

业绩符合预期，17年步入转型后收获期

公司简报

◆ **事件：**公司16年营收34.07亿元，增11.98%，归母净利2.45亿元，同比增119.26%，扣非净利1.18亿元，同比增481.40%。同时公司17年一季度收入9.37亿元，同比增2.69%，归母净利6646万元，同比增35.23%，扣非净利2361万元，同比降49.6%。

◆ **宇星完成全年对赌，制造业务有所下滑。**期内宇星科技全年并表，实现营收10.15亿元，同比降6.4%，毛利率升2.22个百分点至37.52%，归母净利润1.72亿元，同比增35.6%，扣非后利润1.59亿元，超过承诺的1.56亿元。同时16年收购的大盛环球和明欢有限在8月底实现并表，合计贡献了利润1213万元。受下游需求不振影响，制造业务均有所下滑，电磁线收入20.81亿元，同比下降3.94%，风机装备收入3.39亿元，同比下降10.39%，毛利率下滑3.97个百分点至45.5%。基于对制造业务的成本控制，公司毛利率升4.2个百分点至19.98%，但由于环保业务市场开拓及项目的投建，导致期间费用增长(+35%)高于收入增长(+12%)，期间费用率升2.38个百分点至14.06%。

◆ **环保平台搭建完毕，17年有望实现高增长。**继14-15年先后收购宇星科技和绿色东方后，公司16年8月又收购大盛环球、明欢有限、亮科环保，进军到污水处置及水环境领域。16年12月又认购天健创新20%股权，继续完善在监测产业的布局。至此，公司已构建集监测、水、大气及固废于一体的综合性环保平台。市场拓展上，公司依托综合实力和宇星的渠道优势，项目获取明显提速。16年下半年至今已获中山内河涌、吴忠人工湿地、顺德桂畔及仙桃产业园，累计额36亿元。随着16年收购水处理公司在17年全年并表，同时廉江和阜南垃圾发电项目也进入运营，在手水环境项目开工建设，17年业绩有望实现50%以上增长。

◆ **产业基金助力外延扩张，期权激励绑定核心团队利益。**公司在15年设立30亿元并购基金后，又于16年设立10亿元宁夏环保产业基金。利用两只基金，整合各方资源，寻找优质的并购标的，实现外延式快速发展。同时公司16年完成向64名中层管理人员及核心技术骨干授予816万份股票期权，行权价12.49元/股，绑定核心团队利益。

◆ **维持“买入”评级：**预计17-18年EPS为0.55、0.92元，给予17年35倍PE，上调目标价至19.25元，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**PPP项目执行进度低预期，外延低预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,043	3,407	4,801	6,233	8,011
营业收入增长率	0.78%	11.98%	40.90%	29.83%	28.53%
净利润(百万元)	112	246	402	666	893
净利润增长率	85.24%	119.26%	63.44%	65.82%	34.09%
EPS(元)	0.15	0.34	0.55	0.92	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.33%	7.38%	10.84%	15.38%	17.32%
P/E	101	46	31	19	14
P/B	2	2	2	2	2

敬请参阅最后一页特别声明

买入(维持)

当前价/目标价：15.60/19.25元

目标期限：6个月

分析师

陈俊鹏 (执业证书编号：S0930511120004)
021-22169041

chenjunpeng@ebsecn.com

郑小波 (执业证书编号：S0930515080002)
0755-23945524

zhengxb@ebsecn.com

市场数据

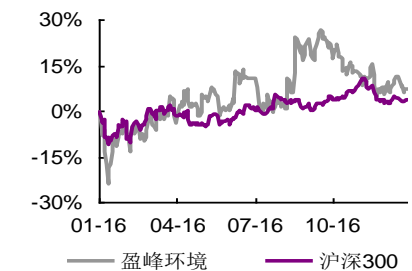
总股本(亿股)：7.27

总市值(亿元)：113.47

一年最低/最高(元)：12.74/22.59

近3月换手率：46.00%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.38	3.68	11.16
绝对	0.00	8.93	19.80

相关研报

首个20亿循环产业园签订，环保综合平台价值凸显

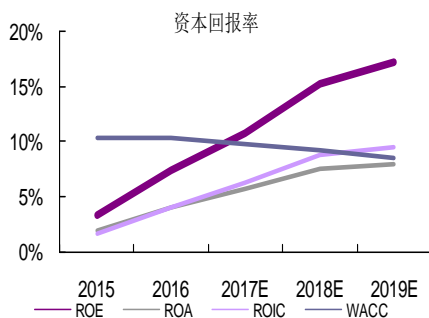
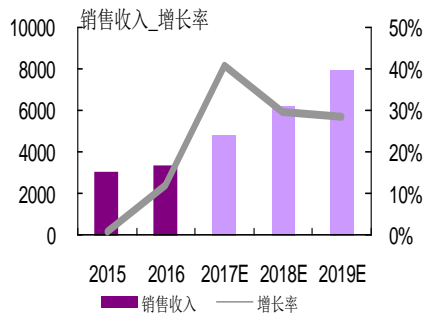
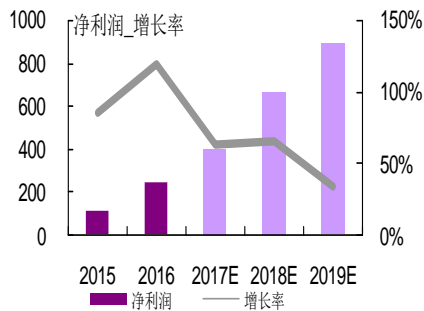
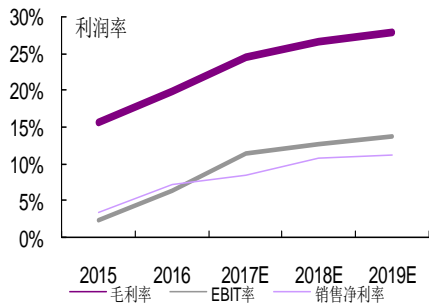
.....2017-02-19

业绩符合预期，关注项目后续推进进展

.....2017-01-19

中标13.52亿大单，大举进入水生态修复领域

.....2017-01-16



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,043	3,407	4,801	6,233	8,011
营业成本	2,562	2,726	3,619	4,568	5,778
折旧和摊销	59	75	66	88	116
营业税费	11	24	34	44	56
销售费用	111	136	240	330	441
管理费用	186	268	269	436	561
财务费用	58	74	57	95	142
公允价值变动损益	5	-9	0	0	0
投资收益	36	126	76	80	94
营业利润	54	263	466	781	1,057
利润总额	125	297	480	795	1,066
少数股东损益	-5	-2	2	2	2
归属母公司净利润	112.10	245.79	401.71	666.10	893.16

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	5,458	6,028	6,989	8,893	11,200
流动资产	3,958	3,661	4,618	5,954	7,620
货币资金	554	562	960	1,247	1,602
交易型金融资产	6	2	5	5	5
应收帐款	2,306	1,304	2,208	2,867	3,685
应收票据	191	115	336	436	561
其他应收款	109	1,310	240	312	401
存货	570	258	724	914	1,156
可供出售投资	617	436	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	19	15	23	31	40
固定资产	380	383	628	949	1,329
无形资产	72	228	219	210	202
总负债	2,015	2,588	3,176	4,452	5,930
无息负债	1,114	1,260	983	1,230	1,426
有息负债	901	1,328	2,193	3,221	4,505
股东权益	3,443	3,439	3,814	4,441	5,270
股本	485	727	727	727	727
公积金	2,103	1,881	1,921	1,987	2,077
未分配利润	257	455	788	1,347	2,084
少数股东权益	80	107	109	111	113

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	207	-213	-414	-78	-103
净利润	112	246	402	666	893
折旧摊销	59	75	66	88	116
净营运资金增加	1,490	-366	1,026	1,089	1,471
其他	-1,454	-169	-1,860	-1,874	-2,536
投资活动产生现金流	-151	46	34	-528	-615
净资本支出	-51	-224	-450	-600	-700
长期投资变化	19	15	-8	-8	-9
其他资产变化	-118	255	492	80	94
融资活动现金流	283	245	778	893	1,074
股本变化	178	242	0	0	0
债务净变化	359	427	864	1,029	1,283
无息负债变化	577	146	-277	247	195
净现金流	340	82	398	286	356

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.78%	11.98%	40.90%	29.83%	28.53%
净利润增长率	85.24%	119.26%	63.44%	65.82%	34.09%
EBITDA/EBITDA 增长率	4.14%	127.95%	110.09%	42.67%	37.88%
EBIT/EBIT 增长率	-9.55%	212.27%	152.11%	43.82%	38.59%
估值指标					
PE	101	46	31	19	14
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	62	43	32	19	15
EV/EBIT	114	57	33	20	15
EV/NOPLAT	133	69	39	24	18
EV/Sales	3	4	3	3	2
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.79%	19.98%	24.61%	26.71%	27.88%
EBITDA 率	4.26%	8.67%	12.92%	14.20%	15.24%
EBIT 率	2.31%	6.45%	11.54%	12.79%	13.79%
税前净利润率	4.10%	8.70%	10.00%	12.76%	13.30%
税后净利润率 (归属母公司)	3.68%	7.21%	8.37%	10.69%	11.15%
ROA	1.97%	4.05%	5.77%	7.51%	7.99%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.33%	7.38%	10.84%	15.38%	17.32%
经营性 ROIC	1.62%	4.08%	6.28%	8.78%	9.54%
偿债能力					
流动比率	2.09	1.84	2.01	1.92	1.90
速动比率	1.79	1.71	1.69	1.63	1.61
归属母公司权益/有息债务	3.73	2.51	1.69	1.34	1.14
有形资产/有息债务	5.74	3.90	2.81	2.51	2.31
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.15	0.34	0.55	0.92	1.23
每股红利	0.03	0.04	0.06	0.09	0.12
每股经营现金流	0.28	-0.29	-0.57	-0.11	-0.14
每股自由现金流(FCFF)	-1.81	0.59	-1.22	-1.27	-1.52
每股净资产	4.62	4.58	5.09	5.95	7.09
每股销售收入	4.18	4.68	6.60	8.57	11.01

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

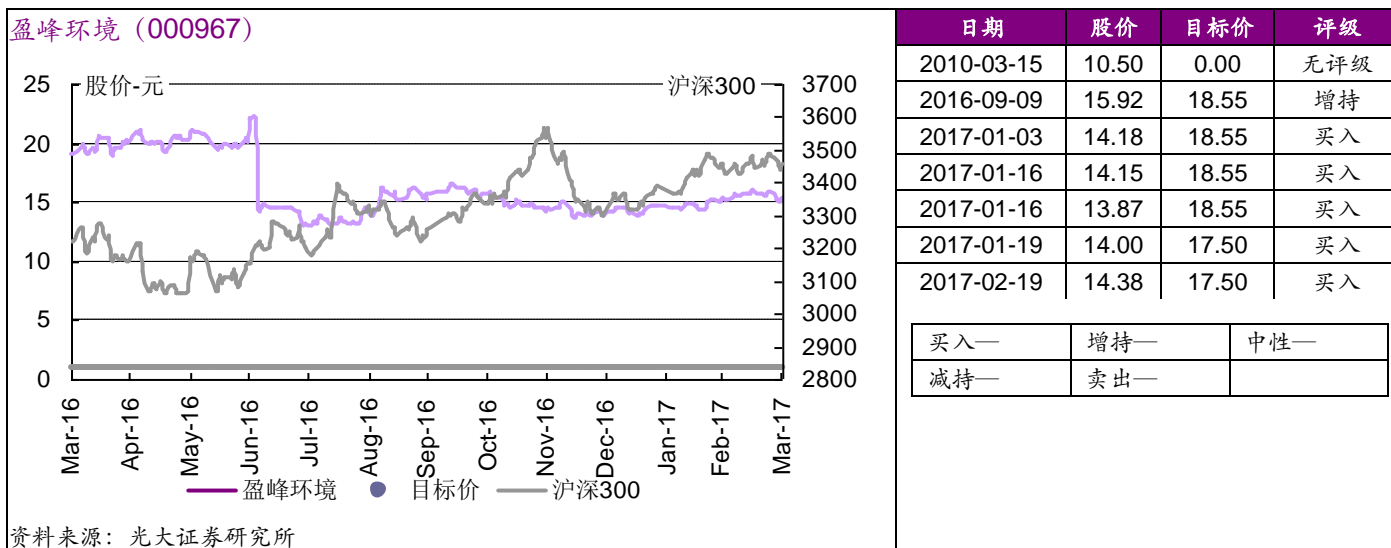
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈俊鹏，光大证券研究所投资产品研究部副总经理，环保行业首席分析师。长江商学院工商管理硕士，加州大学伯克利分校 Haas 商学院交换学生，上海交通大学工学士。2011 年 8 月加入光大证券研究所，8 年证券行业从业经验，8 年行业工作经验。2016 年获新财富公用事业第五名；金融界“慧眼”量化环保行业第一名；2015 年获东方财富最佳选股公用事业行业第一名；2014 年获 STARMINE 亚太区公用事业行业第三名、亚太区材料行业第三名，“今日投资”最佳选股分析师公用事业第二名；2013 年获“金牛奖”环保行业第三名，“水晶球”公用事业第六名，STARMINE 大陆和香港地区设备类最佳选股分析师第一名，“今日投资”最佳选股分析师公用事业第一名。擅长产业链深度研究。

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）。

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	