

买入 (维持)

6136.HK 康达环保

目标价: 2.25 港元

现价: 1.77 港元

鹤壁项目落地, PPP 逻辑进入兑现期

2016年09月20日

预期升幅: 27.1%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016-09-20

收盘价(港元)	1.77
总股本(百万股)	2,067.52
总市值(百万元)	3,659.51
净资产(百万元)	3,287.08
总资产(百万元)	9,537.71
每股净资产(元)	1.59

数据来源: Wind

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%
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

相关报告

《康达环保(6136.HK)深度报告: 开拓基层水务蓝海, 迎接双重增长拐点》-2016.08.19

《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@xyzq.com.hk

SFC: BHZ167

SAC: S0190516020003

投资要点

- **康达环保发布公告:** 在完成竞争性磋商后, 康达集团于 2016 年 9 月 19 日与鹤壁市山城区人民政府订立 EPC 合约, 总金额 21 亿元。
- **鹤壁项目签订 EPC 合约, PPP 落地进度加快。** 公司此前公告的鹤壁市汤河流域水环境治理 PPP 项目签订 EPC 合约, 标志其正式落地。广东郁南、山东乳山也将于年内开工建设。公司在 PPP 领域厚积薄发, 现阶段无论从项目数量和落地进度上均走在行业前列。
- **入股中原资产, 未来 PPP 订单获取高度确定。** 康达环保已出资 4.5 亿元收购中原资产管理公司 15% 股权。康达环保作为中原资产唯一具备环保背景的股东, 将在其重大基建、海绵城市和流域治理等业务方向发挥重要作用。未来康达环保在河南省持续获得 PPP 项目的确定性将大为上升。
- **PPP 是目前最主要的投资逻辑, 康达环保将持续受益。** 近期国家发改委发布了第三批 PPP 项目库, 总金额达 2.14 万亿元。此前发改委已于 2015 年 5 月和 12 月分别推介了两批 PPP 项目库, 总投资额 4.23 万亿元。政策不断加码, 推动 PPP 成为当前最重要、且可持续的投资主线之一。康达环保积极参与环保水务相关 PPP 项目, 并有部分项目逐步兑现, 我们预计公司将在中长期持续受益于政策红利, 增长全面迎来拐点。
- **投资建议:** 我们预计公司 2016-2018 年 EPS0.20/0.24/0.29 元, 对应当前股价 PE7.8/6.4/5.2 倍, PPP 项目的兑现将大幅提高公司潜在增长水平。我们维持“买入”评级, 目标价 2.25 港元。
- **风险提示:** 财政支付能力下降, PPP 项目收益率低于预期, 人民币贬值。

- **康达环保发布公告：**在完成竞争性磋商后，康达集团于2016年9月19日与鹤壁市山城区人民政府订立EPC合约，将负责汤河流域水环境治理项目的设计、施工、材料及设备采购以及园林绿化。
- **鹤壁项目签订 EPC 合约，PPP 落地进度加快。**公司此前已公告获授予鹤壁市汤河流域水环境治理 PPP 项目，此次 EPC 合约的正式签订，标志该项目正式落地。整个 EPC 合约总金额 21 亿元，全部工期 6 年，预计未来 6 年平均每年可为公司创造 3.5 亿元收入，相当于其 2015 年全年收入的 19%。康达环保今年下半年以来已连续公告获得 3 个 PPP 项目，广东郁南、山东乳山 2 个项目也将于年内开工建设。公司在 PPP 领域属于厚积薄发，现阶段无论从项目数量和落地进度上均走在行业前列。在 PPP 大订单的有力驱动下，公司业绩增速有望大幅上升。

表 1、鹤壁项目 EPC 合约分拆

明细	金额(亿元)	工期	内容
一期项目	6.61	2016.09.19-2018.09.20	鹤壁市山城区汤河流域综合整治项目，包括汤河主干道综合整治工程、泗河主干道综合整治工程、汤河流域截污工程、汤河流域污水处理厂污水深度处理及中水回用管网工程及运维工作
二期项目	9.69	待定	汤河流域支流河道综合整治工程、汤河水库湿地工程、汤河水库生态修复和水生态系统构建工程、汤河流域污水支管改造工程、汤河流域一体化污水处理站工程、汤河流域污泥处置工程及环保水保项目等
三期项目	2.20	待定	引淇济汤工程及汪流涧水库工程等六个水库整治及连通工程、杨邑水库工程及汤河流域智慧平台项目
征地及房屋拆迁	2.50	N/A	N/A

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 2、康达环保已获得 PPP 项目

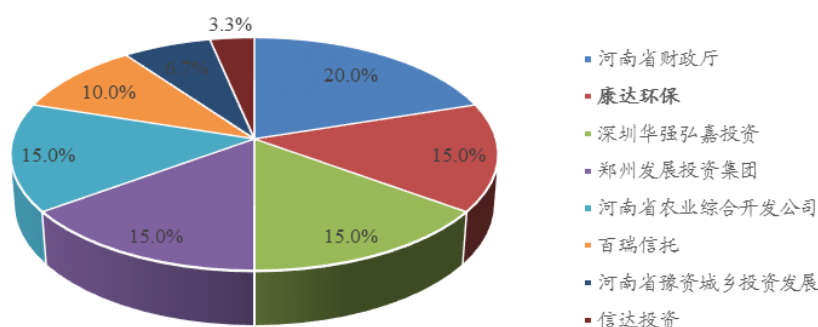
项目名称	合约金额(亿元)	公告日期	项目工期
广东省郁南县整县生活污水处理捆绑 PPP 项目	5.02	2016-08-04	2016 年 9 月底前开工，2017 年底前建成
山东省乳山市城区供排水 PPP 项目	5.49	2016-08-18	2016 年 8 月开工
河南鹤壁市山城区汤河流域水环境治理 PPP 项目	21.00	2016-09-07	总工期 6 年，2016 年 9 月开工

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **入股中原资产，未来 PPP 订单获取高度确定。**康达环保已出资 4.5 亿元收购中原资产管理公司 15% 股权，成为其主要股东之一。中原资产是河南省唯一

一家具有金融不良资产批量收购业务资质的地方资产管理公司，自成立以来已同河南省多个地市级地方政府签署了战略合作协议，合作内容大多涉及基础设施建设、产业转型升级、金融风险防范等领域。康达环保作为中原资产唯一具备环保背景的股东，将在其重大基建、海绵城市和流域治理等业务方向发挥重要作用。同时借助参与前期战略规划的先发优势，康达环保在河南省持续获得 PPP 项目的确定性将大为上升。

图 1、中原资产管理公司股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 3、中原资产管理公司近期签订战略合作协议一览

日期	事件	重点合作领域
2016-09-09	孟州市与中原资产签订会商纪要	促进孟州市产业转型升级、金融风险化解、新型城镇化建设、基础设施建设、环保与智慧型海绵城市建设、产业集群与龙头企业培育、现代服务业与“双创”产业发展等 孟州市初步向中原资产推介 33 个项目，总投资约 98.7 亿元，涵盖道路建设、基础设施、旅游文化、教育设施及生态湿地等方面
2016-08-18	濮阳市与中原资产签订战略合作协议	产业转型升级与金融风险化解、新型城镇化与基础设施建设、节能环保与循环经济发展等方面
2016-06-29	新乡市与中原资产签订战略合作协议	创新政府引导财政资金基金化改革、防范区域金融风险、促进产业转型升级、金融模式创新、城镇化建设、困难企业帮扶等
2016-06-06	鹤壁市与中原资产签订战略合作协议	产业转型升级与金融风险化解、新型城镇化与基础设施建设、节能环保与循环经济发展、金融稳定与金融创新、现代服务业发展、高新技术与“双创”产业发展等方面

资料来源：互联网，兴业证券研究所

- **PPP 是目前最主要的投资逻辑，康达环保将持续受益。**近期国家发改委发布了第三批 PPP 项目库，总金额达 2.14 万亿元，主要针对基础设施建设，涵盖能源、交通运输、水利、环保、农业、林业以及重大市政工程等七大领域。此前发改委已于 2015 年 5 月和 12 月分别推介了两批 PPP 项目库，总投资额 4.23 万亿元。第三批项目库的推出，表明政策仍在不断加码，推动 PPP 成为当前最重要、且可持续的投资主线之一。康达环保通过积极参与环保水务相关 PPP 项目的获取，目前已有部分项目逐步兑现，我们预计公司将在中长期持续受益于政策红利，增长全面迎来拐点。
- **投资建议：**我们预计公司 2016-2018 年 EPS0.20/0.24/0.29 元，对应当前股价 PE7.8/6.4/5.2 倍。PPP 项目的兑现将大幅提高公司潜在增长水平。我们维持“买入”评级，目标价 2.25 元。
- **风险提示：**财政支付能力下降，PPP 项目收益率低于预期，人民币贬值。

附表

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

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

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	0.20	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	9.67	7.79	6.35	5.19
PB	0.98	0.88	0.78	0.69
EV/EBITDA	10.72	10.93	10.53	9.92

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
朱元斌	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			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	陈振光	13818288830	chenzg@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。