

新三板企业深度研究系列之一

金达莱 (830777.00) / 33.79 元

行业大发展前夜，具备技术颠覆潜力

投资要点

- 专注于分散式水处理领域的优质环保企业：**公司依托“兼氧 FMBR 技术”和“JDL-重金属废水处理技术”两大核心技术，主要专注于分散式生活污水治理领域和电镀、印刷电路板等行业重金属废水治理。
- 农村污水处理和工业水处理景气度持续提升，正处于行业大发展前夜**
 - **农村污水-政策推动下的蓝海市场启动，潜力空间巨大：**目前中国拥有 6.74 亿农村人口、250 多万个自然村、60 万个行政村以及 4 万多个乡镇，每天 4000 多万吨污水排放量，但是农村污水处理率仅不足 10%，空间巨大。据我们测算，在国家政策引导和推动下，将会推动千亿级别市场的释放。并且在该领域，我们认为将是民营企业弯道超车的绝佳领域。
 - **工业水处理领域-监管趋严和第三方治理趋势倒逼工业水处理进入快速成长期：**随着工业污水排放标准全面提升以及环保监管的加严，我们认为整个工业污水处理的模式将从“谁污染、谁治理”逐渐转向“谁污染、谁出钱”，排污企业、政府和治理企业三方的关系将迎来重构，工业废水第三方处理将进入快速发展期，并且在这个过程中，行业集中度也将快速提升。
- 具备高壁垒的强复制性保障企业抓住行业机遇快速成长**
 - **能够提供高性价比的解决方案，复制性强：**公司自主研发的“兼氧 FMBR 技术”在能耗、除磷脱氮效果、管理便捷方面具有显著优势，依托该技术所生产小型化、集成化的污水处理成套设备，具备可集中可分散、就地安装、就地回用、占地面积小、建设周期短等优点，高度契合了分散式生活污水治理所需达到的要求，便于广泛推广。
 - **构建的核心技术体系具备极深的护城河：**兼氧 FMBR 技术以公司自行研发的特性菌膜生物反应器工艺为核心，通过引入自主培养、筛选的特性菌群，建立兼氧 MBR，实现在污水处理过程中有机污泥近零排放、气化除磷、同步脱氮。该技术是对常规 MBR 技术的重大突破，处于国际领先水平。
- 投资建议：**目前公司股价对应估值分别为 26x14PE 和 15x15PE，考虑到公司本身规模已经和创业板、中小板企业无疑，我们认为伴随新三板未来政策红利和流动性红利的持续释放，公司是有能力跻身新三板顶层优质企业范畴的，因此估值会逐渐向竞价交易的二级市场看齐。参考目前二级市场给予环保行业的平均估值，并且考虑到公司未来的高成长性，我们给予公司 25x15PE 和 20x16PE（较目前二级市场给与了一定的流动性折价），目标价格 58.00-84.60 元。

证券分析师： 华中炜
执业编号： S0360512040001
Tel： 010-66500899
Email： huazhongwei@hczq.com
联系人： 李响
Tel： 021-31278577
Email： lixiang@hczq.com

投资评级

行业评级： 强推
评级变动： 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	8000
流通 A 股/B 股(万股)	3851
资产负债率(%)	41.69%
每股净资产(元)	3.19
市盈率(倍)	45
市净率(倍)	10
12 个月内最高/最低价	42/4

相关研究报告

目 录

专注于分散式水处理和工业水处理领域的环保企业.....	4
公司股权概述.....	4
公司业务概述.....	4
正处于行业大发展前夜：农村污水处理和工业水处理景气度持续提升.....	5
农村污水处理领域：政策推动下的蓝海市场启动，潜力空间巨大.....	5
工业水处理领域：监管趋严和第三方治理趋势倒逼工业水处理进入快速成长期.....	9
企业能够把握行业机遇实现快速成长：具备高壁垒的强复制性.....	11
能够提供高性价比的解决方案，大行业中具备强复制性.....	11
构建的核心技术体系国际领先，具备极深的护城河.....	13
优质管理层为企业持续成长提供动力.....	16
盈利预测与估值.....	16
盈利预测.....	16
估值与定价.....	17

图表目录

图表 1	金达莱目前股权结构.....	4
图表 2	金达莱 2014H 主营业务收入占比.....	4
图表 3	金达莱 2014H 主营业务毛利占比.....	4
图表 4	金达莱主要产品及服务情况.....	5
图表 5	中国 2011-2013 年 COD 排放总量占比.....	5
图表 6	中国 2011-2013 年氨氮排放总量占比.....	5
图表 7	目前中国市政污水处理发展空间已饱和.....	6
图表 8	中国农村污水处理率远低于市政.....	6
图表 9	农村水污染治理刻不容缓-1.....	6
图表 10	农村水污染治理刻不容缓-2.....	6
图表 11	政策逐渐向农村市场倾斜.....	7
图表 12	政策逐渐向农村市场倾斜.....	7
图表 13	2014 年下半年以来 PPP 相关政策密集出台.....	8
图表 14	农村污水处理市场潜力空间大.....	8
图表 15	农村污水处理吨水投资大、缺乏规模效应.....	9
图表 16	排污企业、政府和治污企业三方关系的重构推出第三方治理的产业趋势... ..	10
图表 17	主要行业废水新旧排放标准对比.....	10
图表 18	两高出台将推动行业集中度提升.....	11
图表 19	公司兼氧 FMBR 技术具有明显优势, 便于广泛推广.....	11
图表 20	公司在分散式污水处理领域的典型业绩.....	12
图表 21	公司 JDL-重金属废水处理技术竞争优势明显.....	12
图表 22	公司工业废水处理领域典型业绩.....	13
图表 23	公司核心技术水平处于国际领先或国际先进水平.....	13
图表 24	国内外首创兼氧 MBR 工艺.....	14
图表 25	国内外首次实现生物处理基本不排有机污泥.....	14
图表 26	国内外首次开发生物气化除磷技术.....	14
图表 27	国内外首次实现同步脱氮.....	15
图表 28	公司工业水治理领域部分专利情况.....	15
图表 29	公司管理层主要成员简介.....	16
图表 30	公司盈利预测表.....	17
图表 31	公司估值表.....	18

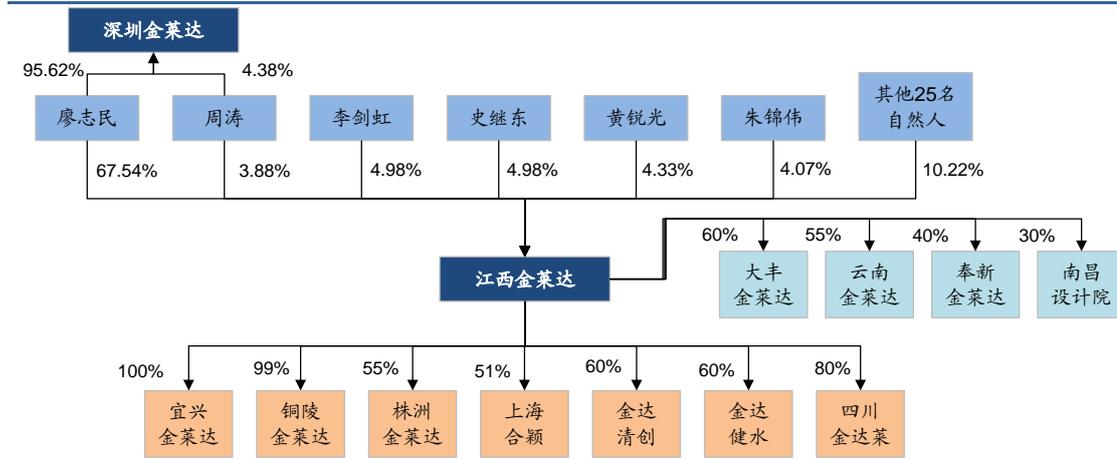
专注于分散式水处理和工业水处理领域的环保企业

公司股权概述

金达莱专注于污水处理与资源化领域，是一家专业从事污水处理技术开发与应用的高科技环保企业。公司控股股东和实际控制人为廖志民先生，挂牌前持有公司股份比例为67.54%。

在公司挂牌后，随即启动定向增发，以26元/股的发行价格向太平洋证券股份有限公司（代表太平洋证券丰盈11号定向资产管理计划）发行股份500万股，募集金额1.3亿元，占发行后总股本的6.25%。增发后控股股东和实际控制人仍为廖志民先生，持股比例为63.31%。

图表 1 金达莱目前股权结构



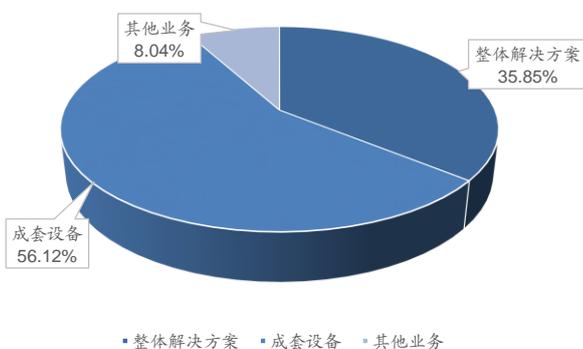
资料来源：华创证券

公司业务概述

公司的主营业务为污水处理成套设备的研发、生产与销售，并为污水排放企事业单位及专业污水处理企业提供污水处理与资源化整体解决方案。公司依托“兼氧FMBR技术”和“JDL-重金属废水处理技术”两大核心技术，为客户提供完整污水治理产业链服务。

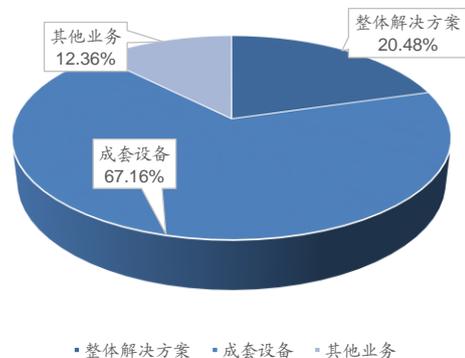
公司专注于分散式生活污水治理领域和电镀、印刷电路板等行业重金属废水治理。

图表 2 金达莱 2014H 主营业务收入占比



资料来源：华创证券

图表 3 金达莱 2014H 主营业务毛利占比



资料来源：华创证券

图表 4 金达莱主要产品及服务情况

业务类型	产品和服务	技术/工艺	用途
污水处理成套设备	JDL-膜技术污水处理器	兼氧FMBR技术	公司核心产品，主要用于生活污水、印染、养殖、皮革、食品加工等有机废水处理工程，特别适用于乡镇、农村、高速公路服务区等分散排污区域。
	JDL-重金属废水处理器	JDL-重金属废水处理技术	应用于重金属废水处理工程。
污水处理与资源化整体解决方案	工程设计	兼氧 FMBR 技术/JDL- 重金属废水处理技术	向客户提供包括污水处理技术咨询、污水处理工程设计、建设、维护、运营等污水处理领域一体化服务或部分环节的服务。
	设备提供		
	工程建设		
	工程维护		
	技术咨询		
	设施运营		
	水体监控、检测、修复	免疫分析检测技术/发光菌毒性检测技术/电子鼻分析技术/光谱分析技术	向客户提供水安全、工业污染源控制技术、水环境功能修复技术以及相关产品。

资料来源：华创证券

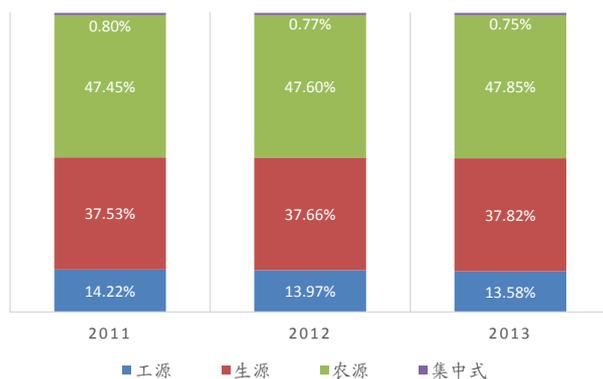
正处于行业大发展前夜：农村污水处理和工业水处理景气度持续提升

农村污水处理领域：政策推动下的蓝海市场启动，潜力空间巨大

一、农村污水处理刻不容缓

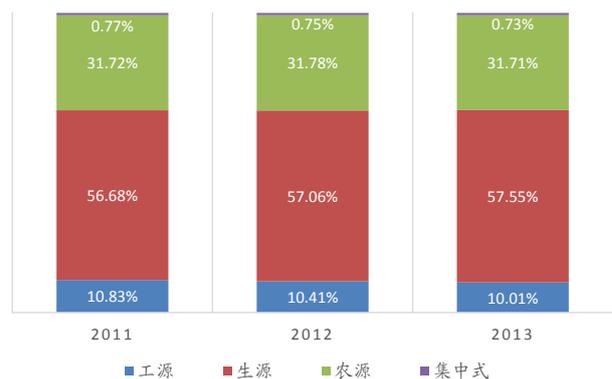
农村污水排放量大，处理程度低：从 2011-2013 年的统计数据来看，我国农业源废水污染物排放量维持高位。截止到 2013 年底，我国化学需氧量排放总量 2352.7 万吨，其中农业源化学需氧量 1125.7 万吨（甚至高于生活源的 889.8 万吨），占排放总量的 47.8%；我国氨氮排放总量 245.7 万吨，其中农业源氨氮 77.9 万吨，占排放总量的 31.7%。

图表 5 中国 2011-2013 年 COD 排放总量占比



资料来源：华创证券

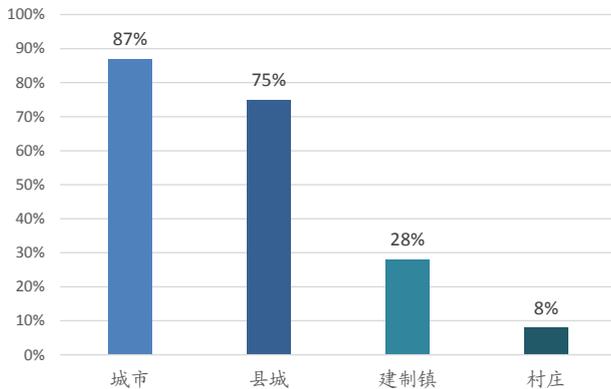
图表 6 中国 2011-2013 年氨氮排放总量占比



资料来源：华创证券

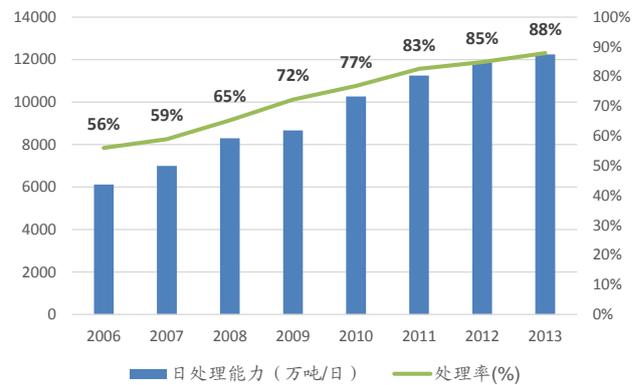
农村污水处理率远低于设市城市及县城：目前市政污水处理的发展空间逐渐饱和，而农村和小城镇的环保方兴未艾，环保将成为新型城镇化的重要主题。中国目前拥有 6.74 亿农村人口、250 多万个自然村、60 万个行政村以及 4 万多个乡镇，每天 3000 多万吨污水排放量；而目前中国建制镇整体污水处理率尚不足 30%、村庄污水处理率仅为 7%，潜在空间巨大。

图表 7 目前中国市政污水处理发展空间已饱和



资料来源：华创证券

图表 8 中国农村污水处理率远低于市政



资料来源：华创证券

由点源到面源的水污染趋势使得农村水处理刻不容缓：目前，我国点源污染依靠排放许可证制度的有效执行、污水处理厂产能的升级、管网建设的加大投入，显得相对可控，而面源污染则往往比较分散、隐蔽、随机，研究和防控难度更大，其技术创新还往往要考虑到成本，限制较多。从目前水污染的形式看，伴随城镇基础设施的完备，点源已经得到了有效控制，但是以农村污水为主的面源污染防治基本处于空白阶段，并且已逐渐成为主要的污染因素。

图表 9 农村水污染治理刻不容缓-1



资料来源：华创证券

图表 10 农村水污染治理刻不容缓-2



资料来源：华创证券

二、政策推动下，农村污水处理正处于订单快速释放期

新型城镇化背景下推动农村环境治理成为趋势：新型城镇化是新一届政府的重要施政着力点，将成为未来 5-10 年大力推进的发展战略。新型城镇化关键是要提高城镇生活质量、改善农民居住环境。在此背景下，提高农村公共服务的水平，大力提高城市资源环境承载力，全面改善农村生产生活条件成为必然趋势。

政策倾斜力度逐渐加大：农村水务市场长期被忽略，缺乏生活污水收集和处理措施，再加上农村大部分地区河、湖等水体普遍受到污染，饮用水水质安全已受到严重威胁；目前该市场仍处于发展初级的政策引导阶段，从政策跟踪看，倾斜力度正在逐渐加大。

图表 11 政策逐渐向农村市场倾斜

时间	名称	主要内容
2010.2	《农村生活污染防治技术政策》	对于分散居住的农户，鼓励采用低能耗小型分散式污水处理；在土地资源相对丰富、气候条件适宜的农村，鼓励采用集中自然处理；人口密集、污水排放相对集中的村落，宜用集中处理
2011.3	《环保部关于进一步加强农村环境保护工作的意见》	到2015年，完成6万个建制村的环境综合整治，农村饮用水水源地水质状况和管理得到改善，农村生活污水和生活垃圾处理水平显著提高，农村环境质量初步改善
2011.12	《全国环境保护“十二五”规划》	推进农村饮用水水源保护区或保护范围的划定工作，在有条件的地区推行城乡供水一体化；鼓励乡镇和规模较大村庄建设集中式污水处理设施，将城市周边村镇的污水纳入城市污水收集管网统一处理，居住分散的村庄要推进分散式、低成本、易维护的污水处理设施建设
2012.3	《农村生活污水处理项目建设与投资技术指南》（征求意见稿）	对于农村生活污水收集及处理技术模式选取、投资内容及参考标准、建设要求作出规定
2012.6	《关于开展“十二五”农村环境综合整治项目库建设通知》	入库项目应突出重点，以饮用水水源地周边、国家水污染防治重点流域和重大政策实施区为重点区域，财政部、环保部根据各省项目储备情况，确定并下达各省年度预算控制款，各省根据实际需要统筹安排
2013.6	《全国农村生态环境保护行动计划》（征求意见稿）	推进新一轮农村环境连片整治，就农村生活污染治理、生活垃圾处理、畜禽养殖污染防治、工矿企业污染整治等工作提出明确要求
2014.4	《农村生活污水处理项目建设与投资指南》等四项文件	针对农村生活污水处理，农村生活垃圾分类、收运和处理，农村饮用水水源环境保护，农村小型畜禽养殖污染防治四个方面，给出项目建设及投资指南

资料来源：华创证券

全国范围内农村水处理市场逐渐进入订单快速释放期：进入2014年之后，在自上而下的政策的推动下，全国各地均加大了对于农村污水治理设施的招标力度，市场开始进入订单的快速释放期。

图表 12 政策逐渐向农村市场倾斜

地区	内容
山东临沂	累计已有325个农村新型社区配套建设了污水处理设施。年底前，临沂将实现生活污水处理的农村社区将达到495个，届时具备条件的社区将实现“水治污”全覆盖。
浙江湖州	州市共有985个行政村，其中纳入农村生活污水治理范畴的行政村有775个。今年至2016年，湖州市要投入18亿元，完成农村生活污水治理行政村764个。
浙江宁波	九龙湖镇投资总额约3950万元的九龙湖镇农村生活污水治理工程项目结束招投标，并进场施工。工程建成后预计可收集处理该镇6个行政村中的15个自然村3114户村民的生活污水
福建福州市	从福建福州市宜居环境建设指挥部办公室了解到，福州市共130个乡镇，但仍有61个乡镇的污水处理设施尚未建成(其中在建29个)。61个乡镇中，49个乡镇必须在2015年底前建成污水处理设施并投入运行;剩余的12个乡镇必须在2017年底前建成并运行相关设施
广西	从广西壮族自治区住房城乡建设厅获悉，乡镇一级污水处理设施建设基本还未启动，绝大多数污水处理厂的污泥尚未实现无害化处理和处置。今年起至2015年年底，广西计划投资114.7亿元，重点完成县城以上城市污水截污管网以及设区市污泥处理处置设施建设、138个建制镇污水处理设施建设。力争经过两年努力，实现全区城镇污水处理率达到85%、建制镇污水处理率达30%的目标
其他	湖北、四川等省的乡镇污水处理工作已经开展，全国农村污水处理市场前景广大

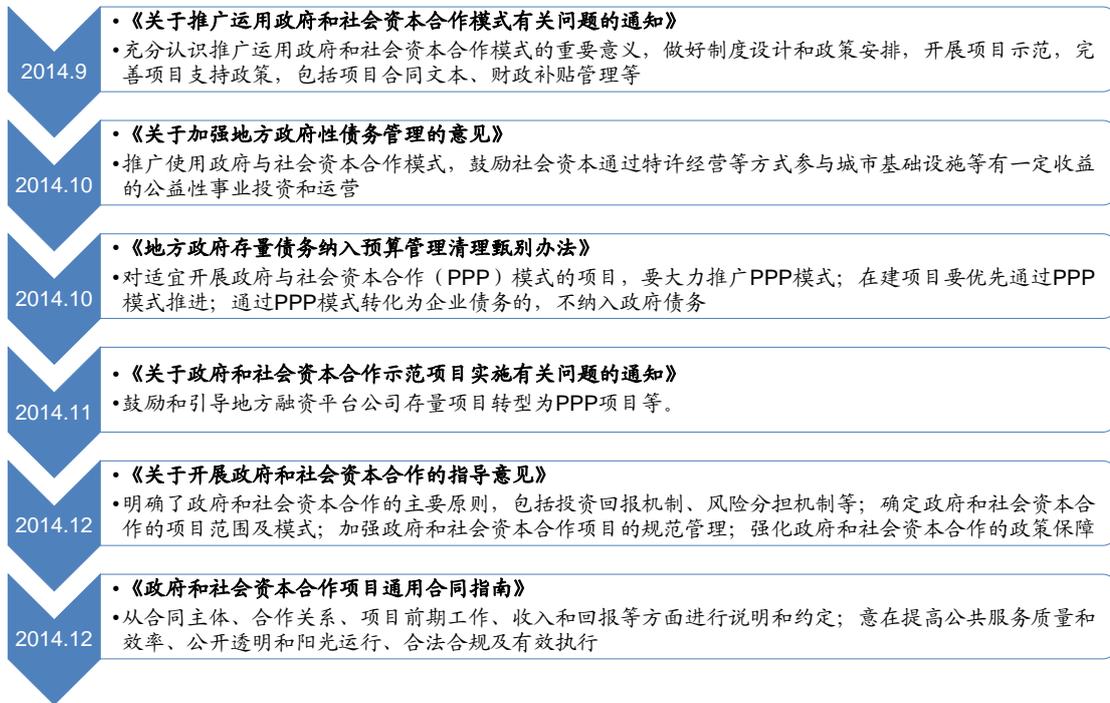
资料来源：华创证券

三、PPP 模式加速转换政府角色，推动订单快速释放

PPP 模式推广力度大，成为基建投资首选：对于中国来说，过去基建投资增长的主力军是地方政府。随着《预算法》的修订以及《关于加强地方政府性债务管理的意见》的出台，在

预算管理和债务约束的情况下，传统 GDP 锦标赛下的地方政府投资冲动将被抑制，鼓励和吸引社会资本以合资、独资、特许经营等方式参与基建投资，即 PPP 模式（公私合作伙伴关系）将成为必然的选择。2014 年下半年以来政府密集出台的 PPP 相关政策也证明了这一点。

图表 13 2014 年下半年以来 PPP 相关政策密集出台



资料来源：华创证券

环保作为基建投资重要一环，PPP 将推动地方订单加速释放：财政部印发《财政部关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知》，公布 30 个 PPP 模式示范项目，总投资规模约 1800 亿元，其中环保相关项目有 15 个，占据了半壁江山，说明环保是政府工作重中之重。因此在 PPP 模式的持续推动下，在环保领域，政府的职能将逐渐向购买环境服务转型，在这个转型过程中，大批量的环保项目将顺势推出，而作为农村环保这一巨大空白市场将尤其突出。

四、潜力空间巨大的蓝海市场，民营企业弯道超车的绝佳领域

市场潜力空间大：目前中国拥有 6.74 亿农村人口、250 多万个自然村、60 万个行政村以及 4 万多个乡镇，每天 4000 多万吨污水排放量，但是农村污水处理率仅不足 10%，空间巨大。据我们测算，如果农村污水处理率提升至 50%，将会推动千亿级别市场的释放。

图表 14 农村污水处理市场潜力空间大

农村污水处理率(%)→	10%	20%	30%	40%	50%
农村人口 (亿人)	6.74				
农村人均日排放量 (升/人日)	60				
农村年均排放量 (万吨/年)	1476060				
农村日均排放量 (万吨/日)	4044				
投资单价 (元/吨)	5000				
潜在市场规模 (亿元)	202.2	404.4	606.6	808.8	1011

资料来源：华创证券

民营企业弯道超车的绝佳领域：在前一轮的水务投资浪潮中，以首创、北控等国有企业凭借资本和资源优势占得先机取得了快速发展，伴随着城市污水处理设施建设逐渐饱和，市场格局基本确定。在这一轮农村水务市场大发展之际，由于分散度高、单位投资大、缺乏规模效应等特点，大型国有企业由于体制原因缺乏参与热情，给了民营企业抢占市场并且弯道超车的机会。

图表 15 农村污水处理吨水投资大、缺乏规模效应

工艺	吨水投资（元/吨）			
	处理规模 <1m ³ /d	处理规模 2~4m ³ /d	处理规模 5~9m ³ /d	处理规模 >10m ³ /d
小型人工湿地	2800-3700	2600-3300	2600-3200	2300-2900
土地处理	2600-3300	2200-2900	2000-2600	2000-2400
稳定塘	2300-3300	2300-2600	2000-2400	1900-2400
净化沼气池	2600-5200	2600-3900	1900-3300	600-2000
小型一体化污水处理装置	32000-39000	19500-28000	13000-22000	11000-15000

资料来源：华创证券

工业水处理领域：监管趋严和第三方治理趋势倒逼工业水处理进入快速成长期

一、工业水处理已到了不得不治的阶段

我国工业水污染形势严峻，排放量大且污染性强，2012年全国工业废水排放量 221.6 亿吨，占废水排放总量的 32.3%；工业废水中化学需氧量和氨氮排放量都极大，并且含有汞、镉、六价铬等多种致癌重金属物质，严重危害人体健康。

长期以来，我国对于工业废水的处理采用的是企业自行治污的模式，即企业自行购建污水处理设施、配置专门机构和人员负责设施运营和维护；但是因为工业废水处理技术复杂，需要专业化的运营管理，这种模式的治理成本高且效果并不理想，特别是对中小企业，再加上之前政府以经济优先的发展策略，导致工业污水处理的达标率并不高。

二、排污企业、政府和治理企业三方关系的重构将改变行业规则，推动加速发展

目前随着工业污水排放标准全面提升以及环保监管的加严，从企业本身的经济性出发，我们认为整个工业污水处理的模式将从“谁污染、谁治理”逐渐转向“谁污染、谁出钱”交给第三方去做，排污企业、政府和治理企业三方的关系将迎来重构，工业废水第三方处理将进入快速发展期。

- **排污企业：**由谁污染、谁治理转向谁污染、谁出钱，并且考虑到排放标准以及政府监管的双加严，排污企业目前的痛点已经转为如何经济性的处理排放问题。
- **政府：**由“老爷模式”向“管家模式”转型，政府对于环境治理的目标以及职能在转变。目标的转变体现在以经济发展优先逐渐向环境发展优先过渡；职能的转变体现在政府职能的逐渐弱化，将重心放在排污监管，而治理工作交给治污企业进行市场化运作。
- **治污企业：**由于排污企业新痛点的出现，以及政府职能的转变，第三方治理的趋势将出来，这给治污企业创造了非常好的产业环境，使得治污企业从之前受制于排污方并且不受重视逐渐转换角色为企业的好帮手和必备需求。

图表 16 排污企业、政府和治污企业三方关系的重构推出第三方治理的产业趋势

排污企业

- 由谁污染、谁治理转向谁污染、谁出钱
- 考虑到排放标准以及政府监管的双加严，排污企业目前的痛点已经转为如何经济性的处理排放问题

政府

- 由“老爷模式”向“管家模式”转型
- 政府对于环境治理的目标以及职能在转变。目标的转变体现在以经济发展优先逐渐向环境发展优先过渡；职能的转变体现在政府职能的逐渐弱化，将重心放在排污监管，而治理工作交给治污企业进行市场化运作，

治污企业

- 第三方治理的趋势将出来，这给治污企业创造了非常好的产业环境
- 治污企业从之前受制于排污方并且不受重视逐渐转换角色为企业的好帮手和必备需求

投资机会：工业废水的第三方治理

资料来源：华创证券

三、市场加速发展的同时，整合将同步进行加快集中度提升

目前中国的工业呈现园区化，集中度在逐渐的提升，因此在工业废水处理过程中，第三方处理企业能够有利的进行园区和区域整合，解决了之前困扰处理企业的规模化问题，这对于第三方处理企业本身的积极性也是很大的推动。

推动行业集中度提升的因素：

- **排放标准提高，处理难度加大：**大部分高污染行业污水排放标准过于陈旧，随着环保形势的变化对下游企业的污染防治提出更高要求，环保部针对各行业陆续制定了新版排放标准，收紧各项污染物的排放限值。

图表 17 主要行业废水新旧排放标准对比

单位 mg/L	钢铁（联合企业为例）		化工（石油炼制为例）		造纸（造纸企业为例）		纺织（毛纺为例）	
	2015/1/1 起现有企业 2012/10/1 起新建企业	1992/7/1 起立项和 投产企业 （一级）	2017/7/1 起现有企业 2014/7/1 起新建企业 （直排）	1998/1/1 起新建企 业 （一级标 准）	2011/7/1 起现有企业 2008/8/1 起新建企业	2001/1/1 起所有 企业	2015/1/1 起现有企业 2013/1/1 起新建企业	1998/1/1 起新建企 业（一 级标准）
PH值	6~9	6~9	6~9	6~9	6~9	6~9	6~9	6~9
悬浮物	30	70	70	70	30	100	60	70
化学需氧量	50	100	70	60	80	100	80	100
氨氮	5	10	10	15	8	--	10	15
BOD5	--	--	20	20	20	60	20	20
可吸附有机物	--	--	--	1	12	--	12	--
卤化物								
排水量 m ³ /t	1.8	10	0.5	1-2.5	20	60	20	--
总氮	15	--	40	--	12	--	20	--
总磷	0.5	--	1	--	0.8	--	0.5	--
色度	--	--	--	--	50	--	--	50

资料来源：华创证券

- **违规成本提升：**随着两高司法解释发布以及环保法修订案等顶层设计，环境监管和执法力度显著加大，下游工业企业环境违规成本大幅提升，偷排或超标排放企业将受到巨额罚款或是直接停产整改。

图表 18 两高出台将推动行业集中度提升

两高的出台
推动行业集
中度提升

2013年6月，两高发布《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》，将危险废物认定为有毒物质，并明确了两种危废相关的环境污染罪行，环境犯罪定罪量刑标准明显降低，量刑提高。

将非法排放、倾倒、处置危险废物三吨以上的认定为“严重污染环境”，除了要承担行政责任外还须承担刑事责任。

明确“行为人明知他人无经营许可证或超出经营许可范围，向其提供或者委托其收集、贮存、利用、处置危险废物，严重污染环境的，以“污染环境罪的共同犯罪论处”，追究有关单位、个人的刑事责任。

资料来源：华创证券

- **业主自身经济性：**污水处理对于工业企业而言属于非主要专业，如果自己去做，由于运行维护专业化水平低，运行效果差；尤其是大量的中小企业，仍需上马一整套环保设施和相关人员，经济性差。

企业能够把握行业机遇实现快速成长：具备高壁垒的强复制性

能够提供高性价比的解决方案，大行业中具备强复制性

公司专注于分散式生活污水治理领域和电镀、印刷电路板等行业重金属废水治理，依托兼氧FMBR技术及JDL-重金属废水处理技术两大核心技术体系，能够提供高性价比的综合解决方案，较传统技术和工艺优势明显。

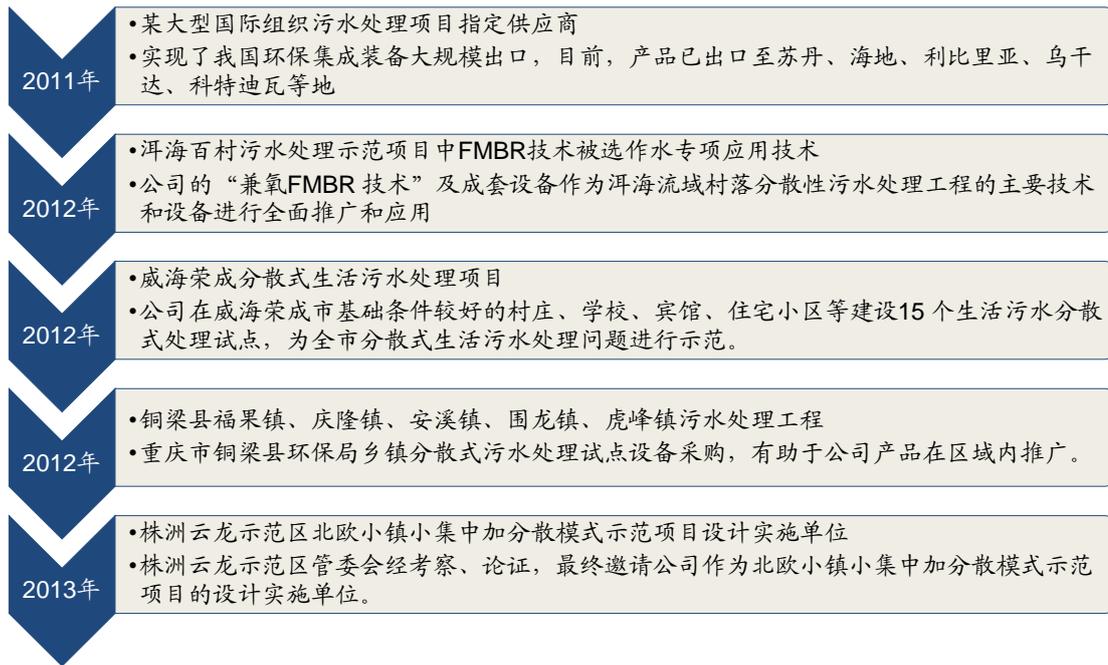
- 在分散式生活污水治理领域，公司自主研发的“兼氧FMBR技术”在能耗、除磷脱氮效果、管理便捷方面具有显著优势，依托该技术所生产小型化、集成化的污水处理成套设备，具备可集中可分散、就地安装、就地回用、占地面积小、建设周期短等优点，高度契合了分散式生活污水治理所需达到的要求，便于广泛推广。

图表 19 公司兼氧 FMBR 技术具有明显优势，便于广泛推广

指标	传统活性污泥法	常规MBR技术	兼氧FMBR技术
剩余有机污泥产量	A	1/3A-1/2A	<5/100A
出水水质	达标排放	回用水标准	回用水标准
占地面积（平方米/吨水）	0.6-1	0.3-0.5	<0.2
建设周期	长	较长	较短
管理方便性	需专人管理	需专人管理	可实现无人值守
装备化水平	难以装备化	较难装备化	易装备化

资料来源：华创证券

图表 20 公司在分散式污水处理领域的典型业绩



资料来源：华创证券

- 在重金属废水处理领域，公司竞争优势明显。2011年以来，公司以委托运营、BOO模式等多种业务模式开拓重金属废水处理设施运营市场。目前，公司已开展木林森股份有限公司、开封凯乐实业有限公司和万安金泰源实业有限公司等企业污水处理设施委托运营服务，并与多家企业、工业园区管委会等签定了合作协议。

图表 21 公司 JDL-重金属废水处理技术竞争优势明显

指标	常规重金属废水处理技术	JDL-重金属废水处理技术
危废量	需要加入混凝剂、絮凝剂，危废量大且难以回收污泥中的重金属	无需加入混凝剂、絮凝剂，危废量大幅减少，可实现重金属污泥回收利用
出水水质	不易稳定达标	易稳定达标
控制管理	控制点多，操作复杂	控制点少，易操作
建设周期	较长	较短
占地面积	工艺复杂，占地面积大	工艺简单，占地面积小

资料来源：华创证券

图表 22 公司工业废水处理领域典型业绩



资料来源：华创证券

构建的核心技术体系国际领先，具备极深的护城河

公司一直重视研发的投入，始终处于国内水污染处理行业研究开发最前端，历年研究开发支出较高，获得了多项研究成果并申请了多项国内外专利，形成了以“兼氧 FMBR 技术”及“JDL-重金属处理技术”为核心的技术体系，在国内同行业企业中具有领先优势，能广泛应用于生活污水、电子、电镀、食品加工、印染、屠宰、制革废水处理等领域。

图表 23 公司核心技术水平处于国际领先或国际先进水平

核心技术	技术来源	技术水平	成熟程度	备注
兼氧FMBR技术	自主研发	国际领先	成熟	国家重点环境保护实用技术(A类)、江西省科学技术进步奖二等奖
JDL-重金属废水技术	自主研发	国际先进	成熟	环境保护科学技术奖二等奖

资料来源：华创证券

- 兼氧 FMBR 技术以公司自行研发的特性菌膜生物反应器工艺为核心，通过引入自主培养、筛选的特性菌群，建立兼氧 MBR，实现在污水处理过程中有机污泥近零排放、气化解磷、同步脱氮。该技术是对常规 MBR 技术的重大突破。

图表 24 国内外首创兼氧 MBR 工艺

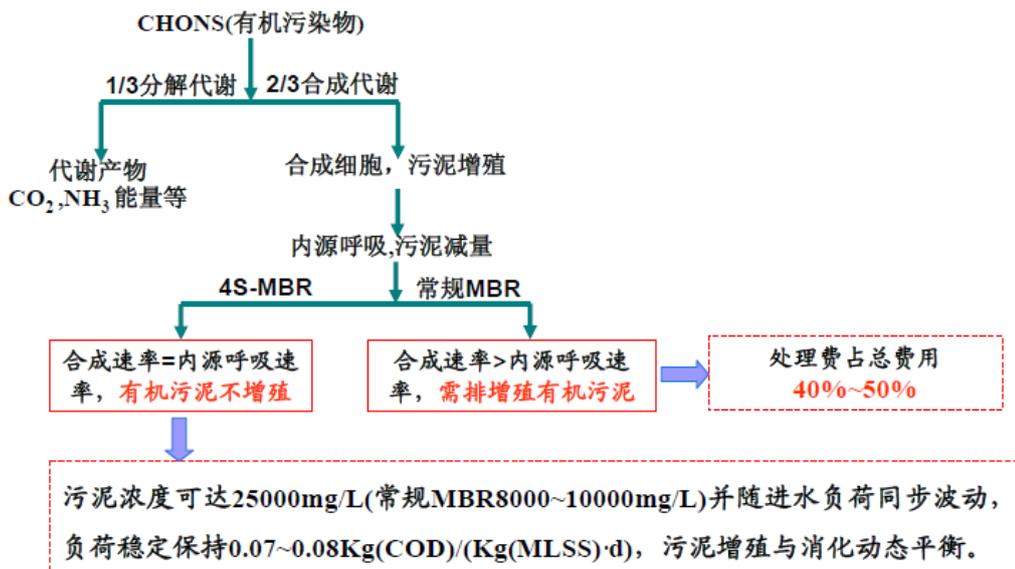


中国环科院对污泥菌相形态检测结果

常规MBR	占总菌数	4S-MBR	占总菌数
好氧菌属	71.65%	兼性厌氧菌属	80%
其余菌 (兼性厌氧)	28.35%	其余菌 (好氧)	20%

资料来源：华创证券

图表 25 国内外首次实现生物处理基本不排有机污泥



资料来源：华创证券

图表 26 国内外首次开发生物气化除磷技术

传统工艺:



4S-MBR技术:



资料来源：华创证券

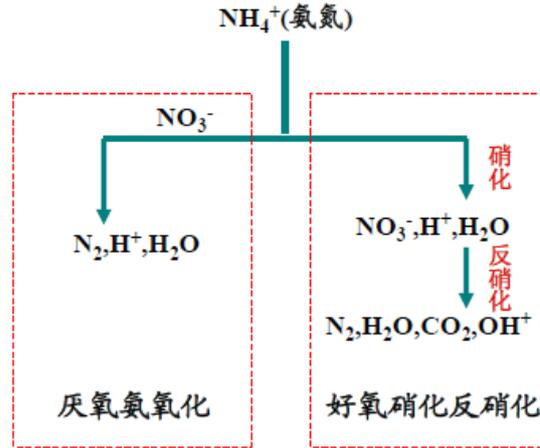
图表 27 国内外首次实现同步脱氮

传统工艺:

好氧环境制约了反硝化脱氮,
NH₃-N去除率高, TN去除率低。

4S-MBR技术:

实现了单一生化处理工艺中
NH₃-N与TN的达标处理。



资料来源: 华创证券

- JDL-重金属废水处理技术系公司利用化学、物理学和生物学相结合而创新的工业废水处理技术。该技术采用特种膜处理器, 无需加入絮凝剂、混凝剂、助凝剂, 解决了膜的堵塞问题, 减少了其它金属杂质的含量, 能有效分离水中不溶性金属化合物及其它悬浮物, 可实现重金属资源高效回收利用。

图表 28 公司工业水治理领域部分专利情况



三级工业废水深度处理的
预处理过滤装置



三级工业废水深度处理的
反渗透过滤装置



三级工业废水深度处理的
预处理过滤装置



三级工业废水深度处理的
反渗透过滤装置



用于清洗反渗透或纳滤膜
元件的装置



一种可进行在线化学清洗的
反渗透过滤装置

资料来源: 华创证券

优质管理层为企业持续成长动力

公司管理层均为具备各自领域多年经验的专家。其中董事长廖志民先生更为教授级高级工程师、注册环保工程师、注册咨询（投资）工程师，并兼任国家环境保护电子电镀废水处理及资源化工程技术中心主任、中国环保产业协会水污染治理委员会副主任委员、中国环保产业协会理事会副会长等，行业资历和经验极其深厚。

图表 29 公司管理层主要成员简介

公司高管	职位	简介
廖志民	董事长兼总经理	硕士研究生学历，教授级高级工程师、注册环保工程师、注册咨询（投资）工程师。兼任国家环境保护电子电镀废水处理及资源化工程技术中心主任，中国环保产业协会水污染治理委员会副主任委员、中国环保产业协会理事会副会长。
朱锦伟	董事	硕士研究生，1999年至2002年任湖南涌金投资控股有限公司董事、总经理；1999年至2008年9月先后任九芝堂股份有限公司董事、总经理、副董事长；2005年11月至2008年11月任株洲千金药业股份有限公司董事；2007年至2011年2月任上海鼎润投资管理有限公司董事、2011年2月至今任监事；现任公司董事。
曹解军	董事副总经理	硕士学位，1999年3月至2006年10月任深圳金达莱有限副总经理；2006年10月至2010年1月任深圳金达莱副总经理；2008年9月至2012年7月任宜兴金达莱执行董事；现任公司董事、副总经理。
袁志华	董事、副总经理 采购部兼制作部总监	本科学历，副教授；2004年进入金达莱；现任公司董事、副总经理、采购部兼制作部总监。
王龙基	独立董事	高级工程师、客座教授；1990年至今任中国印制电路行业协会秘书长；现任公司独立董事、三毛形象发展有限公司副总经理、中国印刷电路行业协会秘书长兼副理事长、上海《印制电路信息》杂志社社长、广东正业科技股份有限公司独立董事、珠海元盛电子科技股份有限公司独立董事。
徐莉	独立董事	硕士研究生学历，教授，江西省科技厅科技统计分析中心专家，国家科技型中小企业创新基金项目评审专家；现任公司独立董事、江西师范大学商学院教授。
梁德志	财务总监	本科学历，香港会计师公会注册会计师、澳大利亚会计师公会注册会计师。1995年2月至2004年2月任毕马威会计师事务所（香港及美国）审计经理；2004年2月至2006年1月任瑞安建业有限公司财务经理；2006年1月至2007年10月任和记黄埔地产有限公司财务经理；2007年10月至2013年1月任太盟投资集团高级投资经理；2011年9月至今任QUICK WEALTH MANAGEMENT LIMITED 董事；现任公司财务总监。

资料来源：华创证券

盈利预测与估值

盈利预测

在公司挂牌后，以 26 元/股的发行价格向太平洋证券股份有限公司（代表太平洋证券丰盈 11 号定向资产管理计划）发行股份 500 万股。在股票发行方案中，给出了类似对赌的估值调整条款。

- 若金达莱 2014 年度和 2015 年度合计净利润超过 2.6 亿元的 110%，则太平洋证券按照甲方 2014 年度和 2015 年度合计实际实现的净利润二分之一的 16 倍市盈率对本次认购股票的估值进行调整，即太平洋证券向金达莱追加支付【5000000×2014 年度和 2015 年度合计实际实现的每股收益的二分之一×16-130000000】元。
- 若金达莱 2014 年度和 2015 年度合计净利润低于 2.6 亿元的 90%，则廖志民先生按照金达莱 2014 年度和 2015 年度合计实际实现的净利润二分之一的 16 倍市盈率对太平洋证券本次认购股票的估值进行调整，即廖志民先生无偿将【130000000-5000000×2014 年度和 2015 年度合计实际实现的每股收益的二分之一×16】元支付予太平洋证券。

我们根据对于行业趋势和企业经营的判断，预测公司 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 102.57 百万元、185.61 百万元和 338.60 百万元，同比分别增长为 80.20%、80.96%和 82.43%，按照增发后 8000 万股测算，实现基本每股收益分别为 1.28 元、2.32 元和 4.23 元。

图表 30 公司盈利预测表

项目	2012	2013	2014H	2014E	2015E	2016E
财务数据分析						
营业收入	144.80	228.18	139.97	330.86	562.46	967.43
-营业成本	75.25	104.23	60.12	142.27	241.86	435.34
=毛利	69.55	123.95	79.85	188.59	320.60	532.09
-营业税金及附加	2.49	3.45	2.48	5.79	9.84	16.93
-销售费用	6.37	14.60	7.85	18.53	31.50	53.21
-管理费用	22.87	32.49	14.14	33.09	56.25	96.74
-财务费用	1.89	2.61	1.55	3.64	6.19	9.67
-资产减值准备	2.53	6.86	5.13	--	--	--
+公允价值变动损益	--	--	--	--	--	--
+投资收益	5.70	-1.91	-2.00	--	--	--
=利润总额	42.57	65.26	51.72	--	--	--
-所得税费用	5.88	8.65	8.24	--	--	--
-少数股东损益	0.09	-0.31	-0.76	--	--	--
=净利润	36.60	56.92	44.24	102.57	185.61	338.60
每股基本收益	0.49	0.76	0.59	1.28	2.32	4.23
财务比例分析						
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
-营业成本	51.97%	45.68%	42.95%	43.00%	43.00%	45.00%
=毛利	48.03%	54.32%	57.05%	57.00%	57.00%	55.00%
-营业税金及附加	1.72%	1.51%	1.77%	1.75%	1.75%	1.75%
-销售费用	4.40%	6.40%	5.61%	5.60%	5.60%	5.50%
-管理费用	15.79%	14.24%	10.10%	10.00%	10.00%	10.00%
-财务费用	1.31%	1.14%	1.11%	1.10%	1.10%	1.00%
-资产减值准备	1.75%	3.01%	3.67%	--	--	--
+公允价值变动损益	--	--	--	--	--	--
+投资收益	3.94%	-0.84%	-1.43%	--	--	--
=利润总额	29.40%	28.60%	36.95%	--	--	--
-所得税费用	4.06%	3.79%	5.89%	--	--	--
-少数股东损益	0.06%	-0.14%	-0.54%	--	--	--
=净利润	25.28%	24.95%	31.61%	31.00%	33.00%	35.00%

资料来源：华创证券

估值与定价

目前公司股价对应估值分别为 26x14PE 和 15x15PE，考虑到公司本身规模已经和创业板、中小板企业无疑，我们认为伴随新三板未来政策红利和流动性红利的持续释放，公司是有能力跻身新三板顶层优质企业范畴的，因此估值会逐渐向竞价交易的二级市场看齐。参考目前二级市场给予环保行业的平均估值，并且考虑到公司未来的高成长性，我们给予公司 25x15PE 和 20x16PE（较目前二级市场给与了一定的流动性折价），目标价格 58.00-84.60 元。

图表 31 公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
300070	碧水源	34.91	1.1170	1.5417	2.0328	31.25	22.64	17.17
300334	津膜科技	20.85	0.4273	0.5985	0.8074	48.79	34.84	25.82
300055	万邦达	45.60	0.7836	1.0804	1.3606	58.19	42.21	33.51
600187	国中水务	7.13	0.1492	0.2347	0.3350	47.79	30.38	21.28
300172	中电环保	21.50	0.5111	0.6409	0.8173	42.07	33.55	26.31
300262	巴安水务	19.56	0.3422	0.5298	0.7637	57.16	36.92	25.61
300272	开能环保	18.48	0.3381	0.5176	0.7704	54.66	35.70	23.99
300266	兴源过滤	49.28	0.5162	0.9072	1.3085	95.47	54.32	37.66
平均市盈率						48.56	33.75	24.81
金达莱			1.28	2.32	4.23			
采纳市盈率							25.00	20.00
相对估值结果				58.00	84.60			

资料来源: wind, 华创证券

新三板分析师介绍

李响：新三板分析师，毕业于复旦大学，拥有理学学士学位，曾入职河北煜环环保科技有限公司任总经理助理，积累了丰富的产业资源。

张劲骐：毕业于美国特拉华大学和中央财经大学，拥有经济学学士和金融学硕士学位，对节能环保、油气能源有深入的研究和产业背景。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hczq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hczq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hczq.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hczq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-83715429	wangliyan@hczq.com
	林芷璇	机构销售助理		lingzhiwan@hczq.com
上海	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hczq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hczq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjiani@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
 - 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区东方路 18 号
保利广场 E 座 1201
邮编:200122
传真:021-50583558