

# 行业整合提速在即，水务龙头迎成长良机

## ——北控水务集团（00371）深度报告

2018年12月06日

强烈推荐/首次

北控水务 深度报告

### 报告摘要：

2008年7月，北控水务集团收购中科成环保集团，完成混改，从此进入了发展快车道，目前公司是北京控股集团有限公司旗下专注于水资源循环利用和水生态环境环保事业的旗舰企业，是国内污水处理行业的绝对龙头。

#### ◆ 行业形势：水务运营市场化改革或将提速，龙头公司迎跑马圈地良机。

我国目前全国污水市场化率水平不足30%，供水市场化率不足15%，市场化改革带来的增量空间巨大。预计明年偏紧的融资环境仍将持续，随着依靠融资吸血支撑工程收入扩张模式走到尽头，环保行业即将进入洗牌期，未来拥有融资成本优势、拥有优质运营资产和核心技术的公司将获得绝佳的整合机会，具备并购整合能力的企业市占率提升可期。

#### ◆ 公司内生增长稳健：项目储备充足，在建产能陆续投放。截止2018年上半年，公司已投运水处理产能为2060万吨/日，在手未投运产能为1343万吨/日。水厂建设期一般为2-3年，预期未来每年释放300-400万吨运营产能增量。同时，公司污水处理厂及自来水管道的平均合同价格分别为1.09元、2.09元，预计未来几年污水处理价格及供水价格都将呈缓慢上调趋势，仅已有产能投放，未来几年将贡献公司15%左右营收增速。

同时，公司污水处理厂及自来水管道的平均合同价格分别为1.09元、2.09元，预计未来几年污水处理价格及供水价格都将呈缓慢上调趋势，仅已有产能投放，未来几年将贡献公司15%左右营收增速。

#### ◆ 外延可期：融资成本优势显著叠加行业整合期将至，公司外延有望提速。

借助国际融资平台和强大的股东背景，北控水务集团的实际融资成本仅3.4%，在今年紧张的融资环境下，公司仍然能以以下浮的基准利率融资，显示了公司优异的融资能力，看好公司在行业整合期市占率加速提升。

**公司盈利预测：**我们预计18-20年EPS分别为0.49、0.57、0.66元，对应PE分别为10、8、7倍，参照可比公司，我们给予18年公司12倍pe，公司6个月目标价为5.88元，首次覆盖并给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**行业政策风险；项目推进不及预期。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,851.4	21,676.05	24,220.	26,525.3	30,012.0
增长率(%)	30.83%	21.42%	11.74%	9.52%	13.14%
净利润(百万元)	3,227.01	3,717.23	4,579.2	5,328.12	6,181.54
增长率(%)	31.43%	15.19%	23.19%	16.35%	16.02%
净资产收益率(%)	19.56%	17.88%	15.93%	14.05%	12.72%
每股收益(元)	0.36	0.42	0.49	0.57	0.66
PE	13.00	11.14	9.62	8.27	7.13
PB	0.25	0.20	0.15	0.12	0.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 分析师：

洪一

010-66554046

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

谭可

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120013

### 交易数据

52周高/低	6.30 / 3.61
年迄今涨跌幅	-19.60%
近一月涨跌幅	9.60%

### 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

<b>1.双平台战略开启，水务行业龙头起航</b> .....	<b>4</b>
1.1 综合型、全产业链、领先的专业化水务环境综合服务商.....	4
1.2 传统水务稳健增长，环境综合治理缩量提质.....	4
1.3 顺利混改成业内标杆，集国有、民营优势于一体.....	6
<b>2.行业洗牌在即，龙头企业整合机遇将至</b> .....	<b>7</b>
2.1 污水处理：总量仍有提升空间，市场化运营大势所趋.....	7
2.2 水治理将是未来长期课题，水环境综合治理空间广阔.....	12
2.3 现金为王，行业洗牌期将至，龙头市占率提升可期.....	15
<b>3.在手产能稳步投放，行业整合或带来超预期增量</b> .....	<b>16</b>
3.1 在建产能陆续投放，业绩稳健成长.....	16
3.2 融资成本优势显著，静待整合窗口期.....	19
<b>4.轻资产模式+双平台战略起航</b> .....	<b>21</b>
<b>5.盈利预测及估值</b> .....	<b>24</b>
<b>6.风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 表格目录

表 1：北控水务业务板块.....	5
表 2：公司购股权计划执行情况.....	7
表 3：水质分类标准.....	7
表 4：不同水质及污水处理厂要求指标.....	10
表 5：污水处理厂提标相关政策.....	10
表 6：农村污水处理相关政策表.....	11
表 7：中外水务管理模式比较.....	12
表 8：：全流域治理理念.....	13
表 9：：河长制相关政策.....	14
表 10：PPP 相关政策.....	15
表 11：近年来重要融资.....	20
表 12：北控水务及北京控股收购设计院列表.....	22
表 13：2017 年-2018 年 H1 公司综合治理项目列表.....	23
表 14：北控水务盈利预测及估值.....	24
表 15：公司盈利预测表.....	26

## 插图目录

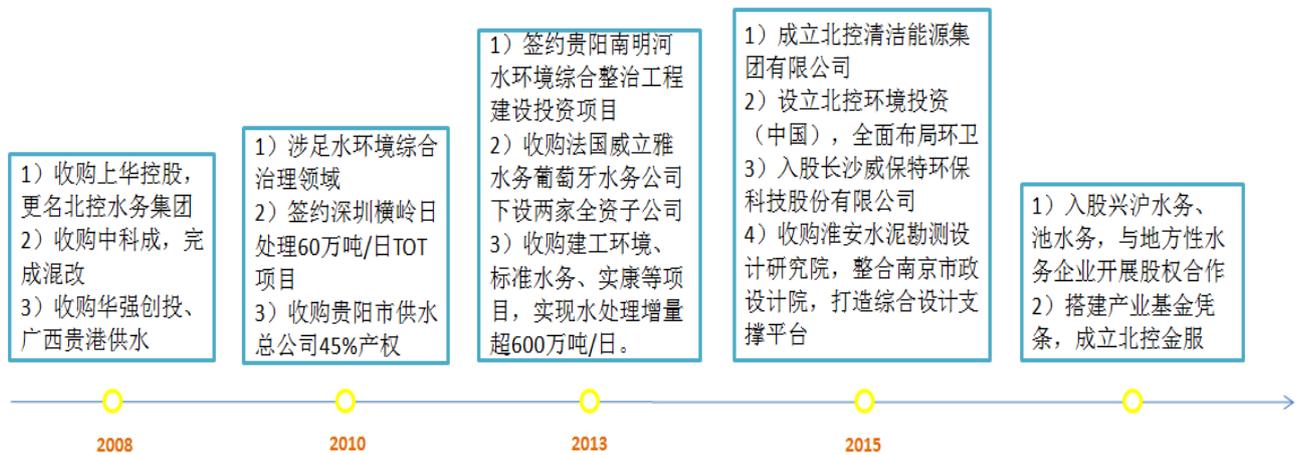
图 1: 北控水务集团发展历程.....	4
图 2: 公司总设计能力 (万吨/日) 与水厂数量.....	5
图 3: 2018 年 H1 公司水处理能力占比.....	5
图 4: 2018H1 收入构成.....	6
图 5: 2018 年 H1 净利构成.....	6
图 6: 北控水务集团股权结构.....	6
图 7: 我国湖泊水质 (2017) .....	8
图 8: 我国地下水水质 (2017) .....	8
图 9: 全国用水量结构 (2016) .....	8
图 10: 2012-2017 全国生活用水量及增速.....	8
图 11: 废水排放量结构 (2015) .....	9
图 12: 废水排放总量及增速 (万吨) .....	9
图 13: 城市污水处理能力及处理率.....	9
图 14: 县城污水处理能力及处理率.....	9
图 15: 乡排水和污水处理比例.....	12
图 16: 乡污水处理厂数量与处理能力.....	12
图 17: 项目施工流程图.....	13
图 18: M2 与社融增速.....	16
图 19: 债券到期收益率与信用债利差.....	16
图 20: 股权融资总额与家数 (单位: 亿元) .....	16
图 21: 定增融资金额与家数 (单位: 亿元) .....	16
图 22: 北控水务运营中产能 2013-2018H1 (单位: 万吨/日) .....	17
图 23: 北控水务实际处理量 2013-2018H1 (单位: 百万吨) .....	17
图 24: 污水处理业务营业收入区域分布.....	17
图 25: 污水处理业务净利润区域分布.....	17
图 26: 污水处理厂区域分布.....	18
图 27: 污水处理能力区域分布.....	18
图 28: 污水处理业务营业收入区域分布.....	18
图 29: 污水处理业务净利润区域分布.....	18
图 30: 污水处理与供水业务单价 (元/吨) .....	19
图 31: 污水处理与供水业务产能增量 (万吨/日) .....	19
图 32: 污水处理营收及增速 (百万港元) .....	19
图 33: 供水服务营收及增速 (百万港元) .....	19
图 34: 可比公司融资成本比较.....	20
图 35: 创业投资基金投资金额 (北控在 08 和 13 年抓住整合黄金期) .....	21
图 36: 2017H1 治理设计服务及设备销售业务占比.....	24
图 37: 2018H1 治理设计服务及设备销售业务占比.....	24

## 1. 双平台战略开启，水务行业龙头起航

### 1.1 综合型、全产业链、领先的专业化水务环境综合服务商

北控水务集团是北京控股集团有限公司旗下专注于水资源循环利用和水生态环境环保事业的旗舰企业。2008年3月，北京控股收购上华控股，并将公司更名为北控水务集团。同年7月，公司以13.7亿对价收购中科成环保集团，完成了混合所有制改革。2008年以后，公司进入快速发展阶段，成为集产业投资、设计、建设、运营、技术服务于一体，综合型、全产业链、领先的专业化水务环境综合服务商，业务涵盖市政水、流域水、工业水、村镇水、海淡水及环卫固废、科技服务、金融服务、清洁能源等领域。

图 1：北控水务集团发展历程



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

截至2018年6月30日，公司的总设计能力已达3404万吨/日，共就860座水厂（包括704座污水处理厂、133座自来水厂、21座再生水处理厂及2座海水淡化厂）订立服务特许权安排，水厂覆盖已扩展至遍及中国大陆21个省、5个自治区及2个直辖市，是当之无愧的中国水务行业龙头。

### 1.2 传统水务稳健增长，环境综合治理缩量提质

北控水务集团公司业务涉及水处理、固废、清洁能源等领域，水处理板块贡献了公司主要营收，包括传统水务（再生水、污水处理、自来水供水和海水淡化）和水环境综合治理两大块。

**表 1: 北控水务业务板块**

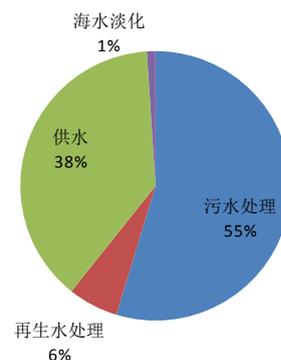
业务板块	版块介绍
水处理服务	<p>污水及再生水处理服务: 截止 2018 年 6 月 30 日, 公司于中国大陆共有 249 座污水处理厂及 8 座再生水厂在运营中。污水处理能力为 1124 万吨/日, 再生水处理能力 70.72 万吨/日。平均每日处理量 1005 万吨/日, 平均日处理比率为 87%。</p> <p>供水服务: 公司在中国大陆拥有 73 座运营中自来水厂, 供水能力 654 万吨/日。</p> <p>海外水处理服务: 在葡萄牙、澳门、澳洲、新西兰拥有 37 座污水处理厂及 4 座再生水厂, 总设计能力 60.27 万吨。在葡萄牙及澳门拥有 33 座供水厂及 1 座海水淡化厂, 总设计能力 150.71 万吨。</p>
水环境综合治理	<p>水环境治理建造服务: 截止 2018 年 6 月 30 日, 公司共有 18 个综合治理项目在建设, 项目主要位于佛山三水、四川遂宁、内蒙古、成都简阳、广东鸭山、云南临沧、马来西亚登嘉楼、四川泸州及北京通州。</p> <p>建设 bot 水务项目: 期内, 在建水厂主要位于山西、山东、浙江及贵州各省及宁夏自治区。</p>

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

环境治理建设服务业务和污水业务是公司最主要的利润来源。2018 年上半年公司总收入为 107.32 亿港元, 同比增长 12.27%, 归母净利润为 23.66 亿, 同比增长 23.61%。从收入构成来看, 2018 年上半年环境制造服务业务收入占比最高, 达到 63%, 其中建设 BOT 水务收入为 28.02 亿港元, 占总收入的 31%, 综合治理建造收入 28.89 亿, 占总收入的 32%。污水板块次之占总收入的 21%。从利润构成来说, 由于污水及再生水、技术服务及装备销售板块毛利率较高, 净利润分别为 9.88、3.49 亿港元, 占总利润的 32%和 11%, 环境治理建造服务业务占总利润的 47%。

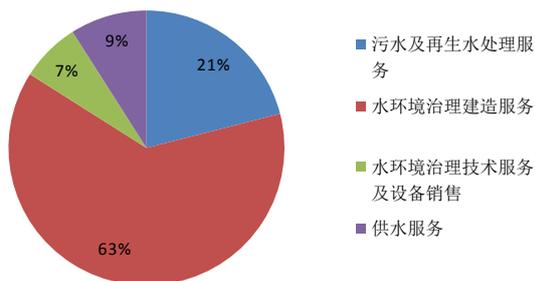
**图 2: 公司总设计能力 (万吨/日) 与水厂数量**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 3: 2018 年 H1 公司水处理能力占比**


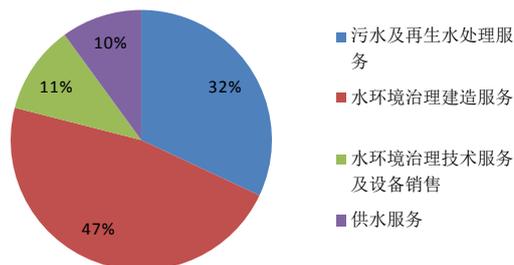
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 2018H1 收入构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 2018 年 H1 净利构成

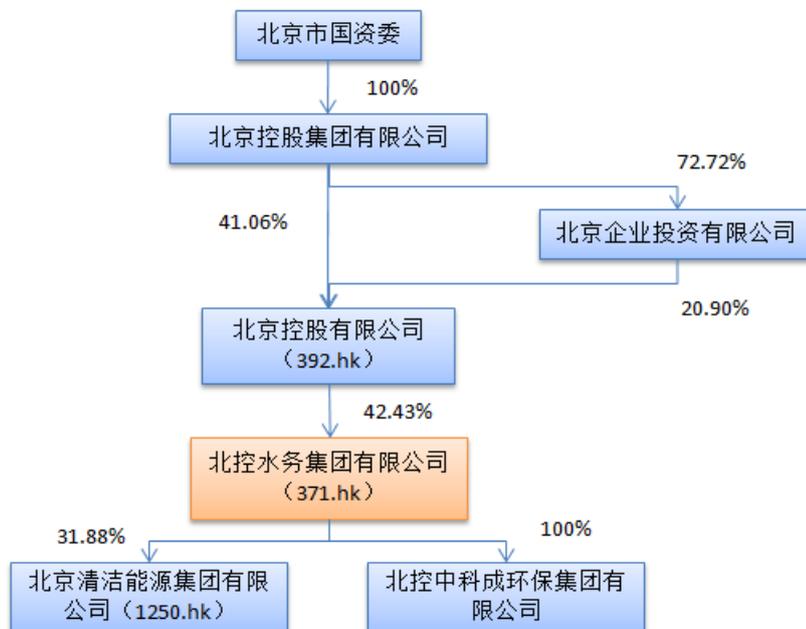


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 1.3 顺利混改成业内标杆, 集国有、民营优势于一体

2008 年, 北控水务收购中科成以后, 就开始了混合所有制改革。北控水务集团采取了资产所有权和经营权分离的模式, 北控集团控股北控水务, 资产归政府所有, 但经营权下放管理层, 在决策机制上, 中科成董事长胡晓勇于 2008 年 8 月获委任为北控水务行政总裁兼执行董事, 负责公司整体经营, 北控水务管理层全权授予给中科成原班管理团队, 并在激励、投资、融资等政策方面给予较大的自主权。在员工待遇和激励机制上, 收购完成后, 公司便采取市场化运作, 统一薪酬体系, 完善激励机制。

图 6: 北控水务集团股权结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

目前, 行政总裁周敏先生和李力先生负责北控水务集团管理经营, 而胡晓勇总任北控清洁能源集团董事会主席。根据公司购股权计划, 可供发行之股份总数为 5.59 亿份, 占公司已发行股份的 5.93%, 在 2013、2014 年, 公司分别授出 4 亿份, 2 百万份购股权, 截止 2018 年 6 月 30 日, 尚未行使购股权为 2.67 亿份, 占公司发行普通股余额 2.84%。此外, 执行董事周敏先生、李海枫先生、李力先生共持有 3.27% 的股份, 现有员工、管理层与公司利益绑定, 动能冲劲十足。

**表 2: 公司购股权计划执行情况**

	授出数量	已行使	已失效	已注销	当年剩余
2013 年	400000000	0	0	0	400000000
2014 年	2000000	18586000	3050000	0	380364000
2015 年	0	15524000	5160000	0	359680000
2016 年	0	34214000	0	0	325466000
2017 年	0	55950000	0	0	269516000
2018 年	0	2180000	0	0	267336000

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 行业洗牌在即, 龙头企业整合机遇将至

### 2.1 污水处理: 总量仍有提升空间, 市场化运营大势所趋

按照《中华人民共和国地表水环境质量标准》, 依据地表水水域环境功能和保护目标, 我国的地表水水质分为: I, II, III, IV, V 和劣 V 类。

**表 3: 水质分类标准**

水质分类	分类标准
I	水质良好, 只需简易的消毒净化即可饮用, 主要适用于源头水、国家自然保护区
II	水质受轻度污染, 经常规净化处理(如凝聚、沉淀、过滤、消毒等), 其水质即可供生活饮用, 主要适用于集中式生活饮用水地表水源地一级保护区、珍稀水生生物栖息地、鱼虾类产场、仔稚幼鱼的索饵场等
III	主要适用于集中式生活饮用水、地表水源地二级保护区, 鱼虾类越冬、回游通道, 水产养殖区等渔业水域及游泳区;
IV	主要适用于一般工业用水区及人体非直接接触的娱乐用水区;
V	适用于农业用水区及一般景观要求水域。
劣 V	超过五类水质标准的水体基本上已无使用功能。

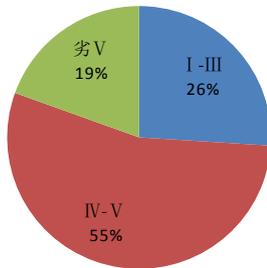
资料来源: 《中华人民共和国地表水环境质量标准》, 东兴证券研究所

**全国水质情况不容乐观, 水环境亟需改善。**水利部发布的《2017 年中国水资源公报》统计的全国水质状况如下,

- ◆ **河流水质:** 全国 24.5 万 km 的河流中, I-III 类水质河长占 78.5%, 劣 V 类水质河长占 8.3%, 主要污染项目是氨氮、总磷和化学需氧量。

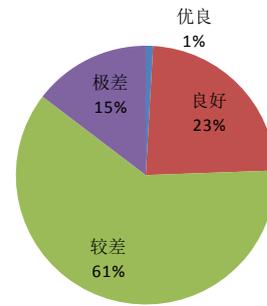
- ◆ **湖泊水质:** 对 123 个湖泊共 3.3 万 km<sup>2</sup> 水面进行了水质评价。全年总体水质为 I-III 类的湖泊有 32 个, IV-V 类湖泊 67 个, 劣 V 类湖泊 24 个, 分别占评价湖泊总数的 26%、54.4% 和 19.5%。主要污染项目是总磷、化学需氧量和五日生化需氧量。117 个湖泊影响状况评价结果显示, 中营养湖泊占 23.1%, 富营养湖泊占 76.9%。
- ◆ **浅层地下水水质:** 2145 个测站监测数据下水质量综合评价结果显示: 水质评价结果总体较差。其中, 水质优良的测站比例占 0.9%, 水质良好的测站比例为 23.5%, 水质较差的测站比例为 60.9%, 水质极差的测站比例为 14.6%。主要污染项目除总硬度、溶解性总固体、锰、铁和氟化物外, 还包括“三氮”污染、重金属、有毒有机物污染等。

图 7: 我国湖泊水质 (2017)



资料来源: 《2017 年中国水资源公报》, 东兴证券研究所

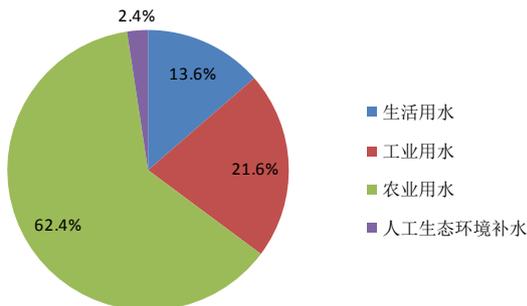
图 8: 我国地下水水质 (2017)



资料来源: 《2017 年中国水资源公报》, 东兴证券研究所

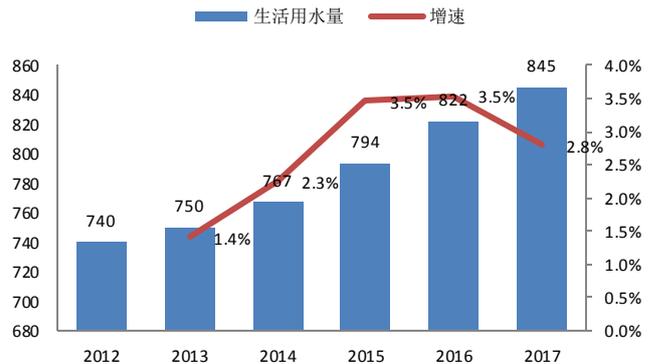
生活水平逐年提升, 全国生活用水量持续增长。随着我国经济的不断发展, 人们的生活水平日益提高, 我国的生活用水量持续增长。尽管近几年来, 我国的总用水量较为稳定, 从 2012 年的 6131 亿立方米变动为 2017 年的 6090 亿立方米, 增长乏力主要是由于占大头的工业用水和农业用水近 5 年的用水量在缓慢降低。而生活用水量近年来逐年递增, 从 2012 年的 739.7 亿立方米持续增长至 2017 年的 845.6 亿立方米。

图 9: 全国用水量结构 (2016)



资料来源: 统计局, 东兴证券研究所

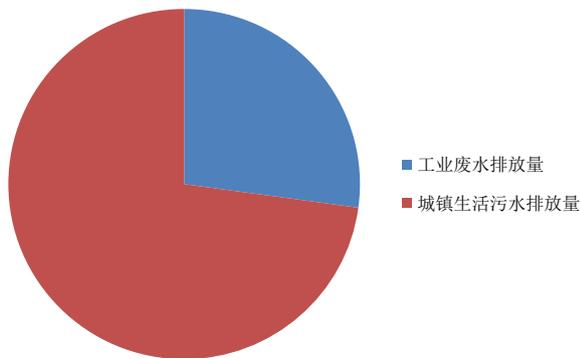
图 10: 2012-2017 全国生活用水量及增速



资料来源: 统计局, 东兴证券研究所

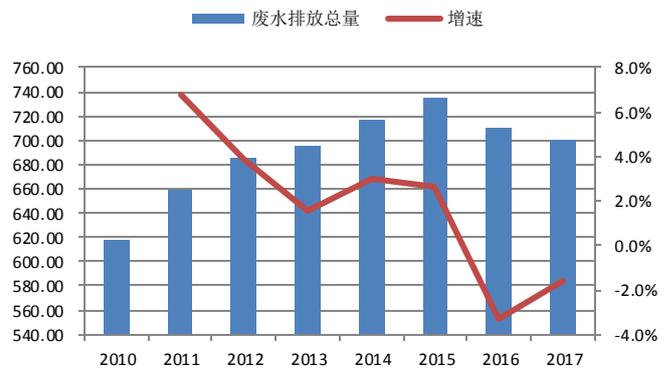
城镇生活污水占比逐年升高, 污水处理率逐年提升。在生活用水量持续增加的同时, 废水排放量也在增加。住房和城乡建设部数据显示, 2017 年我国废水排放总量为 699.66 亿吨, 同比增长-1.6%, 废水排放开始零增长。2017 年我国废水排放总量虽较 2016 年稍有下降, 但仍维持在较高水平, 污水处理工作刻不容缓。从排放结构看, 工业废水排放量占 27%; 城镇生活污水排放量占 73% 左右, 城镇生活污水占比逐年升高。从处理能力来看, 城市与县城的污水处理能力都逐年提升, 县城处理率提升速度要快于城市。

图 11: 废水排放量结构 (2015)



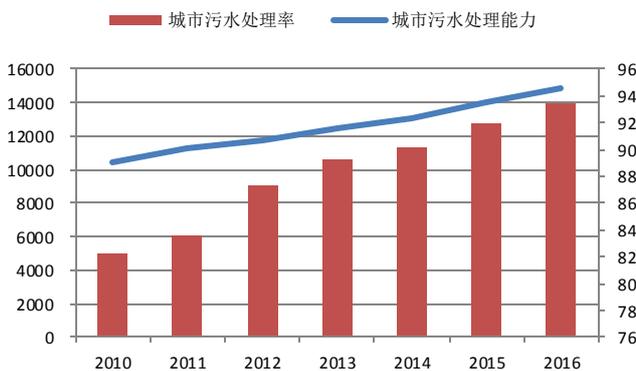
资料来源: 住建部、水利局, 东兴证券研究所

图 12: 废水排放总量及增速 (万吨)



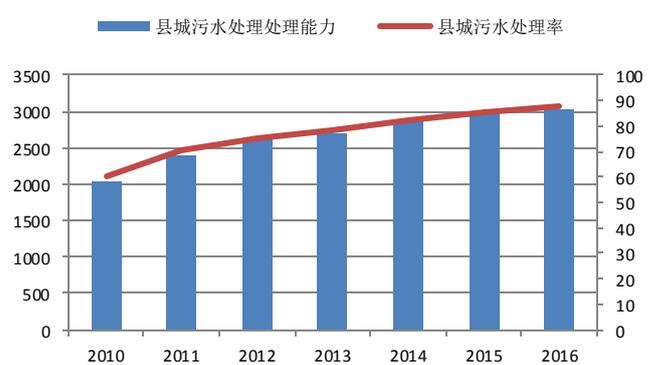
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 13: 城市污水处理能力及处理率



资料来源: 城市建设统计年鉴, 东兴证券研究所

图 14: 县城污水处理能力及处理率



资料来源: 城乡建设统计年鉴, 东兴证券研究所

我们认为, 未来污水处理行业仍有增量, 一是随着排放标准提升, 城镇污水处理厂提标改造市场可期。我国目前的污水处理厂以一级 b 和一级 a 为主, 同时仍有 10% 左右二级污水处理厂。《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》指出, 到 2020 年底, 城市污水处理率要达到 95%, 县城不低于 85%, 建制镇达到 70%, 规划新增污水管网 12.59 万公里, 老旧污水管网改造 2.77 万公里, 合流制管网改造 2.88 万公里, 新增污水处理设施规模 5022 万立方米/日, 提标改造污水处理设施规模 4220

万立方米/日。“十三五”对污水处理提出的更高更严的要求, 污水处理行业市场潜力仍在。

表 4: 不同水质及污水处理厂要求指标

基本控制项目	Ⅲ类	Ⅳ类	Ⅴ类	一级标准		二级标准	三级标准	
				A	B			
化学需氧量(COD)	20	30	40	50	60	100	120	
生化需氧量	4	6	10	10	20	30	50	
石油类	0.05	0.5	1	1	3	5	15	
阴离子表面活性剂	0.2	0.3	0.3	0.5	1	2	5	
总氮	1	1.5	2	15	20	-	-	
总磷	2005年12月31日前建设	0.05	0.1	0.2	1	1.5	3	5
	2016年1月1日期起建设				0.5	1	3	5
PH	6-9							
粪大肠菌群数(个/L)	10000	20000	40000	1000	10000	10000	-	

资料来源:《城镇污水处理厂污染物排放标准》、《地表水环境质量标准基本项目标准限值表》, 东兴证券研究所

随着河道治理的责任落实, 各地将积极推动污水处理厂提标改造, 以河北为例, 为实现白洋淀水质达到《河北雄安新区规划纲要》提出的Ⅲ—Ⅳ类水体的目标, 河北制定了《大清河流域水污染物排放标准》, 其中提出, 为改善白洋淀水生态环境, 雄安新区全域污水排放标准将全面提标, 由过去的一级 A 提高至Ⅲ类水质标准。另外, 由于数据统计的问题, 总污水产生量数据统计偏低, 城镇真实污水处理率也仍有提升空间。

表 5: 污水处理厂提标相关政策

时间	政策名称	内容
2015年11月	《城镇污水处理厂污染物排放标准》征求意见稿	提出了对于敏感区域适用的特别排放限值, 规定生态环境敏感区的污水排放需提高至地表水Ⅳ类水质要求。特别排放限值中要求处理出水 COD 浓度不高于 30mg/L, SS 浓度不高于 5mg/L。自 2016 年 7 月 1 日起, 新建城镇污水处理厂执行表 1 中一级 A 标准, 自 2018 年 1 月 1 日起, 敏感区域内的现有城镇污水处理厂执行表 1 中一级 A 标准。
2017年1月	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	到 2020 年底, 城市污水处理率要达到 95%, 县城不低于 85%, 建制镇达到 70%, 规划新增污水管网 12.59 万公里, 老旧污水管网改造 2.77 万公里, 合流制管网改造 2.88 万公里, 新增污水处理设施规模 5022 万立方米/日, 提标改造污水处理设施规模 4220 万立方米/日。到 2020 年底, 实现城镇污水处理设施全覆盖。
2018年4月	《河北雄安新区规划纲要》	将白洋淀水质逐步恢复到Ⅲ—Ⅳ类, 要全面治理工业污染源, 强化城镇、乡村污水收集处理, 有效治理农业面源污染, 打造良好河流生态环境, 确保入淀河流水质达标。建设循环再生的污水处理系统。统筹考虑污水收集处理和再生利用的便捷性、经济性, 建设适度分散的设施“污水资源化再生利用率达到 99%”等有关要求

2017年10月	《重点流域污染防治规划(2016-2020)》	到2020年,京津冀区域劣V类断面比例下降15个百分点左右,重要江河湖泊水功能区(出处为《全国重要江河湖泊水功能区划(2011~2030年)》),共划分全国重要江河湖泊水功能区4493个,区划河长18万公里)水质达标率达到73%。
2018年9月	《大清河流域水污染物排放标准》	将该流域划分为核心控制区、重点控制区、一般控制区三个控制区域。分区域设定了化学需氧量、五日生化需氧量、氨氮、总氮、总磷等五项水污染物排放限值。大清河流域核心控制区污染物排放限值与北京标准中最严的A类相当,如COD为20mg/L;重点控制区排放限值与北京标准中的B类相当,COD为30mg/L;标准增加了一般控制区的排放要求,COD为40mg/L,比国家规定的城镇污水处理厂一级A的50mg/L要严。

资料来源:政府网站,东兴证券研究所

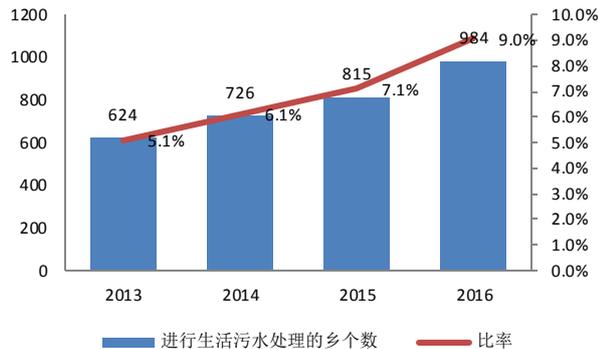
污水处理行业另一个增量在于农村污水市场,农村污水处理率水平低,千亿市场待开启,随着政策和资金的支持,农村污水处理将迎来高速增长期。2016年,我国农村污水处理率仅为11.38%,通过污水处理厂进行集中处理的比率只有5.92%,污水处理厂个数441座,对生活污水处理的乡村只占9.04%。根据《全国农村环境综合整治十三五规划》,明确提出到2020年,新增完成环境综合治理的建制村13万个,经过整治的村庄,生活污水处理率要达到60%以上。在资金上,截止2017年底,中央财政累计安排农村环保专项基金435亿,以支持13.8万个村庄环境综合整治,同时规划也明确提出,要在未来加大财政资金投入,集中投入到农村环境综合整治项目中。

**表6:农村污水处理相关政策表**

时间	政策名称	内容
2017年2月	《全国农村环境综合整治十三五规划》	明确提出到2020年,新增完成环境综合治理的建制村13万个,经过整治的村庄,生活污水处理率要达到60%以上。在资金上,截止2017年底,中央财政累计安排农村环保专项基金435亿,以支持13.8万个村庄环境综合整治,同时规划也明确提出,要在未来加大财政资金投入,集中投入到农村环境综合整治项目中。
2017年4月	《农村生活污水处理设施技术标准(征求意见稿)》	该技术标准针对设计水量和水质、污水收集系统、污水处理、配套设施、施工和验收、运行和维护等内容进行了标准化。这一技术标准的出现意味着农村地区的污水处理设施建设由于缺乏标准而导致的工艺选择错误造成设施建而不用等问题将得以解决。也同样意味着企业可以在针对不同农村的水量水质特征进行污水处理设施建设时优化投资,不再发生过度建设、运行维护超标等问题。
2017年6月	《水污染防治法》(二次修订)	国家支持农村污水、垃圾处理设施的建设,推进农村污水、垃圾集中处理。地方各级人民政府应当统筹规划建设农村污水、垃圾处理设施,并保障其正常运行。
2018年2月	《农村人居环境整治三年行动方案》	梯次推进农村生活污水治理。根据农村不同区位条件、村庄人口聚集程度、污水产生规模,因地制宜采用污染治理与资源利用相结合、工程措施与生态措施相结合、集中与分散相结合的建设模式和处理工艺。推动城镇污水管网向周边村庄延伸覆盖。

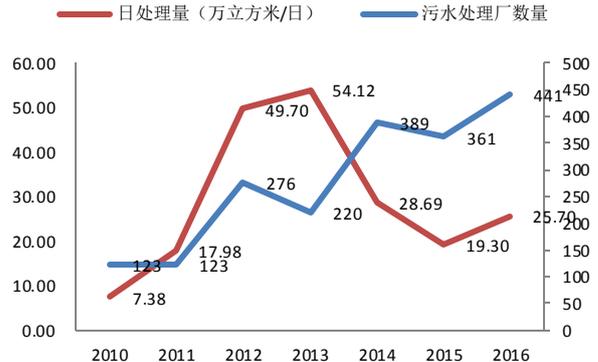
资料来源:政府网站,东兴证券研究所

图 15：乡排水和污水处理比例



资料来源：城市建设统计年鉴，东兴证券研究所

图 16：乡污水处理厂数量与处理能力



资料来源：城乡建设统计年鉴，东兴证券研究所

**水务运营市场化改革或将提速，龙头公司迎跑马圈地良机。**参照国外水务管理模式，不同的国家根据自身的政治、经济、法制、社会发展与历史背景，形成了各具特色的水务管理模式。而我国目前的现状一方面是污水处理厂排放标准、专业化运营水平和运营效率都亟需提升，另一方面是地方政府面临一定的资金压力，希望引入专业机构出资建造和提标改造。因此，借鉴法国的经验，通过 BOT、委托经营的模式提升市场化率，可以有效提升污水处理效率和污水处理质量。目前，粗略估算我国全国污水市场化率水平不足 30%，供水市场化率不足 15%，绝大部分市场份额掌握在政府事业单位水中，市场化改革带来的增量空间巨大，龙头企业有望在市场化改革中获取更多的市场份额。

表 7：中外水务管理模式比较

国家	投资与建设方式	运营管理	水价制定原则	综合平均水价	盈利状况
美国	政府投资、建设	政府水务部门负责	经营单位、政府部门和水用户商定，成本加成	1 美元/t	免税，利润率略高于贷款利率
法国	政府投资、建设	政府直接经营或委托企业经营	流域委员会与用水用户协商，成本加利润	16 法郎/t	有一定盈利
英国	水务企业投资、建设	企业经营	成本加利润		有一定盈利
新加坡	带有政府职能的国有企业水务署负责	水务署负责	成本加利润	1 新元/t	利润率较高
香港	政府投资、建设	政府水务署负责	政府定价，低于成本	4.5 港元/t	亏损由政府补贴
上海	政府投资、建设	事业单位与企业运营	事业单位运营实报实销，企业运营成本加成	1.5 元/t	事业单位不盈利，企业盈利

资料来源：《中外水务管理体制比较与思考》，东兴证券研究所

## 2.2 水治理将是未来长期课题，水环境综合治理空间广阔

当前水环境状况不容乐观，水治理将是未来多年的长期课题。十二五期间，我国在水

污染末端治理取得成效, 但当前国内从检测采点来看, 地表水、地下水、近岸海域等水污染情况都不容乐观。随着国家各项政策的推动, 未来几年是我国水治理的重点时期, 水治理将逐步从末端治理转变为深度治水, 水流域治理理念应运而生。水流域治理是涵盖内容广泛的生态工程, 包括源头控源截污、过程清淤工程和水质治理、治理完成后生态修复, 全过程防控水污染的全流域治理模式。

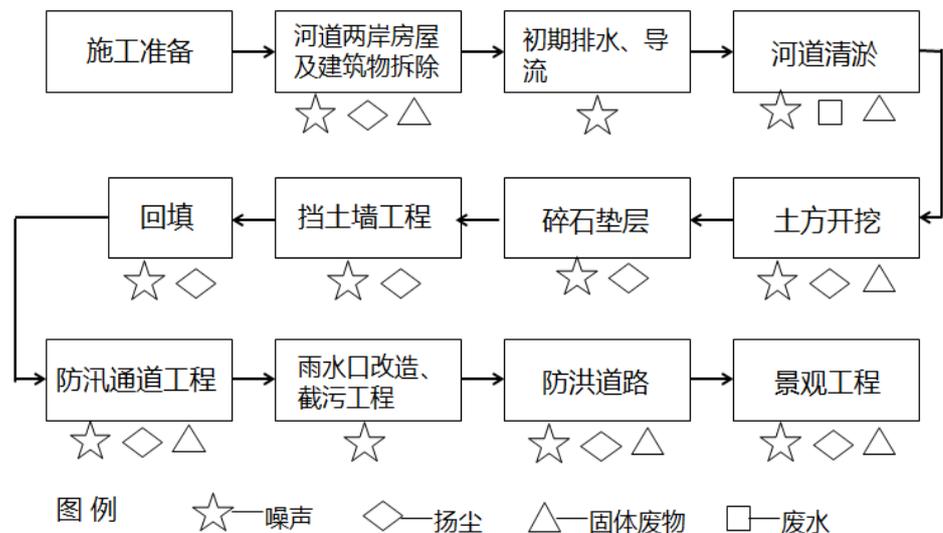
表 8: 全流域治理理念

步骤	具体内容
控源截污	控制上游污染源 (工业、农业、生活), 建设截污管道
内源治理	河道污泥清理
治水循环	污水管道建设完善、新建、提标改造污水处理厂
再生水补给	雨水吸纳、蓄渗、缓释、利用
生态修复	河道生态修复、水源地保护

资料来源: 北极星环保网、中国水网、东兴证券研究所

以国内首个实施并投入运营的城市水环境流域综合治理 PPP 项目“南宁市竹排江上游植物园段 (那考河) 流域治理项目”为例, 项目具体路线为: 1) 通过建设截污管道, 将流域上游含有高浓度禽畜养殖废水的污水及本流域范围内全部污水收集; 2) 在主河道上游设置一座再生水厂, 将污水处理后达到地表水 IV 类标准, 排入河道作为补水水源; 3) 通过海绵城市设施建设, 对沿河两岸的初期雨水进行吸纳、蓄渗、缓释, 处理达标后向河道就近补水, 改善河道生态。

图 17: 项目施工流程图



资料来源: 北极星环保网, 东兴证券研究所

河长制明确责任到人, 纳入政绩考核, 有利于实现资源的整合和调配, 提高流域水环境治理的行政效率。新修改《水污染防治法》2018 年起施行, “河长制”首次入法。“河长制”从河流水质改善领导督办制、环境保护问责制衍生而来, 即由各级党政主要负责人担任“河(段)长”负责辖区内河流治理, 承担包括加强水资源保护、河湖水域岸线管理保护、水污染防治、水环境治理、水生态修复、执法监管在内的主要任务。目前全国多地已开展“河长制”, 实践效果良好。

表 9: 河长制相关政策

政策名称	颁发时间	颁发部门	相关内容
《关于全面推行河长制的意见》	2016.12	中央办公厅、国务院	要求各地抓紧编制符合实际的实施方案, 健全完善配套政策措施。各省(区、市)党委或政府主要负责同志要亲自担任总河长, 省、市、县、乡要分级分段设立河长。
关于推进太湖流域片率先全面建立河长制的指导意见	2017.01	水利部太湖流域管理局	2017 年 6 月底前, 出台省级河长制工作方案; 2017 年底前, 流域片率先全面建成省、市、县、乡四级河长制, 有条件的地方, 特别是平原河网地区积极探索河长向村(社区)拓展, 力争建成五级河长制。
《贯彻落实<关于全面推行河长制的意见>实施方案》	2017.02	水利部、环保部	加强河湖管理保护的纲领性文件, 确保到 2018 年底前, 全面建立省、市、县、乡四级河长体系。明确河长制将纳入环保督查, 2017 年起建立河长制工作进展情况信息报送制度。
新《水污染防治法》	2017.1	人大	新增“省、市、县、乡建立河长制, 分级分段组织领导行政区域内江河、湖泊的水资源保护、水域岸线管理、水污染防治、水环境治理等工作”, 为河长制提供法律依据。

资料来源: 政府网站、东兴证券研究所

尽管未来政府推出的 PPP 项目规模呈缩减趋势, 未来 PPP 订单源将有所减少, 但我们认为市场的规范利好具有运营能力和融资能力大龙头。流域治理主要采用 PPP 业务模式, 而市场对 PPP 模式的担忧空前。PPP 模式作为政府和社会资本合作, 一方面引入市场机制提高运营效率及服务质量, 另一方面节省政府资金投入, 模式本身不能一杆打死, 债务的风险不在债务本身, 而在于债务如何使用, 在于项目的好坏。我们认为目前 PPP 存在风险的项目主要是两类:

- ◆ 一是大面积突破 10%管理红线。这些项目在社会资本提供公共服务时, 可能会出现政府无法安排预算, 无法履行支付义务的情况。如果该支付义务是确定性的(已通过绩效考评需按约付费), 则是政府直接负债; 如果该支付义务是基于某种事件的发生与否, 如政府承担法律、政策、最低需求风险, 由于法律政策变动、车流量不达预期等(当期还未发生), 政府预计需要支付更多补贴, 则是政府或有负债。
- ◆ 二是政府对社会资本约定固定回报、回购安排, 不含实质运营内容。这些项目从本质上看是借钱还本付息, 是变相举债, 且没有在预算管理的债务中体现, 是隐性债务。

今年 11 月, 财政部 PPP 中心主任焦小平表示, 财政部即将下发规范 PPP 发展的相关意见, 将明确依法合规的 10% 限额以内的 PPP 支出责任不是隐性债务, 明确 10% 的红线绝对不能破, 且 PPP 也会优先发展, 明确优先支持领域。去年, 财政部发布的 92 号文, 规定“未建立按效付费机制的项目, 包括政府付费义务未与项目产出绩效相挂钩、付费义务在合作期内未连续平滑支付、项目建设成本不参与绩效考核或实际与绩效考核结果挂钩部分占比不足 30% 项目”不得入库。92 号文捆绑可用性付费与绩效挂钩, 避免 PPP 领域重工程轻运营的现象进一步恶化。

**表 10: PPP 相关政策**

时间	政策	内容
2017 年 11 月	92 号文《关于规范政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台项目库管理的通知》	在 92 号文之后申请入库的项目, 必须建立按效付费机制。规定“未建立按效付费机制的项目, 包括政府付费义务未与项目产出绩效相挂钩、付费义务在合作期内未连续平滑支付、项目建设成本不参与绩效考核或实际与绩效考核结果挂钩部分占比不足 30% 项目”。
2017 年 11 月	192 号文《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》	明确集团对 PPP 业务管控的主体责任和各级子企业的具体管理责任, 由集团总部 (含整体上市的上市公司总部) 负责统一审批 PPP 业务。纳入中央企业债务风险管控范围的企业集团, 累计对 PPP 项目的净投资原则上不得超过上一年度集团合并净资产的 50%, 不得因开展 PPP 业务推高企业负债率。

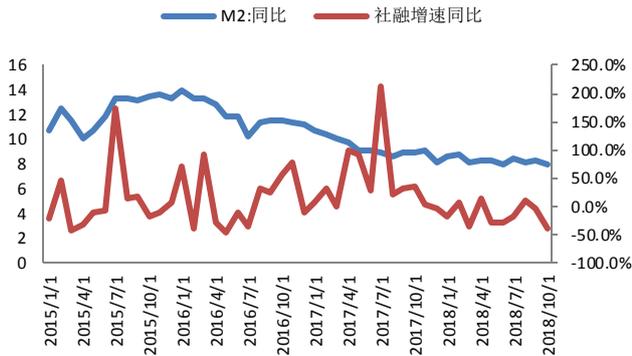
资料来源: 政府网站、东兴证券研究所

在十九大高度关注人民美好生活、政府由数量考核转变为质量考核的大背景下, 未来水领域的订单将更加注重实际治理效果。黑臭水体、流域等 PPP 项目不再粗放式治理, 项目捆绑以河道断面长期改善作为绩效基点后, 避免了水环境治理领域重工程轻运营的现象, 有利于真正的运营商发挥专业实力。

### 2.3 现金为王, 行业洗牌期将至, 龙头市占率提升可期

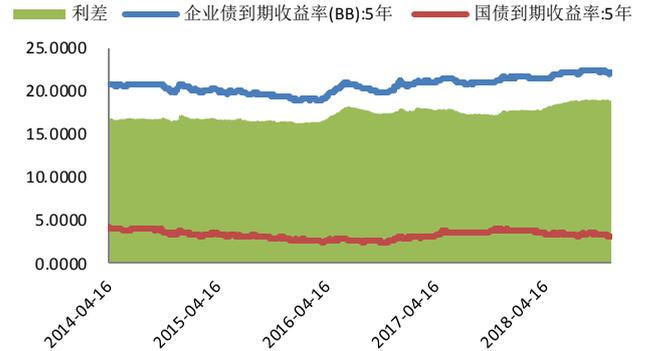
今年以来社融增速下滑、银行放贷态度审慎, 再融资政策收紧, 融资环境全面趋紧, 债券市场违约事件明显增加。预计明年偏紧的融资环境仍将持续, 现金流成为制约环保公司业绩增长的关键要素。随着不断提高企业杠杆、依靠融资吸血支撑工程收入扩张模式走到尽头, 环保行业必然进入洗牌期, 未来拥有融资成本优势、拥有优质运营资产和核心技术的公司将获得绝佳的整合机会, 具备并购整合能力的企业市占率提升可期。

图 18: M2 与社融增速



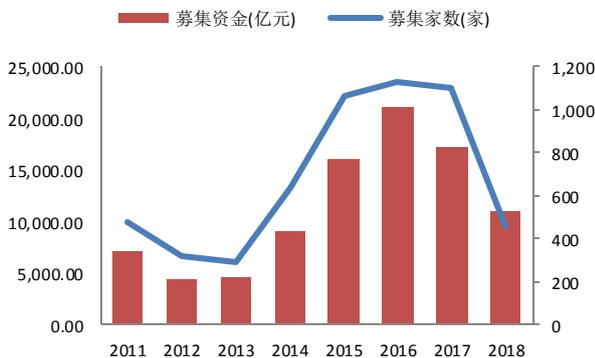
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 19: 债券到期收益率与信用债利差



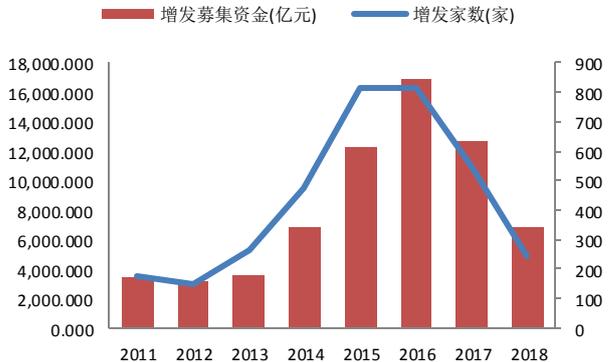
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 20: 股权融资总额与家数 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 21: 定增融资金额与家数 (单位: 亿元)



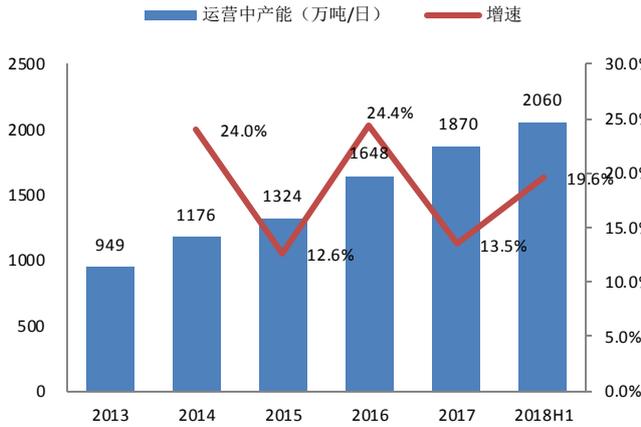
资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 3. 在手产能稳步投放, 行业整合或带来超预期增量

#### 3.1 在建产能陆续投放, 业绩稳健成长

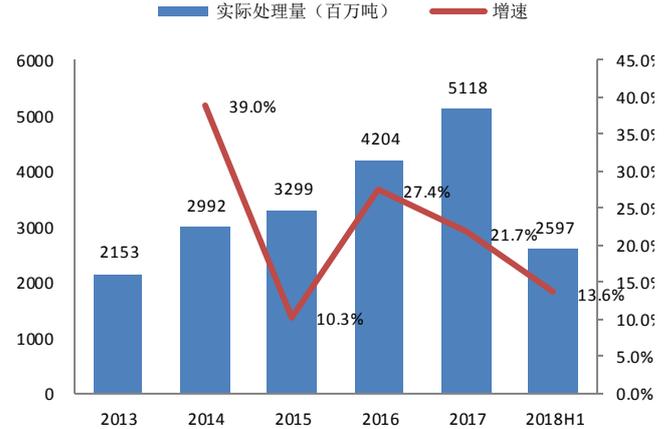
污水处理行业绝对龙头, 污水处理能力位居行业第一。截止至 2018 年 6 月 30 日, 公司水处理运营中产能达到 2060 万吨/日, 从 2009 年至今年均复合增速高达 40.45%, 处理能力位居行业第一, 市占率约 7%。同时, 公司每年产能增加绝对值也位居行业第一, 2017 年全年公司新增净处理规模 422 万吨, 今年上半年, 新增 265 万吨, 公司新增规模远远高于同行业可比公司, 龙头地位不断巩固。

图 22: 北控水务运营中产能 2013-2018H1 (单位: 万吨/日)



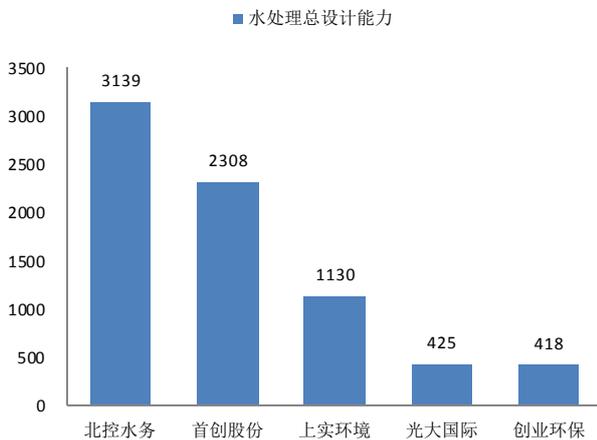
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 23: 北控水务实际处理量 2013-2018H1 (单位: 百万吨)



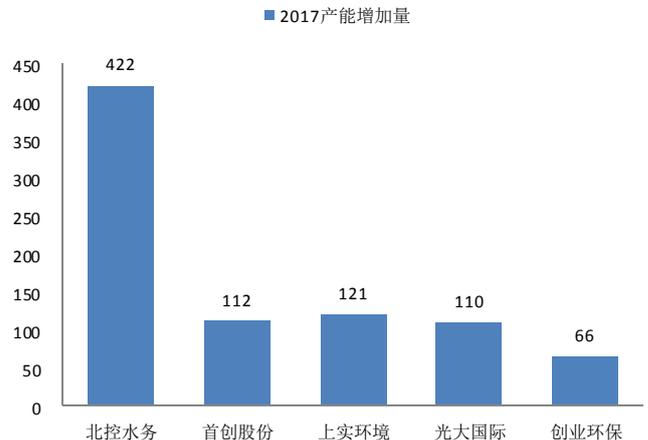
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 24: 污水处理业务营业收入区域分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

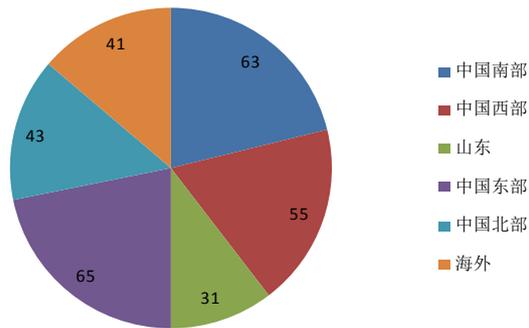
图 25: 污水处理业务净利润区域分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

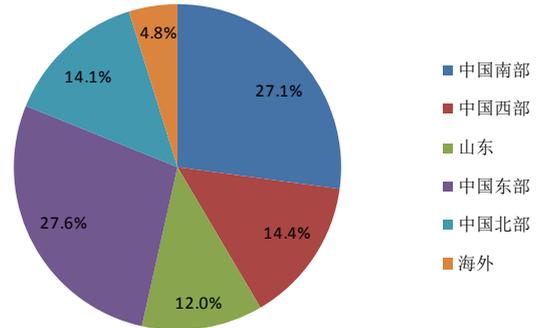
公司水厂覆盖广泛, 全国均衡布局。截止至 2018 年 6 月 30 日, 公司就 860 座水厂签订特许经营权或委托协议, 于中国大陆拥有运营中 249 座污水处理厂及 8 座再生水处理厂, 水厂覆盖范围遍布全国 21 个省、5 个自治区和 2 个直辖市。污水处理厂及再生水处理厂每日总设计能力分别为 1124.24 万吨及 70.72 万吨, 平均每日处理量为 1004.65 万吨, 平均日处理率为 87%。

图 26: 污水处理厂区域分布



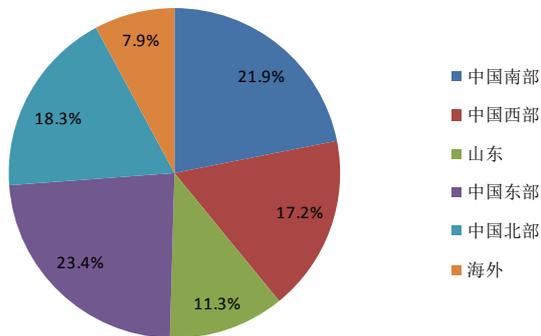
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 27: 污水处理能力区域分布



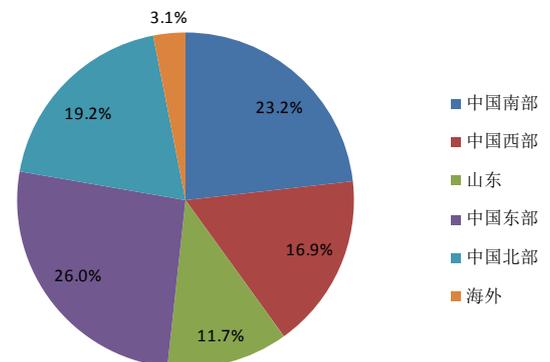
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 28: 污水处理业务营业收入区域分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

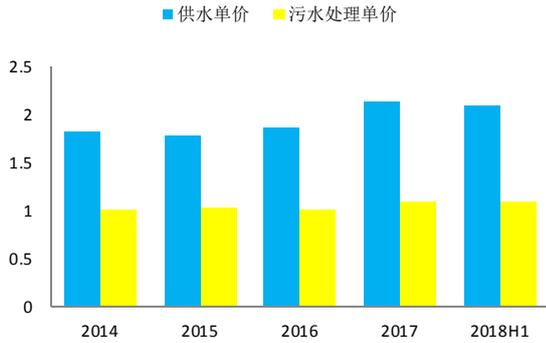
图 29: 污水处理业务净利润区域分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

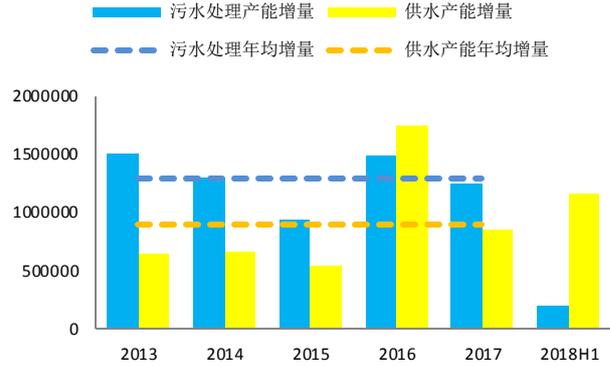
**在建产能陆续投放, 业绩稳健增长有保障。**截止 2018 年上半年, 公司已投运水处理产能为 2060 万吨/日, 在手未投运产能为 1343 万吨/日。水厂建设期一般为 2-3 年, 预期未来每年释放 300-400 万吨运营产能增量。同时, 公司污水处理及再生水水厂平均水处理合同价格约为 1.09 元, 自来水厂平均合同价格约为 2.09 元, 目前中国水费水平相对发达国家较低, 预计未来几年污水处理价格及供水价格都将呈缓慢上调趋势。不考虑其他增量, 仅在建产能投放, 未来几年将贡献公司 15%左右营收增速。

图 30: 污水处理与供水业务单价 (元/吨)



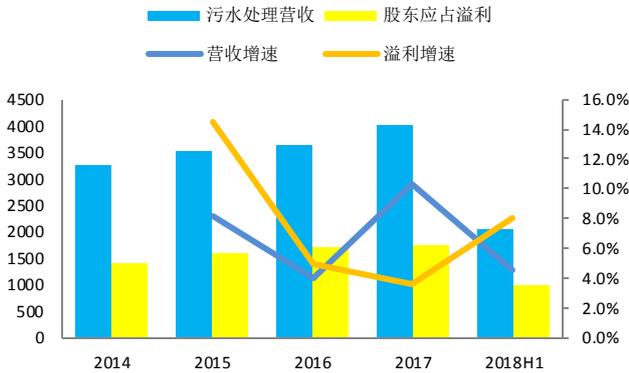
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 31: 污水处理与供水业务产能增量 (万吨/日)



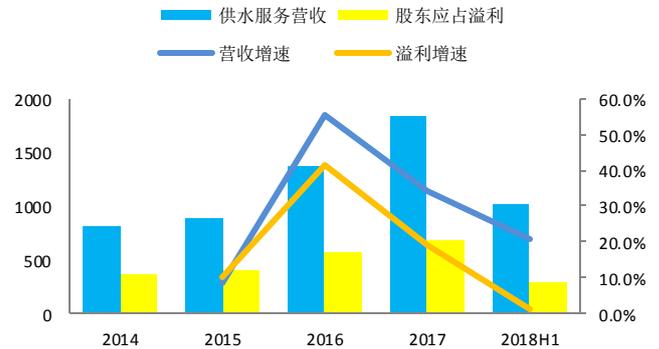
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 32: 污水处理营收及增速 (百万港元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 33: 供水服务营收及增速 (百万港元)

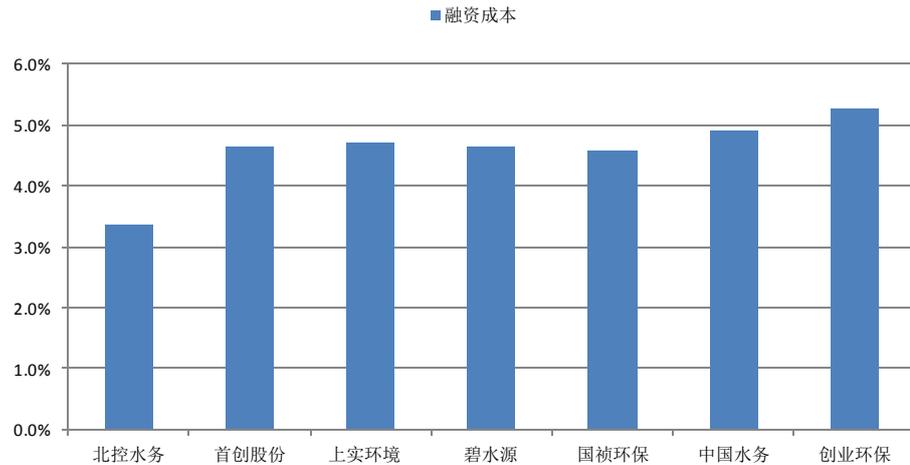


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3.2 融资成本优势显著, 静待整合窗口期

股东背景雄厚, 融资成本优势显著。今年, 北控水务的重大融资包括: 配股融资 26.55 亿港元, 发行 5 亿美元债券, 60 亿人民币中期票据。公司的融资优势体现在三方面, 一是从评级看, 公司目前是中国内地公开评级最高的公用事业公司, 标普评级 BBB+, 穆迪评级 baa1, 较高的评级使得北控水务能有效利用国际融资平台进行低成本的融资。二是从今年最近的中票发行情况看, 7 月第二期中票利率为基准下浮 5%, 在今年紧张的融资环境下, 公司仍然能以下浮的基准利率融资, 显示了公司优异的融资能力。三是从财务费用/有息债务即实际融资成本看, 公司的融资成本 3.4%, 较 A 股与 H 股公司都有明显优势。

图 34: 可比公司融资成本比较



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 11: 近年来重要融资

融资方式	重要融资列表
定向配股	2018 年 1 月, 按每股配售股份 5.9 港元之配售价向不少于六名承配人成功配售合共 450,000,000 股配售股份, 所得款项总额为 2,655 百万港元。
债券发行	2018 年 7 月, 发行 5 年期 10 亿元人民币中期票据, 票面利率 4.45%, 发行 7 年期 20 亿元人民币中期票据, 票面利率 4.72%。
	2018 年 5 月, 发行于 2023 年到期 5 亿美元债券, 票面利息 4.95%。
	2018 年 5 月, 发行 5 年期 20 亿元人民币中期票据, 票面利率 4.92%, 发行 7 年期 10 亿元人民币中期票据, 票面利率 5.1%。
	2016 年 9 月发行 5+N 年期 3.68%、28 亿人民币永续期绿色公司债券
	2016 年 8 月发行 5+3 年期 3.25%、7 亿人民币绿色熊猫债券
	2016 年 7 月发行 3+2 年期 3%、18 亿人民币, 及 5+2 年期 3.33%、22 亿人民币熊猫债券
	2016 年 4 月北控水务(中国)投资有限公司发行 5 年期 3.6% 20 亿人民币债券

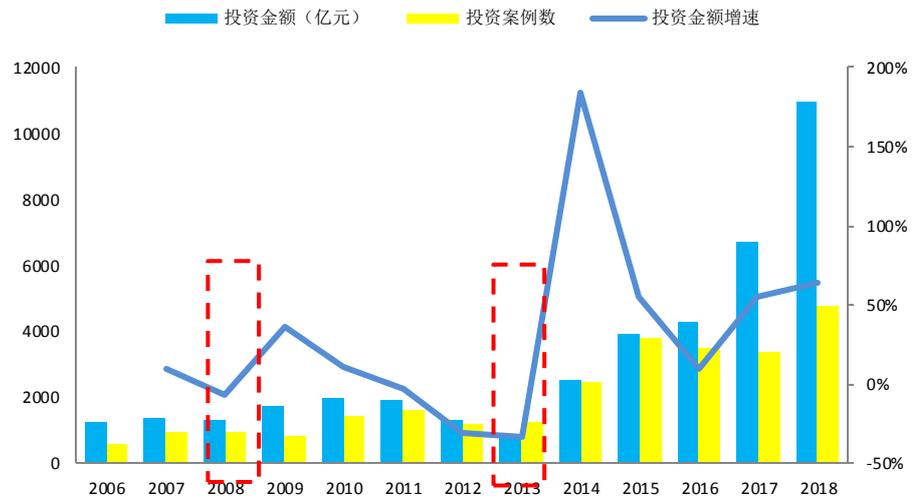
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**静待整合机遇到来, 抓住扩张黄金期。**回顾北控水务发展史, 公司历史上两次快速扩张都处于融资环境紧张, 资产价格大幅下降的时期。

- 一次是在 08 年, 恰逢金融危机, 公司成功收购中科成、贵港供水、深圳华强等公司, 当年新增水处理能力 171.5 万吨/日, 使得北控水务总处理能力达到 188.5 万吨/日。
- 第二次是在 13 年, 实体经济下行, 为控制表外金融风险, 央行实行偏紧货币政策, 导致资金利率大幅上升, 公司抓住机遇, 完成对东莞 7 家水务公司、北京建工环

境发展, Salcon Berhad 持有的若干水务公司和威立雅旗下葡萄牙水务公司的并购, 当年处理能力增量为 653.87 万吨, 同比增长 62.3%。我们认为, 随着明年融资环境继续趋紧, 资产价格下滑, 环保行业进入洗牌期, 北控水务融资能力优势显著, 作为行业龙头将获得绝佳的整合机会, 公司水处理市占率提升可期。

图 35: 创业投资基金投资金额 (北控在 08 和 13 年抓住整合黄金期)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 4. 轻资产模式+双平台战略起航

全产业链布局, 技术资质完备, 北控水务从 14 年开始收购布局轻资产技术公司, 目前拥有多项专项甲级资质, 资质全面, 技术能力雄厚:

- ◆ 2014 年 5 月, 公司以 1.81 亿元取得南京市政院 100% 股权, 南京市政院具有水利行业(城市防洪)专业甲级以及风景园林工程设计专项甲级资质, 有助于北控水务加强对价值链整合的综合设计。
- ◆ 2015 年, 公司收购淮安市水利勘测设计研究院, 淮安设计院拥有工程勘察、测绘、水利部监理、建设部监理等多项甲级资质, 为公司的水环境综合治理业务提供更多技术及设计服务支持。
- ◆ 2016 年 2 月 1 日, 北京市国资委宣布北京控股与北京市政院重组通知。重组后, 北京市政院将并入北京控股。北京市政院具有工程设计综合甲级资质, 位列“中国市政工程设计八大院”。北京市政院并入北京控股后, 将告别“借资质”及不得已的“组联合体”手段, 为更便捷地进行大项目投标、拓展业务板块打下基础。而北控水务与北京控股组成联合体可承接我国所有工程设计业务。

表 12：北控水务及北京控股收购设计院列表

收购时间	设计院	简介	资质
2014	南京市政设计研究院	始建于 1985 年 12 月，于 2003 年完成事业单位改制转企，2014 年企业被北控水务集团有限公司收购，进入快速发展期。可承接城市道路、桥梁、隧道与地下工程、给水、排水、环境卫生、公共交通、载人索道、热力、建筑、风景园林、防洪、燃气、公路、人防等工程的咨询、设计、规划、科研、工程总承包以及对外承包工程业务。截止 2018 年年底，公司在职工有 830 余人。	具有国家工程咨询甲级、市政公用行业（燃气、轨道交通除外）甲级、建筑工程甲级、城市防洪甲级、风景园林工程设计专项甲级、工程总承包甲级、环境工程（水污染防治工程）专项甲级、城乡规划编制乙级、城镇燃气工程乙级、公路乙级、人防工程乙级、市政公用工程（风景园林、环境卫生）咨询丙级
2015	淮安市水利勘测设计研究院	成立于 2004 年，2015 年底正式加入北控水务集团。近年来，公司承担的主要工程有南水北调东线一期江苏段淮安、宿迁市工程、淮河入海水道影响工程、入江水道、分淮入沂、洪泽湖大堤加固、城市防洪控制、白马湖退渔（圩）还湖水环境综合治理、中小河流治理、重点区域治理等工程项目，以及省内外公路、电力、市政工程勘察测绘和涉水市场项目咨询。现有各类专业技术人员 600 多人。	水利行业工程设计、工程勘察、工程测绘、工程监理、工程咨询等 5 项国家甲级资质和公路工程、水运工程（港口与通航建筑）、水文水资源调查评价、建设项目水资源论证、水土保持方案编制等 5 项国家乙级资质。
2016	北京市市政工程设计研究总院	创建于 1955 年，2013 年完成转企改制，2014 年对北京市勘察设计院实施重组，2016 年与北京控股集团有限公司合并重组，2017 年投资入股香港上市公司思城控股有限公司，进入国际资本市场。旗下拥有 12 家全资及控股企业，5 家主要参股企业。北京市政总院是以咨询设计为主业、具备覆盖工程项目全生命周期综合技术服务能力的现代咨询设计集团。	工程设计综合甲级资质

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

设计资质和设计能力的完备使得北控水务承接综合型订单竞争优势显著。目前，公司有 18 个综合治理项目正在建设，项目主要位于佛山三水、四川遂宁、内蒙古、成都简阳、广东鸭山、云南临沧、马来西亚登嘉楼、四川泸州及北京通州。公司进行订单模式的创新，减少项目的资金占用，加快回款速度，在财政支付压力小的地区，未来可采取 epc+o 模式，在财政支付压力大的地区，可采取 dbo 模式，获取优质运营资产。

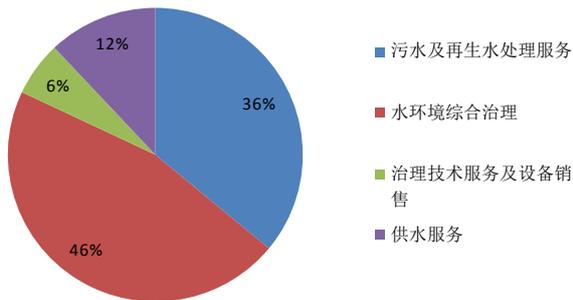
**表 13: 2017 年-2018 年 H1 公司综合治理项目列表**

No	项目名称	项目位置	经营服务	建造年期	预计投资额(百万)
1	泸州长江支流渔子溪河道防洪整治及配套工程 PPP 项目	四川泸州市	河道防洪整治及配套	3	1810
2	北京市大兴区新风河流域综合治理工程	北京大兴区	环境治理工程项目	2	4148
3	平阴县锦水河水系综合治理项目	山东省济南市	河水系统治理	3	1105
4	包头市城市水生态提升综合利用 PPP 项目	内蒙古包头市	城市水生态提升综合项目	2017-2020	20568
5	通州水环境治理 PPP 建设项目	北京通州区	环境治理工程项目	3	17721
6	北威村雨污管网工程及黑臭水体治理工程 PPP 项目	北京大兴区	环境治理工程项目	至 2018 年 6 月	171
7	宜兴市城乡污水管网 PPP 项目	江苏省宜兴市	基础设施	至 2018 年 12 月	4691
8	临清市城北供水管网	山东临清	基础设施	0.5	92
9	北京市大兴区安定镇再生水及管网工程 PPP 项目	北京大兴区	再生水, 管网, 场站	1	228
10	福州市鼓台中心区水系综合治理 PPP 项目	福建福州市	环境治理工程项目	2	1440
11	云南省丘北县普者黑及仙人洞村污染综合治理 PPP 项目	云南丘北县	环境治理工程项目	1.5	182
12	重庆市南岸区长生河流域环境综合整治项目	重庆市南岸区	环境治理工程项目	3	2508
13	北京凉水河水环境综合治理工程二期项目	北京通州	环境治理工程项目	2	226.75
14	余杭塘河流域水环境综合治理 PPP 项目	浙江杭州市余杭区	环境治理工程项目	2	2348
15	云南省楚雄彝族自治州亚行贷款城市基础设施建设项目	云南省楚雄彝族自治州	基础建设工程 (含环境治理)	4	1035
				合计	58274

资料来源: 公司资料、东兴证券研究所

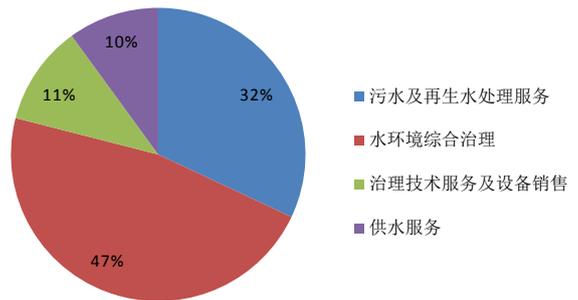
同时, 轻资产设计业务比重的抬升助力公司综合毛利率提升。目前越来越多的静脉产业园、生态修复、旅游文化小镇等综合项目, 使得各细分领域设计边界越来越模糊, 加大了跨多领域、综合型项目的设计服务需求。今年加大技术服务业务拓展, 上半年实现提供技术服务及设备销售营收 11.79 亿港元, 同比增长 89.53%, 占总营收比重从去年 6.81% 提升到 11.77%。设计业务比重提升 4.96%, 使得公司综合毛利率提升 1.4%。

图 36: 2017H1 治理设计服务及设备销售业务占比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 37: 2018H1 治理设计服务及设备销售业务占比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

**双平台战略为轻资产模式保驾护航。**双平台即资产管理平台和运营管理平台, 公司资产管理平台依托主体是北控水务下属合资公司北控金服, 所谓资产管理平台, 即通过对水务环境资产进行基金持股、资产证券化等资本运作, 为项目提供资金支持, 解决高速发展带来的融资压力, 同时通过资本杠杆和资产组合灵活调整实现价值增长。运营管理平台即通过直接提供水务环保行业的综合服务实现利润, 公司已成立智慧水务研究院, 通过智慧水务、数字水务等技术运营手段, 提升运营效率, 实现价值增长。两个平台的规模将互相促进, 使公司从重资产向轻资产转化的能力不断强化。

## 5.盈利预测及估值

根据公司目前业务进展及行业趋势, 预测公司 18-20 年营业收入 242.21/265.25/300.12 亿元, 净利润 45.79/53.28/61.82 亿元, 增长率分别达到 23.19%/16.35%/16.02%。公司 18-20 年预测 EPS 分别为 0.49/0.57/0.66 元, 对应 PE 分别为 10X/8X/7X。给予公司 18 年 12 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价为 5.88 元, 首次覆盖并给予公司“强烈推荐”评级。

表 14: 北控水务盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	17,851.40	21,676.05	24,220.66	26,525.31	30,012.01
增长率 (%)	30.83%	21.42%	11.74%	9.52%	13.14%
净利润 (百万元)	3,227.01	3,717.23	4,579.27	5,328.12	6,181.54
增长率 (%)	31.43%	15.19%	23.19%	16.35%	16.02%
净资产收益率 (%)	19.56%	17.88%	15.93%	14.05%	12.72%
每股收益 (元)	0.36	0.42	0.49	0.57	0.66
PE	13.00	11.14	9.62	8.27	7.13
PB	0.25	0.20	0.15	0.12	0.09

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 6.风险提示

行业政策风险；

项目推进不及预期。

表 15: 公司盈利预测表

资产负债	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合</b>	21975	23539	23074	25167	28337	<b>营业收入</b>	17851	21676	24221	26525	30012
货币资金	10912	8596	7266	7958	9004	<b>营业成本</b>	11570	14728	15615	16668	18738
应收账款	3024	2853	3188	3491	3950	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	7449	10236	11437	12525	14172	营业费用	311	343	371	397	425
预付款项	0	0	0	0	0	管理费用	1538	1753	2016	2177	2351
存货	91	135	144	153	172	财务费用	1187	1163	1383	1521	1673
其他流动资产	276	980	980	980	980	营业开支	1849	2097	2387	2574	2776
<b>非流动资产</b>	59072	76922	87215	10097	11741	其他营业收入	497	484	1007	1107	1218
长期股权投资	755	1084	1093	1093	1093	权益性投资损益	375	1078	863	949	1044
固定资产	2831.4	3841.8	4226.0	4648.6	5113.5	<b>营业利润</b>	4030	4806	5799	6811	7969
无形资产	3452	4293	4937	5677	6529	非经常项目损益	930	529	0	0	0
其他非流动	42343	52502	63002	75603	90723	其他非经常性损	94	19	0	0	0
<b>资产总计</b>	81047	10046	11028	12614	14575	<b>利润总额</b>	4644	5315	6806	7919	9187
<b>流动负债合</b>	20615	27693	29720	31503	34187	所得税	971	875	1120	1303	1512
短期借款	4864	8543	8543	8543	8543	<b>净利润</b>	3673	4441	5686	6615	7675
应付账款	9843	11688	12222	13046	14666	少数股东损益	446	723	1106	1287	1493
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利	3227	3717	4579	5328	6182
一年内到期	0	0	0	0	0	EBITDA	8872	10543	8307	9449	10759
<b>非流动负债</b>	33665	39726	46958	51217	55901	<b>FPS (元)</b>	0.36	0.42	0.49	0.57	0.66
长期借款	31307	35409	42491	46740	51414	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	54280	67420	76678	82720	90089	<b>成长能力</b>					
少数股东权	10266	12257	13363	14650	16144	营业收入增长	30.83%	21.42%	11.74%	9.52%	13.14%
实收资本(或	873	879	941	941	941	营业利润增长	24.68%	19.26%	20.65%	17.46%	17.00%
资本公积	18451	21112	25691	31019	37201	归属于母公司净	23.19%	16.35%	23.19%	16.35%	16.02%
未分配利润	0	0	3318	7179	11658	<b>获利能力</b>					
归属母公司	16501	20785	28744	37933	48594	毛利率(%)	35.19%	32.05%	35.53%	37.16%	37.57%
<b>负债和所有</b>	81047	10046	11878	13530	15482	净利率(%)	20.58%	20.49%	23.47%	24.94%	25.57%
<b>现金流量</b>						总资产净利润	3.98%	3.70%	4.15%	4.22%	4.24%
						ROE(%)	19.56%	17.88%	15.93%	14.05%	12.72%
<b>经营活动现</b>	-2500	-6714	9055	9160	10511	<b>偿债能力</b>					
净利润	3673	4441	5686	6615	7675	资产负债率(%)	67%	67%	65%	61%	58%
折旧摊销	3451.9	4292.6	0.00	345.77	345.77	流动比率	1.07	0.85	0.78	0.80	0.83
财务费用	1390	1444	1733	1906	2097	速动比率	1.06	0.85	0.77	0.79	0.82
应收账款减	0	0	-335	-303	-459	<b>营运能力</b>					
预收账款增	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.25	0.24	0.22	0.21	0.21
<b>投资活动现</b>	-2029	-115	-8814	-12115	-14597	应收账款周转率	12	7	8	8	8
公允价值变	203	281	350	385	424	应付账款周转率	3.63	2.01	2.03	2.10	2.17
长期股权投	0	0	1236	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	410	40	100	100	100	每股收益(最新)	0.36	0.42	0.49	0.57	0.66
<b>筹资活动现</b>	9469	3968	-1570	3647	5132	每股净现金流	5.66	-3.25	-1.41	0.73	1.11
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	18.89	23.64	30.54	40.30	51.63
长期借款增	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	1	6	62	0	0	P/E	13.00	11.14	9.62	8.27	7.13
资本公积增	18451	2661	4579	5328	6182	P/B	0.25	0.20	0.15	0.12	0.09
<b>现金净增加</b>	4940	-2861	-1330	691	1046	EV/EBITDA	3.31	3.74	0.50	5.47	5.15

资料来源: 东兴证券研究所

---

## 分析师简介

---

### 洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2 年投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所。

### 谭可

海外研究组组长, 2007 年加盟东兴证券研究所, 曾外派香港研究港股市场。

单击此处输入文字。

---

## 研究助理简介

---

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

---

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。