

图 20、废水排放中氨氮来源分布



资料来源：环保部，兴业证券研究所

基层水务基础设施将成为新的水务万亿蓝海。据统计，目前县城生活污水处理率

约 80%，农村生活污水处理率仅 10% 左右，均与城市生活污水 99% 以上的处理率存在相当大的差距。2014 年，我国农村污水处理市场投入仅为 63.8 亿元，远远不能满足巨大的投资缺口。如按照每个用水人口平均投资 1000-1500 元测算，整个基层污水治理的空间接近万亿元，加上污水处理设施之外的流域治理、河道生态修复等项目，基层区域的水务基础设施建设将成为未来几年水务市场最大的蓝海。

● 传统政府投资模式难以填补缺口，PPP 模式下有望破局

内地中小城镇及农村等基层地区往往经济发展程度较低，地方政府财政收入有限，难以支撑污水处理基础设施的建设和运营。而当地的水处理设施前期投资较大、收费模式不成熟等原因往往导致投资回报率低，在传统模式下难以吸引社会资本进入，长期以来形成了较大的基建缺口，成为水务市场洼地。

43 号文出台后，基层地方政府只能通过 PPP 途径来筹集基建资金来源，而企业通过深度参与项目，可在立项之初即通过合理规划，提高资金的利用效率，同时将污水处理配套基础设施的外部性综合纳入回报等方式，使投资回报率达到较为理想的水平。此外，基层污水处理项目通常单个订单金额较小，通过捆绑打包等方式一般也在 5-20 亿元区间，属于资金门槛较低的 PPP 项目，非常适合民营企业参与。

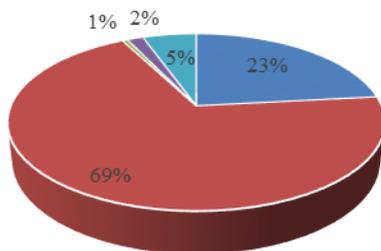
● PPP 环保项目中水务项目占比 7 成，大量基层项目涌现

2015 年 5 月，发改委发布 PPP 项目库，共包含 1043 个 PPP 项目，涉及总投资 1.97 万亿元。其中环保类的项目达到 365 个，数量占比第一，总投资额 1680 亿元，而水务项目无论是数目还是总投资金额均居于环保项目中首位。

据统计，共有 252 个水务 PPP 入库项目，涉及总投资额 898.7 亿元，平均每个项目投资额 3.6 亿元。金额较小，符合小城镇项目的特点，从地域分布上看，大多数也均来自区县一级基层地方政府。这些充分表明，在长期投资不足的背景下，基层地方政府对于水务基础设施建设的融资需求更为迫切。

图 21、发改委 PPP 项目库环保项目数目构成

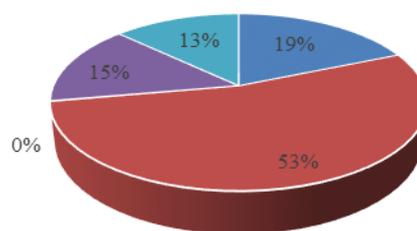
• 垃圾处理 • 水务 • 资源回收利用 • 环境综合治理 • 生态园林建设



资料来源：国务院，兴业证券研究所

图 22、发改委 PPP 项目库环保项目投资金额构成

• 垃圾处理 • 水务 • 资源回收利用 • 环境综合治理 • 生态园林建设



资料来源：国务院，兴业证券研究所

3、深耕中小城市污水处理市场，渠道下沉开拓水务蓝海

康达环保进入市政环保水务市场已有逾 20 年，公司一直以来深耕二三线城市的市政污水处理市场，目前已签定特许经营协议的处理规模达 287.9 万吨/日，是国内最大的民营水务公司之一。PPP 新政下，随着水务市场渠道重心下沉，公司在基层水务市场的多年积累将转化为其独有的先发优势。目前公司已获得广东省郁南县和山东乳山两个 PPP 项目，逻辑得到初步验证。预计公司将继续发挥在基层渠道的优势获取更多小城镇及农村地区的水务 PPP 项目，新增项目及 ROE 有望双双回升。

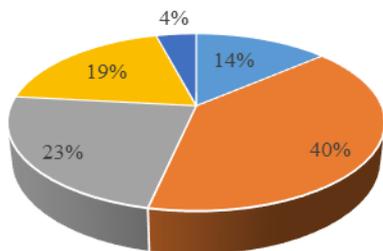
3.1 深耕中小城市市政污水处理市场，擅长基层水务项目运作

康达环保自成立 20 多年来长期专注于中小城市的市政污水处理市场，旗下 73 个运营项目绝大多数分布于增长潜力较大的二三线城市。因中国省会及以上大城市的市政污水处理项目多为央企及本地大型国企所垄断，市场化程度较低，公司充分发挥民营企业的竞争优势，多年来专注于开发市场化程度较高的中小城市市政污水处理市场，取得了极大的成功。

公司的市政污水处理项目主要分布于山东、河南、江苏、安徽等地。其中绝大部分项目位于中小城市或县城，500 万人口以下的地级市、县市级项目占公司项目总数的 77%，相应的污水处理量亦达到 61%。公司 71% 的污水处理厂是 5 万吨/日以下的中小型项目，平均单个项目的污水处理规模 3.94 万吨/日，低于全国平均的 6.20 万吨/日。与大型国企相比，我们认为公司更擅长运作中小型污水处理项目。

图 23、康达环保污水处理厂所在城市人口（万人）

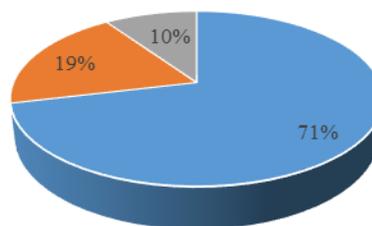
• N<50 • 50≤N<100 • 100≤N<500 • 500≤N<1000 • 1000≤N



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 24、康达环保污水处理厂规模分类

• 5万吨/日以下 • 5万吨/日-10万吨/日 • 10万吨/日以上

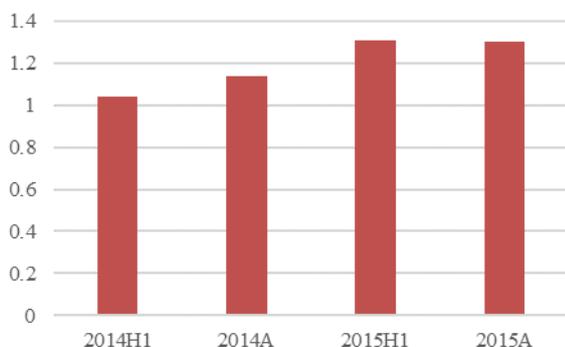


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

3.2 项目运营水平优秀，高于行业平均

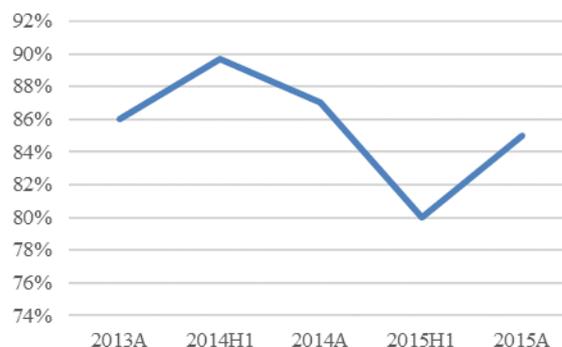
得益于康达环保高效的管理水平和灵活的激励机制，旗下污水处理厂运营水平优秀，自 2013 年以来公司投运的污水处理厂利用率均保持在 85% 以上。公司注重运营质量，目前已有 79% 的水厂完成了一级 A 排放的提标改造工作，远高于全国平均水平。完成高标准排放的同时公司向政府收取的水价每年保持稳步上升的趋势，有助于其运营业务的毛利率维持在较高的水平。其中 2015 年下半年运营服务毛利率下降主要是因为当年 73 号文出台，增值税退税政策改变所致，排除该因素影响调整后的运营毛利率依然维持在接近 50% 的水平。

图 25、康达环保平均污水处理费（人民币元）



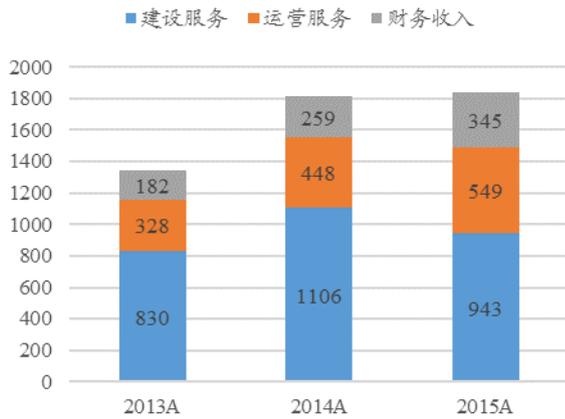
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 26、康达环保旗下污水处理厂平均利用率



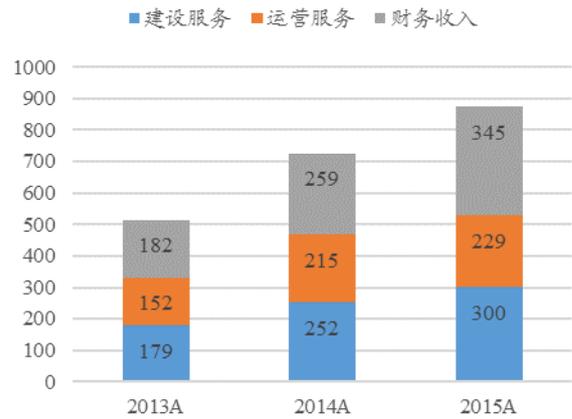
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 27、康达环保收入结构（百万元）



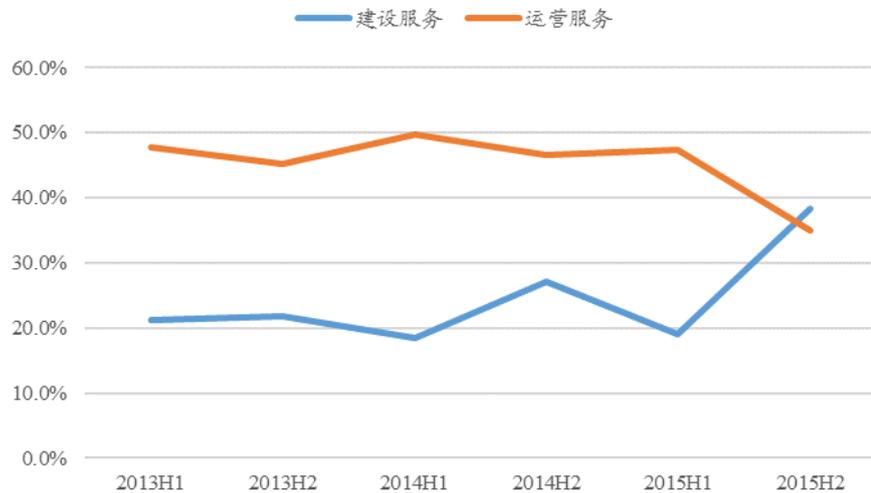
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 28、康达环保毛利结构（百万元）



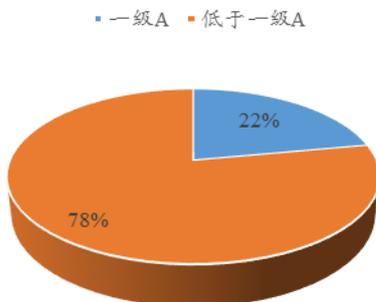
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 29、康达环保建设及运营业务毛利率



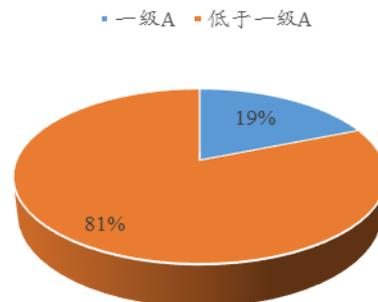
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 30、全国生活污水处理厂一级 A 排放占比



资料来源：住建部，兴业证券研究所

图 31、全国生活污水处理总规模中一级 A 占比



资料来源：住建部，兴业证券研究所

图 32、康达环保旗下生活污水处理厂一级 A 排放占比 图 33、康达环保生活污水处理总规模中一级 A 占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

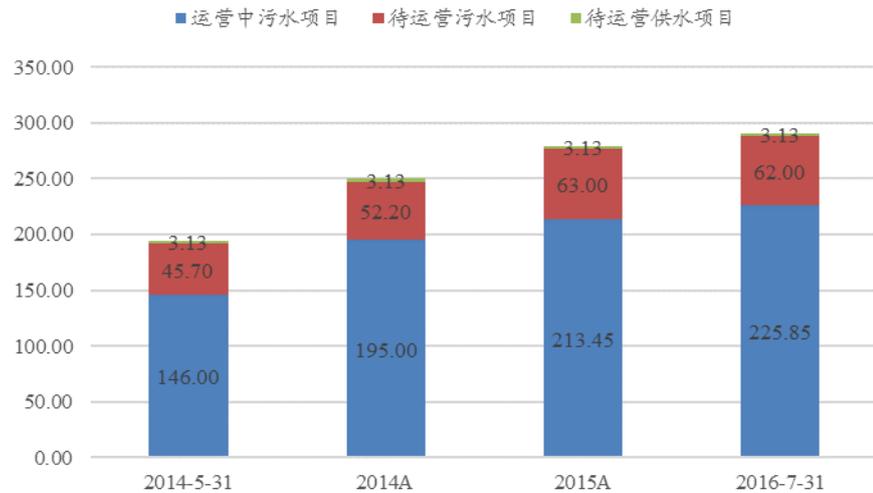
3.3 行业因素导致近年规模增长放缓，公司转型拐点在即

康达环保污水处理规模从 2013 年底的 184.7 万吨/日增长至 2016 年 7 月底的 287.9 万吨/日，不到 3 年时间内增长了 55.87%。公司每年实际处理的污水量也由 2011 年的 3.97 亿吨上升至 2015 年的 6.43 亿吨，4 年复合增速 12.83%。

从 2015 年开始，公司的污水处理新项目增速有所下降，每年新增的处理量亦出现下滑，我们认为主要由两个原因造成：1) 宏观层面，地方债务整顿工作对基层地方政府水务基础设施项目投资进度影响较大，中央的反腐工作亦对地方政府政务效率造成一定影响；2) 微观层面，因为国内环保水务领域的竞标和并购竞争日趋白热化，水务资产估值高企，投资回报率下降，公司基于风险考量主动减少了竞标和并购力度。

从 2016 年开始，随着 PPP 逐渐成为污水处理项目的主流模式，预计传统的 BOT/TOT 将逐渐由 PPP 所取代，行业面临重大变革。在 PPP 先进的投融资模式带动下，原本不受重视的中小城镇生活污水处理厂提标改造打包项目、厂网一体化建设以及农村生活污水处理项目将大量涌现。公司在基层地方的先发优势有望快速转化为新增订单，增长拐点即将到来。

图 34、康达环保已签约特许经营处理规模（万吨/日）



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

图 35、康达环保历年实际污水处理总量



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 36、康达环保每年新增签约处理量及增速



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

3.4 小城镇及农村 PPP 示范项目获得重大突破，新的增长空间打开

2016 年 7 月，康达环保与广东亮科组成的联合体中标广东省郁南县生活污水捆绑 PPP 示范项目，总金额 5.02 亿元，该项目是广东省首个农村污水 PPP 示范工程，具有重要意义。随后，公司再度中标山东省威海市乳山市城区供排水 PPP 项目，中标金额 5.49 亿元，这是公司在其优势地域市场获得的第一个 PPP 项目。

近期中标的新项目充分表明公司发展路径已出现重大变化，民营企业在 PPP 项目获取过程中具有更佳的灵活性，公司在基层水务市场的积累也有助于增强竞争力。从传统污水处理厂 BOT/TOT 到 PPP 项目的转型逻辑得到初步验证。以上两个 PPP 项目中标总金额超过 10 亿元，未来公司通过大量获取 PPP 项目可望取得远超传统模式的增长速度。

PPP 模式融资方式灵活，能够充分联合财政资金、政策性银行贷款和社会资本共同提供资金来源。通过捆绑打包等模式，对基础设施外部性的充分回收也能保障项目的收益水平。康达环保郁南项目就获得了农发行的贷款支持，具有较低的财务成本。考虑到公司历史风险控制处于较高水平，我们认为公司 PPP 项目的盈利能力及资金安全将具有一定保障。

在首两个项目的示范作用带动下，我们预计公司未来将有望继续在山东、河南等优势区域获取更多的小城镇污水及农村污水项目，同时业务领域还将向流域治理、海绵城市等 PPP 项目延伸，新的成长空间打开。

表 6、康达环保近期新增 PPP 项目

项目名称	公告日期	投资额	项目内容	项目进度
广东省云浮市郁南县整县生活污水捆绑 PPP 项目	2016-08-04	5.02 亿元	包括完善县城区，连滩、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 条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，还包括已建成的 112 个村污水处理设施的后续维护。项目建成后，全县生活污水将基本得到有效收集处理，解决全县包括 48 万农村常住人口在内的生活污水处理问题。	康达环保、广东亮科及郁南县环保局已草签 PPP 项目协议。
山东省威海市乳山市城区供水排水 PPP 项目	2016-08-18	5.49 亿元	包括乳山市第二污水处理厂提标升级改造、乳山市老城区雨污分流管网工程、乳山市城市老旧供水管网改造工程、乳山市经济开发区污水处理厂及配套管网工程、乳山市固体废物循环经济产业园污泥处置中心项目和乳山市区河道综合治理工程。PPP 项目将采用 BOT 加 ROT 模式开展。	项目公司已与乳山市住建局签订 PPP 项目协议及运营服务协议。

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

4、在手现金充足，保障转型进程顺利过渡

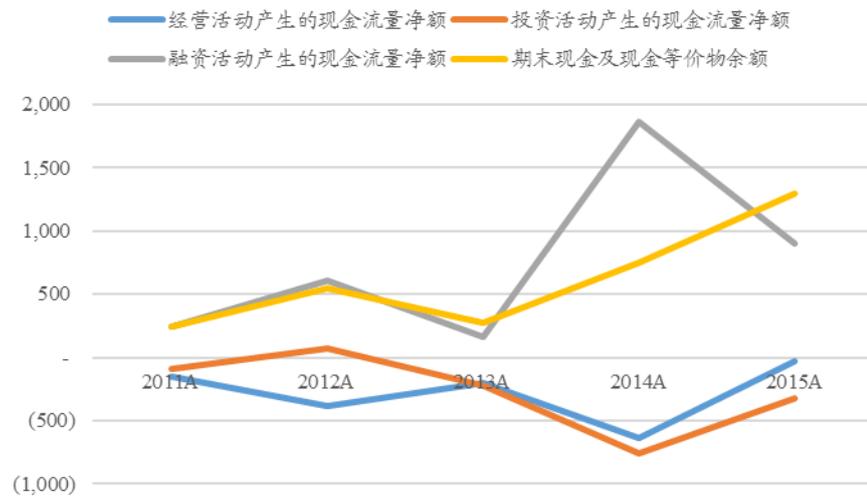
康达环保自 2014 年上市以来充分利用资本市场的融资功能，加大融资力度，通过 IPO 和发债，公司积累了充足的在手现金，为今后大量承接 PPP 项目做好了资金准备。随着新的 PPP 项目开工建设，公司资金利用率有望提高，ROE 亦将进入拐点，将有助于公司股价市场表现提升。

4.1 在手现金充足，新项目开工将推动 ROE 迎来拐点

康达环保自 2014 年、2015 年以来通过 IPO 和发债公司加大了融资力度，在手现金充足，为今后开展 PPP 业务做好了充分准备。近年来的 ROE 持续下降，主要与公司基于风险控制考量，减少了低收益新项目有关。预计随着前期优质储备项目的落地和 PPP 订单开工建设，公司资金利用率将得到大幅提升，ROE 有望迎来

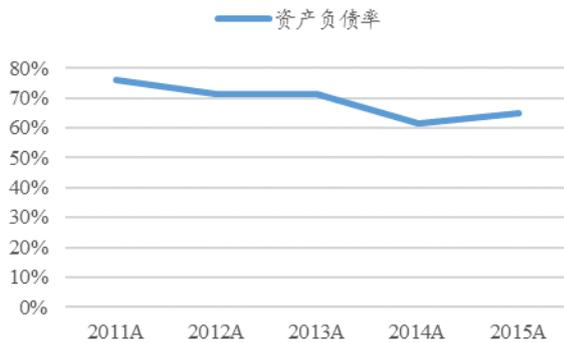
拐点。

图 37、康达环保现金流量情况分析（百万元）



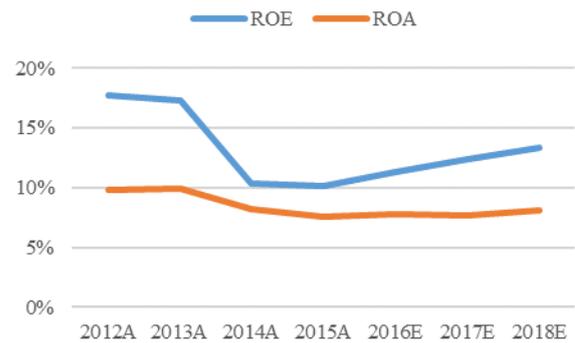
资料来源：公司公告、兴业证券研究所

图 38、康达环保资产负债率



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 39、康达环保资产收益率

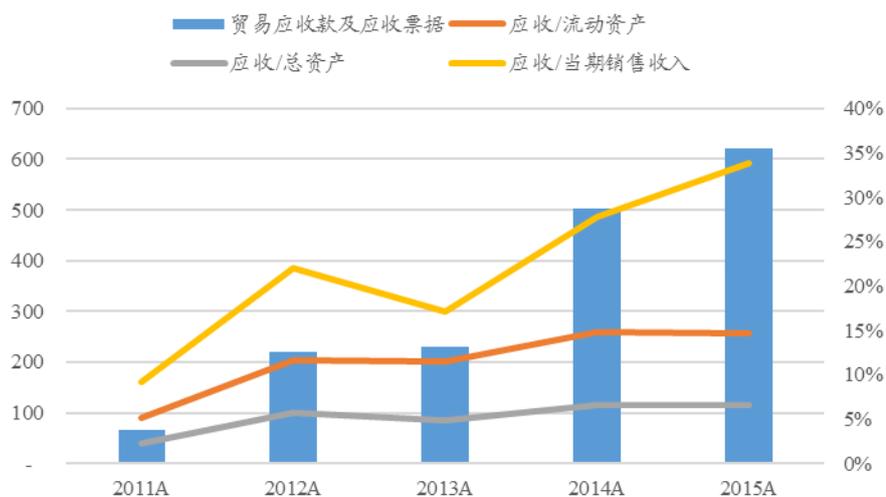


资料来源：公司公告，兴业证券研究所

4.2 应收账款周转率有所下降，但风险仍属可控

康达环保的贸易应收款主要是应由各级政府部门支付的特许经营权付款、BT 安排付款及其他建设项目等付款，近年来因公司 BOT/TOT 项目规模扩张较快，以及 BT 项目纷纷进入还款期，导致应收账款和应收票据增加较快，至 2015 年达到 6.22 亿元，5 年间占流动资产的比例从 5.18% 上升至 14.70%，但因为公司自 2014 年以来加大了融资力度，保持较充裕的在手现金，因此短期对公司发展影响不大。

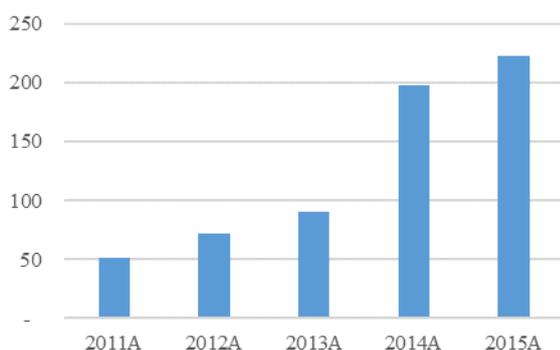
图 40、康达环保贸易应收款（百万元）



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

因公司已终止 BT 业务，目前仅剩余回购部分，我们重点考察基于特许经营权的应收账款周转情况。从 2011 年以来，因 BOT/TOT 项目的快速增加，污水处理厂投运数量增多，这部分应收账款亦由 2011 年的 5128 万元增长至 2015 年底 2.23 亿元，其平均周转天数也由 34.3 天上升至 53.7 天。这部分应收账款主要为各级政府支付给公司旗下水厂的污水处理费用，基本不存在坏账风险。周转天数的增加，与新投产项目增加、地方财政紧张导致政府付款延迟有关。因污水处理属于重要的民生项目，地方政府出现违约的概率非常低，付款延迟随着地方财政状况的好转也有望得到恢复。

图 41、康达环保特许经营权产生的应收账款（百万元） 图 42、康达环保特许经营权产生的应收账款周转天数



资料来源：公司公告，兴业证券研究所



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

5、盈利预测与估值

康达环保是目前港股环保板块估值最低的标的，低估值主要由 2015 年来公司新项目增速及 ROE 下降，导致市场预期下降所致。但我们认为公司目前正处于商业模式由传统 BOT/TOT 向 PPP 转型的关键节点，在手充足现金有助于实现平稳过渡。

随着下半年开始 PPP 项目的爆发，公司在中小城镇和农村污水处理细分领域的先发优势有望得到充分体现，新项目增速和 ROE 有望双双迎来拐点。

因此，我们强烈建议投资者对康达环保新增 PPP 订单进展保持密切关注。在国家政策大力推动、首批项目示范效应下，公司成功实现从传统水务 BOT/TOT 过渡到 PPP 是大概率事件。且公司目前股价较低，PB 仅 0.86 倍，亦具备足够的安全边际。

我们预计康达环保 2016/2017/2018 年归属于母公司股东的净利润分别为 4.03/4.95/6.06 亿元，EPS 分别为 0.20/0.24/0.29 元，对应当前股价 PE7.58/6.18/5.05 倍。我们预期公司将在中小城镇及农村污水处理、流域治理及海绵城市等领域获得更多 PPP 项目，在新项目逐渐落地前，考虑到不确定性，保守给予公司 2017 年 8 倍 PE，对应目标价 2.25 港元，首次给予“买入”评级。

表 7、港股水务上市公司估值比较

股票代码	股票简称	股价 (港元)	EPS (港元)			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
6136.HK	康达环保	1.73	0.19	0.23	0.28	9.42	7.58	6.18
0371.HK	北控水务集团	5.00	0.28	0.33	0.41	17.86	14.97	12.27
1363.HK	中滔环保	2.42	0.10	0.13	0.15	24.20	18.66	16.66
0855.HK	中国水务	4.96	0.36	0.39	0.48	13.78	12.64	10.32
0257.HK	中国光大国际	9.97	0.47	0.58	0.71	21.21	17.20	14.00

资料来源：Wind，兴业证券研究所

*以上盈利预测除康达环保外，全部为 Wind 一致预期

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,879	3,991	5,468	6,357
现金及现金等价物	938	211	273	355
交易性金融资产	-	-	-	-
应收账款	622	910	1,218	1,444
其他应收款	180	123	306	225
存货	13	12	13	13
非流动资产	5,197	6,186	7,684	9,116
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期股权投资	59	59	59	59
投资性房地产	2	2	2	2
固定资产	85	81	76	72
在建工程	-	-	-	-
土地使用权	-	-	-	-
无形资产	46	40	35	29
资产总计	9,076	10,177	13,152	15,473
流动负债	2,545	3,278	5,800	7,565
短期借款	1,579	2,334	4,192	5,994
应付账款及票据	764	743	1,407	1,370
预收账款	-	-	-	-
其他	202	202	202	202
非流动负债	3,200	3,200	3,200	3,200
长期借款	3,197	3,197	3,197	3,197
其他	4	4	4	4
负债合计	5,745	6,478	9,001	10,766
股本	16	16	16	16
资本公积	3,184	3,184	3,184	3,184
未分配利润	-	362	807	1,351
少数股东权益	131	136	144	156
股东权益合计	3,331	3,698	4,151	4,707
负债及权益合计	9,076	10,177	13,152	15,473

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	417	409	503	618
折旧和摊销	8	10	10	10
利息费用	230	275	352	448
营运资本变动	-992	-252	172	-182
经营活动产生现金流量	-30	-166	114	231
资本开支	-5	0	0	0
对外投资	-112	0	0	0
投资活动产生现金流量	-327	-999	-1,508	-1,442
借款变动	250	755	1,858	1,802
发行股份及债权	886	0	0	0
支付股利及利息	-239	-316	-402	-509
融资活动产生现金流量	899	439	1,456	1,293
现金净变动	542	-727	62	81
现金的期初余额	747	938	211	273
现金的期末余额	1,292	211	273	355

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,836	2,114	2,733	3,546
营业成本	963	1,136	1,504	2,018
毛利	874	978	1,228	1,528
销售、一般性和行政开支	220	233	287	355
研发费用	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
EBITDA	691	806	1,013	1,259
折旧和摊销	0	10	10	10
EBIT	691	795	1,003	1,248
财务费用	-240	-275	-352	-448
投资收益	5	0	0	0
营业利润	443	520	651	801
所得税	109	111	148	183
净利润	335	409	503	618
少数股东损益	10	5	8	12
股息	33	41	50	62
归属母公司净利润	325	403	495	606
EPS(元)	0.16	0.2	0.24	0.29

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业额增长率	1.3%	15.1%	29.3%	29.8%
EBIT增长率	13.8%	16.3%	26.1%	24.5%
净利润增长率	12.9%	22.2%	23.0%	22.8%
盈利能力				
EBIT/营业额	37.2%	37.6%	36.7%	35.2%
EBITDA/营业额	37.6%	38.1%	37.1%	35.5%
毛利率	47.6%	46.3%	44.9%	43.1%
净利率	18.2%	19.3%	18.4%	17.4%
ROE	10.2%	11.3%	12.4%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	63.3%	63.7%	68.4%	69.6%
流动比率	1.52	1.22	0.94	0.84
速动比率	0.68	0.38	0.31	0.27
营运能力				
资产周转率	0.20	0.21	0.21	0.23
应收帐款周转率	2.38	2.76	2.57	2.66
应付账款周转率	2.47	2.81	2.54	2.55
存货周转率	105	90	120	155
每股资料				
每股收益	0.16	0.20	0.24	0.29
每股经营现金流	(0.01)	(0.08)	0.06	0.11
每股净资产	1.55	1.72	1.94	2.20
估值比率(倍)				
PE	9.42	7.58	6.18	5.05
PB	0.96	0.86	0.76	0.67
EV/EBITDA	11.63	11.47	10.96	10.27

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人					
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 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。