

万邦达

拟再融资 31 亿元，PPP 融资模式浮出水面

公司动态

公司近况

万邦达发布定增预案，拟向 5 家机构增发 1.3 亿股，募集 30.96 亿元，用于乌兰察布市集宁区 3 个 BOT 项目（供水、排水、供热环保工程）、1 个 TOT 项目（污水处理），以及补充流动资金。（发行完毕后总股本扩容 18% 至 8.7 亿股，募投项目明细见附表）

评论

- **PPP 融资模式浮出水面：产业基金+股权再融资。** 1) 2015 年，公司分别于 1 月、4 月公告签署安徽芜湖、内蒙古乌兰察布市 PPP 项目框架协议，总投资规模分别为 30 亿元、56 亿元。2) 5 月 8 日，公司与乌兰察布政府作为劣后级出资人，分别出资 4.85 亿元、0.2 亿元，设立“万邦达乌兰察布发展基金”，总规模 15.05 亿元，用于乌兰察布 PPP 项目投资；3) 本次定增的 4 个募投项目，合计总投资 25 亿元（其中 22 亿元使用本次募集资金），均为乌兰察布 PPP 框架协议下的子项目。
- **减持计划实施完毕，部分减持资金用于支持上市公司 PPP 业务发展。** 1) 公司 3 月 26 日公告，拟减持王氏家族胡安君、王婷婷、王凯龙、王长荣、王蕾持有的股份，合计占比 21.99%；董事长王飘扬本人的 28.88% 股份不予减持；截至 5 月 25 日，上述减持已通过大宗交易实施完毕，实际控制人由王飘扬家族变更为王飘扬先生。2) 大股东 5 月 5 日公告声明，将利用减持资金，根据上市公司 PPP 项目进展，提供 10 亿元资金支持、以及不低于 10 亿元的外部融资担保。
- **近期两大看点：PPP、产业并购基金。** 1) 除芜湖、乌兰察布外，公司在其他地区的 PPP 项目有望在 2015 年落地。PPP 项目带来的工程订单体量超过公司以往多数订单，从而带来业绩弹性；2) 2015 年 3 月，公司与昆吾九鼎合资设立产业并购基金，规模 20 亿元（首期 5 亿元），意味着后续或有项目持续注入上市公司，带来外延成长性。

估值建议

调高目标价 104% 至 34 元，维持中性评级。目标价对应 2015/16 年 P/E 为 68/50 倍。调高 2015~16 年 EPS 12%/18% 至 0.50/0.68 元，对应利润增速 93%/35%，源自 PPP 项目体量超预期。

风险

大项目签约不确定性；施工季节性波动；系统性风险。

汤砚卿

分析师

yanqing.tang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514080003

SFC CE Ref: BEI871

孙维容

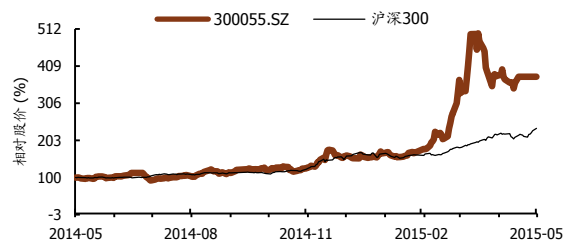
联系人

weirong.sun@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080114110021

维持中性

股票代码	300055.SZ
最新收盘价	人民币 36.71
目标价	人民币 34.00
52 周最高价/最低价	人民币 51.96~8.67
总市值(亿)	人民币 270
30 日日均成交额(百万)	人民币 2,155.51
发行股数(百万)	735
其中：自由流通股(%)	59
30 日日均成交量(百万股)	58.58
主营业务	节能环保



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	772	1,029	2,230	2,830
增速	32.9%	33.3%	116.7%	26.9%
归属母公司净利润	141	192	369	500
增速	42.3%	36.5%	92.5%	35.4%
每股净利润	0.19	0.26	0.50	0.68
每股净资产	2.51	2.72	3.17	3.75
每股股利	0.02	0.05	0.10	0.20
每股经营现金流	0.15	0.16	0.13	0.48
市盈率	192.0	140.6	73.1	53.9
市净率	14.6	13.5	11.6	9.8
EV/EBITDA	272.3	170.3	113.4	59.7
股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%
平均总资产收益率	6.2%	7.5%	11.5%	12.2%
平均净资产收益率	7.9%	10.0%	17.0%	19.7%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	772	1,029	2,230	2,830	营业收入	32.9%	33.3%	116.7%	26.9%
营业成本	565	721	1,663	2,115	营业利润	36.9%	35.0%	93.3%	35.6%
营业税金及附加	11	1	33	28	EBITDA	59.5%	60.0%	50.3%	88.5%
营业费用	8	22	22	14	净利润	42.3%	36.5%	92.5%	35.4%
管理费用	45	76	100	106	盈利能力				
财务费用	-30	-21	-29	-28	毛利率	26.8%	29.9%	25.4%	25.2%
其他	7	6	6	6	营业利润率	21.5%	21.8%	19.4%	20.8%
营业利润	166	224	433	587	EBITDA 利润率	12.3%	14.8%	10.2%	15.2%
营业外收支	0	2	2	2	净利率	18.2%	18.6%	16.6%	17.7%
利润总额	166	226	435	589	偿债能力				
所得税	26	34	65	88	流动比率	4.01	3.35	2.28	2.22
少数股东损益	0	0	1	1	速动比率	3.67	3.02	1.94	1.88
归属母公司净利润	141	192	369	500	现金比率	2.64	1.96	0.90	0.83
EBITDA	95	152	228	430	资产负债率	22.4%	25.3%	36.8%	38.1%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,156	1,142	1,135	1,335	回报率分析				
应收账款及票据	328	438	948	1,203	总资产收益率	6.2%	7.5%	11.5%	12.2%
预付款项	56	75	162	206	净资产收益率	7.9%	10.0%	17.0%	19.7%
存货	147	196	425	539	每股指标				
其他流动资产	65	105	210	278	每股净利润 (元)	0.19	0.26	0.50	0.68
流动资产合计	1,753	1,955	2,881	3,561	每股净资产 (元)	2.51	2.72	3.17	3.75
固定资产及在建工程	588	709	796	882	每股股利 (元)	0.02	0.05	0.10	0.20
无形资产及其他长期资产	29	28	27	26	每股经营现金流 (元)	0.15	0.16	0.13	0.48
非流动资产合计	639	740	827	914	估值分析				
资产合计	2,392	2,695	3,707	4,475	市盈率	192.0	140.6	73.1	53.9
短期借款	10	13	29	37	市净率	14.6	13.5	11.6	9.8
应付账款及票据	381	508	1,101	1,397	EV/EBITDA	272.3	170.3	113.4	59.7
其他流动负债	46	62	134	169	股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%
流动负债合计	437	583	1,264	1,604					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	537	682	1,363	1,703					
股东权益合计	1,843	2,000	2,331	2,758					
少数股东权益	12	12	13	14					
负债及股东权益合计	2,392	2,695	3,707	4,475					
现金流量表									
净利润	141	192	369	500					
折旧和摊销	16	26	26	29					
营运资本变动	-13	-75	-270	-150					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	114	121	96	352					
投资活动现金流入	0	1	1	1					
投资活动现金流出	-140	-145	-111	-115					
投资活动现金流	-140	-145	-111	-115					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	6	4	18	9					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	1	11	8	-37					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-25	-14	-7	200					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

北京万邦达环保技术股份有限公司成立于 1998 年，是国内专业为石油化工、煤化工、电力行业提供多专业、全面性的工程建设服务的环保公司，致力为客户的水处理系统提供优质完善并可可持续发展的解决方案和创新技术，对给水、排水、中水回用及水系统运营整体统筹，以专业技能节省水资源、土地资源，并降低系统运营成本。主营领域主要包括工程承包项目、托管运营、商品销售、和技术服务。



图表 1：万邦达定增募投项目一览

项目名称	协议内容	总投资 (亿元)	使用募投资金 (亿元)	特许经营年限	建设工期
乌兰察布市集宁区城市排水 (BOT) 项目	新建污水处理厂、老城区排水管网工程、 新城区排水管网工程和保税区排水管网 工程，并运营	7.7	7.7	20	2 年
乌兰察布市集宁区供热环保工 程 (BOT) 项目	新建环保脱硫工程、管网工程、换热站 工程、热源建设工程，并运营	3.6	3.6	20	2 年
乌兰察布市集宁区污水处理厂 (TOT) 项目	受让已投运污水处理厂，并运营	3	3	20	-
乌兰察布市集宁区城市供水 (BOT) 项目	新建水源地、水厂建设、配套供水管网 等基础设施建设、污水处理厂联通管网 建设以及相关配套绿化等工程，并运营	10.7	7.7	20	1 年
补充公司营运资金		9	9		
合计		25	31		

资料来源：定增预案，中金公司研究部

图表 2：乌兰察布市已投运污水处理厂一览（截至 2013 年底）

污水处理厂名称	投运日期	设计产能 (万吨/日)	实际处理量 (万吨/日)	产能负荷率
乌兰察布市华立污水回用有限公司	2007 年 1 月	3	2.45	82%
乌兰察布市小东滩排水有限公司	2008 年 7 月	1.5	0.83	55%
兴和县污水处理厂	2010 年 11 月	1	0.38	38%
四子王旗污水处理厂	2011 年 7 月	1	0.41	41%
察哈尔右翼中旗污水处理厂	2011 年 9 月	1	0.19	19%
卓资县污水处理厂	2011 年 11 月	1	0.43	43%
察哈尔右翼前旗污水处理厂	2011 年 12 月	1	0.32	32%
丰镇市污水处理厂	2011 年 12 月	2	1.38	69%
察哈尔右翼后旗污水处理厂	2012 年 1 月	1	0.14	14%
凉城县污水处理厂	2012 年 7 月	0.8	0.2	25%
化德县污水处理厂	2013 年 7 月	1	0.33	33%
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司 丰镇发电厂附属污水处理厂	2012 年 7 月	0.29	0.21	72%
合计		14.59	7.27	50%

资料来源：环保部，中金公司研究部

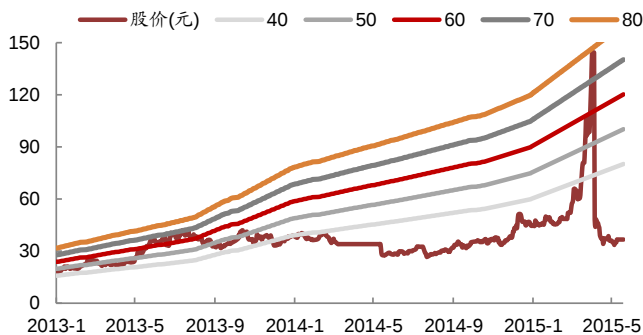


图表 3：万邦达 2015~2016 盈利预测调整明细（百万元）

(百万元)	调整前		调整后		调整幅度	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
营业收入	1,930	2,330	2,230	2,830	16%	21%
营业成本	1,432	1,730	1,663	2,115	16%	22%
管理费用	86	87	100	106	16%	22%
营业费用	19	12	22	14	17%	18%
净利润	329	425	369	500	12%	18%
EPS(元)	0.45	0.58	0.50	0.68	12%	18%

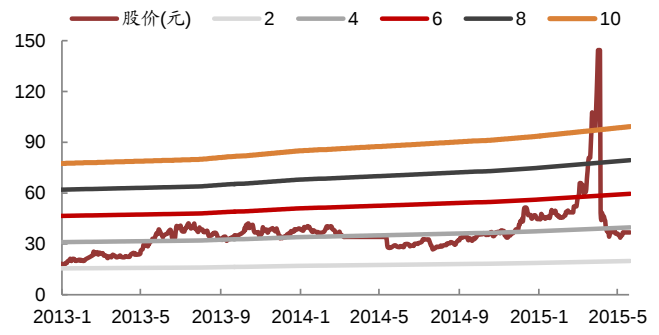
资料来源：中金公司研究部

图表 4：历史股价表现和市盈率区间（截至 2015 年 5 月 25 日）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 5：历史股价表现和市净率区间（截至 2015 年 5 月 25 日）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 6：环保公司估值表

		2015-5-25		投资建议	总股本	流通股本	总市值	EPS (元)				P/E				P/B				ROE			
		股价			(百万股)	(百万股)	(十亿)	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E
领域		A股公司	Rmb																				
节能	建筑节能	达实智能	32.03	推荐	576	204	18	0.14	0.20	0.28													
	工业节能	科达洁能	28.60	推荐	697	655	20	0.53	0.87	1.11	1.59	54	33	26	18	6.9	5.7	4.7	3.9	13%	17%	18%	22%
		天壕节能	38.41	推荐	329	229	13	0.35	0.43	0.57	0.69	110	89	67	56	10.0	9.1	8.2	7.3	9%	10%	12%	13%
	废气	国电清新	54.40	中性	533	531	29	0.34	0.51	0.92	1.08	160	107	59	50	13.0	11.8	10.7	9.5	8%	11%	18%	19%
中电远达		32.31	中性	601	512	19	0.35	0.39	0.59	0.68	92	83	55	48	6.8	4.1	3.9	3.7	7%	5%	7%		
龙源技术		19.89	中性	513	513	10	0.37	0.45	0.49	0.37	54	44	41	54	5.0	4.6	4.2	4.0	9%	10%	10%	7%	
减排		碧水源	62.05	推荐	1,077	647	67	0.78	1.13	1.58	2.02	80	55	39	31	13.7	10.4	8.3	6.6	17%	19%	21%	21%
	兴蓉投资	10.78	中性	2,986	1,731	32	0.25	0.27	0.34	0.41	43	40	32	26	4.7	4.3	3.8	3.4	11%	11%	12%	13%	
	维尔利	34.34	中性	348	64	12	0.08	0.28	0.44	0.55	429	123	78	62	6.2	5.9	5.3	4.7	1%	5%	7%	8%	
	重庆水务	12.91	中性	4,800	4,800	62	0.39	0.39	0.40	0.41	33	33	32	31	4.8	4.5	4.3	4.2	15%	14%	13%	14%	
	津膜科技	37.46	中性	261	105	10	0.31	0.41	0.58	0.74	121	91	65	51	12.5	11.1	9.6	8.2	10%	12%	15%	16%	
	首创股份	16.19	中性	2,410	2,200	39	0.25	0.25	0.35	0.43	65	65	46	38	5.8	5.5	5.2	4.9	9%	8%	11%	13%	
	中电环保	24.13	中性	338	102	8	0.20	0.25	0.33	0.38	121	97	73	64	4.7	4.3	4.0	3.6	4%	4%	5%	6%	
	万邦达	36.71	中性	735	172	27	0.19	0.26	0.45	0.58	193	141	82	63	5	5	4	4	3%	4%	5%	6%	
	国威	66.06	中性	348	207	23	0.60	0.72	1.07	1.40	110	92	62	47	10.2	9.5	8.4	3.3	9%	10%	14%	7%	
	土壤修复	高晶环境	91.92	推荐	162	40	15	0.86	0.71	1.15	1.69	107	129	80	54	16.3	14.4	7.4	6.5	15%	11%	9%	12%
环境监测	雪迪龙	29.39	推荐	605	75	18	0.22	0.33	0.60	0.75	134	89	49	39	6.9	5.9	5.1	4.3	5%	7%	10%	11%	
	凯迪电力	19.26	推荐	943	940	18	0.07	0.22	0.44	0.60	275	88	44	32	6.4	5.93	5.34	5.0	2%	7%	12%	16%	
	平均值										127	85	58	45	8.4	7.4	6.3	5.1	9%	10%	12%	13%	
	中位数										109	89	57	48	7.5	6.6	6.0	4.3	9%	10%	12%	13%	

资料来源：Wind，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
编辑：张莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

