

增持 (维持)

6136.HK 康达环保

目标价: 2.10 港元

大订单接踵而至, 否极泰来或可期

现价: 1.78 港元

2016年12月14日

预期升幅: 18.0%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016-12-14

收盘价(港元)	1.78
总股本(百万股)	2,067.52
总市值(百万元)	3,680.19
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	1,907	2,501	3,252
同比增长(%)	1.3%	3.8%	31.2%	30.0%
净利润(百万元)	325	285	419	577
同比增长(%)	12.9%	-14.0%	49.2%	38.5%
毛利率(%)	47.6%	43.4%	43.9%	43.5%
净利润率(%)	18.2%	15.1%	17.2%	18.3%
净资产收益率(%)	10.2%	8.2%	10.9%	13.3%
每股收益(元)	0.16	0.14	0.20	0.28
每股经营现金流(元)	-0.01	-0.02	0.12	0.16

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **康达环保中标惠州市惠阳区淡水污水处理厂 BOT 项目。设计处理能力 18 万吨/日, 总投资 5.09 亿元, 特许经营期 25 年, 预计将于 2016 年底开工。**
- **大订单接踵而至, 未来高增长奠定基础。**与我们此前判断一致, 进入“十三五”之后, “水十条”及 PPP 等政策红利为水务市场带来新的刺激, 公司前期运作项目加快兑现, 大订单将迎来爆发。无论是在新的 PPP 项目领域还是传统水厂 BOT 业务方面, 康达环保均开始建立起丰富的订单储备, 有望为未来高增长打下基础。
- **传统水厂业务触底反弹, 新项目增长全面复苏。**康达环保今年在传统水厂 BOT 业务方面实际累计新增处理量将达到 63.7 万吨/日, 大幅超过 2015 年的水平, 且超出市场普遍预期。随着传统污水处理市场竞争格局的好转及公司拿单能力的增强, 我们预计传统业务版块将迎来全面复苏。
- **PPP 订单迭创新高, 把握政策机遇积极转型。**康达环保在水务 PPP 市场厚积薄发, 已签订 3 个 PPP 合约, 累计金额达 31.51 亿元。公司通过入股河南中原资产和与江西水投建立战略合作关系等创新模式, 提前锁定豫、赣等地方水务 PPP 项目。把握政策机遇并积极开展业务模式转型, 令公司作为老牌水务集团在新兴的 PPP 市场已成为一支不可忽视的民营力量。
- **盈利预测及投资建议:**我们预计康达环保 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 2.85/4.19/5.77 亿元, 对应当前股价 PE11.5/7.8/5.7 倍。给予 2017 年 9 倍 PE, 目标价 2.10 港元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 地方财政支付能力下降, PPP 项目收益率低于预期, 人民币持续贬值。

相关报告

《跟踪报告: 新增订单不断发力, 有望重回增长轨道》-2016.10.31
《会议纪要: 参股中原资产电话会议纪要》-2016.09.23
《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

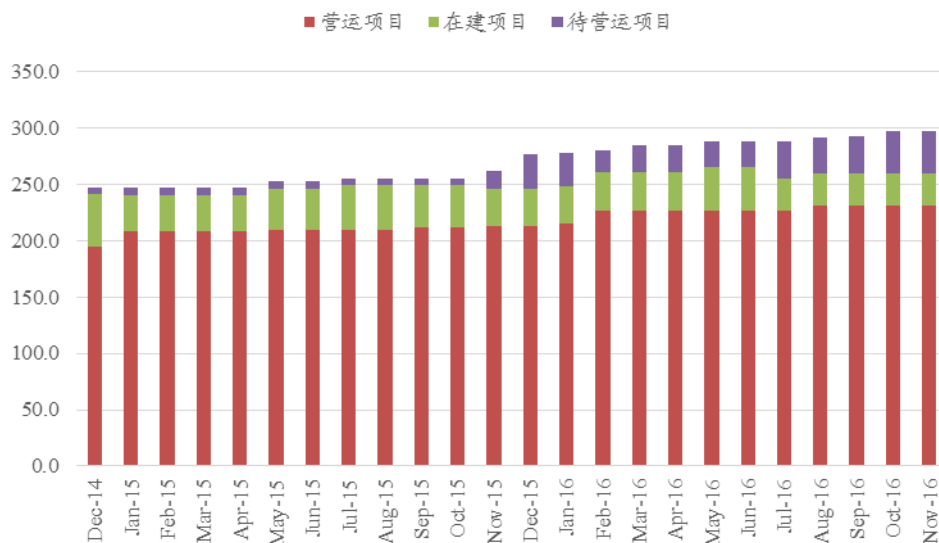
- **康达环保 14 日晚间发布公告：**成功中标惠州市惠阳区淡水污水处理厂 BOT 项目。设计处理能力 18 万吨/日，其中一期 8 万吨/日。项目总投资 5.09 亿元，特许经营期 25 年，预计将于 2016 年底开工。
- **大订单接踵而至，未来高增长奠定基础。**与我们此前判断一致，虽然康达环保自上市后新增项目有所放缓，主要是因为公司在快速变化的市场环境下更偏重谨慎经营和长期利益。进入“十三五”之后，“水十条”及 PPP 等政策红利为水务市场带来新的刺激，公司前期运作项目加快兑现，大订单将迎来爆发。除本次新中标惠州 BOT 项目以外，康达环保参与的总金额达 48 亿元的江西抚河 PPP 项目（一期工程）也于近期完成公示并宣告正式成交。无论是在新的 PPP 项目领域还是传统水厂 BOT 业务方面，康达环保均开始建立起丰富的订单储备，有望为未来高增长打下基础。
- **传统水厂业务触底反弹，新项目增长全面复苏。**惠州项目中标后，康达环保今年在传统水厂 BOT 业务方面累计新增处理量将达到 38.7 万吨/日，大幅超过 2015 年新增 15 万吨/日的水平，如加上早已介入的温州创源，则今年实际新增处理量已达到 63.7 万吨/日，超出市场普遍预期。随着传统污水处理市场竞争格局的好转及公司拿单能力的增强，我们预计传统业务版块将迎来全面复苏。

表 1、康达环保近期获得 BOT/TOT 水厂项目

公告日期	项目名称	模式	规模	特许经营期
2016-08-21	三门峡市陕州区产业集聚区供水厂 BOT 项目	BOT	10 万吨/日 (一期 3 万吨)	30 年
2016-09-05	天津市宁河区污水厂一期及二期提标改造项目	BOT	6 万吨	28 年
2016-09-12	天津市宁河区污水处理厂污泥处置站	BOT	50 吨/日 (80%含水率)	28 年
2016-09-28	山东省肥城市边院污水处理厂	TOT+BOT	2 万吨/日 (一期 1 万吨/日已竣工)	30 年
2016-10-16	七台河万兴隆水务	TOT	污水 5 万吨/日 再生水 4 万吨/日	N/A
2016-12-14	惠州市惠阳区淡水污水处理厂	BOT	18 万吨/日 (一期 8 万吨/日)	25 年

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 1、康达环保污水运营规模（万吨/日）



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **PPP 订单迭创新高，把握政策机遇积极转型。**康达环保在水务 PPP 市场厚积薄发，在今年 PPP 大潮启动的第一时间便不断获得新的订单，目前已签订 3 个 PPP 合约，累计金额达到 31.51 亿元。公司充分利用政策红利并发挥民营企业效率高的优势，通过入股河南中原资产和与江西水投建立战略合作关系等创新模式，提前锁定豫、赣等地方水务 PPP 项目。江西抚河 PPP 项目的落地已证明该模式行之有效，未来河南省的潜在订单也有望逐步兑现。把握政策机遇并积极开展业务模式转型，令公司作为老牌水务集团在新兴的 PPP 市场已成为一支不可忽视的民营力量。

表 2、康达环保已获得 PPP 项目

公告日期	项目名称	项目金额	期限	项目工期
2016-08-04	广东省郁南县整县生活污水处理捆绑 PPP 项目	5.02 亿元	30 年	2016 年 9 月底前开工，2017 年底前建成，项目公司已成立
2016-08-18	山东省乳山市城区供排水 PPP 项目	5.49 亿元	25 年(含建设期 2 年)	2016 年 8 月开工
2016-09-07	河南鹤壁市山城区汤河流域水环境治理 PPP 项目	EPC: 21.00 亿元 运维: 1260 万元/年	建设期 6 年，运营期待定	总工期 6 年，2016 年 9 月开工
2016-11-29	江西抚州市抚河流域生态保护及综合治理（一期工程）	48.14 亿元	20 年(含 2 年建设期)	N/A

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **盈利预测及投资建议：**我们预计康达环保 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 2.85/4.19/5.77 亿元，折合 EPS0.14/0.20/0.28 元，对应当前股

价 PE11.5/7.8/5.7 倍。给予 2017 年 9 倍 PE，目标价 2.10 港元，维持“增持”评级。

- **风险提示：**地方财政支付能力下降，PPP 项目收益率低于预期，人民币持续贬值。

附表

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,879	3,804	4,430	5,454
现金及现金等价物	938	191	250	325
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	622	935	953	1,329
其他应收款	180	202	298	352
存货	13	11	12	11
非流动资产	5,197	6,806	8,327	9,755
可供出售金融资产	0	450	450	450
长期股权投资	59	530	559	594
投资性房地产	2	2	2	2
固定资产	85	81	76	72
在建工程	0	3	6	9
土地使用权	0	0	0	0
无形资产	46	40	35	29
资产总计	9,076	10,610	12,757	15,209
流动负债	2,545	3,819	5,579	7,494
短期借款	1,579	2,787	4,515	6,188
应付账款及票据	764	779	781	968
预收账款	0	0	0	0
其他	202	254	283	337
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	7,020	8,780	10,694
股本	16	16	16	16
资本公积	3,184	3,184	3,184	3,184
未分配利润	0	256	633	1,153
少数股东权益	131	134	144	162
股东权益合计	3,331	3,590	3,978	4,515
负债及权益合计	9,076	10,610	12,757	15,209

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	417	272	407	568
折旧和摊销	8	10	10	10
利息费用	230	287	373	462
营运资本变动	(992)	(266)	(85)	(188)
经营活动产生现金流量	(30)	(37)	256	332
资本开支	(5)	(3)	(3)	(3)
对外投资	(112)	(450)	0	0
投资活动产生现金流量	(327)	(1,603)	(1,510)	(1,411)
借款变动	250	1,208	1,728	1,673
发行股份及债权	886	0	0	0
支付股利及利息	(239)	(316)	(415)	(520)
融资活动产生现金流量	899	892	1,314	1,154
现金净变动	542	(748)	59	75
现金的期初余额	747	938	191	250
现金的期末余额	1,292	191	250	325

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,836	1,907	2,501	3,252
营业成本	963	1,080	1,404	1,837
毛利	874	827	1,097	1,415
销售、一般性和行政开支	213	230	275	324
研发费用	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
EBITDA	698	678	941	1,236
折旧和摊销	7	9	10	11
EBIT	691	669	931	1,225
财务费用	(240)	(287)	(373)	(462)
投资收益	5	21	29	35
营业利润	443	381	558	763
所得税	109	93	128	168
净利润	335	288	429	595
少数股东损益	10	3	11	18
股息	33	28	42	58
归属母公司净利润	325	285	419	577
EPS(元)	0.16	0.14	0.20	0.28

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业额增长率	1.3%	3.8%	31.2%	30.0%
EBIT增长率	13.8%	-2.2%	39.2%	31.6%
净利润增长率	12.9%	-14.0%	49.2%	38.5%
盈利能力				
EBIT/营业额	37.2%	35.1%	37.2%	37.7%
EBITDA/营业额	37.6%	35.6%	37.6%	38.0%
毛利率	47.6%	43.4%	43.9%	43.5%
净利率	18.2%	15.1%	17.2%	18.3%
ROE	10.2%	8.2%	10.9%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	63.3%	66.2%	68.8%	70.3%
流动比率	1.52	1.00	0.79	0.73
速动比率	0.68	0.35	0.27	0.27
营运能力				
资产周转率	0.20	0.18	0.20	0.21
应收帐款周转率	2.38	2.45	2.65	2.85
应付账款周转率	2.47	2.47	3.21	3.72
存货周转率	105	90	120	155
每股资料				
每股收益	0.16	0.14	0.20	0.28
每股经营现金流	(0.01)	(0.02)	0.12	0.16
每股净资产	1.55	1.67	1.85	2.11
估值比率(倍)				
PE	10.08	11.49	7.82	5.68
PB	1.02	0.95	0.85	0.75
EV/EBITDA	10.72	13.17	11.35	10.02

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。