

新兴蓝筹的典范，工业水处理行业的龙头

万邦达（300055）

创业板

评级：增持（维持）

公司调研报告

2010年8月30日 星期一

新能源小组

吴文钊

wwz@longone.com.cn

S0630210070003

联系人：陈俊鹏

021-50586660-8620

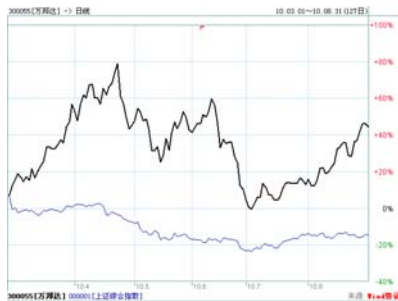
cjp@longone.com.cn

新能源与节能环保行业

基础数据

总股本（百万股）	114
流通A股（百万股）	29
流通B股（百万股）	0
可转债（百万元）	N/A
流通A股市值（百万元）	2602

股价表现



相关报告：

- 1、万邦达新股定价 2010/2/02
- 2、2010 年度环保行业中期策略报告

投资要点

- 符合新兴蓝筹“三要素”。随国家环保标准的不断提高，国家在石油化工、煤化工大项目的投入加大，工业污水处理行业空间越来越大。公司“EPC+C”的模式使公司毛利率得到大幅提升。公司的商业模式支持大规模的扩展，可以从中石油、神华集团扩展到中石化、中煤等重点企业及相关行业。
- 核心竞争优势。公司的比较竞争优势来自于：公司摸索出一套适合不同行业工业水处理的新工艺及解决方案，同时提供集“给水设计”与“污水处理、中水回用”一站式解决方案，形成了一定的技术壁垒。此外，公司以项目开发、项目推进与跟踪服务的营销模式确保了市场占有份额的持续性增长。
- 上半年与寰球工程公司的战略合作协议打开了新的增长空间。中国寰球工程公司是全球 100 强的工程服务公司，是中石油的全资子公司，在国内外重大的石油化工、煤化工项目上担任工程总承包角色。上半年公司与中国寰球工程公司的战略合作协议，为公司进一步承接中石油集团项目创造了更有利的条件，同时也存在与寰球工程公司一起承接海外项目的良好预期。
- 全年业绩略低于预期，但考虑到公司“EPC+C”的商业模式仍然处于营运初期，下半年托管业务量将逐渐达到预期，仍维持“增持”评级。由于宁东两个项目来水量低于预期，致使托管费下降，托管收入下降 3000 万元-4000 万元，下调每股 EPS0.2 元，全年 EPS 预计为 1.2 元。考虑到托管收入明年会正常释放，维持 2011 年 EPS 为 2.1。

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	476.7	560.7	982.6	1965.7
增长率(%)	26.9	18	75	100.1
归属母公司的净利润(百万元)	81.1	133.7	238.2	469.9
增长率(%)	111.3	65	78	97.1
每股收益-摊薄(元)	0.92	1.2	2.1	4.1
市盈率	75.8	75.8	43.3	22.2
PEG	1.2	1.0	0.45	--

1、中报收入确认低于预期

1、托管运营项目，原本预计宁东一期未在2010年6月整体试车，但由于神华工程项目整体试车延迟至2010年底，大部分装置未开导致水量不足，仅确认收入1170万。我们预计2010年托管运营收入将确认5000万（之前预计为8000万），贡献EPS0.20。

2、EPC项目。上半年没有新订单，下半年预计定单为中石油的3个主要项目大庆石化（总包为寰球工程，较确定）、呼石化、宁夏石化（总包为中石油工程建设公司，设计由地方设计院完成，万邦达以PC模式进入），预计确认收入为1.5亿元。除此之外，抚顺石化和中煤为另一个EPC收入来源，预计收入在1.5亿元。贡献EPS1.0元。

2、预计明年收入

1、托管运营项目，明年业绩正常释放，我们预计2011年托管收入将确认2亿元，贡献EPS EPS0.8元。

2、EPC项目。2011年EPC项目正常贡献EPS1.3元。主要项目为中煤项目后期、宁东烯烃二期合同以及其它新订单。

表1、公司主要客户汇总（主要为中石油和神华集团）

客户名称	项目名称	合同模式	合同总收入	2009收入	2008收入	2007收入	完成情况
中石油抚顺石化分公司	80万吨乙烯项目水处理	EPC	39416.76	26707.85	-	-	
中国寰球工程公司	神华宁煤烯烃循环水工程	EPC	20000.00	6549.68	13087.97	-	完成
神华宁煤	煤基烯烃项目	EPC	18651.37	4479.11	13997.65	-	完成
神华宁煤	二甲醚项目	EPC	11688.53	2791.63	8175.56	97.18	完成
中石油庆阳石化分公司	污水处理场工程项目	PC	3553.33	3044.11	-	-	
中石油庆阳石化分公司	回用水处理站工程项目	PC	3013.79	2656.40	-	-	
中石油吉林石化分公司	炼油厂污水改造项目	EPC	1685.97	-	1685.97	-	完成
神华宁煤	宁煤甲醇工程	EPC	1415.35	-	-	-	完成
	西柏坡深度处理工程1	EPC	4053.42	-	-	2434.95	完成
河北西柏坡发电有限责任公司	西柏坡返渗透项目	EPC	715.47	-	-	-	
	西柏坡深度处理工程2	EPC	134.5	-	134.5	-	完成
湖北新业烟草	湖北新业工程	EPC	382.1	-	21.54	48.05	
天津泰达	天津泰达工程项目	EPC	322.12	-	-	-	完成
丹东化纤	丹东化纤工程	EPC	266.55	-	-	-	
中石油大庆石化分公司	大庆炼化工程	EPC	110	-	16.89	93.11	完成
神华宁煤	宁煤甲醇项目	EPC	85.32	-	45.59	39.73	完成
中石油吉林石化分公司	吉化炼油厂污水改造工程	EPC	80.92	80.92	-	-	完成
合计			105575.50	46309.70	37165.67	2713.02	

资料来源：招股说明书、公开信息整理

表2、 公司主要运营项目

项目名称	项目名称项目进展情况	运营时间	合同金额	进展情况
单纯托管运营 (C) 业务				
神华宁煤煤基烯烃项目水处理系统运营	2009 年 6 月试运营, 2009 年 9 月签订正式合同, 目前正在运营过程中	15 年	约 6,300 万元/年	已贡献业绩
神华宁煤二甲醚项目水处理系统运营	2009 年 6 月试运营, 2009 年 9 月签订正式合同, 目前正在运营过程中	15 年	约 2,500 万元/年	已贡献业绩
6 万吨/年聚甲醛项目水处理系统运营	已签订正式合同, 预计 2010 年 9 月开始试运营	15 年	约 1,800 万元/年	
25 万吨/年甲醇项目水处理系统运营	已签订正式合同, 预计 2010 年 3 月开始试运营	15 年	约 2,200 万元/年	
中石油庆阳石化 300 万吨/年炼油搬迁改造集中加工项目污水处理及回用系统运营 BOT 业务	已签订意向协议书, 水处理系统正在由本公司承建, 预期 2010 年中期开始运营	15 年	约 1,500 万元/年	
神华宁东煤化工基地 (A 区) 污水处理工程 EPC+C 业务	已签订正式合同, 预计 2010 年下半年开始运营	19 年	约 3,400 万元/年	
中煤黑龙江公司“水处理系统优化、综合污水回用改造项目技术研究、工程总承包及协助运营” EPC+C 项目	已签订意向协议书, 本公司将于 2010 年初开始承建水处理系统, 预计 2011 年末进入试运营	15 年	将根据水处理系统装置开工情况与客户协商确定	

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

表3、未来5年煤化工、石油化工大项目梳理

国家大型煤化工、石油化工项目梳理					
		基地总投资额	预计水系统投资	预计项目时间	备注
广东揭阳石化	5000 万吨炼油项目一期	500	10	2013 前	2009 年底拿到路条, 目前正在进行环评等前期工作
浙江台州	2000 万吨炼油项目	800	16		2009 年 8 月上报发改委待批
云南	1000 万吨炼油项目	230	4.6	2012 年开始	2010 年 6 月, 缅甸-云南的原油输送管道开工, 预计 2010 年 10 月开始平整土地
宁夏	宁东煤炼油一期	500	10		2009 年 11 月可研报发改委批准, 争取 2010 年底开工
榆林	神华陶氏煤制烯烃一期	700	14		2010 年 3 月获能源局路条
内蒙古	鄂尔多斯煤制天然气	140	2.8		等待国家发改委核准
汇能集团	鄂尔多斯煤制天然气	88.7	1.8		2009 年 12 月已获发改委核准
大唐发电	赤峰克旗煤制天然气	257	9	2009 年--2012 年	2009 年 8 月获发改委核准

资料来源: 东海证券研究所、公开资料整理

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊, 汽车行业分析师, 工学学士、经济学硕士。1年汽车制造企业工作经验, 2年半证券公司汽车行业研究经验, 2010年3月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: 江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、华芳纺织。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122