

## 康达环保(06136.HK) 香港燃气水务行业

评级: 买入 维持评级

港股公司研究

市价(港币): 3.380元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(港币)

流通港股(百万股)	2,067.51
总市值(百万元)	69.88
年内股价最高最低(元)	4.120/2.510
香港恒生指数	23744.19

## 中小城市污水市场整合领导者

## 公司基本情况

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.095	0.139	0.173	0.266	0.355
每股净资产(元)	0.67	0.80	1.97	2.23	2.58
每股经营性现金流(元)	-0.25	-0.14	-0.56	-0.43	-0.29
市盈率(倍)	N/A	N/A	19.65	12.84	9.46
PE/G(倍)	N/A	N/A	0.66	0.24	0.27
EV/EBITDA	N/A	N/A	14.16	10.89	9.04
市净率(倍)	N/A	N/A	1.73	1.53	1.32
净利润增长率(%)	25.27%	17.82%	29.65%	53.11%	35.65%
净资产收益率(%)	17.68%	17.20%	8.80%	11.88%	13.88%
股息率(%)	N/A	N/A	0.07%	0.11%	0.15%
发行股数(百万股)	N/A	N/A	2,152.02	2,152.02	2,152.02

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是港币

## 基本结论

- **专注中小城市污水处理的民营龙头。**康达环保是我国领先的民营污水处理服务提供商,一直专注于二、三线及以下城市中小规模生活污水处理领域,目前污水处理总规模约 265 万吨/日,位列中国民营污水投资运营商前列。
- **中小城市水务市场的整合领导者,具备快速提升潜力。**1) **资本优势,融资平台搭建完成,**充裕的资金以及逐步降低的融资成本为市场扩张打下基础,上市以来扩张步伐已然加快。2) **单个项目深耕细作,保证高收益率水平。**精细化管理体系下,二次经营能力强大,通过挖潜增效(包括管理提升、项目改扩建、处理费提高等等)实现高于行业平均的收益率水平。3) **机制灵活,管理层具备高效执行力。**董事长拥有约 25 年的环保及污水处理行业经验,战略眼光独到;激励体系完善,在此前系列激励措施基础上又推出股权激励,人数涉及面广,紧密绑定员工利益与公司利益,激发经营活力。
- **污水运营业务进入量价齐升成长周期:**1) **量-**公司 14 年 7 月上市以来已拓展近 70 万吨/日项目,总处理规模达到约 265 万吨/日,未来将继续加快项目拓展速度,预计到 15 年底达到近 400 万吨/日总处理规模,规模增长 40-50%左右。2) **价-**未达到一级 A 的在手项目将陆续完成提标改造,污水处理费上调幅度可观。
- **厚积薄发,污泥和工业污水均储备丰富:**污泥处理已有相关储备,未来将在合适时机开展污泥业务;工业污水处理已积累了大量相关经验,已在选择性推进工业污水点源治理项目。

## 盈利预测和投资建议

- 我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为港币 0.17 元、0.27、0.36 元,净利润同比增速分别为 29.7%、54.1%、33.7%。
- 目前价位对应 19x14PE、12x15PE,看好公司的持续并购能力和成长空间,给予 2015 年 20 倍 PE,给予“买入”评级,目标价 5.5 元港币。

## 风险提示

- 新签及并购项目进度低于预期

霍也佳 分析师 SAC 执业编号: S1130514080008  
(8621)60870950  
huoyj@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司简介：定位清晰，专注中小城市污水处理的民营龙头 .....	4
三线及县城污水市场：新增+提标改造+整合提速，具有大看点.....	5
新增市场：高估的县城污水处理率，亟待加快污水处理设施建设 .....	5
提标改造：水污染问题推动提标改造加快，水价进入上调周期.....	6
整合提速：PPP 模式推广力度大，行业整合提速 .....	7
中小城市水务市场整合领导者，具备快速提升潜力 .....	9
资本及管理体制优势奠定坚实基础 .....	9
污水运营业务进入量价齐升成长周期 .....	14
厚积薄发，污泥和工业污水均储备丰富 .....	15
盈利预测和投资建议 .....	16
盈利预测 .....	16
投资建议 .....	17
风险 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	18

## 图表目录

图表 1：公司 1H14 年主营业务收入占比.....	4
图表 2：公司 1H14 年主营业务毛利占比.....	4
图表 3：康达环保股权结构.....	4
图表 4：我国县城污水处理率情况.....	5
图表 5：我国县城污水处理覆盖率.....	6
图表 6：县城污水总量测算.....	6
图表 7：一级 A 排放标准的污水厂数量占比低 .....	7
图表 8：一级 A 排放标准的污水厂规模占比低 .....	7
图表 9：城镇污水排放标准.....	7
图表 10：政策频发，力推 PPP 模式.....	8
图表 11：部分省份城镇生活污水处理厂检查结果 .....	8
图表 12：我国污水处理市场分散，康达在中小城市水务市场具备整合潜力 ....	9
图表 13：康达上市募集资金投向 .....	10
图表 14：康达财务成本率有望下降 .....	10
图表 15：通过运营方案调整降低电耗，提升运营效率 .....	10
图表 16：公司污水处理运营毛利高 .....	11
图表 17：IRR 水平敏感性分析 .....	11
图表 18：公司特许经营权业务应收账款天数.....	11
图表 19：立足高密项目，推进整合山东水务市场 .....	12
图表 20：机制灵活，高效的项目评估体系、完善的激励体系及强大执行力 ..	12

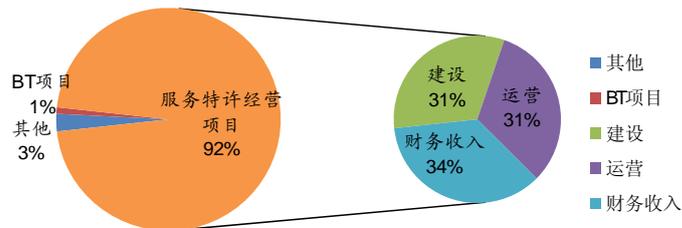
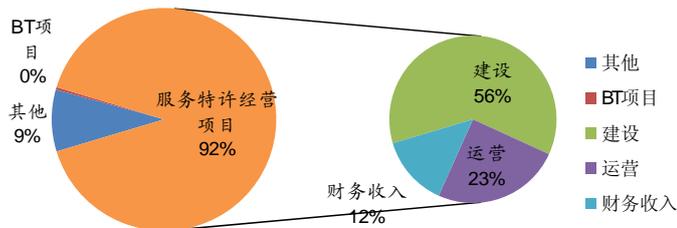
图表 21: 全生命周期管理, 确保项目风险及盈利质量 .....	13
图表 22: 股权激励授予对象 .....	13
图表 23: 公司核心高管团队稳定, .....	14
图表 24: 过往发展历史显示管理层卓越执行力 .....	14
图表 25: 公司污水处理项目大多达到满产水平, 具备扩建潜力 .....	15
图表 26: 公司污水处理费稳步提升 .....	15
图表 27: 康达环保盈利预测及假设 .....	17

### 公司简介：定位清晰，专注中小城市污水处理的民营龙头

- 康达环保作为我国领先的民营污水处理服务提供商，自 1998 年承接城镇污水处理项目后，便一直专注于二、三线及以下城市中小规模生活污水处理领域，并从最初的 EPC 模式转向特许经营模式（BOT/TOT）为主，目前公司 85%毛利均来源于特许经营服务项目。

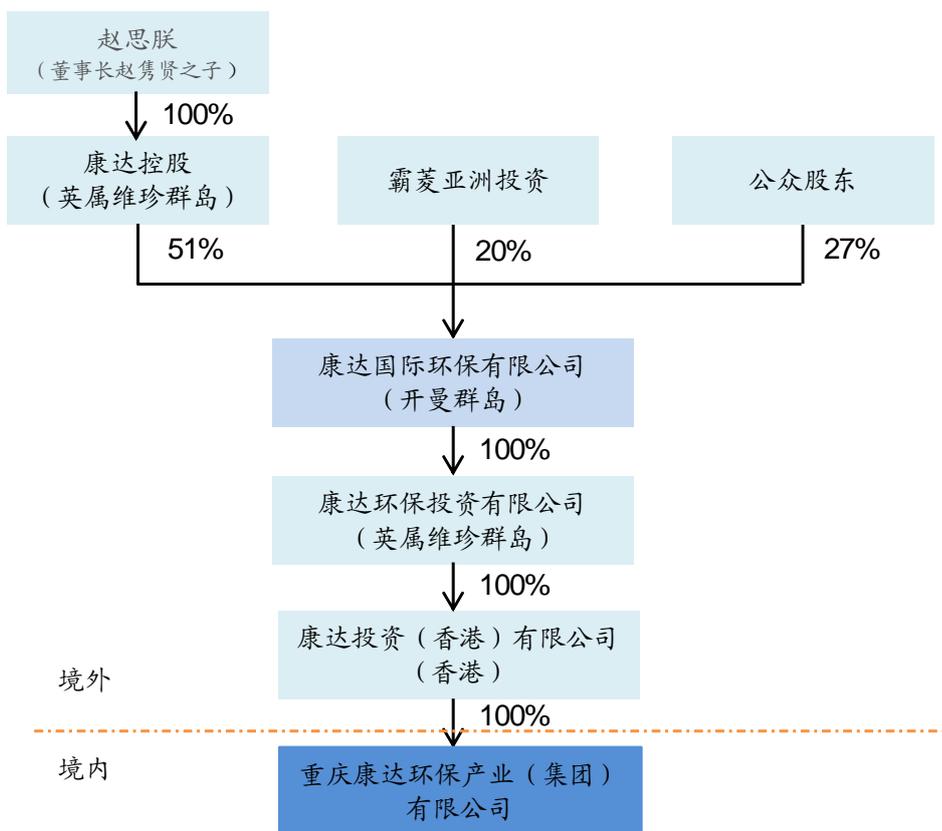
图表1：公司 1H14 年主营业务收入占比

图表2：公司 1H14 年主营业务毛利占比



来源：公司资料，国金证券研究所

图表3：康达环保股权结构



来源：公司资料，国金证券研究所

- 公司是少数几家获得市政建设总承包国家级最高资质及工业和生活污水处理国家最高级资质的民营污水处理服务提供商之一，具备一级市政公用工

程建设总承包资质、甲级生活污水环境污染治理设施运营资质、甲级工业废水环境污染治理设施运营。

- 截止 14 年末，公司污水总处理规模约为 265 万吨/日（含再生水利用 5 万吨），位列中国民营污水投资运营商前列；其中投运规模约为 200 万吨/日，项目遍布中国 9 个省及直辖市的 30 多个城市。

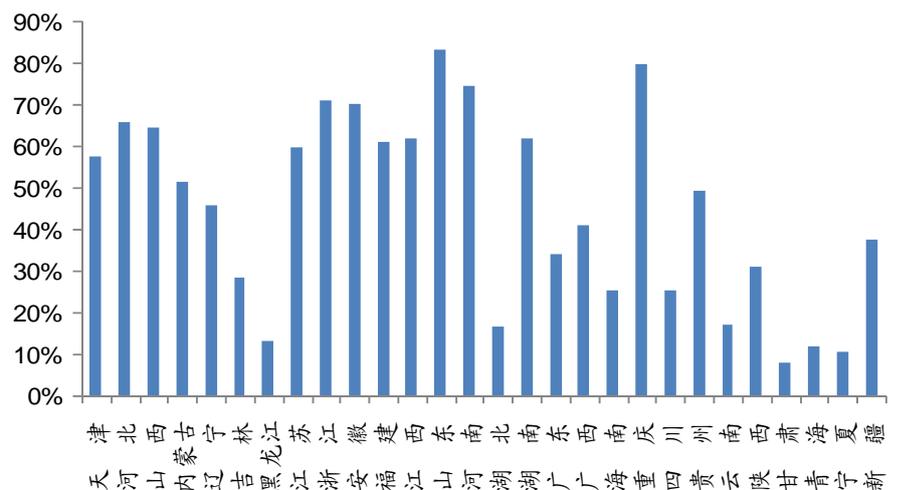
### 三线及县城污水市场：新增+提标改造+整合提速，具有大看点

- 从行政级别角度划分，我们将市政污水处理分为一二线城市、三线及县城城市、农村三个层级：1) 一二线城市大部分市政污水运营项目在地方水务公司或大型国企手上，区域垄断特征较明显，且新增空间已不大；2) 农村污水市场尚有较多关键问题（管网、付费、投资大等）未解决，仍处于试点阶段；3) 三线及县城污水市场的市场化程度较高，且无论从新增、提标改造还是市场整合来看，都具备相当潜力。

### 新增市场：高估的县城污水处理率，亟待加快污水处理设施建设

- 2013 年全国县城污水处理能力约为 2600 万吨/日，污水处理率 70%左右；上述处理率水平是住建部自下而上逐级统计而来，考虑偷排漏排、雨污合流、工业/市政污水混合等因素，我们认为该污水处理率存在高估。
  - 偷排漏排基本未计入官方统计的污染物排放；各地频发的水污染事件大多是偷排或事故漏排造成的。
  - 我国大部分城市雨水和污水管道没有分开，雨水流入了污水处理厂，增加了污水处理量。
  - 县城地区工业管网和市政管网混用普遍存在，相当部分县城的市政污水处理厂还承担了当地工业企业的污水处理，导致市政污水处理量高估。
  - 部分污水处理厂为了达到国家规定的“在一年内不低于设计能力的 60%，三年内不低于设计能力的 75%”要求，甚至抽取河水来替代污水。

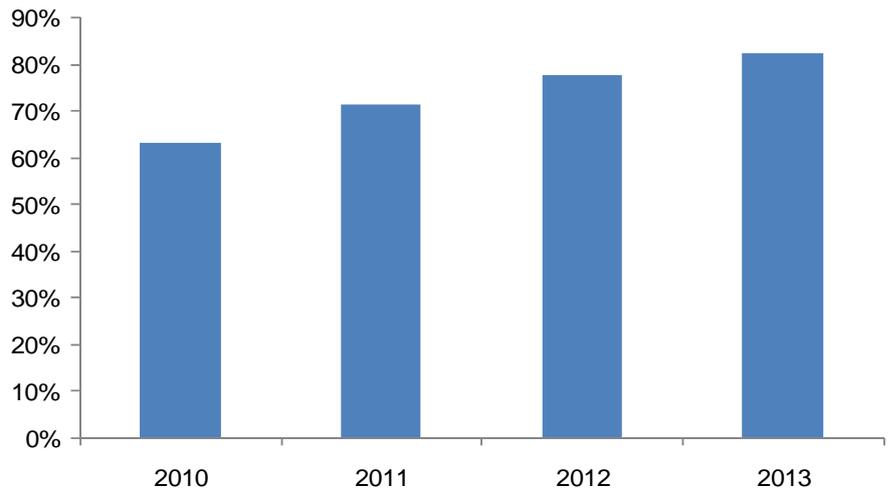
图表4：我国县城污水处理率情况



来源：住建部-2010，国金证券研究所

- 从覆盖率来看，2013 年全国有 1341 个县城建有污水处理厂，占县城总数的 82.6%，仍有接近 20% 的县城完全没有污水处理设施，亟待加快建设。

图表5: 我国县城污水处理覆盖率



来源: 环保部, 国金证券研究所

**市政、工业污水管网共用:** 工业企业对工业污水进行预处理, 达到《CJ343-2010 污水排入城镇下水道水质标准》后排入市政污水管道。

- **县城污水处理市场新增空间:** 随着城镇化的推进以及部分工业企业往县城转移, 我们预计三线和县城城市污水处理产能缺口将扩大至 1700 万吨/日左右, 按照按吨投资 2000-2300 元 (一级 A) 估算, 对应投资需求 340 亿-400 亿。

图表6: 县城污水总量测算

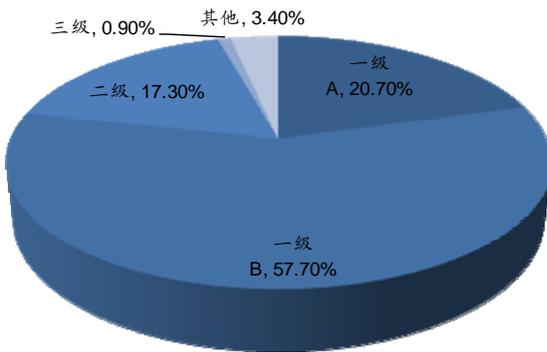
城镇人口 (亿)	6.7	6.97	7.23	7.50	7.77
其中: 县城人口 (亿)	2.2	2.4	2.6	2.8	2.9
乡镇人口 (亿)	6.65	6.38	6.12	5.85	5.58
城镇化率	50.2%	52.2%	54.2%	56.2%	58.2%
县城生活污水产量 (万吨/日)	3300	3580	3861	4141	4421
县城生活污水量增速	--	8.5%	7.8%	7.3%	6.8%
县城工业污水总产量 (万吨/日)	1485	1515	1545	1576	1607
工业污水量增速	--	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
通过城镇污水厂处理的工业污水 (万吨/日)	520	530	541	552	563
县城污水总量 (万吨/日)	4785	5095	5406	5717	6029
县城镇污水厂处理总量 (万吨/日)	3820	4110	4401	4693	4984
产能缺口 (万吨/日)	1120	1410	1701	1993	2284

来源: 国金证券研究所

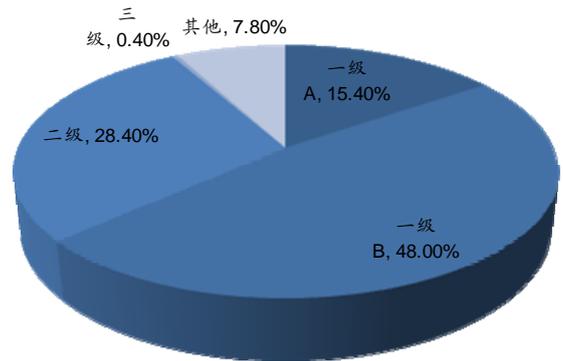
### 提标改造: 水污染问题推动提标改造加快, 水价进入上调周期

- 我国水污染问题目前仍较为严重, 重大水环境污染以及事故频频发生, 全国主要流域的 IV ~ V 类和劣 V 类水质断面比例接近 30%, 省界水体中 IV ~ V 类和劣 V 类水质断面比例接近 40%; 湖泊富营养化严重, 富营养的湖泊 (水库) 比例比例高达 27.8%。
- 城镇污水处理厂出水排入重点流域及湖泊、水库等封闭、半封闭水体时, 要执行一级 A 排放标准; 但根据住建部发布的《中国城镇排水与污水处理状况公报》, 达到一级 A 排放标准的污水厂规模仅占 15.4%, 数量仅占 20.7%; 在水污染压力以及监管加严压力之下, 大批已建水厂正逐步进入规模化的提标改造阶段。

图表7: 一级 A 排放标准的污水厂数量占比低



图表8: 一级 A 排放标准的污水厂规模占比低



来源: 环保部, 国金证券研究所

- 我国城镇污水处理厂排放标准已较陈旧 (2002 年颁布), 已不能满足现阶段水域, 标准提高是大势所趋; 一些经济发达但环境容量小的地区已率先出台地方性水污染排放标准, 在国标标准上收紧各项指标限值, 如北京市出台了《水污染排放标准》、太湖流域出台了《太湖地区城镇污水处理厂及重点工业行业主要水污染物排放限值》。随着污水处理厂的提标改造以及稳定达标, 预计未来污水处理费也将明显上调。
  - **提标改造市场空间:** 假设达到一级 A 排放标准的城镇污水厂规模提升 40 个百分点达到 55%, 按单位吨投资 1000 元, 改造市场投资规模 700 亿, 其中县城污水改造市场投资规模约 110 亿。
  - **水价进入上调周期:** 根据我们产业调研, 城镇污水厂从一级 B 提高到一级 A 排放标准后, 处理费普遍上调幅度 30%, 部分水厂上调幅度 50%+; 随着提标改造的逐步推进, 污水处理价格已进入上调周期。

图表9: 城镇污水排放标准

单位: mg/L	全国城镇污水厂		北京地方标准 (二类水)		太湖地区
	一级A	一级B	一级A	一级B	
化学需氧量 (COD)	50	60	15	50	50
生化需氧量 (BOD5)	10	20	5	15	--
悬浮物 (SS)	10	20	10	30	--
总氮 (以N计)	15	20	15	20	15
氨氮 (以N计)	5	8	2	5	5
总磷 (以P计)	0.5	1	0.1	0.5	0.5

来源: 环保部, 国金证券研究所

**整合提速: PPP 模式推广力度大, 行业整合提速**

- 地方政府债务问题与环保投入资金需求矛盾困境下, PPP 模式加快推广, 通过 PPP 解决初始建设资金、提标改造投入、运营效率低等问题, 再加上环保考核压力之下, 地方政府加快引入社会资本进入市政污水处理领域, 表现为加大环保投资力度、项目释放节奏加快以及加快出售在手污水处理项目给专业环保公司, 政府职能向“监管者”转变。
  - **水十条即将落地, 污水处理市场迎来机遇:** 由环保部编制的《水污染防治计划》即将出台, 预计新增水污染治理投资 2 万亿, 催生巨大的污水处理市场机遇, 带动污水处理新增和提标改造项目加快落地。
  - **PPP 模式加快推广, 解决资金瓶颈问题:** 43 号文下, 地方政府融资平台将慢慢退出历史舞台, PPP 模式成为融资平台转型的方向; 国务

院、财政部及发改委 4 个月内连发多个文件力推 PPP 模式，多个省出台 PPP 模式指导意见，形成全国范围内的上下联动。

- **对于地方政府，加快项目释放：**环保考核压力下，加快引入“外部融资体”解决当地环境治理问题，一方面继续加大环保投资力度、相关环保项目释放节奏加快；另一方面加快出售在手污水处理项目给专业环保公司，转移提标、减排压力的同时也环境财政紧张。

图表10：政策频发，力推 PPP 模式

日期	文件	发布机构	主要内容
Sep-14	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	财政部	充分认识推广运用政府和社会资本合作模式的重要意义，做好制度设计和政策安排，开展项目示范，完善项目支持政策，包括项目合同文本、财政补贴管理等
Oct-14	《关于加强地方政府性债务管理的意见》	国务院	推广使用政府与社会资本合作模式，鼓励社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营
Oct-14	《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》	财政部	对适宜开展政府与社会资本合作（PPP）模式的项目，要大力推广PPP模式；在建项目要优先通过PPP模式推进；通过PPP模式转化为企业债务的，不纳入政府债务
Nov-14	《关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知》	财政部	确定天津新能源汽车公共充电设施网络等30个PPP示范项目；鼓励和引导地方融资平台公司存量项目转型为PPP项目等
Dec-14	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》	国务院	明确了政府和社会资本合作的主要原则，包括投资回报机制、风险分担机制等；确定政府和社会资本合作的项目范围及模式；加强政府和社会资本合作项目的规范管理；强化政府和社会资本合作的政策保障
Dec-14	《政府和社会资本合作项目通用合同指南》	发改委	从合同主体、合作关系、项目前期工作、收入和回报等方面进行说明和约定；意在提高公共服务质量和效率、公开透明和阳光运行、合法合规及有效执行

来源：国金证券研究所

- 此外，在三线城市及县城还有相当部分污水处理项目在非专业环保公司（以地产、基建公司为主）手上；目前环保产业发展已逐步从量控转向质控，对业主的运营能力要求更高。非专业公司运营的污水项目本身就存在部分项目超标排放情况，目前又面临提标改造，缺乏相应资金实力，也缺乏经济性的运营能力做到稳定达标排放，出于经济性角度，出售项目正成为趋势。

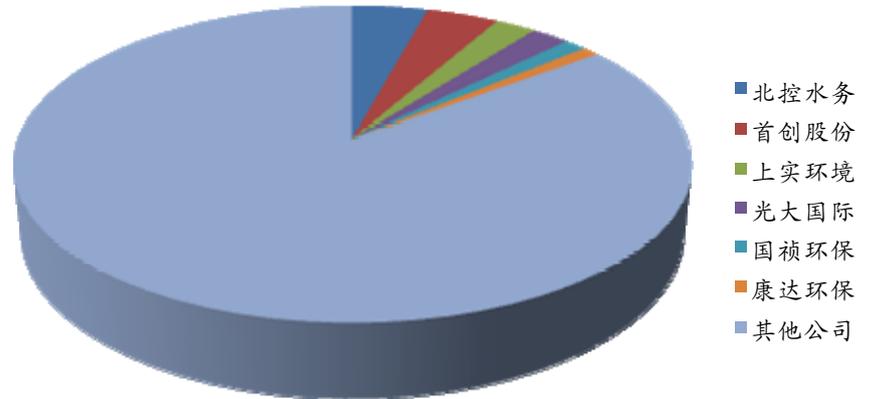
图表11：部分省份城镇生活污水处理厂检查结果

省份	情况概述
河南省	2011年完工的248套污水处理系统，103套闲置，139套不能正常运行
江苏省	监督性监测56超标企业中，40家是污水处理厂
陕西省	105家城镇生活污水处理厂中有57家超标排放
山东省	67座抽查污水厂中，37座污水排放超标

来源：国金证券研究所

- 考虑我国城镇污水处理市场较为分散，龙头北控市占率仅 10%左右，中小城市水务市场集中度更低；在上述趋势下，城镇污水处理行业整合大幕开启，给具备融资能力和规模优势的专业环保公司提升市场份额机会。

图表12: 我国污水处理市场分散, 康达在中小城市水务市场具备整合潜力



来源: 国金证券研究所

## 中小城市水务市场整合领导者, 具备快速提升潜力

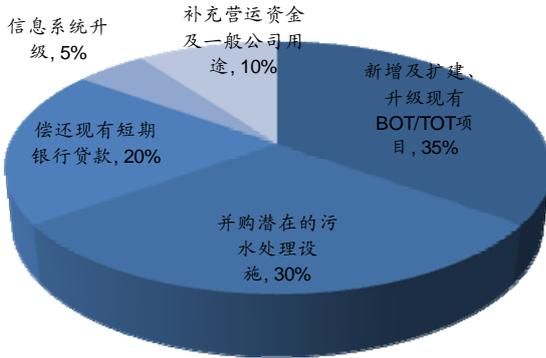
### 资本及管理体制优势奠定坚实基础

- **1、资本优势, 融资平台搭建完成**, 充裕的资金以及未来逐步降低的融资成本为市场扩张打下基础, 上市以来扩张步伐已然加快。**2、单个项目深耕细作, 保证高收益率水平**。在精细化管理体系下, 公司二次经营能力强, 通过挖潜增效(包括管理提升、项目改扩建、处理费提高等等)实现高于行业平均的收益率水平。**3、机制灵活, 管理层具备高效执行力**。公司董事长拥有约 25 年的环保及污水处理行业经验, 战略眼光独到, 管理团队执行力强; 激励体系完善, 在此前系列激励措施基础上又推出股权激励, 紧密绑定员工利益与公司利益, 激发经营活力。

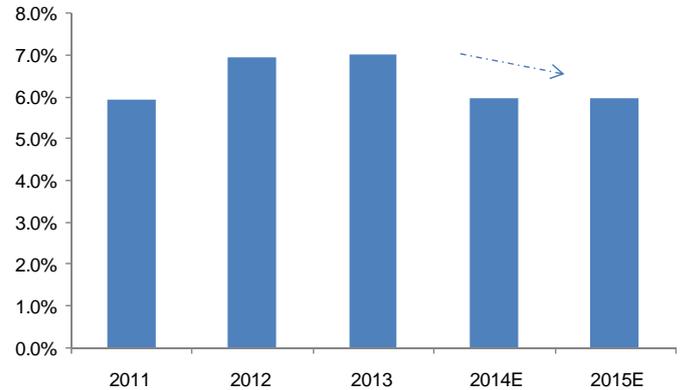
### 1、资本优势, 融资平台搭建完成

- 由于污水处理项目大多采用 BOT/TOT 的模式, 因此初始投资大, 并不是所有企业都有足够的的能力去进入的, 因此融资扩张成为企业成长的主要驱动力; 而在整合阶段, 要打破行业自然整合的节奏, 快速成为行业领导者, 迅速在量上形成优势, 资本优势必不可少。
- **资金充裕, 融资成本降低为市场扩张打下基础**: 公司 IPO 融资 14.8 亿港元, 上市后融资工具更多样化, 资金部门正利用多样化融资工具及上市地位做相关筹备工作, 为公司市场拓展打下良好基础。随着部分海外资金的使用, 预计融资成本将显著下降。
  - 公司未使用授信额度约 60 亿元, BT 项目回款资金(约 7 亿)也将陆续在 2-3 年内流入公司。
  - 关于境外融资平台运用工作已经展开, 包括贷款结构优化也会稳步推进; 在外汇管制背景下, 资金回流通道的方案已经落地, 目前在实施过程中。

图表13: 康达上市募集资金投向



图表14: 康达财务成本率有望下降



来源: 公司资料, 国金证券研究所

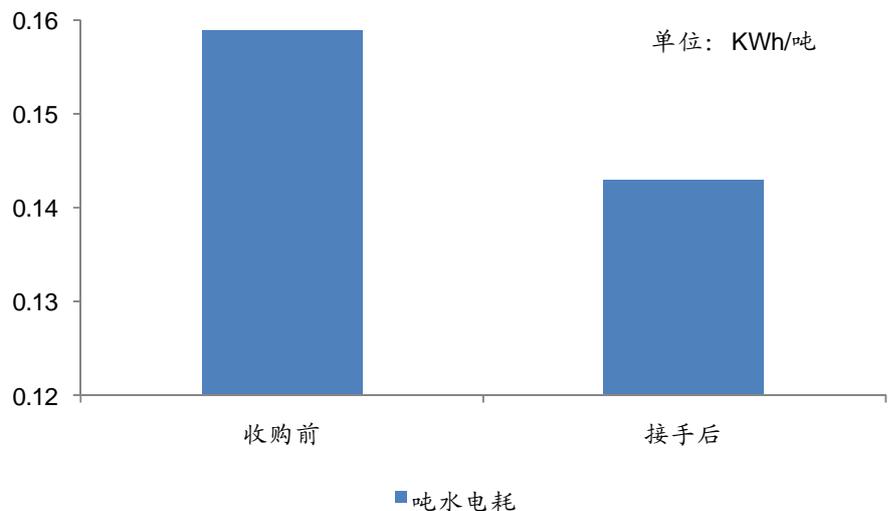
## 2、深耕细作，以点覆面推进整合

- 公司对于单个项目挖掘能力强，一是通过二次经营实现高于行业平均的项目收益率；二是立足于单个项目，开展区域综合环境服务的深耕细作并逐步向外辐射进行市场整合。
  - 精细化管理形成二次经营，通过挖潜增效（包括管理提升、项目改扩建、和政府谈处理费提高等等）实现高于行业平均的收益率水平。
  - 公司在当地成功获取项目后，通过自身的出色运营能力以及和当地政府深厚的合作关系，后续大概率能拿下当地其余的新污水项目，并逐步向外辐射进行市场整合，如山东高密项目就是最好例证。

### 2.1 精细化管理形成强大二次经营能力

- 公司强调目标成本控制意识，定期评估项目进展及预算，持续追踪项目进度及项目团队的表现，及时调整运营方案、提升运营效率，如通过合理安排曝气时段等细节措施最大程度节约运营成本。

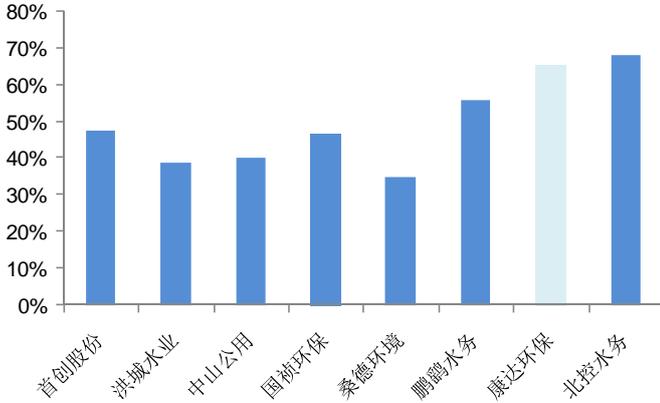
图表15: 通过运营方案调整降低电耗，提升运营效率



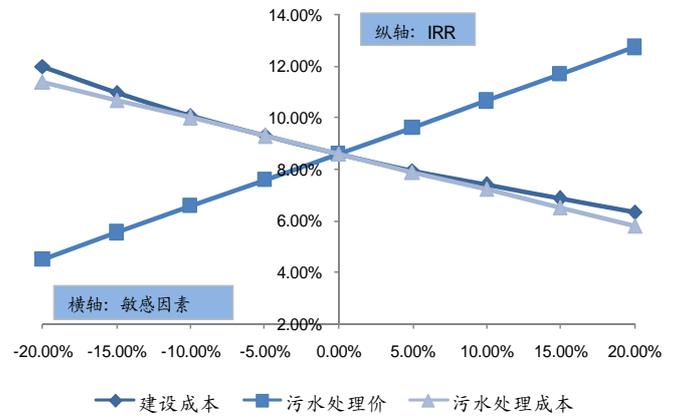
来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 在精细化管理体系下，公司现有投运项目盈利能力突出；加上较低的初始投建成本，公司 IRR 水平也平均高于行业 3-4 个百分点，盈利能力处于行业前列。

图表16: 公司污水处理运营毛利高



图表17: IRR 水平敏感性分析

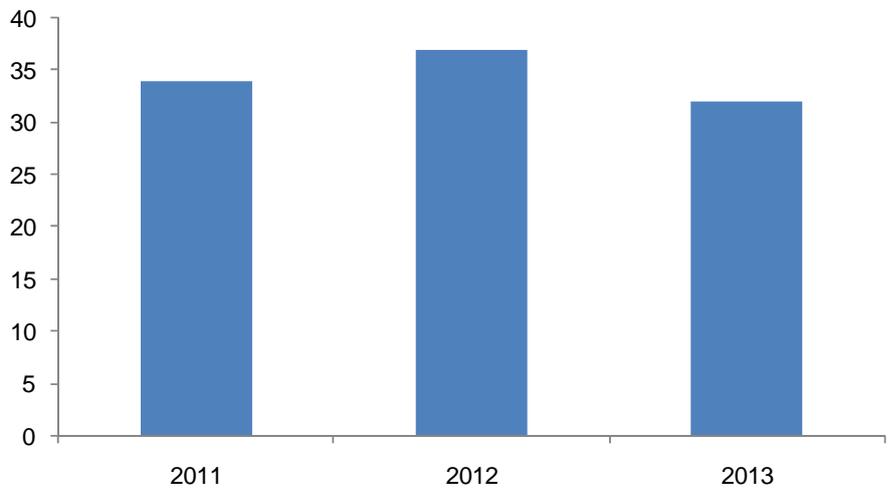


来源: 国金证券研究所 .注: 由于会计处理差异, 康达/北控运营计算包含财务收入

注: 基准点假设-建设成本 2300 元/吨, 污水处理费 1 元/吨, 处理成本 0.5 元/吨

- 在水费收取管理上，密切监控客户付款时间并严格考核水费收取情况，将项目收款表现列入项目经理的薪酬考评，如超出一定期限将作出严厉处罚；加上严格的项目准入机制，公司特许经营权业务应收账款天数约为 32 天左右。

图表18: 公司特许经营权业务应收账款天数

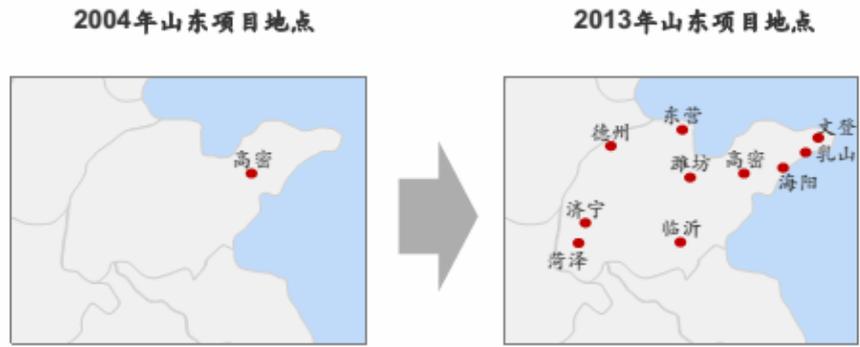


来源: 公司资料, 国金证券研究所

## 2.2 立足当地项目，以点覆面推进整合

- 公司在当地成功获取项目后，通过自身的出色运营能力以及和当地政府深厚的合作关系，后续大概率能拿下当地其余的新污水项目，并逐步向外辐射进行市场整合，如山东高密项目就是最好例证。

图表19: 立足高密项目, 推进整合山东水务市场



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 自 2003 年签署首个特许经营权项目以来, 公司不断凭借出色的表现及自身良好声誉对外扩张, 目前污水处理规模已达到约 265 万吨/日, 位列中国民营污水投资运营商前列, 项目遍布中国 9 个省份。

### 3、机制灵活, 管理层具备高效执行力

- 公司作为民营企业, 机制灵活: 1) 拥有一套高效、审慎的项目评估体系, 以确保项目风险, 快速获取高质量项目; 2) 激励体系完善, 在此前系列激励措施基础上又推出股权激励, 员工利益与公司经营情况紧密绑定, 激发企业活力。3) 董事长拥有约 25 年的环保及污水处理行业经验, 战略眼光独到, 高管团队稳定、执行力强。

图表20: 机制灵活, 高效的项目评估体系、完善的激励体系及强大执行力



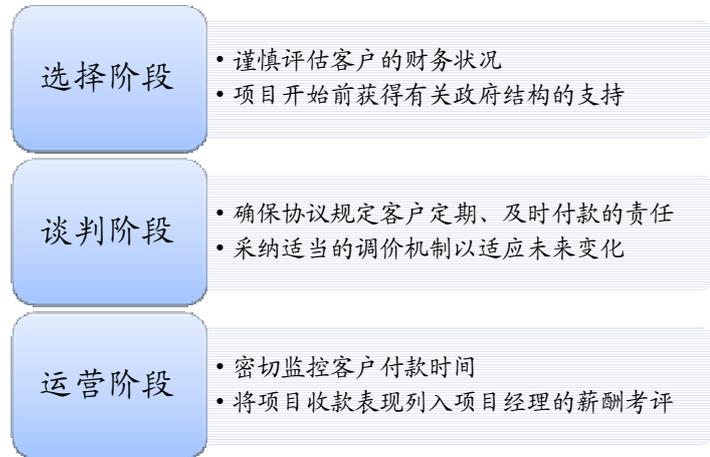
来源: 公司资料, 国金证券研究所

#### 3.1 业务拓展能力强, 高效评估体系确保快速获取高质量项目

- 公司拥有一套系统、高效的项目评估体系, 以便快速的对项目进行筛选, 市场部人员通过公司专有系统将各地项目信息反馈于总部项目评委会, 评委会即可快速做出相应判断。
- 挑选项目严格执行“三标准”, 注重项目质量: 市场上项目良莠不齐, 需要认真谨慎鉴别, 公司注重项目的质量, 非盲目扩大规模, 以三个标准严格执行: 1) 收益标准, 是否能算的过来账; 2) 风险标准, 技术是否有重

大风险；3) 法律风险，法律手续十分完备。公司现有项目都是符合上述三原则的，未来新签或并购项目也将严格执行

图表21: 全生命周期管理，确保项目风险及盈利质量



来源：国金证券研究所

### 3.2 激励到位，员工利益与公司利益协调一致

- 员工利益与项目营运情况紧密结合，推出激励措施奖励员工，如在目标成本管理体系下，相当部分运营节约成本可由厂长自行分配；对于收购项目的员工，引入集团管理体系及经营理念，整合进集团运营架构，良好激励制度之下，员工利益与公司利益协调一致，有动力通过各种措施提高企业效率，实现公司与自身利益最大化。
- 12月21日，公司发布股权激励方案，1) 行权价 3.386 港币；2) 共授出 8450 万份购股权，其中集团中层以上雇员分配占比 74%。
  - 这次股权激励其中 2200 万份购股权（占比 26%）授予给公司 4 位执行董事，其余 6250 份（占比达 74%）被授予给片区总经理、片区财务经理、各水厂厂长等集团中层以上管理人员及骨干，人数涉及面广，将进一步调动员工主观能动性。
  - 康达环保目前正处于项目快速扩张期，并且在快速扩张的同时贯彻系列管理提升措施以保证项目的高盈利能力。对于中高管理层股权激励的实施，一方面利于项目拓展的快速推进，另一方面在具体项目管理方面，利于很多细节工作的具体落实，以保证项目的高盈利性。

图表22: 股权激励授予对象

承授人	身份	授出购股权数目（万份）
张为众	执行董事	650
刘志伟	执行董事	550
顾卫平	执行董事	500
王立彤	执行董事	500
集团雇员	--	6250
合计		8450

来源：公司资料，国金证券研究所

### 3.3 董事长战略眼光独到，管理团队具备高效执行力

- 董事长赵隽贤先生拥有约 25 年的环保及污水处理行业经验，具备领先的行业前瞻和战略意识，善于敏锐的捕捉行业机遇。公司核心高管团队稳定、执行力强，大部分核心高管人员均在康达有十年以上的工作经历。

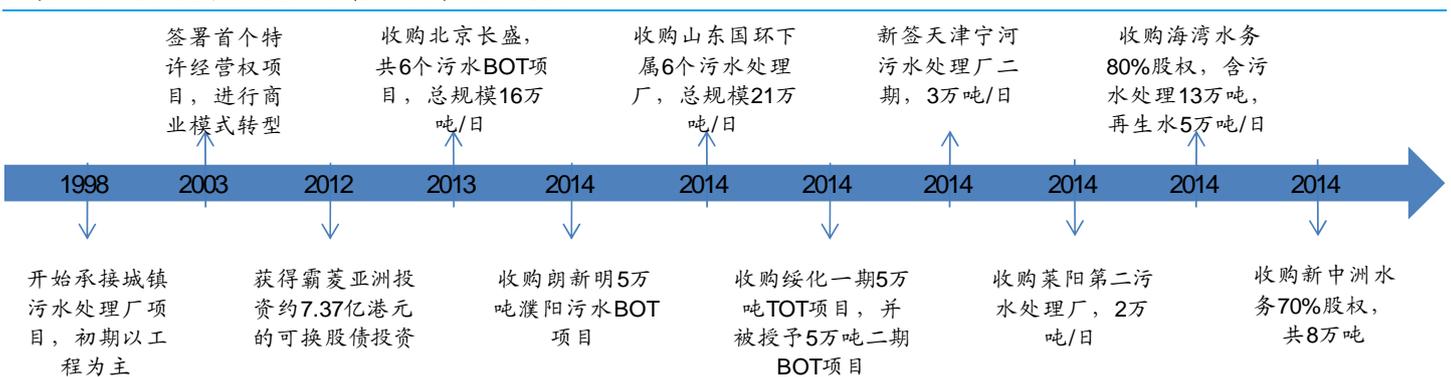
图表23: 公司核心高管团队稳定,

公司高管	职位	简介
赵隽贤	公司创办人、执行董事兼董事会主席	拥有约25年的环保及污水处理行业经验; 于2005年担任重庆市环境保护产业协会第三届理事会副会长, 分别于2005年和2009年担任中国环境保护产业协会第三和第四届理事会副会长
张为众	行政总裁兼执行董事	2012年获委任为康达集团总裁在会计领域拥有逾40年的经验及约15年的管理经验
刘志伟	执行董事	1996年加入本集团, 先后担任多个职位, 包括总会计师、资产管理部主管、财务副总监、审计主管、执行董事及副总裁, 目前负责本集团的投资关系及风险控制事宜; 刘女士在会计领域拥有约20年的经验
顾卫平	执行董事	1996年加入本集团并先后担任多个职位, 包括总经理助理、副总裁及副主席。彼目前负责本集团的行政及人力资源事宜管理; 在环保行业拥有逾35年的经验
王立彤	执行董事	2011年获委任为康达集团副总裁, 负责营销部、技术管理部及水务项目管理部; 在市政环保方面拥有约逾20年的经验, 并曾参与多个市政环境设计工程、污水处理、固体废物处置及环保设施研究工作项目
李刚	高级管理层	2012年加入公司, 为本集团财务总监, 主要负责监察及协调本集团财务部的运营以及管理本集团的财务、会计及税务事宜以及融资活动

来源: 公司资料, 国金证券研究所

- **战略层面**, 公司董事长对于污水处理行业理解深刻, 专业化程度高; 自1998年进入污水处理行业, 2003年以来抓住城镇污水处理PPP第一波高潮, 坚定进行商业模式转型-从做工程转向以运营为主, 快速做大规模。未来将凭借资本、规模及管理体制等优势, 在保证项目合理回报率情况下继续加快城镇污水项目拓展速度, 并择机推进污泥处理和工业污水业务。
- **战术层面**, 在项目管理方面从前期项目选择到后端运营均设计了系列准则和制度, 包括经济考核制、责任成本考核机制、项目选择标准等等; 董事长在公司专业化运作中充当了总设计师的作用, 系列制度支撑公司高效运转。
- **执行层面**, 公司构建了专业化用人机制和良好企业文化, 选拔并培养出一批高执行力管理团队, 并且激烈到位; 其过往发展历史也显示出公司管理层卓越战略眼光和执行力。**公司14年上市以来新增规模约70万吨/日, 到14年末总处理规模到达约265万吨/日, 履行上市以来的承诺。**

图表24: 过往发展历史显示管理层卓越执行力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

污水运营业务进入量价齐升成长周期

- **量: 规模快速扩张**。公司目前污水总处理规模约为265万吨/日, 凭借资本、规模及管理体制等优势, 公司未来将加快项目拓展速度; 通过选择性的进行业务并购(重点)、立足现有项目以点带面挖掘新项目以及现有项目挖潜增效来提升规模及收入, **预计到2015年总处理规模达到近400万吨/日, 同比增长40-50%。**

- **以收购方式进行行业整合：**行业整合提速，公司通过不断选择性的进行业务并购，获取项目后通过工艺改进、管理和技术的改善，扭转项目盈利性。
- **新签项目，**包括立足现有污水处理项目，以点覆面向邻近区域外延式拓展；如公司 2006 年在山东的首个项目投运后，凭借良好声誉，至 14 年末已在山东拓展了约 25 个污水处理项目，共计 84 万吨/日。
- **现有项目挖潜增效，**积极发展扩建及升级项目提升规模，公司相当部分项目达到接近满产水平，具备扩建潜力；如天津宁河污水厂已在 14 年 12 月签订二期特许经营协议。

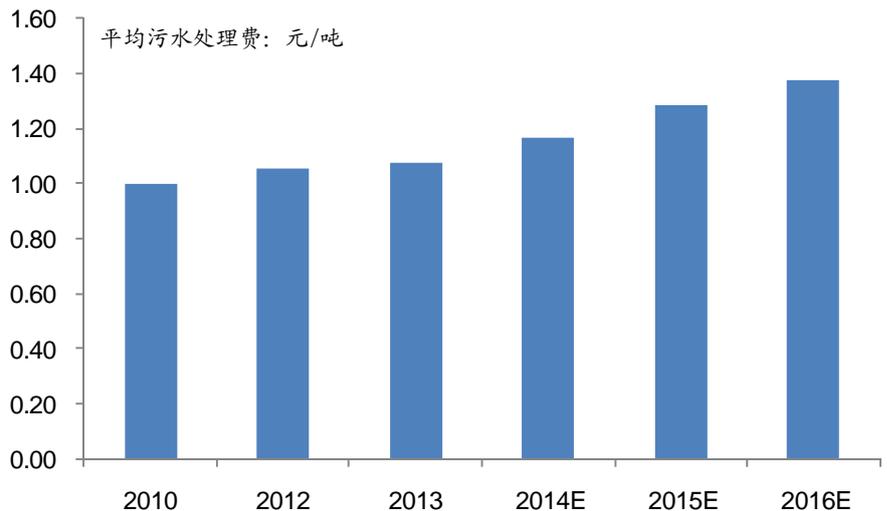
图表25：公司污水处理项目大多达到满产水平，具备扩建潜力

项目	产能利用率			项目	产能利用率		
	2011	2012	2013		2011	2012	2013
丰县污水处理厂一期	100%	100%	100%	丰县经济开发区污水处理厂一期	--	90%	95%
高密第二污水厂一期	102%	100%	100%	高密第三污水处理厂一期	90%	99%	102%
北京大兴区采育镇经济开发区污水处理	67%	67%	67%	山东海阳污水处理厂	103%	101%	100%
高密第二污水厂二期	102%	100%	100%	安徽宿州城南污水处理一厂	88%	88%	88%
安徽绩溪污水处理厂一期	--	--	--	焦作污水处理厂一期	100%	100%	100%
丰县污水处理厂二期	100%	100%	100%	商丘污水处理厂一期	100%	100%	100%
焦作污水处理厂二期	100%	100%	100%	山东广饶污水处理厂一期	97%	98%	110%
临沂南坊污水处理厂一期	74%	84%	90%	临颖污水处理厂	99%	100%	99%
焦作工业聚集区万方污水处理厂一期	98%	100%	100%	天津宁河污水处理厂一期	75%	88%	98%
河北大城污水处理厂一期	--	--	99%	哈尔滨何家沟群力污水处理厂	90%	92%	98%
安徽宁国污水处理厂一期	--	--	--	高密市第一污水处理厂	89%	97%	95%
潍坊虞河污水处理厂	104%	102%	100%	山东乳山工业污水厂一期	36%	76%	74%
商丘污水处理厂二期	93%	100%	100%	山东乳山生活污水处理厂一期	87%	73%	75%
安徽巢经济开发区污水处理厂一期	--	--	77%	舞钢朱兰污水处理厂	--	91%	97%

来源：公司资料，国金证券研究所

- **价：提标后处理费提升幅度可观。**今年下半年以来，公司在手部分项目陆续完成提标改造，污水处理费上调幅度可观；明年还将有相当部分项目完成提标工程，预计未来污水处理费也将明显上调。

图表26：公司污水处理费稳步提升



来源：国金证券研究所

厚积薄发，污泥和工业污水均储备丰富

- **污泥业务择机推进:** 随着污水处理厂的规模化建成, 污泥大量产生, 已引起各方面关注; 公司在污泥处理的技术方面已有相关储备, 关注两点-政府推动积极性和政府付费政策的完善, 未来将在合适时机开展污泥业务。
- **工业污水已有技术储备和丰富经验:**
  - **经验丰富:** 公司现有 40%以上污水处理厂虽然是城市集中污水处理厂, 但来水水质中都表现出明显的工业水特点(非高浓度), 比如可生化性较低、氨氮比失调, 在过往经营当中, 已经积累了大量相关经验。
  - **技术储备:** 针对低可生化性、氨氮比失调的工业污水上规模项目(10万吨以上), 公司目前已成功研发出“**活性焦吸附滤池**”工艺, **对色度及臭味的去除效果明显**; 处理过程不向水内投加药物, 不会造成二次污染的污泥或污水, 饱和活性炭经热再生后可再回用, 大幅降低相关成本。目前该技术已成功运用于公司高密第二污水厂提标工程, 处理效果好且基本不增加运营成本。
  - **商业模式:** 基于风险控制考虑, 选择性推进工业污水点源治理, 更倾向于政府类工业污水项目。

## 盈利预测和投资建议

### 盈利预测

- 我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为港币 0.17 元、0.27、0.36 元, 净利润同比增速分别为 29.7%、54.1%、33.7%。
  - 我们预测公司 2014-2016 年主营业务收入分别为人民币 1815 百万元、2405 百万元、2870 百万元, 同比增速分别为 35%、33%、20%。
  - 我们预测公司 2014-2016 年归属母公司净利润分别为人民币 300 百万元、461 百万元、617 百万元, 同比增速分别为 29.7%、54.1%、33.7%。

**图表27: 康达环保盈利预测及假设**

Segment results	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
服务特许经营项目	<b>545.6</b>	<b>704.2</b>	<b>1,030.4</b>	<b>1,690.7</b>	<b>2,305.9</b>	<b>2,770.3</b>
建设	179.2	263.1	531.6	1,018.8	1,164.4	1,182.1
运营	259.2	313.9	325.7	441.9	821.5	1,188.2
财务收入	107.2	127.2	173.1	230.0	320.0	400.0
BT项目	<b>183.3</b>	<b>293.2</b>	<b>301.8</b>	<b>5.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
建设	180.9	282.2	293.1	0.0	0.0	0.0
财务收入	2.5	11.0	8.7	5.0	0.0	0.0
其他	<b>6.0</b>	<b>1.9</b>	<b>7.5</b>	<b>120.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
建设	3.3	0.6	5.2	0.0	0.0	0.0
运营	2.7	1.4	2.3	0.0	0.0	0.0
<b>Total Revenue</b>	<b>734.9</b>	<b>999.3</b>	<b>1,339.7</b>	<b>1,815.7</b>	<b>2,405.9</b>	<b>2,870.3</b>
服务特许经营项目	<b>278.1</b>	<b>371.7</b>	<b>599.1</b>	<b>1,041.1</b>	<b>1,353.9</b>	<b>1,551.6</b>
建设	149.9	212.2	426.1	820.2	943.2	957.5
运营	128.2	159.4	173.0	220.9	410.7	594.1
BT项目	<b>114.3</b>	<b>184.3</b>	<b>219.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
建设	114.3	184.3	219.6	0.0	0.0	0.0
其他	<b>4.4</b>	<b>1.9</b>	<b>7.5</b>	<b>108.0</b>	<b>90.0</b>	<b>90.0</b>
建设	2.1	0.6	4.8	0.0	0.0	0.0
运营	2.4	1.4	2.7	0.0	0.0	0.0
<b>Total Cost</b>	<b>396.8</b>	<b>557.9</b>	<b>826.3</b>	<b>1,149.1</b>	<b>1,443.9</b>	<b>1,641.6</b>
服务特许经营项目	49.0%	47.2%	41.9%	38.4%	41.3%	44.0%
建设	16.3%	19.3%	19.8%	19.5%	19.0%	19.0%
运营	50.6%	49.2%	46.9%	50.0%	50.0%	50.0%
BT项目	37.7%	37.1%	27.2%			
建设	37.7%	37.1%	27.2%			
其他	25.6%	0.0%	-0.6%	10.0%	10.0%	10.0%
建设	37.0%	0.0%				
运营	11.7%	0.0%				
<b>Total Gross profit margin</b>	<b>46.0%</b>	<b>44.2%</b>	<b>38.3%</b>	<b>36.7%</b>	<b>40.0%</b>	<b>42.8%</b>

来源: 国金证券研究所

### 投资建议

- 三线城市及以下的县城污水处理率仍然较低, 随着城镇化的继续推进, 具备较大发展空间。公司作为我国领先的民营污水处理服务提供商, 机制灵活, 凭借资本、规模及精细化管理等优势, 在中小城市污水市场具备快速提升潜力, 上市后扩张整合步伐已然加快。目前价位对应 20x14PE、13x15PE, 看好公司的持续并购能力和成长空间, 给予 2015 年 20 倍 PE, 给予“买入”评级, 目标价 5.5 元港币。

### 风险

- 新签及并购项目进度低于预期

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	734.89	999.32	1,339.68	1,815.70	2,405.90	2,870.29
增长率		36.0%	34.1%	35.5%	32.5%	19.3%
营业成本	-396.82	-557.54	-826.26	-1,149.09	-1,443.91	-1,641.59
% 收入	54.0%	55.8%	61.7%	63.3%	60.0%	57.2%
毛利	338.07	441.78	513.42	666.61	961.98	1,228.69
% 收入	46.0%	44.2%	38.3%	36.7%	40.0%	42.8%
其他营运收入	22.22	10.13	48.46	30.00	30.00	30.00
经营费用	-75.36	-84.94	-116.50	-161.60	-233.37	-275.55
% 收入	10.3%	8.5%	8.7%	8.9%	9.7%	9.6%
EBITDA	284.92	366.97	445.37	540.44	765.17	990.96
% 收入	38.8%	36.7%	33.2%	29.8%	31.8%	34.5%
折旧与摊销	0.00	0.00	0.00	-5.43	-6.56	-7.81
EBIT	284.92	366.97	445.37	535.01	758.61	983.15
% 收入	38.8%	36.7%	33.2%	29.5%	31.5%	34.3%
融资成本	-99.40	-133.90	-167.70	-176.03	-199.84	-233.70
应占联营企业溢利	0.00	0.00	4.01	4.00	4.00	4.00
税前经营溢利	185.52	233.07	281.68	362.98	562.77	753.45
非经常性项目	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前盈利	185.52	233.07	281.68	362.98	562.77	753.45
% 收入	25.2%	23.3%	21.0%	20.0%	23.4%	26.2%
所得税	-28.63	-35.70	-49.05	-61.74	-96.11	-128.90
所得税率	15.4%	15.3%	17.4%	17.0%	17.1%	17.1%
少数股东损益	0.00	0.83	1.07	2.00	5.50	7.80
股东应占盈利	156.89	196.54	231.56	299.23	461.16	616.74
净利率	21.3%	19.8%	17.4%	16.6%	19.4%	21.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前盈利	185.52	233.07	281.68	362.98	562.77	753.45
折旧与摊销	3.45	4.36	5.97	5.43	6.56	7.81
营运资金变动	-418.44	-741.05	-625.34	-1,103.20	-1,145.01	-1,178.20
已付税金	10.47	15.06	15.88	-59.40	-93.75	-127.05
经营活动现金净流	-108.05	-347.01	-159.24	-622.15	-473.59	-314.29
资本开支	-26.52	-8.92	-12.61	-20.13	-27.50	-25.00
收购等投资	115.94	-108.78	-131.82	-0.77	-4.34	-4.34
其他	41.80	-28.90	-80.38	4.00	4.00	4.00
投资活动现金净流	184.27	-128.76	64.05	-16.90	-27.84	-25.34
权益募资	90.71	605.38	4.00	1,770.46	0.00	0.00
债权募资	1,152.11	2,567.43	2,846.52	400.00	600.56	700.00
其他	96.30	505.73	163.88	-176.03	-203.43	-239.23
筹资活动现金净流	1,339.12	3,678.54	3,014.40	1,994.42	397.13	460.77
现金净流量	1,415.33	3,202.77	2,919.20	1,355.37	-104.30	121.14

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
固定资产	68.21	73.02	80.30	94.89	113.36	130.58
联营企业投资	0.00	0.00	50.39	51.16	55.50	59.84
商誉及其他无形资产	0.78	0.79	0.85	0.82	0.79	0.77
非流动资产	1,563.31	1,976.52	2,720.63	3,836.65	4,961.43	6,084.96
存货	5.21	5.31	3.11	6.30	7.91	9.00
应收款项	599.72	753.01	860.79	973.09	1,194.36	1,389.78
流动资产	1,306.31	1,900.28	1,993.18	3,464.04	3,582.62	3,900.27
资产总计	2,869.62	3,876.80	4,713.81	7,300.68	8,544.05	9,985.23
应付款项	413.68	453.78	595.82	702.44	884.67	1,006.84
短期计息贷款	662.41	768.17	785.34	985.34	1,185.34	1,485.34
流动负债	1,076.09	1,221.95	1,381.16	1,687.78	2,070.01	2,492.18
流动负债净额	230.21	678.33	612.01	1,776.26	1,512.61	1,408.09
扣除流动负债后的总资产	1,793.52	2,654.85	3,332.64	5,612.91	6,474.04	7,493.04
长期计息负债	1,006.83	1,415.63	1,802.05	2,002.05	2,402.05	2,802.05
非流动负债	1,104.94	1,538.75	1,979.91	2,188.49	2,589.05	2,989.05
普通股股东权益	686.14	1,108.82	1,340.38	3,410.07	3,865.14	4,476.35
少数股东权益	2.45	7.28	12.35	14.35	19.85	27.65
权益及非流动负债	1,793.52	2,654.85	3,332.64	5,612.91	6,474.04	7,493.04

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (HKD)	--	--	--	0.172	0.266	0.355
每股净资产 (HKD)	--	--	--	1.965	2.227	2.579
每股经营现金净流 (HKD)	--	--	--	-0.564	-0.429	-0.285
每股股利 (HKD)	--	--	--	0.003	0.004	0.005
<b>回报率</b>						
净资产收益率	22.78%	17.68%	17.20%	8.80%	12.01%	13.87%
投入资本收益率	8.75%	7.43%	6.98%	5.37%	7.21%	8.33%
总资产收益率	5.47%	5.09%	4.94%	4.13%	5.46%	6.25%
<b>增长率</b>						
营业额增长率	--	35.98%	34.06%	35.53%	32.51%	19.30%
EBIT增长率	--	28.80%	21.37%	20.13%	41.79%	29.60%
净利润增长率	--	25.27%	17.82%	29.22%	54.12%	33.74%
总资产增长率	--	35.10%	21.59%	54.88%	17.03%	16.87%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	50.0	52.6	61.3	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	2.4	3.4	1.9	2.0	2.0	2.0
应付账款周转天数	173.4	256.9	208.8	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	33.9	26.7	21.9	19.1	17.2	16.6
<b>偿债能力</b>						
总负债/EBITDA	7.2	7.1	7.0	7.2	6.1	5.5
EBIT利息保障倍数	2.9	2.7	2.7	3.0	3.8	4.2

来源：公司年报、国金证券研究所

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**投资评级的说明:**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61620767	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD