



电子快报

德润环境20%股权收购

导读

● 热点问答

热点问答

1. 德润环境2017年一季度净利润3.49亿，去年全年只有7.24个亿，德润环境未来盈利发展趋势如何？公司如何看待本次并购的估值情况？

答：先对德润环境的财务数据做一个说明，之后分析项目估值和对公司的盈利贡献。

关于2016年德润环境盈利数据。德润环境2016年1~11月累计盈利近9亿，到12月全年盈利反而只有7亿，减少了近2亿，主要是由于德润环境其中一个主要子公司重庆水务的税收优惠政策在2016年末发生了变化。重庆水务核心业务之一的污水业务原来一直享有免缴增值税的优惠政策，于2016年底，重庆水务接到税务局通知，对过去18个月的增值税进行补缴，然后税务局再返还70%，根据此项新的优惠安排，重庆水务于2016年底计提了5亿多的税费，于2017年一季度上缴，并已获得70%，近4亿元的返还，相关税收和返还的信息可于重庆水务公开披露的信息中查阅。公司将上述特殊因素进行调整后，计算出德润环境2016年正常盈利约10亿，公司按20%权益比例约占2亿。



关于收购对价。公司对德润环境20%股权的最终中标价是44.08亿，预计交易将于5月底完成。公司20%的权益对应的是德润环境2017年5月底的净资产数据，包含了德润环境2017年1~5月的盈利以及2016年的含权分红。如果公司于近期收到德润环境2016年的分红，公司将在会计上冲抵44亿的对价，这种情况类似于公司2015年底收购贵州银行的收购安排，公司未来账面对价将低于44亿。按照公司不高于44亿元对价以及获得德润环境年度利润2亿元计算，市盈率为21-22倍。基于对德润环境及其下属2家主要子公司的发展前景的判断，公司认为该市盈率合理。从另外一个指标——静态资产回报率来看，用2亿盈利除以不超过44亿的收购对价，得到静态资产回报率在4.5~4.6%之间。比照公司现有财务状况和融资成本，以及本次交易绝大部分资金是用自有存款，这个收益率高于存款利率，也高于本次融资成本。除自有资金外，公司还采用了少部分短期周转贷款，公司平均融资成本年率为4.15%，未来公司会考虑用中长期的再融资方式去替换，总的融资成本预计不会高于4.5%（税前），税后融资成本约3.3%。从目前公司的净现金状况看，4.5%税后利润回报率不但符合公司的回报标准，也可形成对公司现阶段利润的重要补充。

关于财务数据和估值。德润环境2017年盈利贡献为0.45~1.2亿，这是基于7个月的口径，反算出来是1~2亿之间，区间差异主要在于收购溢价，即交易价与德润公司2017年5月底账面净资产的差异如何进行会计处理。目前，溢价初步估计超过20亿，由两部分组成：德润环境可辨认资产和负债的公允价值，这个需要在收购完成后请评估机构评估，1）公允价值和账面净值之差作为长期股权溢价，每年进行摊销（类似收费公路收购溢价的处理）；2）公允价值与交易对价之差作为收购商誉，每年要做减值测试（不需要计提）。



根据公司对德润环境业务和资产的初步分析，以及对收购和交易价的组成分析，公司初步判断溢价绝大部分由商誉构成。商誉可能由几部分组成：①德润环境是重庆市国资背景的大企业，对重庆区域市场形成垄断，存在现在和未来的垄断价值；②品牌价值，包括下属三峰环境和重庆水务有关技术设备和管理类的整体品牌价值；③下属重庆水务已经是上市公司，包含了重庆水务作为上市公司的价值；④公司转型的意义所在，重庆水务和三峰环境下属的若干项目（包括本地和全国）是永续经营的，永续经营的估值模型和收费公路有限经营的估值模型是有差异的，这个差异形成商誉。因此，经初步判断，公司认为溢价绝大部分构成商誉，即我们认为对2017年的盈利贡献更多地靠近2亿的方向。

德润环境2017年第一季度数据的3亿多包含了由于2016年底税务调整的影响，存在不可比因素。经公司初步计算，与2016年相比，德润环境整体保持稳步增长，从收入上可以看出来（增长了4个多点），但盈利不能简单从数据上去分析。

2. 德润环境的收购背景和历史是怎样的？其规模有多大、股东有哪些？

答：德润环境于2014年成立，于2015年，在中国和法国两国总理见证下完成增资。股东有两家：重庆水务资产经营有限公司（“水务资产”）和苏渝实业公司（“苏渝实业”）。其中，水务资产是重庆市国资体系8个直管的投资企业之一，也是重庆水务环保产业资本运作平台公司。重庆的环保产业和经营性资源基本都在水务资产旗下，同时，水务资产也在积极拓展新业务。2015年，水务资产的总资产达835亿、净资产达270亿。目前，水务资产业务很全面，除了重庆水务是负责重庆市自来水和污水处理业务外，三峰环境承担了重庆市垃圾焚烧处理业务，并且



还有全国性垃圾焚烧业务；此外，在本次并购标的之外的，水务资产还负责重庆市水利设施的投资、建设和运营。另一家股东是苏渝实业，它的两个股东之一的苏伊士环境是全球排名第一或第二的环境产业集团，特别在水务和固废管理领域有很强的技术和管理能力。近几年，它在中国及全球的业务发展良好，苏伊士环境很看重中国市场，设立德润环境的目的是苏伊士环境希望把中国西南甚至全国业务通过德润环境进一步整合和扩大。德润环境的另一个相关股东是苏渝实业的另一股东香港新创建，香港新创建在国内的环保资产主要是在西南地区，如德润环境及与苏伊士环境的合资公司。

德润环境有两个重要子公司。其中，三峰环境是专业从事固废，特别是城市生活垃圾的焚烧发电处理的公司，目前其产业链健全，包括炉排炉（垃圾焚烧发电设备）的研发、制造和销售、垃圾焚烧项目的特许经营（BOT）、受托运营管理垃圾焚烧发电，这家公司在国内的市场占有率位于前三，其设备的市场占有率位于全国第一。目前，三峰环境已经运营的项目有11家，日处理能力达14300吨。三峰环境近几年成长快速，目前已经获得的订单有12个，分布在全国重要城市。这12个项目中有7个项目已经开工建设，在未来2~3年内，这些在建项目的产能将逐步释放，从而给三峰环境的业绩带来明确增长；另外5个项目也已经和各地政府签约并在进行前期工作。另外一家子公司，重庆水务是一家上市公司，承担重庆市自来水业务，每天达218.65万立方米；另外，它承担重庆市污水处理业务，目前有污水处理场49个，每天污水处理能力达222万立方米。重庆水务在重庆市承担了非常重要不可代替的给水、污水处理功能，随着重庆市人口以及对水方面的需求、标准的不断提升，我们判断重庆水务的业务也会稳定增长。



3. 德润环境未来几年的盈利增长是否有什么指引？这次投资挺大，公司未来环保目标可能占比更大，不知道这么大投资过后，近期公司是否还有投资环保项目的动作？

答：德润环境盈利增长就定性和空间方面，刚才已经作了一些描述。下面提供德润环境2016年的增长状况，供大家参考。德润环境两个核心业务和资产，重庆水务占50%，三峰环境占57%。重庆水务目前处于稳定增长阶段，其2016年与2015年相比利润增长5.7%，公司预期它将在10%以内稳定增长。三峰环境未来在相当长的时期内处于高增长态势，这取决于它目前的发展阶段，如市场扩展、设备领先能力。三峰环境2016年收入增长超过30%、净利润增长超过26%，供大家参考。

收购德润环境之后，公司在传统主业和环保布局和考虑方面想与大家做一些探讨。公司在两年前制定了五年发展战略，明确提出主业整固提升和新产业的转型发展，新产业的转型发展公司定位为大环保概念，主要内容是水处理和固废处理两大领域。经过两年半以来的实践，公司在整固提升收费公路主业方面做出了扎实的工作，取得了一定成果：以PPP模式获取了外环整个项目25年收益权，从大股东手里收购了武黄高速剩余45%股权，于今年年初收购益常高速100%股权。这个战略期，公司已经在传统收费公路行业上，无论是收费公路里程、资产规模，还是利润贡献方面都达到了新的高度。同时，公司整个管理层已在积极实施新的产业转型，即环保领域的工作。公司基于对行业的判断，认为环保行业的行业发展空间巨大、国家产业政策强，同时又是特许经营，非常符合公司这种在基础设施领域具有领先地位的、国企背景上市公司的转型方向。公司在发展环保业的策略是高起点发展，与行业品牌者为伍。过去两年，公司分别收购了水处理、水环境规划设计前端机构——水规院15%股权并和它组成战略联盟；去年和今年在深汕合作区实质性拿到一些水处理项目。收购德润环境后，



公司可以进一步和德润环境本身，一是重庆水务、三峰环境，分享它们在环保领域里的管理、技术和市场资源，同时又可以和德润环境的第二大股东苏渝实业及其大股东苏伊士环境在环保领域进一步进行深层次合作，最终公司将形成收费公路和环保两大主业。公司对环保业的投资要求是不低于传统收费公路行业，公司在环保业的人才、业绩、管理、技术方面都属于起步阶段，并购德润环境20%股权后，协同拥有15%股权的水规院，公司将具备新的在环保行业发展的能力，最后将聚焦环保细分市场的一两个领域，更多地开展控股的项目，增加公司收入和业绩贡献，实现在环保领域里的持久持续发展。

4. 看新闻上说，三峰环境打算上市，不知道公司这边是否有更多的信息？三峰环境有12个项目，7个开工建设，其他已经签约，想了解这12个项目的规模有多大？有没有金额上的数据？

答：三峰环境在行业中是比较优秀的企业，目前已经运营的有11个项目。据了解，另外12个项目中有3个在重庆且规模较大，一个是正在建设的、目前亚洲第一大的重庆百果园项目（4500吨/日），第二个是重庆玉林项目（3000吨/日），第三个是重庆涪陵-长寿项目（1500吨/日）；其他在建项目还包括：广西南宁项目（2000吨/日），目前基本具备运营条件，而且项目得到非常高的肯定；广东梅州项目；辽宁鞍山项目；甘肃白银项目。另外还有5个签约项目分布在新疆、浙江绍兴、以及重庆。这12个项目的产能一共是19650吨/日，在建项目产通已达14100吨/日，预计随着这些项目的建成投产，产能将是双倍规模。我们没有这些项目相关金额的准确数据，一般都在行业内的投资水平，投资者可以了解一下行业情况。

三峰环境目前正处于IPO前期工作阶段，相关工作正在进行中。



5. 德润环境的负债率是多少？看到2015年底水务资产对它有增资，未来德润环境是否还有增资计划？

答：德润环境过去几年的负债率都比较低，约在30%多，没有超过40%。德润环境下属重庆水务是上市公司，现金流包括库存都很充沛，这些引入新股东主要目的不是资金问题，应该还是国企大背景下混改的考虑。德润环境的融资成本也非常低，约3~4%，财务状况和融资能力都非常强。

6. 公司收购对应2017年5月底德润环境净资产的价值，这个价值里重庆水务是按账面价值计算的，还是按公允价值？

答：对应的是德润公司2017年5月份的净资产，也就是说，公司收购20%的权益是享有德润公司2017年5月账面净资产。从公司来讲，公司对价是40多亿，最终与账面值之间的差异会分布到商誉和股权投资溢价中。

德润环境占重庆水务50%多的比例，重庆水务账面归属于母公司的净资产就是按50%多计算。

7. 公司此次收购在重庆，在地理位置上，公司对深圳和珠三角地区有没有什么考虑？公司此次投资持有20%股权，是少数股东权益，下一步公司是否考虑在该项目或其他环保项目上持股达50%以上，占控股股权？从长远规划来看，公司高速公路主业和环保新产业在收入或利润上的占比目标是怎样的？若未来公司环保业达到一定规模，公司会考虑更名吗？

答：公司收购德润环境更重要的是从其行业地位、资产内含价值，以及公司未来和它深层次上的战略协同。首先，德润环境本身具备合理的财务回报和良好的成长性，体现在1) 重庆水务具有稳定合理回报；2) 三峰环境具有很好的成长性及国内第一市场份额的垃圾发电设备的制造和销售。另外，就地址位置而言，公司首先是广东深圳，由于公司在发展环保产业领



域里不具备或缺少资源，当公司发现所需要的资源不在广东深圳后，公司也会根据项目本身判断项目的收购，我们把地理位置放在第二个因素考虑。公司首先考虑收购标的本身蕴含的价值，以及未来转型的协同性。公司持有德润环境20%股权，目前没有增持安排。

关于新的环保产业和收费公路行业，公司无论从战略还是从国资监管层面，都获得作为正式业务经营范围的批复。公司在收费公路行业里已经具备了领先优势，在这个行业中公司将继续发挥优势，只要是符合公司发展需要的主业资产，公司都会去认真考虑，把这个行业巩固好、有机会就进一步做大。对环保行业，公司处于起步阶段，公司目前的战略是与品牌企业为伍，在收购水规院15%股权和德润环境20%股权之后，公司将站上新的起点。在资产方面，公司预期未来三年环保产业资产将约占公司总资产的20%。在符合公司财务投资回报要求和公司自身能力的前提下，公司会积极探索水处理和固废处理方面的项目。

如果公司在环保领域具备了管理能力、技术能力和人才优势的基础，公司将会非常关注未来控股项目的发展，因为作为一个上市公司，公司不仅关心利润增长也关心收入增长，公司会认真考虑并积极寻求一些控股项目。当公司发展到一定阶段后，公司的名称将由未来去决定。

8. 关注垃圾发电项目，觉得垃圾发电项目的ROE会更高，想了解三峰环境与其他同行业公司相比核心优势是什么？除了目前12个在建及签约项目之外，未来三峰环境的市场占有率是否还可提高？三峰环境目前市场占有率为行业前三，是否包含了这12个在建及签约项目？

答：垃圾发电在环保领域是一个比较成熟且增长较好的环保子领域。三峰环境在这个领域的市场占有率排名没有包括这12个在建及签约项目，仅凭其目前运营的11个项目就已经达到这个排名，在行业里，这个排名还没有形成寡头垄断的市场格局。



三峰环境的核心优势在于它的设备研发和制造，以及通过设备研发、制造渗透到垃圾焚烧发电的投资、建设以及受托运营。三峰环境设备研发能力来自于欧洲的炉排炉技术，目前在世界上是领先主流技术，而且三峰环境很好地掌握并拥有自己的研发和国内专利，因此，三峰环境的核心优势在领域内是非常重要的、利于开拓市场的利器。未来，在市场占有率方面，我们认为在垃圾焚烧发电领域，第一，在国家的政策支持下，未来焚烧率占生活垃圾处理率要达到50%，存在总体需求；第二，在目前竞争比较激烈的情况下，像三峰环境和其他拥有自己技术、品牌和良好业绩的企业，未来会获得更好的市场份额。

关于深高速

深高速于1996年12月30日成立；1997年3月在香港发行境外上市外资股(H股)，并于同年3月12日在香港联合交易所有限公司挂牌上市；2001年12月发行人民币普通股(A股)，并于12月25日在上海证券交易所挂牌上市。公司主要从事收费公路和道路的投资、建设及经营管理。

如果您有任何建议或希望了解其他问题，请随时联系我们：

深圳高速公路股份有限公司

郑峥女士 / 刘蓓蓓女士

电话：(86 755) 8285 3328 / 8285 3330

传真：(86 755) 8285 3411

电邮：ir@sz-expressway.com

皓天财经集团有限公司

赵士涵女士

电话：(852) 2851 1038

传真：(852) 2815 1352

电邮：prd@wsfg.hk

九富投资顾问有限公司

吴恺先生

电话：(86 755) 8296 6116

传真：(86 755) 8296 6226

电邮：sgs@everbloom.com.cn