

签订 43 亿元循环产业园框架协议，大平台效应进一步体现

公司简报

◆**事件：**公司公告与欧绿保及北京格林雷斯作为乙方与辽宁省营口市签订《营口资源循环利用产业园区合作框架协议》，项目总投资约为 43 亿元。

◆**第一个循环产业园，单体投资额较大：**此项目是公司第一个循环产业园，包括污水处理及环境监测、城市生活垃圾、有机废弃物、医疗垃圾、电子废弃物、废旧汽车、废旧纸张及塑料、废弃矿物油处置/回收等，项目拟规划占地约 2,600 亩，总投资约为 43 亿元人民币，相当于公司 15 年总营收的 8.5 倍，体量较大。项目一旦落实，将给公司业绩带来积极影响，且未来有望在其他区域快速复制。

◆**与欧绿保集团合作，借助对方的领先技术实力：**自 16 年 12 月大股东收购德国欧绿保集团旗下再生资源及环境服务业务 60% 股权后，公司即与对方展开全方位合作。欧绿保一直专注固废处理的各个领域，开创了德国最早的固体废弃物分类收集和处理的“柏林模式”，在固废综合处置及再生利用领域拥有全球领先的技术及项目经验，其在广东、四川、江苏、辽宁、吉林、广西等省市都有一定的市场基础。此次营口循环产业园是公司跟欧绿保合作后第一个落地的较大项目，结合了天翔的污水、监测和欧绿保固废、再生资源的各自优势，实现强强联合。

◆**四川省外第一个大项目，成功实现异地扩张：**这是公司在继成都简阳、德阳等省内市场拓展后的首次向省外开拓，成功进入辽宁省，此次项目若顺利实施，将有较强的示范效应，进而推动在其他省份的快速复制。

◆**大平台、大市场，协同效应逐步得到印证：**经过一些列的并购整合，公司已拥有在污水污泥、油田环保、环境监测、环境综合治理、固废各子领域从设备—工程—投资运营的全产业链能力。循环产业园在土地的集约利用、能源高效利用、废弃物的再生利用及监测运营管理上较分散式的处置有较大的优势，但同时企业的综合实力也提出了更高要求。公司的大平台效应逐步得到体现，未来将有更多的综合性的大项目落地，实现快速发展。

◆**项目不断落地，维持“买入”评级：**维持对公司 16-18 年的归母净利润 1.42 亿元、3.21 亿元和 4.52 亿元的预测，对应 EPS 为 0.34、0.55、0.77 元，我们大环保平台逐步做实，协同效应逐步体现，订单落地明显加快，目标价 27.50 元，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**水电设备继续下滑的影响，项目推进进度低预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	399	494	583	3,199	4,286
营业收入增长率	12.20%	23.66%	17.97%	449.08%	34.00%
净利润 (百万元)	33	47	144	321	452
净利润增长率	3.47%	42.46%	204.66%	122.45%	40.82%
EPS (元)	0.08	0.11	0.34	0.55	0.77
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.42%	2.92%	8.35%	15.90%	18.78%
P/E	239	168	56	35	25
P/B	13	5	5	5	5

买入 (维持)

当前价/目标价：18.70/27.50 元

目标期限：6 个月

分析师

郑小波 (执业证书编号：S0930515080002)
0755-23945524
zhengxb@ebsec.com

宋磊 (执业证书编号：S0930516070002)
021-22169317
songlei1@ebsec.com

市场数据

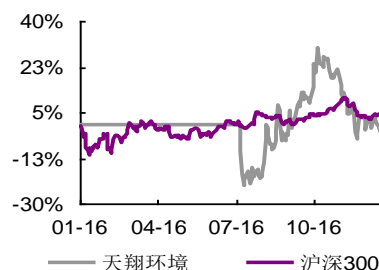
总股本(亿股)：4.35

总市值(亿元)：81.42

一年最低/最高(元)：14.33/57.40

近 3 月换手率：38.35%

股价表现(一年)

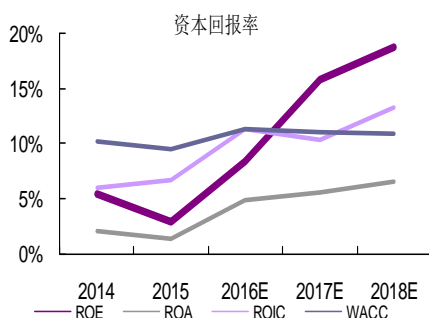
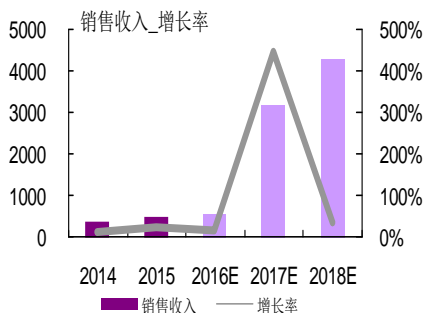
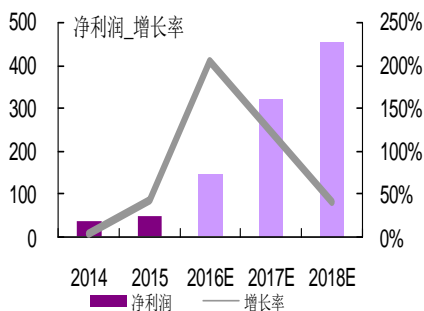
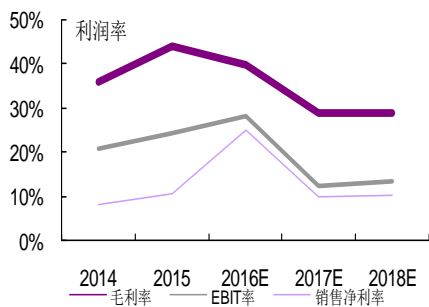


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.38	-10.56	-16.38
绝对	0.79	-6.51	-3.71

相关研报

16 年业绩增 1.82 倍，看好在油田及 PPP 的布局
.....2017-02-28
全面进军油田环保，首期员工持股绑定利益
.....2017-01-24
再获 2.48 亿 PPP 项目，进入工业水领域
.....2016-12-12



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	399	494	583	3,199	4,286
营业成本	255	276	351	2,266	3,041
折旧和摊销	29	40	50	55	61
营业税费	2	4	5	26	43
销售费用	15	28	23	160	257
管理费用	41	59	41	224	343
财务费用	45	61	-2	23	56
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	1	1	2
营业利润	38	62	168	376	530
利润总额	41	66	172	380	534
少数股东损益	0	7	2	2	2
归属母公司净利润	33.27	47.40	144.41	321.23	452.35

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	1,587	3,848	2,987	5,791	6,983
流动资产	990	2,659	1,746	4,470	5,598
货币资金	68	1,438	1,162	960	1,286
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	196	376	322	1,766	1,972
应收票据	50	5	41	224	300
其他应收款	28	47	29	160	214
存货	580	673	123	906	1,216
可供出售投资	1	32	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	27	62	62	62	63
固定资产	406	508	539	578	619
无形资产	46	136	129	123	116
总负债	964	2,186	1,220	3,730	4,533
无息负债	451	988	690	2,422	3,170
有息负债	514	1,198	530	1,307	1,363
股东权益	622	1,662	1,767	2,061	2,450
股本	103	140	426	585	585
公积金	361	1,295	1,024	897	942
未分配利润	150	189	278	537	880
少数股东权益	9	36	38	40	42

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-68	-28	531	-924	460
净利润	33	47	144	321	452
折旧摊销	29	40	50	55	61
净营运资金增加	88	-134	-352	2,109	435
其他	-219	18	688	-3,410	-488
投资活动产生现金流	-100	-111	-105	-134	-123
净资本支出	-76	-58	-135	-135	-125
长期投资变化	27	62	0	0	0
其他资产变化	-51	-115	30	1	2
融资活动现金流	105	1,181	-702	856	-11
股本变化	26	38	285	159	0
债务净变化	-185	684	-668	777	55
无息负债变化	152	537	-298	1,733	748
净现金流	-63	1,043	-276	-202	326

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	12.20%	23.66%	17.97%	449.08%	34.00%
净利润增长率	3.47%	42.46%	204.66%	122.45%	40.82%
EBITDA/EBITDA 增长率	-2.31%	41.90%	34.00%	110.28%	42.49%
EBIT/EBIT 增长率	-4.69%	43.32%	37.28%	141.01%	47.00%
估值指标					
PE	239	168	56	35	25
PB	13	5	5	5	5
EV/EBITDA	22	16	35	27	19
EV/EBIT	30	21	46	31	21
EV/NOPLAT	36	26	55	37	25
EV/Sales	6	5	13	4	3
EV/IC	2	2	6	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	36.09%	44.20%	39.80%	29.16%	29.05%
EBITDA 率	28.35%	32.54%	36.96%	14.15%	15.05%
EBIT 率	21.00%	24.33%	28.32%	12.43%	13.64%
税前净利润率	10.18%	13.41%	29.51%	11.88%	12.47%
税后净利润率 (归属母公司)	8.33%	9.60%	24.79%	10.04%	10.55%
ROA	2.10%	1.40%	4.89%	5.58%	6.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.42%	2.92%	8.35%	15.90%	18.78%
经营性 ROIC	5.94%	6.64%	11.26%	10.23%	13.25%
偿债能力					
流动比率	1.40	1.76	2.97	1.51	1.51
速动比率	0.58	1.31	2.76	1.20	1.18
归属母公司权益/有息债务	1.20	1.36	3.26	1.55	1.77
有形资产/有息债务	2.99	2.81	4.73	4.07	4.78
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.08	0.11	0.34	0.55	0.77
每股红利	0.01	0.10	0.07	0.11	0.16
每股经营现金流	-0.16	-0.07	1.25	-1.58	0.79
每股自由现金流(FCFF)	-0.15	0.52	0.95	-2.95	0.03
每股净资产	1.44	3.82	4.06	3.46	4.12
每股销售收入	0.94	1.16	1.37	5.47	7.33

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

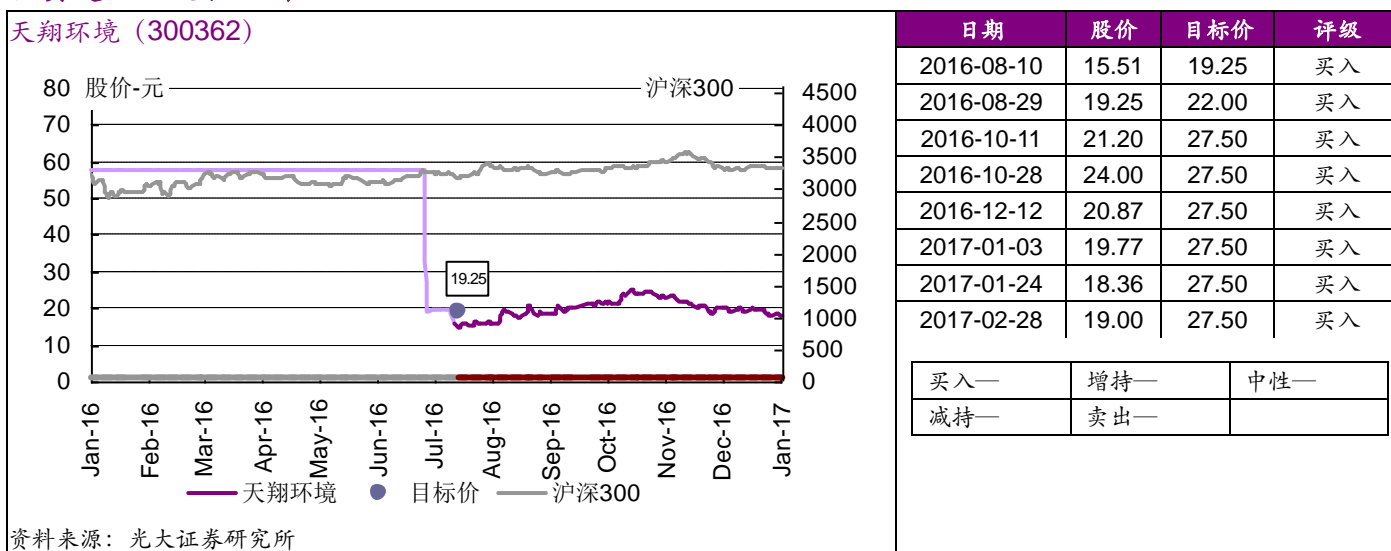
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑小波，中山大学投资学硕士。12年开始从事煤炭、环保及公用事业的卖方研究工作。15年加入光大证券研究所，负责环保及公用事业的研究。2015年获得新财富“最佳海外研究团队”第四名（核心成员）。

宋磊，上海交通大学硕士研究生，华中科技大学工学学士。2016年2月加入光大证券，4年买方行业经验。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
深圳	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	