

## 金达莱(830777)

## 分散式污水处理技术领先，市场空间广阔

## 基本数据

2016年5月25日	
收盘价(元)	26.3
总股本(万股)	20000
流通股本(万股)	10221.2
总市值(亿元)	52.6
每股净资产(元)	3.13
PB(倍)	8.4

## 财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	308.58	504.49	807.19	1167.19	1615.39
净利润(百万元)	118.14	222.40	353.10	524.63	736.84
毛利率	62.2%	66.7%	66.0%	66.0%	66.0%
净利率	24.8%	38.2%	44.1%	43.7%	44.9%
ROE	26.2%	35.2%	35.8%	34.8%	32.8%
EPS(元)	0.59	1.39	1.77	2.62	3.68

**专注于分散式污水处理。**公司主营业务为污水处理成套设备的研发、生产与销售，采用兼氧FMBR技术和JDL-重金属废水处理技术，专注于分散式生活污水治理领域和电镀、印刷电路板等行业重金属废水治理。

**两项核心技术达国际先进水平。**公司自主研发两项核心技术---兼氧FMBR技术和JDL-重金属废水处理技术，均达到国际先进水平。两项技术突破了传统技术建设施工难、产生二次污染、运维复杂等诸多问题，开创了污水处理由工程化向装备化的转型、由大集中向小集中及分散处理转型的新模式，极好的契合了当前市场需求及发展要求。

**盈利水平领先。**与行业内同类公司比较，金达莱毛利率和净资产收益率均显著领先，公司盈利能力强。近两年，由于销售毛利率较高的成套设备销售收入占比不断提高，公司总体销售毛利率连续提高。

**村镇污水处理空间巨大。**2014年，全国2892个重点镇中，对生活污水进行处理的镇占比为30.8%；同时，生活污水进行处理的行政村占比为9.98%，污水处理比例偏低。城市集中式污水处理发展空间较小，村镇污水处理率有待提高，农村、中小城镇地区分散式污水治理模式已加以推广。公司专注于分散式生活污水治理，有望在未来占据较大的市场份额。

## 盈利预测

预测公司2016、2017年归属于上市公司股东的净利润分别为3.53亿元、5.25亿元，每股收益分别为1.77元、2.62元。2016年5月25日收盘价对应于公司2016、2017年动态市盈率分别为14.9倍、10.0倍。

## 风险提示

市场竞争风险，技术被超越的风险，应收账款回收风险，政策风险。

研究员 王静

[jinggzi@sina.cn](mailto:jinggzi@sina.cn)

010-85715117



## 目 录

专注于分散式生活污水治理和重金属废水治理 .....	1
污水处理市场仍处增长期，村镇市场潜力巨大 .....	1
具有核心技术，盈利水平领先 .....	3
设备销售良好，利润保持高增长 .....	6
盈利预测 .....	8
附表 .....	9

## 图表目录

图表 1 金达莱主要产品及服务情况.....	1
图表 2 2007-2014 年污水排放量统计图 .....	1
图表 3 2006-2014 年县城污水处理率 .....	2
图表 4 2011-2014 年我国化学需氧量和氨氮排放量.....	2
图表 5 集中式和分散式污水处理模式概况.....	3
图表 6 兼氧 FMBR 技术优势.....	4
图表 7 JDL-重金属废水处理技术比较优势.....	4
图表 9 金达莱业务运营模式.....	5
图表 10 金达莱主要可比企业情况.....	5
图表 11 金达莱营业收入、净利润与同类公司比较.....	5
图表 11 金达莱盈利能力与同类公司比较.....	6
图表 13 2013-2015 年金达莱收入、利润及增长情况 .....	6
图表 14 2013-2015 年金达莱收入构成 .....	7
图表 15 金达莱 2013-2015 年分产品销售毛利率 .....	7

## ■ 专注于分散式生活污水治理和重金属废水治理

江西金达莱环保股份有限公司成立于2004年,主营业务为污水处理成套设备的研发、生产与销售,并为污水排放企业及专业污水处理企业提供污水处理与资源化整体解决方案。

公司控股股东、实际控制人为廖志民,直接持有公司5065.14万股股份,占公司总股本的67.54%。廖志民为教授级高级工程师,曾任华东交通大学任土木建筑学院讲师,现任江西金达莱环保股份有限公司董事长兼总经理。

公司采用兼氧FMBR技术和JDL-重金属废水处理技术,专注于分散式生活污水治理领域和电镀、印刷电路板等行业重金属废水治理。

图表1 金达莱主要产品及服务情况

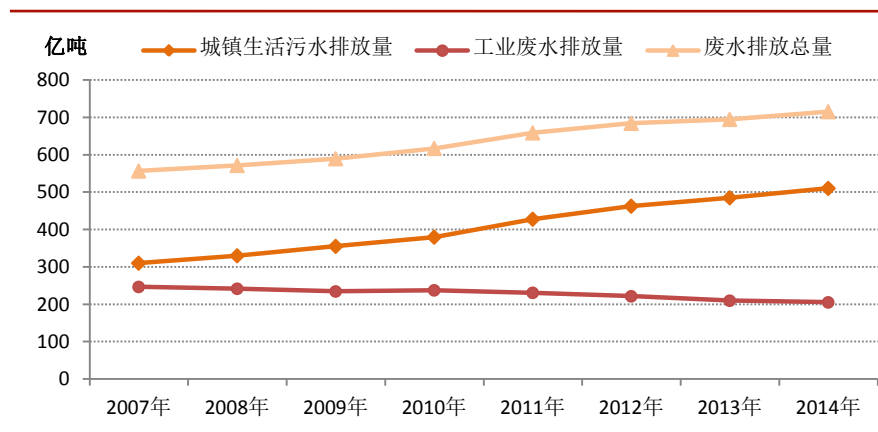
业务类型	产品和服务	技术/工艺	用途
污水处理成套设备	JDL-膜技术污水处理器	兼氧FMBR技术	公司核心产品,主要用于生活污水、印染、养殖、皮革、食品加工等有机废水处理工程,特别适用于乡镇、农村、高速公路服务区等分散排污区域。
	JDL-重金属废水处理器	JDL-重金属废水处理技术	应用于重金属废水处理工程。
污水处理与资源化整体解决方案	工程设计	兼氧FMBR技术/JDL-重金属废水处理技术	向客户提供包括污水处理技术咨询、污水处理工程设计、建设、维护、运营等污水处理领域一体化服务或部分环节的服务。
	设备提供		
	工程建设		
	工程维护		
	技术咨询		
	设施运营		
	水体监控、检测、修复	兼氧FMBR技术/JDL-重金属废水处理技术	向客户提供包括污水处理技术咨询、污水处理工程设计、建设、维护、运营等污水处理领域一体化服务或部分环节的服务。

资料来源:公开转让说明书

## ■ 污水处理市场仍处增长期,村镇市场潜力巨大

- 生活污水处理将成水处理市场的主要增长点

图表2 2007-2014年污水排放量统计图

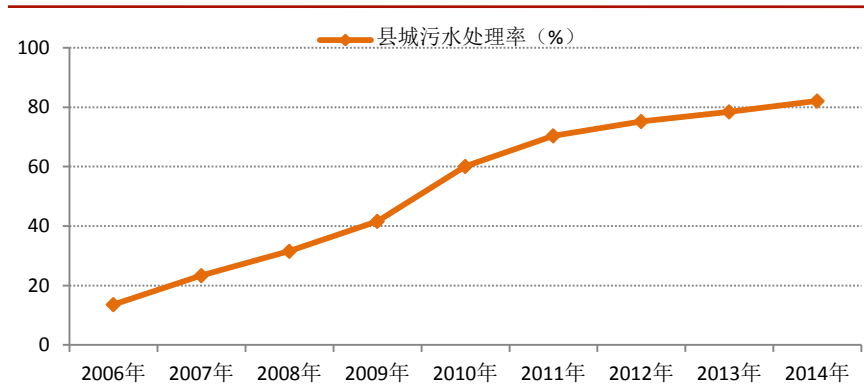


资料来源:环保部

目前，我国面临着水资源匮乏、水污染严重的现状，大力发展污水处理行业成为了解决水污染问题的当务之急。近年来，我国总的污水排放量呈现逐年增加的趋势，其中生活污水排放量以年均 6% 左右的速度增长，而工业废水每年排放量呈现缓慢下降的趋势，未来生活污水处理市场将成为水处理市场的主要增长点。

据《2014 年城乡建设统计公报》发布，2014 年，城市年污水处理总量 401.7 亿立方米，城市污水处理率 90.18%，比上年增加 0.84 个百分点；县城全年污水处理总量 74.3 亿立方米，污水处理率为 82.11%，比上年增加 3.64 个百分点，至年末，全国县城共有污水处理厂 1554 座，比上年增加 50 座。

图表 3 2006-2014 年县城污水处理率



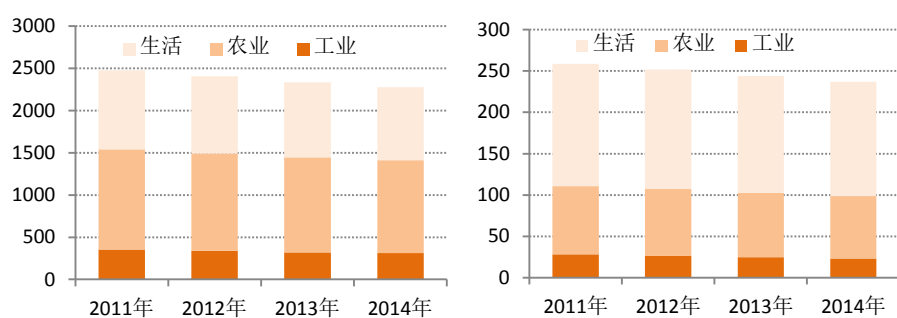
数据来源：住房和城乡建设部

根据《2014 年全国重点镇建设发展概况》数据，2014 年，2892 个重点镇中，对生活污水进行处理的镇 892 个，占所统计重点镇的 30.8%。“水十条”提出，到 2020 年，全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力，县城、城市污水处理率分别达到 85%、95% 左右。京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。

根据《2014 年全国城乡建设统计公报》，2014 年，全国 9.98% 的行政村对生活污水进行了处理，行政村污水处理比例偏低。依据《水污染防治行动计划》，到 2020 年，新增完成环境综合整治的建制村 13 万个，农村生活污水处理率将达到约 30%。村镇污水处理空间巨大。

随着大中型城市集中式污水治理率的进一步提高，城市集中式污水处理发展空间较小，农村、中小城镇地区分散式污水的治理已作为提高我国整体污水处理率的发展模式加以推广，该模式的普遍运用，将缩小污水治理行业区域性发展不平衡的状况。

图表 4 2011-2014 年我国化学需氧量和氨氮排放量



数据来源：环保部

化学需氧量与氨氮是我国废水中的主要污染物指标。2011-2014 年，我国农业废水污染物排放量远超工业废水污染物排放量。在化学需氧量指标中，农业排放量近排放总量的一半。

农村污水排放量大，但全国范围内乡镇、村污水处理覆盖率低，不少已建成设施由于技术缺陷还面临大量闲置的状况，提升空间巨大。

### ● 生活污水治理的重点逐渐由集中式转向分散式

按照污水治理设施的辐射范围来划分，污水治理的模式可分为集中式和分散式。

图表 5 集中式和分散式污水处理模式概况

类型	简介	优缺点
集中式	绝大多数城市采用的治理模式，建设覆盖城镇污水排放点的管网收集污水，输送到统一污水处理设施进行集中治理。	运行负荷率偏低，用于污水收集的管网铺设投资巨大，污水长距离输送存在隐患；集中式污水处理厂和再生水回用单位的分离，不利于再生水回用，造成水资源浪费。
分散式	在相对较小的区域范围内建设中小型污水处理设施。	适用于污水收集困难、管网投资高、占地面积大和施工不便等情况，特别是乡镇农村、风景名胜区、高速公路服务区等区域，可便捷、快速地实现污水处理及中水回用。

资料来源：公开转让说明书

我国乡镇村居住人口较少且地理位置较为分散，难以通过集中式污水处理的方式对其生活污水进行处理，在乡镇村等零星污水排放点进行分散式处理将成为我国提高生活污水治理率，改善水环境污染的重要方式。

适合分散式污水处理技术的市场尚未充分开发，污水治理的重点将逐渐由集中式转向分散式。污水处理企业将逐渐加大对分散式污水处理市场的开拓力度，在该领域处于领先地位的企业将在市场竞争中获得先发优势，有望占据较大的市场份额。

### ● 工业废水集中治理将成重要方向

在我国工业发展初期，缺乏相应的工业布局及环境规划，工业企业较为分散且规模偏小，环境监管难度大，工业废水乱排放或不达标排放的情况比较严重，造成水体环境大范围的污染。未来工业化园区的建设，特别是专业化的工业园区建设，将成为各地发展工业与保护环境并重的新模式。专业化园区建设能够减少分散布局中污染监管和治理难度大、废水治理不经济的弊端，有利于工业废水的集中治理。工业废水集中治理的发展方向对污水治理企业提出了更高的要求，必须具有先进、高效、低成本的污水处理技术积累，以及大规模工业废水治理的整体解决方案提供能力。

## ■ 具有核心技术，盈利水平领先

### ● 自主研发的核心技术优势明显

公司自主研发两项核心技术，兼氧 FMBR 技术和 JDL-重金属废水处理技术。根据鉴定，兼氧 FMBR 技术达到国际领先水平，JDL-重金属废水处理技术达到国际先进水平。

兼氧 FMBR 技术是对常规 MBR 技术的重大突破，依托该技术所生产小型化、集成化的污水处理成套设备，具备可集中可分散、就地安装、就地回用、

占地面积小、建设周期短等优点，高度契合了分散式生活污水治理所需达到的要求。

图表 6 兼氧 FMBR 技术优势

指标	传统活性污泥法	常规 MBR 技术	兼氧 FMBR 技术
剩余有机污泥产量	A	1/3A~1/2A	<5/100A
出水水质	达标排放	回用水标准	回用水标准
占地面积 (平方米/吨水)	0.6~1	0.3~0.5	<0.2
建设周期	长	较长	较短
管理方便性	需专人管理(需要处理污泥)	需专人管理(需要处理污泥)	可实现无人值守
装备化水平	难以装备化	较难装备化	易装备化

资料来源：公开转让说明书

2016年3月，FMBR技术顺利通过国家重大水专项课题验收，专家针建议：加大政策扶持力度，加强成果推广应用；“十三五”期间，在本课题成果的基础上，深化同步脱氮除磷机理的研究。

JDL-重金属废水处理技术能有效分离水中不溶性金属化合物及其它悬浮物，可实现重金属资源高效回收利用，处理效果明显优于普通沉淀工艺，可形成高浓度、高纯度重金属污泥。

图表 7 JDL-重金属废水处理技术比较优势

指标	常规重金属废水处理技术	JDL-重金属废水处理技术
危废量	需要加入混凝剂、絮凝剂，危废量大且难以回收污泥中的重金属	无需加入混凝剂、絮凝剂，危废量大幅减少，可实现重金属污泥回收利用
出水水质	不易稳定达标	稳定达标
控制管理	控制点多，操作复杂	控制点少，易操作
建设周期	较长	较短
占地面积	工艺复杂，占地面积大	工艺简单，占地面积小

资料来源：公开转让说明书

由于农村环境综合整治、城市黑臭水体治理、海绵城市建设等一系列规划需要，适用于分散式污水处理模式的污水处理技术需求大大增加。公司在污水处理领域长期耕耘，形成的两项独有的核心技术突破了传统技术建设施工难、产生二次污染、运维复杂等诸多问题，开创了污水处理由工程化向装备化的转型、由大集中向小集中及分散处理转型的新模式，极好的契合了当前市场需求及发展要求。

### ● 公司具备强大的研发实力

公司建立了一支高效、稳定的人才队伍，现有技术及研发人员 127 人，占公司员工总数的 31.83%，员工受教育程度本科及以上学历 153 人，占公司员工总数的 38.64%。公司拥有国内外授权专利 76 项，其中发明专利 52 项，产品和技术先进、成熟、创新点突出，处于行业领先地位。

经环保部批准，公司设立了国内唯一一家“国家环境保护电子电镀废水处理与资源化工程技术中心”，承担电子电镀废水处理与资源化相关技术标准和技术规范的研究工作；此外，公司设有环境管理学科的博士后工作站，是目前在全国范围内经批准设有该学科博士后工作站的十六家企事业单位、科研院所之一。

### ● 业务主要采用 EPC 和委托运营模式

公司围绕水污染治理形成了“新技术研发+咨询+工程设计+产品制造+产品销售+运营管理与资源回收+售后服务”一体化经营商业模式。

图表 8 金达莱业务运营模式

业务类型	业务模式	模式简介
大型污水处理项目	EPC 模式或 EPC+C 模式	公司与客户签订项目合同，对项目的勘察、设计、采购、施工、试运行等实行全程或若干阶段的承包以完成项目建设。项目验收后，按客户要求决定是否由公司继续提供污水处理运营服务。
重金属废水处理	委托运营	由客户自主建造污水处理工程，建成后公司接受委托为其提供专业污水处理运营服务并收取污水处理费。
	B00 模式	由公司或第三方合资成立项目公司投资建设污水处理工程，建成后由公司或项目公司为其提供专业污水处理运营服务并收取污水处理费。

资料来源：公开转让说明书

公司实施以直销为主、发展区域合作为辅的营销模式，积极与具备区域或国际市场开拓能力的第三方或代理商等合作进行市场开拓。目前业务已扩展到全国 28 个省市，基本形成全国性的战略布局，同时公司也得到了世界 500 强企业的关注，并签订了战略合作协议。

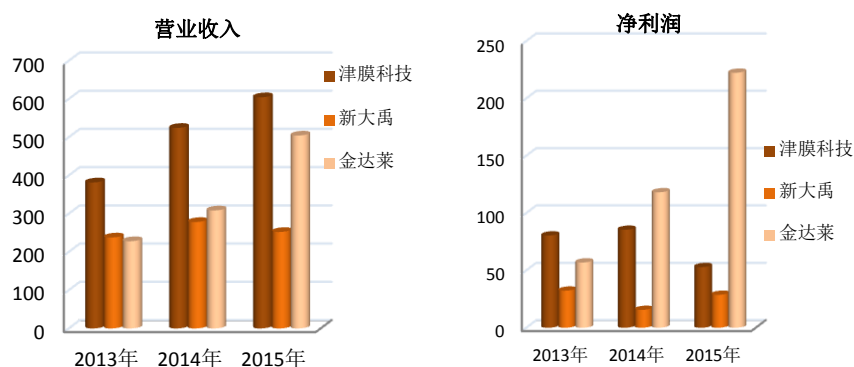
### ● 盈利水平领先

图表 9 金达莱主要可比企业情况

公司	简介	主要业务
北京碧水源科技有限公司	拥有膜材料制造技术、膜组件设备制造技术和膜应用工艺技术，提供以膜法水处理为核心的整体技术和工程解决方案。	膜技术研发以及膜设备制造、城市污水和工业废水处理、固废污泥处理、自来水处理、水务工程建设，民用商用净水设备。
广东新大禹环境工程有限公司	集技术投融资、项目建设和项目托管于一体的综合性专业环境工程公司，在废水收集与自动监控系统方面具有一定的优势。	污水处理工程施工 污水处理设施运营 环保咨询
天津膜天膜科技股份有限公司	以膜材料和膜过程研发、膜产品规模化生产、膜设备制造以及膜工程设计施工和运营服务为产业链的企业。	生产、销售中空纤维膜、膜组件、膜分离设备、水处理设备及相关产品

资料来源：各公司年报

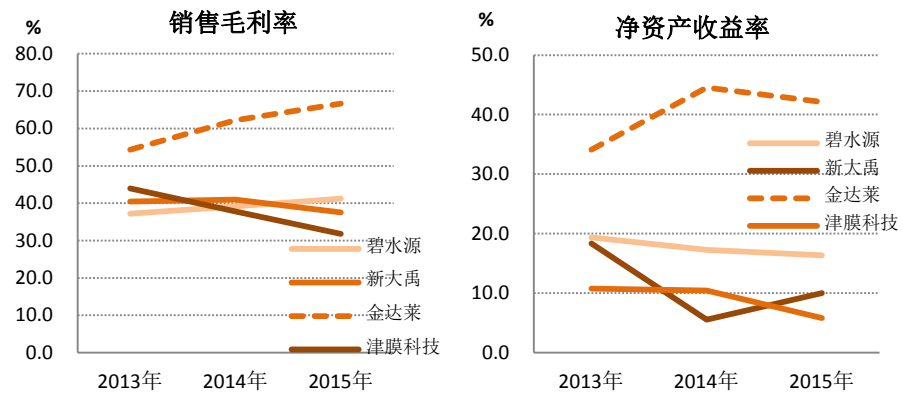
图表 10 金达莱营业收入、净利润与同类公司比较



数据来源：choice

从收入规模比较,金达莱 2015 年收入规模远大于新大禹,与津膜科技接近,从净利润比较,金达莱 2014、2015 年净利润均高于津膜科技,金达莱销售利润率相对较高。

图表 11 金达莱盈利能力与同类公司比较



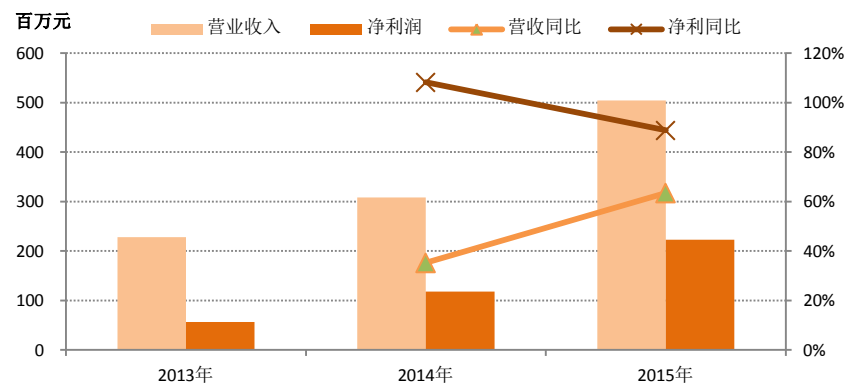
数据来源: CHOICE

从毛利率和净资产收益率看,金达莱均显著领先,公司盈利能力强。近两年,金达莱销售毛利率连续提高,主要是由于销售毛利率较高的成套设备销售收入占比不断提高。

## ■ 设备销售良好, 利润保持高增长

### ● 收入稳健增长, 利润率保持较高水平

图表 12 2013-2015 年金达莱收入、利润及增长情况



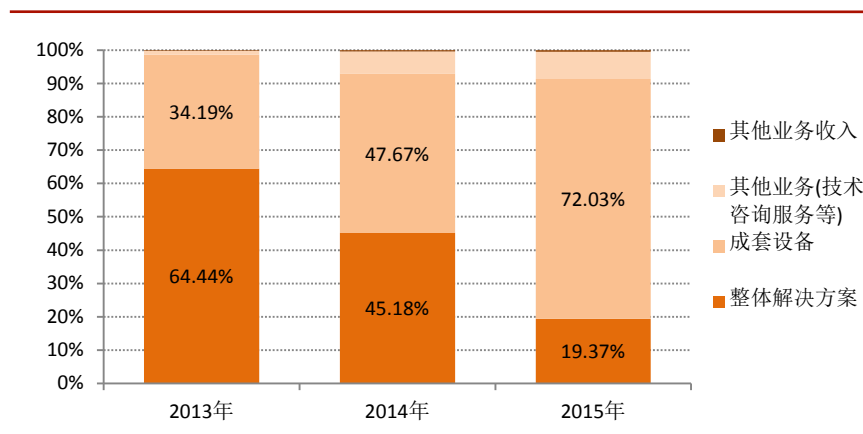
数据来源: 公司年报

2015 年,由于生产装配时效提高,公司实现营业收入 5.04 亿元,同比增长 63.49%,同期营业成本上升 44.00%,低于收入增速,毛利率由上年的 62.18% 提高至 66.69%。同时管理费用和销售费用增幅较低,使得营业利润和净利润实现大幅增长,全年实现净利润为 2.22 亿元,同比增长 88.78%。

2013-2015 年收入年均复合增长率 48.7%,净利润年均复合增长率 98.3%。



图表 13 2013-2015 年金达莱收入构成

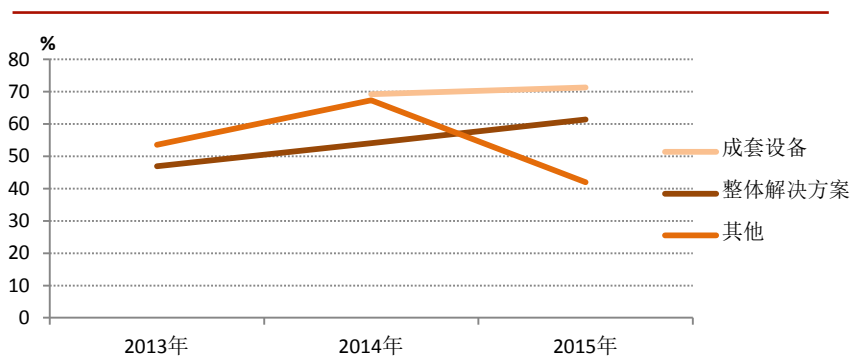


数据来源：公司年报

公司成套设备销售收入由 2013 年的 7801.9 万元快速增至 2015 年的 3.63 亿元，占全部销售收入的比重也显著提升，2015 年升至 72.03%，为公司的主要收入来源。

以“FMBR 技术”为核心形成的专利设备，因其管理方便、选址容易、占地小、有机污泥近零排放等优点，已成为众多地区乡镇、村污水治理的首选方案。2015 年，公司乡镇村污水处理设备新增销售 400 余套，比上年同期增长 1 倍多。

图表 14 金达莱 2013-2015 年分产品销售毛利率



数据来源：公司年报

公司具有较强的盈利能力，近三年销售毛利率均在 50% 以上，分产品与服务类型看，成套设备销售毛利率最高，在 70% 左右。

### ● 推进区域打包销售模式，计划拓展海外市场

公司独有的 FMBR 技术正在被市场认可，并得到了专业人士的高度评价，有助于进一步拓展市场。公司将推进区域打包的污水处理销售模式，进一步扩大公司核心技术的应用，保持业绩加速增长态势。

公司获得了多项国外发明专利，为国际市场推广奠定了基础。公司将借助在国际上的既有声誉，以及现有海外销售经验，通过与国际知名企业的战略合作以及公司自身的推广应用，进一步拓展海外市场，打造国际影响力。

另外，公司将进一步加强配套运维管理，扩大 4S 流动站点建设及远程监控，提升客户体验，打造远近结合、简单高效的运维模式，以保证设备长期有效的运转。

## ■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析,对公司进行盈利预测,预测公司 2016、2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3.53 亿元、5.25 亿元,每股收益分别为 1.77 元、2.62 元。2016 年 5 月 25 日收盘价对应于公司 2016、2017 年动态市盈率分别为 14.9 倍、10.0 倍。

## ■ 附表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>利润表</b>					
营业总收入	308.58	504.49	807.19	1167.19	1615.39
营业成本	116.71	168.06	274.44	396.85	549.23
税金及附加	4.55	7.02	7.02	7.02	7.02
销售费用	24.51	27.58	44.14	63.82	88.33
管理费用	28.85	30.83	49.32	71.32	98.71
EBIT	133.96	271.00	432.26	628.18	872.10
非经营或非经常性损益	12.80	7.97	0.00	0.00	0.00
财务费用	2.61	(0.96)	(0.34)	(5.07)	(9.39)
营业利润	123.96	252.40	413.04	613.68	861.92
所得税	18.88	37.82	60.00	89.14	125.20
净利润	118.14	222.40	353.04	524.54	736.72
<b>资产负债表</b>					
货币资金	123.06	188.56	328.51	561.86	1036.14
其他流动资产	282.82	617.95	800.26	1181.67	1555.60
固定资产	81.71	76.01	98.94	132.24	177.89
无形及其他非流动资产	30.28	56.95	55.19	53.43	51.67
资产合计	587.93	990.86	1334.29	1980.59	2872.69
流动负债	128.31	346.48	336.82	458.49	613.75
非流动负债	10.32	12.53	12.53	12.53	12.53
股东权益	449.30	631.85	984.95	1509.57	2246.42
负债及股东权益合计	587.93	990.86	1334.29	1980.59	2872.69
<b>现金流量表</b>					
经营活动现金流	61.09	59.08	226.53	269.59	524.08
投资活动现金流	(52.01)	1.12	(27.00)	(41.40)	(59.33)
融资活动现金流	92.39	(2.81)	(59.59)	5.17	9.53
现金增加净额	84.05	50.63	139.95	233.35	474.28
NOPLAT	115.47	231.64	369.47	536.94	745.43
公司自由现金流	51.57	38.05	199.06	227.31	467.61
<b>成长性</b>					
收入增长率	35%	63%	60%	45%	38%
EBIT 增长率	82%	102%	60%	45%	39%
净利润增长率	108%	89%	59%	49%	40%
毛利率	62%	67%	66%	66%	66%
EBIT 率	43%	54%	54%	54%	54%
净利率	38%	44%	44%	45%	46%
<b>收益率</b>					
净资产回报率 ROE	26%	35%	36%	35%	33%
总资产回报率 ROA	20%	22%	26%	26%	26%
投入资本回报率 ROIC	25%	33%	38%	36%	33%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	113.75	159.65	150.00	150.00	150.00
应收账款周转天数	217.90	257.36	257.36	257.36	257.36
总资产周转天数	551.36	563.30	518.50	511.21	540.79
资本支出/收入	4.1%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24%	36%	26%	24%	22%
利息保障倍数	51.2	(281.0)	(1054.1)	(121.6)	(91.6)
净负债率	-24%	-20%	-33%	-37%	-46%