

康达环保分析

一、概况：

康达环保主要进行的是污水处理业务，2015年年中，公司有49个污水项目，2015年底，共有76个项目，其中污水处理75个，供水1个。2015年下半年，公司共计收获了26个污水处理项目。

2016年上半年共签订4个污水处理厂项目，一个污泥处理厂项目，目前合计是81个项目。**期待下半年污水处理项目能够快速增长。**

(一) 项目表

序号	日期	污水厂名称	业务类型	吨数
1	2015/12/1	山东东阿污水处理厂	TOT	20,000
2	2015/12/1	嘉明经济开发区污水处理厂	BOT	50,000
3	2015/12/1	临清市污水处理厂二期	BOT	40,000
4	2015/12/31	新郑市薛店污水处理厂	收购	30,000
0	2015年以前			2,776,500
5	2016/2/1	东平县第二污水处理厂	BOT	20,000
6	2016/3/8	陕西岐山县蔡家坡污水处理厂	BOT	40,000
7	2016/4/5	哈尔滨群力污水处理厂扩容	二期扩容项目，未公告	
8	2016/5/11	江苏省丰县污水处理厂三期	BOT	20,000
9	2016/5/18	河北省大城县污水处理厂二期	BOT	20,000
10	2016/8/4	云浮市郁南县14个乡镇PPP	PPP	
11	2016/8/16	山东乳山污水处理厂PPP项目	PPP	
12	2016/8/21	三门峡市陕州区污水BOT项目	BOT	100,000
13	合计			2976,500

在公司业绩发布会上，公司预计下半年还有40亿以上的新项目（预计8—10个），重点关注温州、江西项目、哈尔滨项目。

(二) 投产情况表

日期	已订合约	营运项目	在建项目	待运项目	变动原因
2015-06	-	206.2			
2015-12	276.2	213.2	33.0	30.0	
2016-01	277.9	214.9	33.0	30.0	
2016-02	277.9	225.9	35.0	19.0	
2016-03	283.9	225.9	35.0	23.0	3月8日, 陕西宝鸡蔡家水处理厂
2016-04	283.9	225.9	35.0	23.0	
2016-05	287.9	225.9	39.0	23.0	丰县、大城县两个2万吨
2016-06	287.9	225.9	39.0	23.0	

截止到2016年上半年, 项目投产225.9万吨, 比2015年上半年(206.2万吨)产能增加20万吨, 增幅在10%左右, 低于预期。

(三) 污水处理情况

根据2014年到2016年上半年的数据, 基本上确定公司产能利用率83.5%, 估算投运产能以及未来污水处理吨数。

年度	合同容量(吨)	投运容量(吨)	理论处理数量(百万吨)	实际处理数量(百万吨)	产能利用率
2014年	2,472,000	1,920,000	700.80	522.88	74.61%
2015年上	2,520,000	2,062,000	376.32	296.70	78.84%
2015年	2,776,500	2,134,500	779.09	642.83	82.51%
2016年上	2,839,000	2,251,500	410.90	342.80	83.43%
2016年	3,239,000	2,500,000	912.50	761.94	83.50%
2017年	3,500,000	2,700,000	985.50	822.89	83.50%
2018年	3,800,000	3,000,000	1095.00	914.33	83.50%

二、基本报表分析：（三大表）

1、资产负债表（千元）

项目类别	2014 年度	2015 年度	2016 年度上
非流動資產	4,209,427	5,233,339	5,889,440
与联营公司投资	48,754	58,582	93,282
金融应收款	4,047,483	4,850,068	5,520,667
流動資產	3,401,383	4,232,471	3,648,271
建设合约	420,670	181,360	185,081
金融应收款	1,072,687	1,375,168	1,119,742
贸易应收款及票据	503,266	621,968	556,123
現金及現金等價物	747,283	1,291,770	1,520,106
流動負債	2,614,960	2,563,567	2,677,329
贸易应付款和票据	725,393	764,354	720,729
其他应付款和费用	133,596	201,756	253,529
计息银行贷款	1,745,781	1,578,687	1,684,977
非流動負債	2,071,135	3,571,560	3,406,926
计息银行贷款	1,811,023	2,311,267	2,085,797
公司债券		885,556	886,422
延迟税项	257,138	371,097	418,311
資產淨值	2,924,715	3,330,683	3,453,456
本公司拥有權益總額	2,842,913	3,200,028	3,287,081
股本（千股）	2,067,515	2,067,515	2,067,515
每股净资产	1.38	1.55	1.59

1)、金融应收款

金融应收款是指公司承保污水项目建设工程是，签约的建设项目费用，2015年末是62.19亿左右，2016年上半年是66.40亿，相当于增加了4.41亿。**财政收入是金融应收款最大风险！**

2015年金融应收款合计为6,225,236千元；2014年5,120,170，

简单平均数作为利息基数为 5,672,703 千元；2015 年利息收入为 344,726 千元；据此计算利率为 6%左右。

2016 年上半年利息收入 2.05 亿，预计全年在 4.2 亿左右。

2) 贸易应收款及票据

贸易应收款也是在污水处理项目过程中的政府欠款，只不过该款项没有利息，政府按时间段支付。

2015 年出现过减值 3856 万，为了提前收回 BT 建设款减免！

3) 计息银行贷款

银行贷款分为两部分，在当年需要偿还的，列入到流动负债当中，在一年以后及更长时间偿还的，列入到非流动负债中，平均贷款利率在 5.5 左右。

2014 年贷款金额 35.6 亿左右；利息 2.1 亿；

2015 年贷款金额 38.9 亿左右，债券 8.85；利息 2.4 亿；

2016 年贷款金额 37.7 亿左右，债券 8.85；利息 1.3 亿，与发布会介绍的利息成本 5.6%完全相符，因此预计 2016 年利息支出在 2.8 亿左右。

4) 每股净资产（市净率）

2015 年底，每股净资产大约在 1.55 元。2016 年上半年为 1.59 元。市场给了 1 倍的市净率。

2、利润表（千元）

项目	2014 年度	2015 年度		2016 年度
	上半年	上半年	全年	上半年
营业收入	1,812,781	784,647	1,836,478	902,186
销售成本	-1,087,579	-413,708	-962,607	-524,675
毛利	725,202	370,939	873,871	377,511
其他收入与收益	47,560	15,136	63,382	47,153
行政费用	-169,168	-83,762	-210,021	-105,436
融资成本	-218,978	-119,354	-240,450	-131,378
分占一家公司盈利	5,561	3,171	4,899	2,359
税前溢利	381,716	181,426	443,147	167,6790
所得税开支	-85,241	-39,979	-108,500	-45,702
年内溢利	296,475	141,447	334,647	121,9770
总股本（千股）	2,067,515	2,067,515	2,067,515	2,067,515
每股收益（分）	¥14.26	¥6.65	¥15.71	¥5.46

1) 营业收入与销售成本

公司营业收入主要包括三部分：建设收入+运营收入+利息收入。

2) 行政费用：（工人工资）

2016 年上半年增加较多。公司在业绩发布会解释是由于 PPP 项目投入人员较多，发生差旅费和业务费。下半年还有多个 PPP 项目，因此预计全年要在 2.5 亿左右了。

3) 融资成本：（贷款利息）

债券利息：8.855 亿*0.055，预计每年利息 4870 万；

负债有流动负债和非流动负债，合计预计在 40 亿左右，按照贷款利率 5.6% 计算，预计 2016 年全年融资正本 2.8 亿左右。

4) 其他收入

其他收入的主要来源是增值税退税、环保基金、银行利息（280万）、投资收益（280万），主要收入是增值税退税。

三、公司运营分析

公司主营业务为垃圾发电站的建设与运营。营业收入主要包括建设收入，运营收入，BOT 及 BT 利息收入三部分。

综合收入分析（千元）

收入类别	2014 上	2014 年	2015 上	2015 年	2016 年上	2016 年
建设收益	558,499	1,106,077	316,894	942,626	433,204	
运营收益	195,296	448,146	298,073	549,126	263,497	
利息收入	110,204	258,558	169,680	344,726	205,485	
合计	863,999	1,812,781	784,647	1,836,478	902,186	0
成本类别	2014 上	2014 年	2015 上	2015 年	2016 年上	2016 年
建设成本	454,874	854,407	256,668	642,100	355,984	
运营成本	98,231	233,172	157,040	320,500	168,691	
金融应收款	4,620,170	5,120,170	5,747,478	6,225,236	6,640,409	
建设利润率	18.55%	22.75%	19.01%	31.88%	17.83%	22.90%
运营利润率	49.70%	47.97%	47.31%	41.63%	35.98%	41.64%
利息收入利率	4.77%	5.31%	6.25%	5.76%	6.39%	6.13%

1、建设收入：

建设利润率列出 5 个周期（半年），为了更准确预测建设利润率，以最近 3 个周期平均值计算，得出数值为 22.9%。

建设收入由工程施工量和施工进度决定；项目中标越多，预计下一年度建设收入越多。2016年8月份先后中标2个PPP项目，一个BOT项目，半年业绩发布会介绍还有40亿的PPP项目，对公司是利好。因此预测2016及2017年，每年的建设平均值10亿元人民币，利润取22.9%，建设项目利润为2.29亿元/年。

2、利息收入：

项目建设完成后，地方政府不付给公司相应资金，在公司资产负债表中形成“金融应收款”，政府按年付相应的利息。目前看利率在6.13%左右，2015年底，金融应收款总额为61亿，利息收入3.44亿；

2016年中，金融应收款金额为66.40亿；预计2016年底该金额应该达到70亿；2017年底达到80亿；

考虑到计息周期，利率按照6%计算，预计2016年年底利息收入为4.2亿；2016年利息收入达到4.8亿。

3、运营收入：

2016年上半年公司污水处理量本人预期340万吨，实际342万吨，完全符合；

2016年上半年是1.32元，2015年污水处理费平均单价是1.31元，基本变化不大。

2016年运营收益本人预测3.1亿，实际2.63亿，相差5000万元。与2015年相比，运营收益大幅下降3500万元。

本人预测的方法就是污水处理吨数与单价的乘积，就是污水处理收入，根据历史情况，再乘以一个相应系数（65%），具体的运营收入

分析表如下。

运营收入分析

年度	污水（百万吨）	单价（元/吨）	理论收入（千元）	运营收益（千元）	实际理论比	说明
2014年	522.88	1.30	679,744	448,146	65.93%	无增值税
2015年上	296.70	1.31	388,677	298,073	76.69%	无增值税
2015年	642.83	1.31	842,107	549,126	65.21%	7月1日开增值税
2016年上	342.80	1.32	452,496	263,497	58.23%	其他收益 3142 万

后来看到公司**业绩发布会说明如下**：“从 2015 年 7 月 1 日开始，要求增值税采用即征即退 70%的政策，2016 年上半年增值税影响公司收入 7420 万元，增值税进项抵扣 3072 万元，实际纳税 4348 万元，退税 3142 万列入“其他收益”。”

2016 年上半年增值税 7420 万元，据此推算营业收入 436470 千元，与我们理论营业收入 452496 千元（见下表）相差 3.5%，基本一致。

因此运营收入=污水处理量*单价的基本思路应该是对的。

假设我们用 3142 万加上运营收益，在与理论收入相比，数值是

$$(263497+31420) \div 452496=65.18\%$$

初步判断，运营收益等于理论收入乘以 65%，该收益包含了其他收入与收益中的增值税退税收入。

以上数据，全凭推测，仅供参考。欢迎专家能够给予指导，本人无限感激。

根据建设收入，运营收入，利息收入三部分主要收入（没有考虑

政府补助的其他收入)，计算未来三年（2016-2018 年）企业运营收益，其中所得税按照 25%计算，数据统计如下。

2016-2018 综合收入预测

年度	运营收入	运营利润	建设利润	利息利润	合计
2016 年	653,742	272,239	229,000	437,766	939,005
2017 年	706,042	294,018	229,000	468,421	991,438
2018 年	784,491	326,686	229,000	499,075	1,054,761
年度	行政开支	融资成本	其他开支	合计	税后利润
2016 年	230,000	280,000	20,000	530,000	306,754
2017 年	245,000	310,000	20,000	575,000	312,329
2018 年	270,000	340,000	20,000	630,000	318,571

以上数据根据 EXCEL 表格自动生成，误差可能很大，仅供参考。

四、发展前景与风险分析：

1、行业分析、

污水处理行业，最关键的就是跑马圈地，是一个永远也不会淘汰的行业。

2、公司竞争力分析：

1) 管理团队

董事长：赵俊贤；创始人+最大股东；

财务总监：李兆梁先生

从目前看，管理团队创新不足；拿项目较少，而且没有一线城市。

2) 技术能力

在行业内，参与了各项招标，但目前看没有绝对优势。

3、项目动态：

上半年取得 4 个项目，8 月份先后公布了三个项目。公司在业绩发布会上预期下半年争取 40 亿的投资项目。

3、公司风险析：

- 1) 管理团队家族企业，富二代怎么办；
- 2) 地方财政风险，巨额金融应收款减值

五、公司对外投资：

不详

六、公司估值

预计从 2017 年开始，加上其他收入，净收益将达到 4 亿元以上，每股收益将超过 0.2 元。按照十倍市盈率，1.3 倍市净率计算，股价至少应该在 2 元以上。如提高分红比例，则可以给予更高估值。

本人既不是财务人员，也对污水处理行业不了解，所有计算均属推测，特别是运营收入部分，恳请各位专家指正。