

**公司业绩连续四年稳定增长 将受益于行业利好政策**

**投资要点：**

- ❖ **污水处理项目数量与规模增长快速。**截止2014年底，公司运营项目数量由47个增至61个，增幅29.8%。其中42个BOT项目，19个TOT项目及1个供水项目。期内，总运营规模亦由184.7万吨增加33.8%至247.2万吨。新增规模中包括175,000吨BOT项目、70,000吨TOT项目及380,000吨并购项目。总规模中，运营中污水项目、在建项目及待运营项目分别为192万吨、32.2万吨及23万吨，项目主要集中于中国东部，以山东、河南两省为最多。
- ❖ **收入增长稳定，服务特许经营安排占比进一步提高。**公司2014年营业收入18.13亿元，其增长率已连续四年保持在35%左右；期内毛利增速41.2%（达7.25亿元）、净利润增速27.5%（达2.97亿元），两者均较往年有所提高。营业收入中，因公司以BOT及TOT为首选项目模式，服务特许经营安排占比由2013年的76.9%增至82.7%，而BT项目占比则由22.5%显著下滑至9.3%。特许经营权中运营部分毛利率由65.3%增至66.6%，高于行业平均值；虽然特许经营权综合毛利率有小幅下降，但仍保持在40%以上。截止2014年底，公司有银行授信额度57.55亿元，为公司快速扩张期的资金需求提供保障。
- ❖ **短期贷款增长显著，金融应收款及周转天数亦大幅上升。**值得关注的是，2014年公司短期银行贷款显著增加122.31%，主要由于去年香港IPO所募集的海外资金回流大陆需通过外保内贷等资金安排。同期，公司的金融应收款亦高速增长55.83%至51.2亿元，主要因特许经营权项目的扩展与建设投入增加，及公司已就吉林BT项目签订回购协议，此前应收客户工程款余额均转至金融应收款。此外，公司应收账款周转天数较上年提高约16天。主要原因有两点：一是去年下半年通过并购取得的大量项目需一定的移交周期，暂时仍无现金流发生；二是去年完成的多项提标改造项目已取得政府调价通知书，但现金流需在签订提价补充协议后发生。
- ❖ **注重技术研发，与清华大学合作建立纳米工程技术研究院。**今年2月，公司与清华大学于深圳成立清华-康达环境纳米工程技术研究院。主要致力于研究新型膜技术，将目前国内有机膜的使用寿命由5年延长至15年左右，减少项目运营成本。公司亦在东莞建立纳米技术工厂，将技术转化为产品运用于公司各个项目，并向市场全面推广。
- ❖ **污水处理行业板块的市场前景广阔。**随新环保法的实施以及“水十条”的出台，我国污水治理的范围与力度将全面提升，管理层预计2015年公司将持续稳定增长，业务在全产业链延伸。今年一季度公司中标2个新项目，在污水处理方面将有11个BOT项目与1个TOT项目于今年投运，总规模达402,000吨/天，另有1个规模为31,300吨/天的供水项目也将于今年投运。此外，公司将在保证安全的前提下拓展融资手段与渠道、优化财务杠杆，确保股东利益最大化。
- ❖ **公司估值低于行业平均值。**康达环保2015年预测PE为14倍，低于污水处理行业平均的19倍。污水处理行业受惠于国家多项政策支持，市场前景良好，预计公司业务规模与收入的持续增长将利好公司未来股价走势。
- ❖ **风险因素：**市场竞争激烈，公司的项目拓展无法按计划进行。

**损益表(人民币千元)**

|              | 2011           | 2012           | 2013             | 2014             |
|--------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| <b>收益</b>    | <b>734,886</b> | <b>999,315</b> | <b>1,339,679</b> | <b>1,812,781</b> |
| 增长率          | -              | 35.98%         | 34.06%           | 35.31%           |
| 销售成本         | (396,821)      | (557,537)      | (826,258)        | (1,087,579)      |
| <b>毛利</b>    | <b>338,065</b> | <b>441,778</b> | <b>513,421</b>   | <b>725,202</b>   |
| 毛利率          | 46.00%         | 44.21%         | 38.32%           | 40.00%           |
| <b>除税前溢利</b> | <b>185,521</b> | <b>233,069</b> | <b>281,679</b>   | <b>381,716</b>   |
| 所得税          | (28,631)       | (35,696)       | (49,050)         | (85,241)         |
| <b>净利润</b>   | <b>156,890</b> | <b>197,373</b> | <b>232,629</b>   | <b>296,475</b>   |
| 净利率          | 21.35%         | 19.75%         | 17.36%           | 16.35%           |

资料来源：公司资料，中投证券(香港)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**作者**

署名人：李明忆

852-3983 0843

staciel@china-invs.hk

**当前股价：**

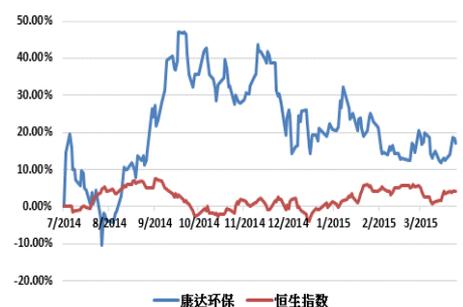
**HKD3.45**

(以2015年3月30日收盘价为基准)

**基本资料**

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总股本(百万股)  | 2,067.5     |
| 流通股本(百万股) | 567.5       |
| 总市值(亿港元)  | 71.33       |
| 流通市值(亿港元) | 19.58       |
| 52周股价幅    | 2.47-4.23   |
| 主要股东      | ZHAO SIZHEN |
| 持股占比      | 52.96%      |

**股价表现**



**相关报告**

## 免责声明

投资评级定义:

公司评级:

强烈推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅 20%以上

推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间

中性: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数变动介于±10%之间

回避: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现相对恒生指数持平

看淡: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途, 并不用作或视作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约, 也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源, 但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明, 于法律及/或法规准许情况下, 中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认: (a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点; 及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

中投证券(香港)之董事或雇员, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决定, 可能与这报告所述的观点并不一致。

## 一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 为有关发行人提供服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外, 其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下, 在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可信, 然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知, 本报告任何部分不得解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

## 根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策:

- 刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。
- 研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
- 禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
- 禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

## 中投证券国际经纪有限公司 / 中投证券国际期货有限公司

63/F, Bank of China Tower, 1 Garden Road, Central, Hong Kong

香港中环花园道 1 号中银大厦 63 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真: (852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)

<http://www.china-invs.hk/>