

买入 (维持)

目标价: 2.25 港元

现价: 1.85 港元

预期升幅: 21.6%

市场数据

报告日期 2016-09-23

收盘价(港元)	1.85
总股本(百万股)	2,067.52
总市值(百万元)	3,824.91
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

相关报告

《跟踪报告: 鹤壁项目落地, PPP 逻辑进入兑现期》-2016.09.20

《深度报告: 开拓基层水务蓝海, 迎接双重增长拐点》-2016.08.19

《跟踪报告: 郁南 PPP 项目落地, 农村污水蓝海即将破局》-2016.08.05

《跟踪报告: PPP 项目将成为新增长点》-2016.07.21

《点评报告: 收购 7 座污水处理厂 9% 股权》-2016.07.01

《2015 业绩点评: 收入增长低于预期, 估值有望继续修复》-2016.04.05

《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

6136.HK 康达环保

参股中原资产电话会议纪要

2016 年 09 月 23 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%
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

- **事件:** 康达环保近日就收购河南省中原资产管理公司 15% 股权事项召开投资者电话会议。
- **中原资产业务发展十分迅速。** 中原资产于 2015 年 7 月成立, 当年 10 月正式开始运营。旗下主要分为不良资产处置、基金管理与投资、航空融资租赁、资产和财富管理、商业保理等 5 大业务板块, 均处于快速发展中。
- **中原资产分红情况。** 今年预计可为公司带来约 2000 万元的分红收益。因处于初创期, 目前的分红政策还不稳定, 但随着公司规模扩大, 以后肯定会有所上升。
- **康达环保与中原资产的合作模式。** 未来将主要通过共同设立环保基金开展合作。PPP 项目公司由基金控股, 不并表, 但可通过 EPC 总承包为康达环保带来收益。
- **潜在投资收益已十分可观。** 中原资产作为河南省唯一的地方资产管理平台, 其股权价值远远高于账面值。因此康达环保入股的潜在投资收益已至少达到 50% 以上。未来中原资产还将寻求上市, 股权价值将有望得到更大提升。
- **现金收购不会对公司资金造成压力。** 康达环保在手现金充足, 公司在融资方面也不断实现突破, 因此现金支付股权收购款后不会对资金造成太大压力。
- **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 PE8.15/6.64/5.43 倍, 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。

- **事件：**康达环保近日就收购河南省中原资产管理公司 15% 股权事项召开投资者电话会议。
- **中原资产业务发展十分迅速。**中原资产于 2015 年 7 月成立，当年 10 月正式开始运营。旗下主要分为不良资产处置、基金管理与投资、航空融资租赁、资产和财富管理、商业保理等 5 大业务板块。中原资产 2015H1 实现收入 1.22 亿元，税后利润 2201 万元，目前主要业绩来自于不良资产处置业务。在其他业务方面，基金业务发展非常快，目前已经有 12 支基金已经成立或即将成立，其中包括与康达环保共同成立的环保基金。融资租赁也已经开展，主要是对口河南省筹备设立的航空公司进行飞机租赁业务。
- **中原资产分红情况。**中原资产在 2016 年 7 月进行了第二轮注资，注册资本扩大约 200%，因此下半年其营收将会有较大增长，预计全年净利润在 1.2 亿元左右。公司今年全年有望从中原资产获得约 2000 万元的分红。目前中原资产还处于初创期，因此分红政策尚不固定。未来随着业务规模的扩大，分红比率肯定会逐年上升。
- **公司与中原资产的合作模式。**未来主要通过环保基金同中原资产开展合作。PPP 项目公司将由环保基金控股，不并入上市公司报表。但是康达环保会深度参与环保基金的项目，包括为基金投资的 PPP 项目提供 EPC 总承包服务。在商业利益分配方面，包括是否在项目进入回购期后为其提供担保等细节，需要就具体的项目与合作方进行约定。
- **投资中原资产的潜在收益十分可观。**康达环保以 4.5 亿元获得中原资产管理公司 15% 的股权，这部分股权的账面价值 4.535 亿元（截至 2016 年 7 月 31 日）。中原资产成立近一年来，各业务板块发展迅速，并且是河南省内唯一的地方资产管理平台，因此其股权潜在的市场价值远远高于账面价值，溢价估计在 50% 以上。中原资产在未来还会进一步寻求上市，一旦上市之后其股权价值将有更大的提升空间。除了直接的投资收益之外，康达环保入股中原资产后，将借助其行政资源在河南省内的环保及基建市场获得更多优势，有利于公司的长期利益。
- **现金收购后不会对公司资金状况造成不良影响。**康达环保在手现金 15.2 亿元（截至 2016 年 6 月 30 日），在以现金支付中原资产 4.5 亿元股权收购款后，仍有充足的现金应对公司正常运营所需。公司在传统融资和创新融资方面也在不断取得突破，包括成立环保基金，充分利用外部资源为项目提供融资，将有利于进一步减轻负债压力。
- **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

PE8.15/6.64/5.43 倍。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

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	0.20	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	10.12	8.15	6.64	5.43
PB	1.03	0.92	0.82	0.72
EV/EBITDA	10.72	11.12	10.68	10.04

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					
			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。