中国平安 PING AN 平安证券公司

环保公用

2017 年 01 月 06 日

巴安水务 (300262)

借海水淡化快速扩张，打造环保综合平台

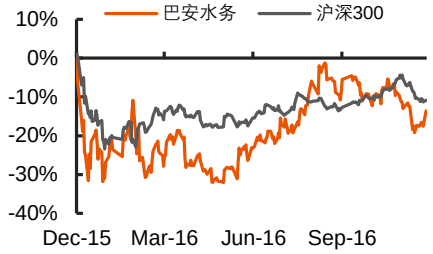
强烈推荐（首次）

现价：17.18 元

主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.safbon.com
大股东/持股	张春霖/41.67%
实际控制人/持股	张春霖/41.67%
总股本(百万股)	447
流通 A 股(百万股)	230
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	76.79
流通 A 股市值(亿元)	39.56
每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	47.04

行情走势图



证券分析师

余兵 投资咨询资格编号 S1060511010004 021-38636729 YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

庞文亮 一般从业资格编号 S1060116090012 010-53827011 PANGWENLIANG732@PINGAN.COM.CN

邱正 一般从业资格编号 S1060116050045 QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ **技术驱动，布局全球海淡市场；**

➢ **多因素促使海淡市场加速释放：**截至 2015 年末，我国海淡市场规模为 100.88 万吨/日，仅占世界规模的 2%左右。海淡成本较高是长期制约我国海淡市场发展的最主要的原因。随着工业用水价格的上升以及海淡成本的下降，海淡成本制约因素正逐步消失，同时国家鼓励沿海地方政府对海水淡化生产运营企业给予适当补贴，全力支持海淡产业的发展。我们预计未来 5 年我国海淡市场复合增长率达 16.87%，到 2020 年海淡市场规模有望超过 220 万吨/日。

➢ **借海外顶尖技术持续布局海淡市场：**巴安水务坚定走国际化战略，2015 年收购奥地利 KWI100%股权，2016 年收购德国 ItN 67.65%股权，拟收购 Larive Water Holding AG（简称 LW，持有瑞士水务 100%股权）21.6%股权。依托 KWI 一流气浮技术、ItN 先进的纳米平板超温陶瓷过滤膜技术、瑞士水务海水淡化膜技术、低温多效海水淡化技术，公司极大降低了海水淡化项目的工程、运营成本。预期巴安水务的海水淡化项目吨水电耗、项目维修费、膜更换费用等运维费用将显著低于目前国内项目。凭借领先的技术优势，公司海淡国内市场占有率将迅速提升，未来三年海水淡化将成为公司收入的重要来源。

➢ **海淡订单加速释放，可复制能力极强：**截至 2015 年，国内海淡项目仅有 121 个，其中万吨级以上海水淡化工程 31 个，万吨级以下海水淡化工程 90 个，而 10 万吨级海淡项目仅有 4 个，且多为国外公司承建。巴安水务河北沧州 10 万吨级海淡项目一期即将投产，将成为国内为数不多的拥有 10 万吨级海淡项目设计、施工、运营经验的公司之一。2016 年公司又连续签订两个海淡项目，海淡订单加速释放，国外海淡业务也在积极拓展。我们认为，公司海淡项目可复制性极强、利润率高，将成为公司业绩主要的增长点。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	351	679	1,337	1,982	2,870
YoY(%)	-22.2	93.7	96.8	48.3	44.8
净利润(百万元)	75.3	77	166	295	492
YoY(%)	17.7	2.4	114.8	78.0	66.7
毛利率(%)	40.3	27.4	28.7	30.5	32.5
净利率(%)	21.5	11.4	12.4	14.9	17.1
ROE(%)	12.4	11.0	8.1	12.6	17.4
EPS(摊薄/元)	0.17	0.17	0.37	0.66	1.10
P/E(倍)	102.00	99.6	46.4	26.0	15.6
P/B(倍)	12.80	11.4	3.8	3.3	2.7

- **聚焦高增长细分行业，打造环保综合平台：**公司积极布局海绵城市、危废等细分领域，于 2016 年 2 月签订《泰安市徂汶景区汶河湿地生态保护与综合利用 PPP 项目合同》，项目总投资 12.80 亿元，这是继六盘水市水城河综合治理后又一大单，大额订单的持续签订，公司收入增长有保障。公司于 8 月在上海设立危废事业部，目前蓬莱化学 1 万吨/年的危固废焚烧项目已投入运营，新泰市循环经济产业园 2 万吨/年的危废及医废焚烧处理厂 BOT 项目前期工作准备就绪，淮安环保综合产业园(污泥干化、环保设备生产、危废处理)处于前期准备阶段。公司有望成为山东省及周边地区的危废龙头，危废业务将成为公司收入的又一增长来源。

- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.37、0.66、1.10 元，同比分别增长 114.8%、78.0%、66.7%。考虑到公司海淡业务技术优势和项目优势所带来的高增长、海绵城市和危废业务的持续布局，参考行业内可比公司估值，给予公司 17 年 35 倍 PE，目标价 23 元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**公司项目落地低于预期。

正文目录

一、最纯正的海淡上市公司 5
1.1 公司介绍 5
1.2 股权结构 6
二、技术驱动，布局全球海淡市场 6
2.1 多因素促使海淡市场加速释放 6
2.2 借海外顶尖技术布局全球海淡市场 9
2.3 海淡订单加速释放，可复制能力极强 12
三、聚焦高增长细分行业，打造环保综合平台 13
3.1 聚焦高增长细分行业 13
3.2 定增完成+股权激励，为公司增长保驾护航 14
四、盈利预测 15
4.1 盈利预测假设 15
4.2 投资建议 15
五、风险提示 16

图表目录

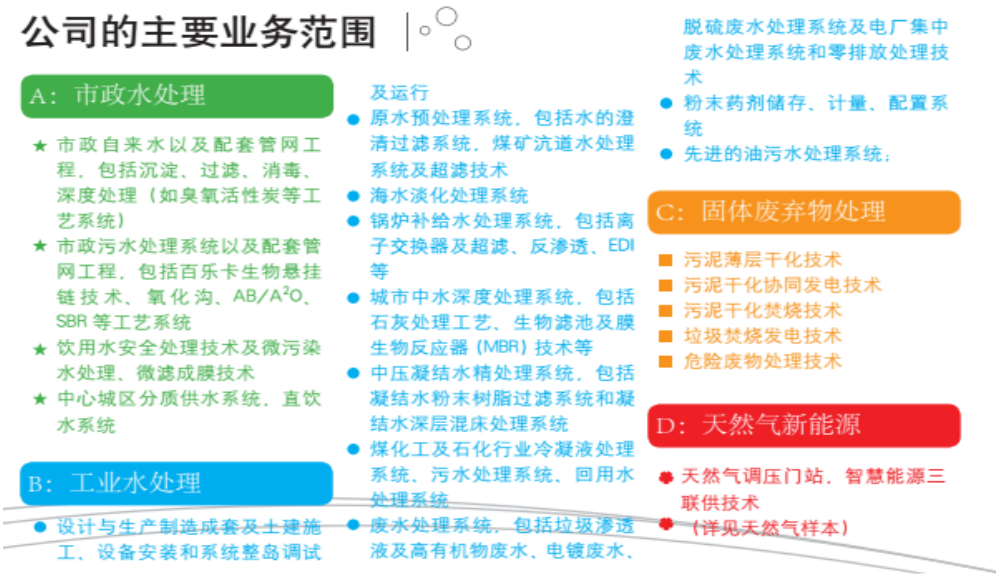
图表 1 公司业务逐渐多元化 5
图表 2 公司收入结构（亿元） 5
图表 3 公司毛利结构（亿元） 5
图表 4 公司股权结构图（2016 年 9 月 30 日） 6
图表 5 2015 年我国 15 省市人均水资源量低于国际警戒水位 6
图表 6 全国工业水价格呈上升趋势 7
图表 7 北京天津工业水价 6 元/吨以上且呈上升趋势 7
图表 8 全球海淡成本迅速下降 7
图表 9 国内万吨级海淡工程成本已降至 6 元/吨左右 7
图表 10 三种主流海水淡化工艺对比 8
图表 11 全国个别省市工业水价格已经高于海水淡化平均成本 8
图表 12 主要海水淡化政策一览 9
图表 13 2015-2020 年，海淡市场规模 CAGR=16.87% 9
图表 14 引入海外技术，持续扩大海淡技术优势 10
图表 15 KWI 典型技术介绍 11
图表 16 澄清气浮与自动沙滤一体化设备 11
图表 17 KWI 客户包括众多大型跨国公司和欧洲各市政府 11
图表 18 ItN 公司平板陶瓷超滤膜 12
图表 19 国内仅有的 4 个 10 万吨级海淡项目多为国外公司承建 13
图表 20 公司拥有 10 万吨级海淡项目经验 13
图表 21 公司危废项目情况 14
图表 22 公司股票激励条件严格 14
图表 23 盈利预测假设 15
图表 24 可比公司估值表 15

一、 最纯正的海淡上市公司

1.1 公司介绍

巴安水务成立于 1999 年，2011 年在创业板上市，主营业务涵盖工业水处理、市政水处理、固体废弃物处理、天然气调压站与分布式能源四大板块。2014 年公司切入海水淡化和海绵城市领域，2016 年公司切入危废领域，业务更加多元化。2014 年以来，公司先后签订三个海水淡化项目，是目前 A 股市场上最纯正的海淡上市公司。

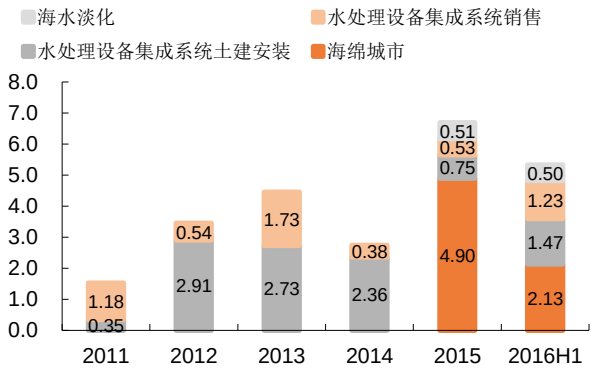
图表1 公司业务逐渐多元化



资料来源:公司官网、平安证券研究所

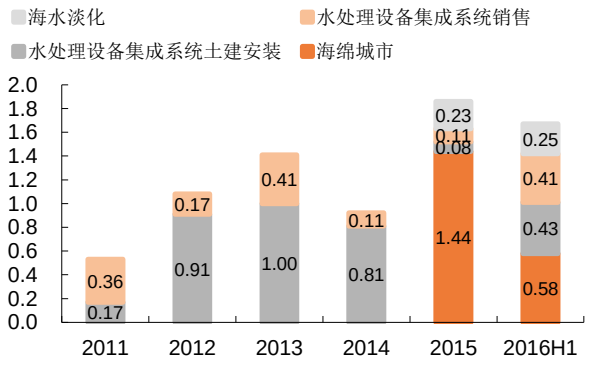
目前公司收入主要来源于海绵城市、水处理设备集成系统土建安装、水处理设备集成系统销售、海水淡化领域。受益于海绵城市和海水淡化业务的收入贡献，公司营业收入从 2011 年 1.60 亿元增长至 2015 年 6.79 亿元，复合增长率达 43.53%，公司毛利从 2011 年 0.59 亿元增长至 2015 年 1.86 亿元，复合增长率为 33.25%。

图表2 公司收入结构（亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表3 公司毛利结构（亿元）

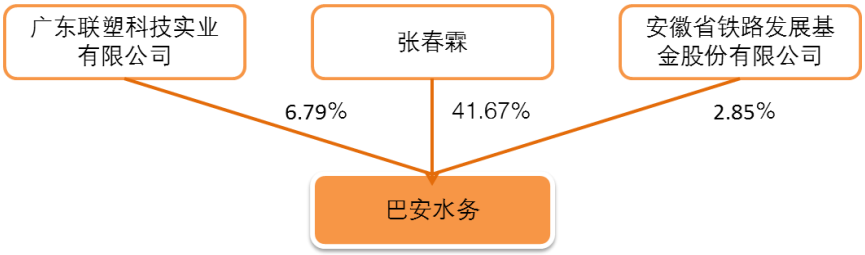


资料来源: Wind、平安证券研究所

1.2 股权结构

截至 2016 年 9 月 30 日，张春霖先生持有公司 41.67%的股份，为公司控股股东和实际控制人。公司于 2016 年 9 月成功定向发行 7282 万股，募集资金 11.76 亿元，成功引入广东联塑科技实业有限公司和安微省铁路发展基金股份有限公司两位战略投资者。

图表4　公司股权结构图（2016 年 9 月 30 日）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

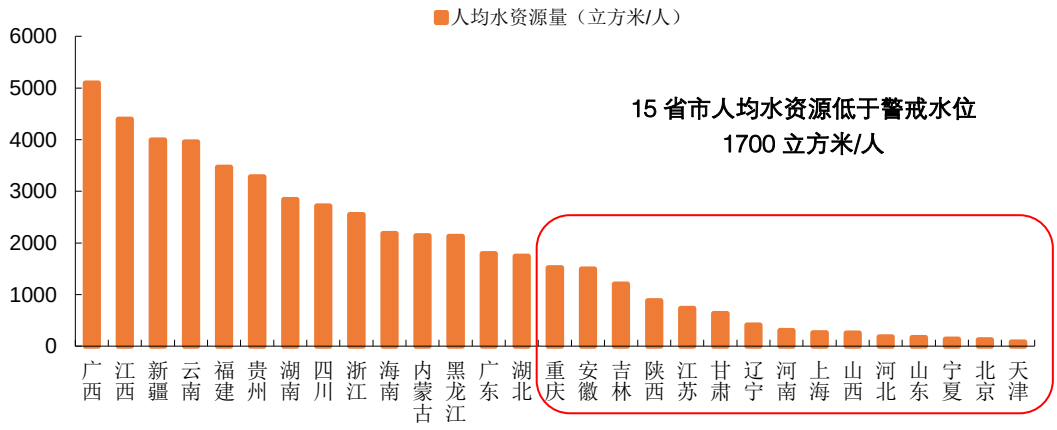
二、 技术驱动，布局全球海淡市场

2.1 多因素促使海淡市场加速释放

截至 2015 年末，我国海淡市场规模为 100.88 万吨/日，仅占世界规模的 2%左右。海淡成本较高是长期制约我国海淡市场发展的最主要的原因。随着工业用水价格的上升以及海淡成本的下降，海淡成本制约因素正逐步消失，同时国家鼓励沿海地方政府对海水淡化生产运营企业给予适当补贴，全力支持海淡产业的发展。我们预计未来 5 年我国海淡市场复合增长率达 16.87%，到 2020 年海淡市场规模有望超过 220 万吨/日。

- **水资源分布不均，近半省市呈缺水状态。**2015 年全国共有 15 个省市人均水资源量低于国际警戒水位 1700 立方米/人。以天津为例，天津是我国严重缺水的城市之一，属于资源型缺水城市，2015 年人均水资源量仅为 84 立方米/人，急需新的供水来源。

图表5　2015 年我国 15 省市人均水资源量低于国际警戒水位

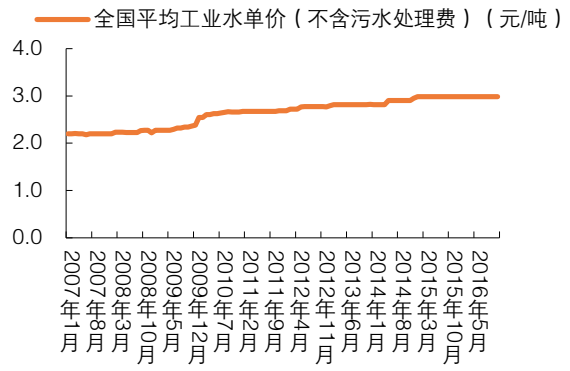


资料来源:国家统计局、平安证券研究所

➢ **工业水价上升，海淡成本大幅降低，成本制约因素逐步消失**

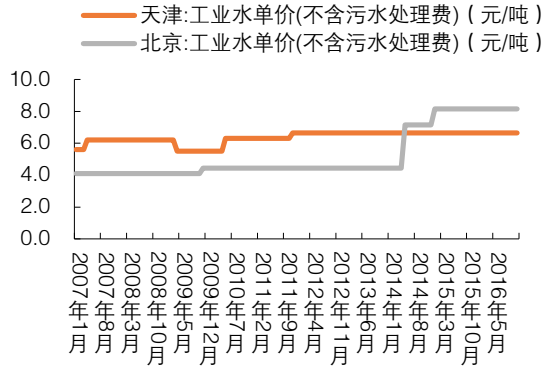
- **工业水价呈上升趋势：**2015 年，全国海水淡化水用于工业水的规模占比达 67.14%，工业水价与海淡市场的发展息息相关。截至 2016 年 11 月，全国平均工业用水价格为 2.98 元/吨，且近年来呈上升趋势，以北京为例，工业用水价格从 2007 年 1 月的 4.10 元/吨增长至 2016 年 11 月的 8.15 元/吨，增长近 1 倍。我们认为，随着水资源的缺乏，工业用水价格仍将呈上升趋势。

图表6　全国工业水价格呈上升趋势



资料来源:Wind 资讯、平安证券研究所

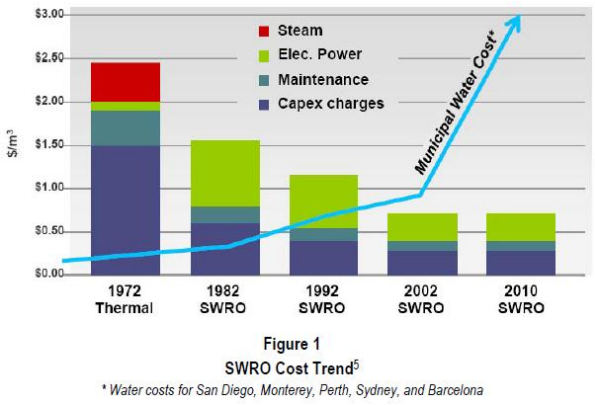
图表7　北京天津工业水价 6 元/吨以上且呈上升趋势



资料来源: Wind 资讯、平安证券研究所

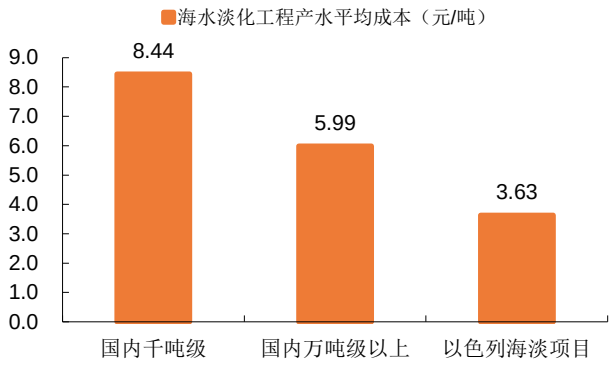
- **锅炉补给水处理进一步增加工业用水成本：**由于原水中含有丰富的钙镁等离子，未经处理直接进入锅炉不仅蒸汽品质得不到保证，而且还会引起锅炉结垢和腐蚀，从而影响机炉的安全经济运行。因此，原水需要经过预处理后才能进入锅炉，目前锅炉补给水的处理价格约为 2 元/吨左右，这进一步增加了工业用水价格，使得海水淡化逐渐具有优势。
- **海淡成本迅速下降：**目前反渗透技术是海水淡化的主流技术，截至 2015 年底，我国采用反渗透技术的海淡工程占比达 87.60%。随着反渗透膜性能的提高以及成本的下降，全球海淡成本由 1972 年的 15 元/吨左右降至 2010 年的 4 元/吨左右，降幅达 75%。国内万吨级海淡工程平均成本已降至 6 元/吨左右，海淡成本制约因素正逐步消失。

图表8　全球海淡成本迅速下降



资料来源:《Seawater Desalination Costs White Paper》、平安证券研究所

图表9　国内万吨级海淡工程成本已降至 6 元/吨左右



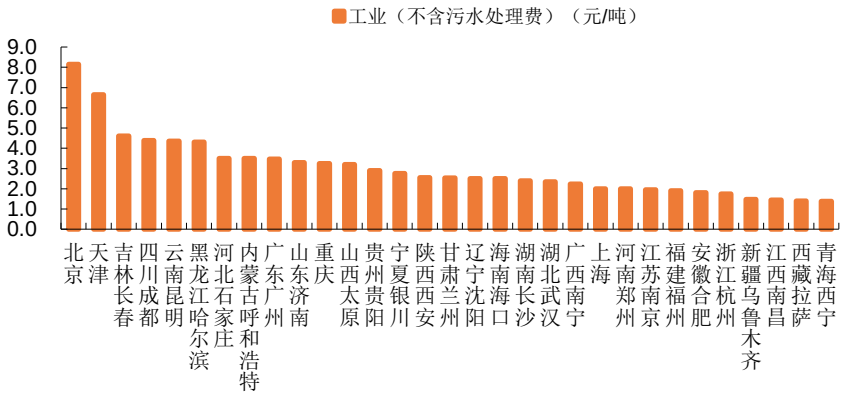
资料来源:《2015 年全国海水利用报告》、平安证券研究所

图表10 三种主流海水淡化工艺对比

项目	反渗透法	低温多效蒸馏法	多级闪蒸法
a.技术指标			
1.技术成熟度	成熟	成熟	成熟
2.预处理	严格（SDI<3）	简单	简单
3.产水规模	小、中、大	中、大	大
4.产品水 TDS	<500mg/L	<5mg/L	<50mg/L
5.造水比 GOR	<500mg/L	<20mg/L	<20mg/L
6.进水温度	15～25℃	0～35℃	0～35℃
7.操作温度	15～25℃	<70℃	90～120℃
8.运行维护	维护复杂，需定期清洗、换膜	维护量少	维护量少
9.系统弹性	大	较大	小
10.海水水质影响	大	小	小
11.腐蚀倾向	无	小	较小
12.水垢倾向	大	较小	小
13.污垢倾向	大	小	小
b.经济指标			
1.同等规模占地面积	小	大	大
2.同等规模投资	较高	高	最高
3.运行寿命	约 15 年	30 年以上	30 年以上
4.热能/（$kW·h·m^{-3}$）	无	4～7	7.5～12
5.电能/（$kW·h·m^{-3}$）	3～4	1.5～2	2.5～4
6.总能耗/（$kW·h·m^{-3}$）	3～4	5.5～9	10～16
7.总制水成本（$·m^{-3}$）	0.5～1.2	0.7～1.2	0.8～1.5

资料来源:《三种主流的海水淡化工艺》,《我国大型海水淡化供水工程技术经济分析》,《海水淡化技术应用研究及发展现状》、平安证券研究所

图表11 全国个别省市工业水价格已经高于海水淡化平均成本



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

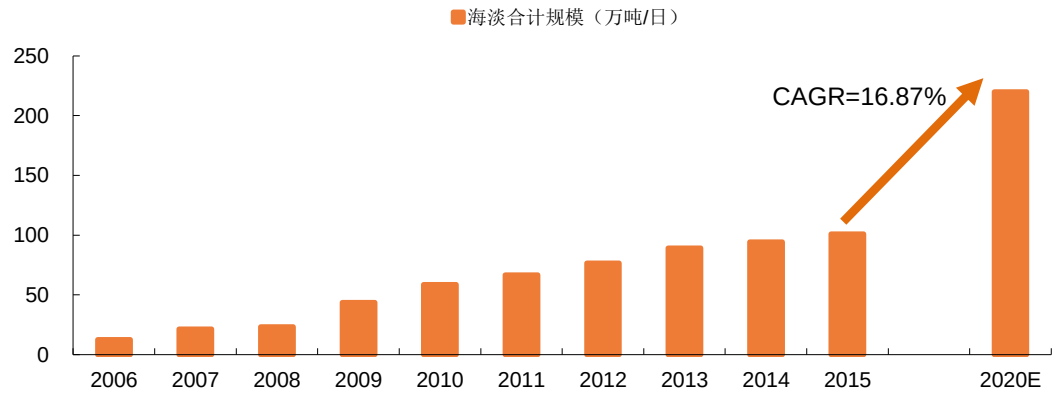
- **政策驱动，海淡市场迎来发展机遇期：**2016 年 12 月 28 日，国家发改委、国家海洋局联合发布《全国海水利用“十三五”规划》。规划提出，“十三五”末，全国海水淡化总规模达到 220 万吨/日以上，沿海城市新增海水淡化规模 105 万吨/日以上，鼓励沿海地方政府对海水淡化水的生产运营企业给予适当补贴，探索实行政府和社会资本合作（PPP）模式。我们认为，规划将 2020 年海淡规模在现有基础上翻倍的设定大幅提高了海淡市场发展速度，同时海水淡化非常适合采用 PPP 模式，在财政部 PPP 政策的大力支持下，我国海淡市场将迎来快速发展机遇期。

图表12　主要海水淡化政策一览

时间	部门	文件	主要内容
20070319	海洋局	《海水利用专项规划》	2010年，我国海水淡化能力达到80万立方米/日～100万立方米/日；海水直接利用能力达到550亿立方米/年，海水利用对解决沿海地区缺水问题的贡献率达到16%～24%。
20121209	发改委	《海水淡化产业发展“十二五”规划》	到2015年，我国海水淡化产能达到220万立方米／日以上，海水淡化对解决海岛新增供水量的贡献率达到50%以上，对沿海缺水地区新增工业供水量的贡献率达到15%以上。
20161228	发改委、海洋局	《全国海水利用“十三五”规划》	1、“十三五”末，全国海水淡化总规模达到220万吨/日以上，沿海城市新增海水淡化规模105万吨/日以上；2、鼓励沿海地方政府对海水淡化水的生产运营企业给予适当补贴；3、探索实行政府和社会资本合作（PPP）模式。

资料来源:政府规划、平安证券研究所

图表13　2015-2020 年，海淡市场规模 CAGR=16.87%



资料来源:水利局、平安证券研究所

2.2 借海外顶尖技术布局全球海淡市场

巴安水务坚定走国际化战略，2015 年收购奥地利 KWI100%股权，2016 年收购德国 ItN 67.65%股权，拟收购 Larive Water Holding AG（简称 LW，持有瑞士水务 100%股权）21.6%股权。依托 KWI 一流气浮技术、ItN 先进的纳米平板超温陶瓷过滤膜技术、瑞士水务海水淡化膜技术、低温多效海水淡化技术，公司极大降低了海水淡化项目的工程、运营成本。预期巴安水务的海水淡化项目吨水电

耗、项目维修费、膜更换费用等运维费用将显著低于目前国内项目。凭借领先的技术优势，公司海淡国内市场占有率将迅速提升，未来三年海水淡化将成为公司收入的重要来源。

图表14 引入海外技术，持续扩大海淡技术优势

资料来源:公司公告、平安证券研究所

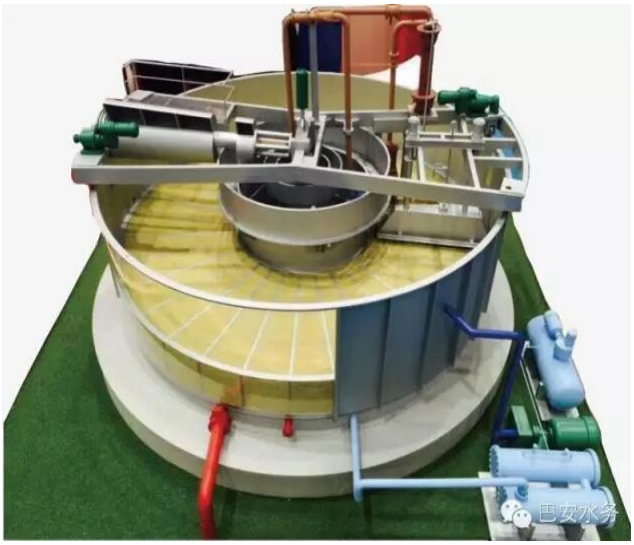
- **奥地利 KWI：气浮鼻祖，延长反渗透膜使用寿命**
  - 奥地利 KWI 公司自 1949 年成立以来，一直专注于固液分离技术的开发与研究。经过近 70 年的发展，公司拥有了 60 多项专利技术，在全球已拥有超过 4700 个工程案例。 1981 年 KWI 成功研发的气浮砂滤一体化设备被广泛应用于市政和海水淡化项目，至今仍为全球唯一拥有该项技术的公司。
  - 海水淡化项目最重要的耗材是反渗透膜，其更换频率高低极大影响项目的综合运营成本。目前我国大部分海淡反渗透膜的寿命仅在 3 年左右，有些甚至不到 3 年，与国际上标准膜寿命 8 年左右相比有较大的差距。预处理工艺、以及反渗透膜自身的质量，是影响反渗透膜寿命的最重要因素。KWI 公司开发了 Unicell BF 平流式高效气浮技术，可有效去除海水中悬浮物、油脂和藻类，大幅延长反渗透膜使用寿命，通过此次收购，公司在海淡项目中的成本优势将进一步凸显。

图表15 KWI 典型技术介绍

典型技术	介绍
预处理	KWI 的专长之一是物理-化学处理过程和气浮流程相结合，将数据库信息与实验室数据、中试结果相结合，为工程提供个性化解决方案。
生化处理系统	利用微生物处理水中有机污染物氮、磷等，KWI 通过将预处理和连续生化处理流程或 SBR 相结合，已成功在多个复杂条件下运用。
污泥浓缩	KWI 公司的“Sedicell”浓缩池将污泥沉淀和气浮相结合，得益于特殊的水力设计和污泥回收装置，浓缩池配备有较深的污泥浓缩区，从而保证了更好的污泥浓缩效果，该池的污泥浓缩效果可维持在污泥浓度 6%。
污水深度澄清	在 KWI 的“Klaricell”污泥浓缩池中，较小的悬浮物通过混凝气浮澄清双介质过滤一体化装置去除，该系统具有很高的去除效率和简单、经济的操作。

资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表16 澄清气浮与自动沙滤一体化设备



资料来源:公司官网、平安证券研究所

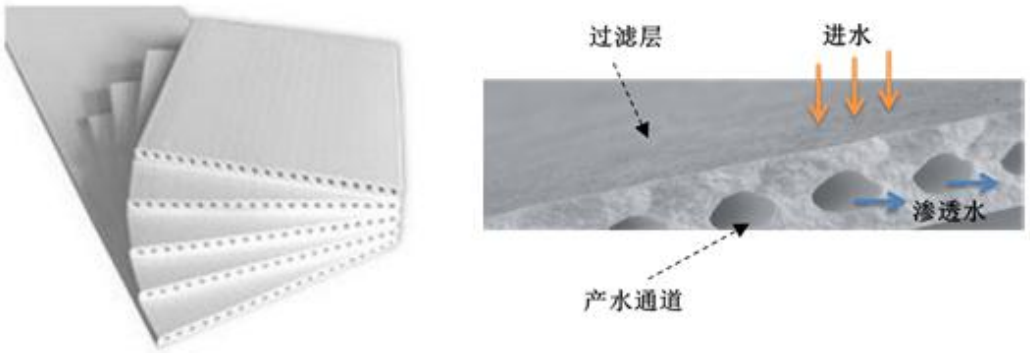
图表17 KWI 客户包括众多大型跨国公司和欧洲各市政府

资料来源:公司官网、平安证券研究所

- **德国 ItN：平板陶瓷超滤膜技术领先者**
  - ItN 是一家德国纳米平板陶瓷超滤膜技术公司，成立于 2000 年，于 2006 年在德国法兰克福证券交易所上市（ISIN:DE000A0JL461），在高效吸附技术、纳米陶瓷平板超滤膜技术、海水淡化技术、深层地下水处理技术以及污水处理 MBR 工艺等领域共拥有 18 项同族专利，69 项实用新型专利，47 项授予专利。
  - 平板陶瓷超滤膜（CFM）的材质不同于聚合物，抗有机物污染能力和抗氧化性强、强度高、耐高低温，使用寿命为聚合物膜的 3-5 倍，膜通量高 2-10 倍，化学药剂的耗量减少 50%以上，运行维护成本及能耗比聚合物膜超滤技术降低 50%以上。同时，聚合物超滤膜受到氧化威胁也相当大，但陶瓷超滤膜却不存在氧化的风险。

- 德国 ItN 平板陶瓷超滤膜项目经验丰富：德国 ItN 在沙特阿拉伯王国已经有 2 个 10 万吨/日和 1 个 15 万吨/日深井苦咸水淡化项目的业绩。营口仙人岛海水淡化项目也将采用德国 ItN 公司的平板陶瓷超滤膜（CFM）作为预处理工艺，保证水质的纯净。项目规划容量为 40 万吨/天，是陶瓷超滤膜技术在海水淡化领域的全球最大规模应用。

图表18　ItN 公司平板陶瓷超滤膜



资料来源:公司官网、平安证券研究所

➢ **瑞士水务：三项一流技术夯实公司海水淡化技术产业链**

- 瑞士水务技术源自世界一流水平的以色列 IDE Technologies 公司，其拥有的海水淡化膜技术、低温多效海水淡化（MED）技术以及废水零排放处理技术（ZLD）都居世界第一。根据双方签署和协议，巴安水务将完成瑞士水务新建海水淡化项目的设计、采购以及现场调试等工作，将为公司的海淡项目打开新的局面。

2.3 海淡订单加速释放，可复制能力极强

截至 2015 年，国内海淡项目仅有 121 个，其中万吨级以上海水淡化工程 31 个，万吨级以下海水淡化工程 90 个，而 10 万吨级海淡项目仅有 4 个，且多为国外公司承建。巴安水务河北沧州 10 万吨级海淡项目一期即将投产，将成为国内为数不多的拥有 10 万吨级海淡项目设计、施工、运营经验的公司之一。2016 年公司又连续签订两个海淡项目，海淡订单加速释放，国外海淡业务也在积极拓展。我们认为，公司海淡项目可复制性极强、利润率高，将成为公司业绩主要的增长点。

➢ **国内海淡成熟项目较少，拥有大型项目经验优势明显。**与固废、市场污水处理相比，国内海淡成熟项目非常少。截止 2015 年底，全国已建成海水淡化工程 121 个，产水规模 100.88 万吨，海淡工程平均规模不到 1 万吨/日，目前国内只有 4 个 10 万吨/日的海淡工程，且多为国外公司承建。我们认为，率先拥有 10 万吨级以上海淡工程经验的公司将在未来的海淡市场中占据领先优势。

➢ **公司拥有大型海项目经验，提高公司整体竞争力：**公司沧州海淡项目一期已经完工，预计明年初投产，运行成本约 4 元/吨，目前签署售水协议的园区用水企业的日保底水量已经有 4.5 万吨/日，售水有保障。我们认为沧州海淡项目的承建有利于培养团队以及迅速提升公司的运营管理能力，提高在海淡市场招投标中的竞争优势。

图表19 国内仅有的 4 个 10 万吨级海淡项目多为国外公司承建

工程名称	规模（万吨/日）	工艺	时间	技术来源/投资公司	总投资	海淡成本（元/吨）
天津大港新泉海水淡化工程	10	RO	2009	新加坡凯发集团		~5
天津北疆电厂Ⅰ期第一批海水淡化工程	10	MED	2010	IDE	-	-
天津北疆电厂Ⅰ期第二批海水淡化工程	10	MED	2012	IDE	-	-
山东青岛百发海水淡化有限公司	10	RO	2013	中外合资	1.52亿美元	-

资料来源:互动百科、中国膜工业协会、平安证券研究所

图表20 公司拥有 10 万吨级海淡项目经验

海淡项目优势明显	总投资（亿元）	规模	模式	进度
沧州海淡项目	8.3	一期、二期各5万吨/日	PPP	明年投产，预计二期明年开工
营口仙人岛海淡项目	8.3	一期、二期各5万吨/日	PPP	前期准备
青岛蓝谷海水淡化产业园及装备制造基地项目	10	-	PPP	框架协议

资料来源:公司公告、平安证券研究所

三、 聚焦高增长细分行业，打造环保综合平台

3.1 聚焦高增长细分行业

公司布局海水淡化业务同时，也积极布局海绵城市、危废等空间较大、盈利能力极强的业务，努力打造环保综合平台，一则有利于增加公司收入来源，二则可以确保公司收入增长的稳定性。

- **积极布局海绵城市业务：**
  - **海绵城市空间广阔：**2015 年 10 月国务院发布《关于推进海绵城市建设的指导意见》，意见提出，到 2020 年，城市建成区 20%以上的面积达到目标要求；到 2030 年，城市建成区 80%以上的面积达到目标要求。我们预计到 2020 年海绵城市总投资将达 1.20 万亿元左右，空间巨大。
  - **大额订单接力，公司业绩增长有保障：**公司于 2015 年 4 月签订六盘水市水城河综合治理二期工程合同，施工合同金额 8.78 亿元，截至 2016 年三季度末，已确认收入 7.07 亿元。2016 年 2 月公司又签订《泰安市徂汶景区汶河湿地生态保护与综合利用 PPP 项目合同》，项目总投资 12.80 亿元，这是继六盘水市水城河综合治理后又一大单。我们认为大额订单的持续签订，公司收入增长有保障，同时随着海绵城市政策的持续推进，公司将持续斩获海绵城市订单。
- **布局盈利能力极强的危废业务：**
  - 2016 年习近平签署主席令，省内危废转移审批事项取消，省内危废可以实现集中处理，实现规模效应，利好危废等相关企业。预计 2020 年我国危废处置行业的市场规模至少 1500 亿元，市场空间巨大，同时危废处理行业毛利率高达 50%，盈利能力极强。

- 公司于 8 月在上海设立危废事业部，目前蓬莱化学 1 万吨/年的危固废焚烧项目已投入运营，新泰市循环经济产业园 2 万吨/年的危废及医废焚烧处理厂 BOT 项目前期工作准备就绪，淮安环保综合产业园(污泥干化、环保设备生产、危废处理)处于前期准备阶段。公司有望成为山东省及周边地区的危废龙头，危废业务将成为公司收入的又一增长来源。

图表21 公司危废项目情况

合同日期	项目名称	规模	投资额（亿元）	运营期	建设进度
2012/9/20	新泰市循环经济产业园危废及医废焚烧处理厂 BOT 项目	2 万吨/年	1.20	30 年（不含建设期）	前期工作准备就绪
2013/12/27	签署蓬莱化学危固废焚烧项目	1 万吨/年	0.3	-	2016 年三季度开始运营
2016/4/12	淮安环保综合产业园危废处理项目	5 万吨/年	5000 万美元	-	正在进行前期规划设计及手续的办理

资料来源:公司公告、平安证券研究所

3.2 定增完成+股权激励，为公司增长保驾护航

定增完成，公司项目建设速度望加快：公司于 2016 年 9 月成功定增募集资金 11.76 亿元，发行价格为 16.48 元/股。本次定增使得公司资产负债率从 69.22%下降至 47.04%，同时公司订单多达 40 亿元以上，资金需求较大，通过定增补充公司现金，公司项目建设进程有望加速。

股权激励助力公司增长：公司于 2016 年 7 月向 4 名激励对象首次授予 62.20 万股限制性股票，授予价格为 6.96 元/股，向 36 名激励对象授予 443.30 万股限制性股票，授予价格为 14.08 元/股，同时预留期权 54.78 万股，约占目前公司股本总额的 0.1467%，在首次授予日起 1 年内授予新引进的中高级人才以及表现优异的现有员工。公司激励计划的解锁条件较为严格，有助于公司未来业绩高增长。

- 首期三个行权期解锁条件为以 2015 年为基准，2016-2018 年净利润分别不低于 1.36、2.13、3.00 亿元；净资产收益率分别不低于 9%、10%、11%，公司三季度业务已达 2016 年股权激励业绩考核目标。
- 预留部分期权三个行权期解锁条件为以 2015 年为基准，2017-2019 年净利润分别不低于 2.13、3.00、3.82 亿元；净资产收益率分别不低于 10%、11%、12%。

图表22 公司股票激励条件严格

类别	授予人	授予数量（万股）	授予价格（元/股）	解锁条件
首期股票期权	4 名激励对象	62.20	6.96	以 2015 年为基准，2016-2018 年净利润分别不低于 1.36、2.13、3.00 亿元；净资产收益率分别不低于 9%、10%、11%
	36 名管理人员和核心骨干	443.3	14.08	
预留股票期权	首次授予日起 1 年内新引进人才以及优异的现有员工	54.78	-	以 2015 年为基准，2017-2019 年净利润分别为 2.13、3.00、3.82 亿元；净资产收益率分别不低于 10%、11%、12%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

四、 盈利预测

4.1 盈利预测假设

预计 2016-2018 年，公司营收增长率分别为 96.8%、48.3%、44.8%，营业收入分别为 13.37、19.82、28.70 亿元，毛利率分别为 28.7%、30.5%、32.5%，公司各项业务增速及毛利率假设如表 23 所示：

图表23 盈利预测假设

业务	类别	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
海绵城市	营业收入（亿元）	-	-	4.90	6.57	10.00	12.16
	营收增长率	-	-	-	34.08%	52.21%	21.60%
	毛利率	-	-	29.27%	25.50%	25.50%	25.50%
海水淡化	营业收入（亿元）	-	-	0.51	3.50	5.82	10.04
	营收增长率	-	-	-	586.27%	66.40%	72.36%
	毛利率	-	-	45.02%	44.00%	45.50%	47.00%
其他	营业收入（亿元）	4.51	3.51	1.37	3.30	4.00	6.50
	营收增长率	-	-22.23%	-60.79%	140.00%	21.21%	62.50%
	毛利率	31.57%	40.27%	14.29%	19.00%	21.00%	23.00%
合计	营业收入（亿元）	4.51	3.51	6.79	13.37	19.82	28.70
	营收增长率	-	-22.23%	93.68%	96.83%	48.27%	44.76%
	毛利率	31.57%	40.27%	27.43%	28.74%	30.47%	32.45%

资料来源:Wind、平安证券研究所

4.2 投资建议

根据上述假设，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.37、0.66、1.10 元，同比分别增长 114.8%、78.0%、66.7%。考虑到公司海淡业务技术优势和项目优势所带来的高增长、海绵城市和危废业务的持续布局，参考行业内可比公司估值，给予公司 17 年 35 倍 PE，目标价 23 元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

图表24 可比公司估值表

公司	代码	收盘价（元）	市值（亿元）	EPS(元)				PE（倍）				PB
				2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
天壕环境	300332	9.56	74.03	0.41	0.26	0.39	0.54	67.4	36.98	24.77	17.84	3.19
中金环境	300145	25.53	170.50	1.08	0.76	1.06	1.36	80.6	33.46	24.05	18.82	4.45
津膜科技	300334	18.58	51.29	0.20	0.29	0.56	0.80	79.1	63.83	33.37	23.31	3.95
南方汇通	000920	15.18	64.06	0.20	0.33	0.45	0.57	55.6	45.60	33.45	26.42	6.55
平均			89.97					70.68	44.97	28.91	21.60	4.54
巴安水务	300262	17.18	76.79	0.21	0.37	0.66	1.10	99.59	46.36	26.04	15.62	3.80
目标估值						35.00	28.00					
目前价格						23.00	30.00					

资料来源:公司公告、平安证券研究所 说明：除巴安水务外，其他公司EPS 都为WIND 一致预期

五、 风险提示

公司项目落地速度低于预期。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	987	2264	2285	2658
现金	162	965	611	471
应收账款	251	462	596	839
其他应收款	56	102	159	209
预付账款	123	259	402	555
存货	73	118	158	230
其他流动资产	323	358	360	354
非流动资产	781	1323	1688	2146
长期投资	0	0	0	0
固定资产	81	103	105	128
无形资产	35	42	48	53
其他非流动资产	665	1179	1535	1966
资产总计	1768	3587	3973	4805
流动负债	998	1482	1597	1960
短期借款	390	600	450	300
应付账款	480	790	1048	1537
其他流动负债	128	92	99	123
非流动负债	78	64	50	36
长期借款	70	56	42	28
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	1076	1547	1647	1996
少数股东权益	20	19	17	13
股本	374	447	447	447
资本公积	17	1127	1127	1127
留存收益	275	431	711	1179
归属母公司股东权益	672	2021	2309	2796
负债和股东权益	1768	3587	3973	4805

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-132	53	203	508
净利润	76	165	293	488
折旧摊销	7	7	8	9
财务费用	22	26	23	20
投资损失	-9	-9	-9	-9
营运资金变动	-201	-137	-111	1
其他经营现金流	-27	2	-0	-0
投资活动现金流	-82	-541	-364	-458
资本支出	18	37	16	33
长期投资	-64	0	0	0
其他投资现金流	-128	-504	-348	-424
筹资活动现金流	255	1292	-194	-189
短期借款	219	210	-150	-150
长期借款	42	-14	-14	-14
普通股增加	107	73	0	0
资本公积增加	-80	1110	0	0
其他筹资现金流	-33	-87	-30	-25
现金净增加额	40	804	-355	-139

利润表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	679	1337	1982	2870
营业成本	493	953	1378	1938
营业税金及附加	4	9	12	14
营业费用	22	48	59	84
管理费用	38	83	121	166
财务费用	22	26	23	20
资产减值损失	15	15	16	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	9	9	9
营业利润	96	213	382	640
营业外收入	6	5	5	6
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	100	218	387	644
所得税	24	53	94	157
净利润	76	165	293	488
少数股东损益	-1	-1	-2	-4
归属母公司净利润	77	166	295	492
EBITDA	126	240	408	663
EPS（元）	0.17	0.37	0.66	1.10

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	93.7	96.8	48.3	44.8
营业利润(%)	0.7	122.9	79.2	67.4
归属于母公司净利润(%)	2.4	114.8	78.0	66.7
获利能力				
毛利率(%)	27.4	28.7	30.5	32.5
净利率(%)	11.4	12.4	14.9	17.1
ROE(%)	11.0	8.1	12.6	17.4
ROIC(%)	7.5	6.5	10.7	15.8
偿债能力				
资产负债率(%)	60.9	43.1	41.5	41.6
净负债比率(%)	54.1	-14.5	-4.5	-4.6
流动比率	1.0	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.9	1.4	1.3	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.7
应收账款周转率	3.2	3.8	3.8	4.0
应付账款周转率	1.3	1.5	1.5	1.5
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.37	0.66	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.12	0.45	1.14
每股净资产(最新摊薄)	1.50	4.52	5.17	6.25
估值比率				
P/E	99.59	46.36	26.04	15.62
P/B	11.43	3.80	3.33	2.75
EV/EBITDA	63.9	30.8	18.6	11.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033