

公用事业

2014 年 09 月 18 日

万邦达 (300055)

——正式签署陕西天元煤化工 BOT 项目 运营转型再下一城 维持“买入”

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据： 2014 年 09 月 17 日

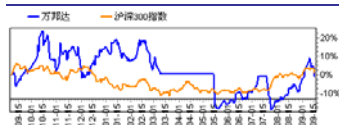
收盘价（元）	32.16
一年内最高/最低（元）	43.32/26.02
上证指数/深证成指	2297/7921
市净率	3.9
息率（分红/股价）	0.46
流通 A 股市值（百万元）	5544

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	8.31
资产负债率%	23.28
总股本/流通 A 股（百万）	245/172
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《万邦达(300055)公告点评：中标宁煤间接液化项目 重启订单增长周期 重申“买入”》 2014/08/15

《万邦达(300055)深度研究&水处理行业系列报告之四：抢注工业水处理 千亿盛宴 转型环保平台公司 上调评级至“买入”》 2014/08/04

证券分析师

向志辉 A0230514080009
xiangzh@swsresearch.com

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

联系人

向志辉
(8621)23297818×7345
xiangzh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	772	33	141	42	0.61	26.8	7.6	53	51
2014H1	333	-7	59	-9	0.26	26.2	3.1		
2014E	1,260	63.3	198	41.2	0.81	25.5	9.7	37.2	31.2
2015E	2,286	81.4	315	58.6	1.28	25.7	13.4	23.4	19.7
2016E	2,626	14.9	400	27.0	1.63	26.8	14.5	18.5	15.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

事件：9 月 16 日，公司发布《关于签署 BOT 项目特许经营协议的公告》，拟投资 3.89 亿元建设实施“陕西煤业化工集团神木天元化工有限公司中温煤焦油轻质化废水处理 BOT 项目”。

● **本次以 BOT 形式签署陕西天元项目，标志公司运营转型发展取得进一步突破。**公司 13 年 10 月公布中标上述废水处理项目，业务模式和签署日期一直未确定。本次以 BOT 特许经营模式签署上述项目，表明公司煤化工废水处理项目运营实力得到进一步肯定。该项目有望 14 年四季度开工建设，预计 15Q4 投产将对公司 14 年及以后年度净利润产生积极影响。根据披露，在建设期结束后的 20 年运营期内，该项目有望年均增厚收入 5405.6 万元，增加利润 2036.7 万元，投资回报率约 10.18%，静态回收期 8.2 年。

● **煤化工订单持续回暖，公司主业重回增长快车道。**受经济下行拖累及反腐影响，公司 14H 订单增长缓慢，业绩更同比下滑接近 10%引发市场对煤化工及公司发展的普遍担忧。我们不只一次强调新型煤化工发展重在完成国家示范性项目，预计给工业水处理行业带来 100-200 亿订单。另，公司 8 月 14 日中标宁煤间接液化项目，9 月初预中标晋煤示范项目循环水 EPC 工程一标段，本次正式签署陕西神木天元中温煤焦油轻质化废水处理 BOT 项目，均表明行业订单有所回暖，公司主业有望重回较高速增长。

● **投资评级与估值：考虑昊天四季度并表，上调公司 14-16 年盈利预测至 0.81、1.28 和 1.63 元/股，业绩有望 3 年翻番。**随清洁水计划下半年有望出台及新型煤化工崛起，公司订单有望回暖。本次签署陕西神木天元 BOT 项目，再度验证了我们前期判断，并表明公司技术实力得到进一步认同，转型运营迈出坚实一步。公司前期收购北京昊天进军节能领域，未来向环保平台转型估值有望提升。我们继续看好工业水处理市场空间、行业下半年订单回暖，及公司持续的外延式扩张，公司 15 年 PE 仅 23 倍，维持“买入”。

表 1：公司营业收入预测表（单位：百万元）

营业收入	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
工程承包项目	184.0	253.0	406.1	589.8	766.5	1,168.7	1,153.3	1,252.8
托管运营	37.8	89.1	114.9	133.5	196.6	406.9	624.9	928.7
商品销售类	31.5	5.7	53.9	43.0	103.3	129.1	148.5	160.3
技术服务	13.6	1.4	6.1	5.7	3.0	5.0	9.0	12.0
保温管件					44.2	154.1	209.6	251.5
保温直管					127.0	369.1	424.5	467.0
油气防腐保温管道					8.9	24.86	26.9	28.2
其他业务收入	-	-	-	-	11.0	28.0	29.4	29.4
合 计	267.0	349.2	580.9	772.0	1,260.4	2,285.8	2,626.1	3,129.9

资料来源：公司公告，申万研究

表 2：公司营业成本预测表（单位：百万元）

营业成本	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
工程承包项目	139.2	201.7	325.4	452.2	608.4	938.2	923.0	1,002.5
托管运营	20.9	50.3	73.6	86.0	125.8	260.4	406.2	603.6
商品销售类	17.1	3.7	47.1	25.8	67.1	90.4	103.9	112.2
技术服务	5.6	0.0	1.0	1.2	1.5	2.5	4.5	6.0
保温管件					27.3	95.1	129.3	155.2
保温直管					95.0	276.1	317.5	349.3
油气防腐保温管道					5.9	16.5	17.9	18.8
其他业务成本	-	-	-	-	7.5	19.1	20.0	20.0
合 计	182.8	255.7	447.1	565.2	938.5	1,698.3	1,922.4	2,267.7

资料来源：公司公告，申万研究

表 3：公司盈利预测表（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	267	349	581	772	1,260	2,286	2,626	3,130
营业总成本	195	259	467	606	1,027	1,913	2,153	2,537
营业成本	183	256	447	565	938	1,698	1,922	2,268
营业税金及附加	5	3	9	11	18	32	37	44
销售费用	0	4	5	8	23	55	58	69
管理费用	26	21	35	45	74	126	142	166
财务费用	(20)	(29)	(32)	(30)	(11)	(3)	(8)	(12)
资产减值损失	1	4	3	7	(15)	5	2	3
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	72	91	114	166	233	372	473	593
营业外收入	3	1	0	0	0	0	0	0
营业外支出	2	0	1	0	0	0	0	0
利润总额	73	91	114	166	233	372	473	593
所得税	11	15	15	26	35	58	73	92
净利润	62	76	99	140	198	315	400	501
少数股东损益	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者净利润	62	76	99	141	198	315	400	501
全面摊薄每股收益	0.27	0.33	0.43	0.61	0.81	1.28	1.63	2.04

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|-------------------------|
| 买入 (Buy) | : 相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | : 相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | : 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | : 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | : 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | : 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。