

审慎推荐-A (维持)

环能科技 300425.SZ

当前股价: 22.7 元
2017 年 05 月 10 日

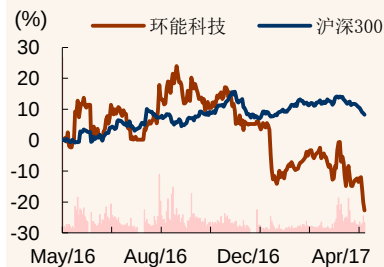
运营污水处理能力稳定增长, 政策催化下关注水环境治理
领域订单进展

基础数据

上证综指	3053
总股本 (万股)	18561
已上市流通股 (万股)	7663
总市值 (亿元)	42
流通市值 (亿元)	17
每股净资产 (MRQ)	7.5
ROE (TTM)	4.5
资产负债率	31.6%
主要股东	成都环能德美投资有
主要股东持股比例	41.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-29	-25
相对表现	-7	-29	-34



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《环能科技 (300425) — 纯阳看年报之关于环能科技年报的四点分析》2017-04-11
- 2、《环能科技 (300425) — 2016 年中报点评: 工业与市政污水协同发展, 长期增长前景可期》2016-08-24

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

研究助理

王啸

010-57601860
wangxiao7@cmschina.com.cn

事件:

我们于近期对环能科技进行了现场调研, 调研结论及投资建议如下。

评论:

1, 运营污水处理能力稳定增长, 产能利用率仍有上升空间

公司当前运营污水处理能力约 70W 方/天, 平均中标水价约 1.1 元/方, 考虑到公司当前按照产品销售收入、运营服务收入的 17.00% 计缴增值税, 其中运营服务属于污水处理劳务收入, 增值税退税比例达 70%, 按照公司 2016 年全年实现运营服务收入 1.37 亿元 (不含税) 进行测算, 公司 2016 年运营污水处理能力全年平均产能利用率应在 56% 左右, 产能利用率仍有上升空间, 原因应为公司的磁分离技术多用于应急污水处理等项目, 仅部分项目有承诺水量, 平均水量不稳定所造成。

2, 具备区位优势, 磁分离水处理技术与应急黑臭水体治理需求耦合度高, 政策催化下关注水环境治理领域订单进展

从目前市场形势来看, 在“水十条”、“城市黑臭水体整治工作指南”、《“十三五”国家科技创新规划》、《关于全面推行河长制的意见》等政策驱动下, 水环境治理相关的控源截污、农村污水连片整治、水环境应急治理、污水处理厂提标改造等机会相继释放, 将带动相关公司受益。而公司地处成都平原, 具备区位优势: 16 年 12 月四川环保厅、质量技术监督局组织编制了《四川省岷江、沱江流域水污染物排放标准》, 作为全省首部流域性污染物排放标准, 文件提到, 将根据岷江、沱江流域水污染特点和环境保护要求, 将四川省岷江、沱江流域划分为重点控制区域和一般控制区域, 区域内排污单位分别执行不同的排放限值, 沱江流域、岷江流域治理或将启动。公司的磁分离水处理技术由于处理溶解与非溶解态污染物性能高、占地小、便与移动等特点, 特别适合于黑臭水体应急治理以及村镇分散式污水治理等。

3, 盈利预测及投资建议

2016 年开始, 公司的业务已从之前的专注于冶金、煤炭等工业污水处理的设备制造销售向离心机、黑臭水体治理、市政污水处理投资运营和污水处理工程总包服务等领域拓展, 以成为水处理综合服务提供商而进行转型, 而 2016 年公司业绩中由离心机、运营服务、市政污水投资运营等新业务贡献的份额上升显著, 此外受益于基数效应、污水运营收入增值税退税 70% 等因素, 公司利润上升较为明显。

总体来看，公司 2017 年收入结构将继续调整，市政污水投资运营业务、运营业务收入及占比有望继续上升，水环境治理相关的 PPP 等项目拓展也可保持期待。

“水十条”对黑臭水体治理提出各个时点的明确要求，2017 年底，要求直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体，今年作为考核重要时点，公司拥有的磁分离水体净化技术处理黑臭水体具备部署速度快、占地面积小等优点，大概率将受市场青睐；

雄安新区设立，将华北地区水污染治理需求提前释放，公司已布局市政污水投资运营等多项业务，有望受益。

对于未来业绩的判断，考虑传统工业污水处理成套设备由于 16 年钢铁、煤炭等下游行业复苏也有所回升，预计今年将较为稳定，同时运营业务、市政污水投资运营业务有望受益于水十条、雄安新区设立等政策稳定增长，预计公司 2017-2018 年营收规模分别为 12.3/14.6 亿元，归属净利润分别为 1.34、1.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.72、0.88 元/股。公司目前总市值约 44 亿元，对应 2017、2018 年 PE 估值分别为 33 倍、27 倍，维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：

冶金、煤炭行业不景气、水处理需求下降带来的传统业务收入下降风险；

大额坏账损失风险；

大盘系统性风险。

附录：环能科技调研现场关键问题问答实录

Q：依您来看整个四川区域比较大，哪些区域您认为我们优势大一些？

A：成都，以及成都周边，本身它的经济能力好一些，支付能力比较好，以及四川另外一些比较好的地市、州。

Q：沱江、岷江流域治理如果放出项目的话我们获取项目的可能性大么？

A：沱江流域实际上是从德阳到成都，资阳、丽江到自贡，岷江流域是都江堰下来，成都、眉山、乐山，这两个流域四川省未来大概准备投资 800 个亿，目前公司也在这里面有一些机会，包括去年我们跟金堂县政府平台公司成立了一个合资公司环能天府，主要是在金堂以及周边一些区域拓展，金堂是沱江的源头，我们希望能在这里面争取一些自己的机会。

Q: 金堂这边市场有多大?

A: 金堂是沱江三江汇流的地方, 水资源非常丰富, 是成都周边一个县, 我们装备基地也在金堂县, 跟当地还是有比较深的一些关系, 当地一些主要项目未来我们都会有机会参与。

Q: 目前我们总的运营水量是多少?

A: 目前 70 万方, 年底争取到 100W 方, 这个指的是装机的水量。

Q: 我记得之前这个水量的目标是不是有些低于预期呢?

A: 是这样的, 一个是设备的装机容量, 处理能力, 一个是实际运行水量, 不可能都是全年满负荷运行的, 有的项目是有保底水量的, 有的则没有, 所以要具体在看。这几年这个量还是逐年在增长的, 也是跟黑臭水体治理需求有很大关系。这几年机会还是很好的, 黑臭水体溢流是重点。目前主要做的是京津冀、长三角、珠三角。

Q: 目前我们的很多运营合同是不是 3 年一签, 三年以后是不是就没有了?

A: 这个要看项目, 如果项目是阶段性的, 那么一个阶段以后可能就没有了。

Q: 现在这些装机的能力里面, 有没有可能到期以后就没有了, 不续了, 导致我们没法完成年底 100 万方水量?

A: 你说的这种可能性是存在的, 有些项目阶段性的到期以后, 可能周边管网到位了以后就终止了, 还有的我们在后端增加了工艺之后, 达到一级 A 的出水水质以后, 这样的话有些项目我们的运行周期就会延长, 从一个临时性的项目变成一个长期性的项目。

Q: 有这样的案例么现在?

A: 最近刚刚验收通过了, 成都周边有一个, 岷江流域。

Q: 这种能延长多久?

A: 只要政府没有一个新的规划, 就可以一直以污水处理厂运行下去。

Q: 我们有没有统计过, 我们现在运行的 70W 方水量里面, 有多少是今年就有可能到期的?

A: 这个数据我们目前还没有拿到, 因为量不会太大, 我们从 13 年才开始做运行这一块, 到期的量还比较少, 主要以增量为主, 到期的量还比较少。

Q: 金堂县的治理需求有多少?

A: 这个我还真的说不上来, 要看当地规划, 以及项目是以什么形式出现的, 但是我想, 这么重要的一个位置, 至少是在 10 亿以上的订单规模, 对应它的人口规模。

Q: 金堂县的总人口多少?

A: 应该是百万级的。

Q: 那应该是集中处理的污水工艺更适合啊?

A: 它比较分散。县城大约 30W 人口, 基本上是平底, 也有丘陵。

Q: 这块肯定是以从上游截污纳管处理开始吧?

A: 现在规划方案还没有出来, 还在制定中。

董秘唐总: 沱江流域和岷江流域有一个指标是磷超标, 我们超磁技术对于这个的处理效果是非常好的。

Q: 我们的处理是怎么弄的?

A: 是加药剂化学反应以后再捞出来。这个对一些污水处理厂的提标改造是有效果的, 因为有的最终出水就是总磷超标, 如果要再改造就没有空间了, 再建一个大池子不太可能了, 这个时候用我们这个设备放在最后端, 过一下, 出水就达标了。

Q: 现在大家都在说提标到四类水, 我们怎么看待提标工艺的选择呢?

A: 具体项目具体分析, 对一般市政污水处理厂来说, 如果提标达到四类水, 要具体看它超标是哪几类, 如果是氨氮, 那么生化工艺还要加强, 如果是总磷, 那么可以加我们这种工艺, 如果是工业污水, 那就更复杂一些, 要看具体的进水出水情况。

Q: 是不是只能用膜技术?

A: 也不是, 当然膜现在是一个主流工艺。

Q: 村镇这块是不是有一些工程示范项目了? 看到公告里说对设备进行了优化, 这个具体指的是哪些方面?

A: 是的。我们这个技术优化有几个方面, 一个是整个的出水水质, 刚才提到了后端的其他工艺, 做了组合改进, 能够达到一级 A 的标准, 第二个我们在生产制造环节做了优化, 能够降低成本。还有包括现在的地基之类, 土建之类的投入, 我们也想尽量降低这一块的投入, 做成完全现场不用土建, 全部是可拆卸的, 这样我一个项目结束以后, 我所有东西都能移走到下一个项目去用。

Q: 村镇这块应该能有持续运营需求吧?

A: 是的，这个一个是看运行成本，一个是看自动化程度，无人值守这种，因为它很多点都很分散，不可能每个点都派个人去守着。

Q: 村镇（污水）是不是成本比较高？而且地方政府比较缺钱？

A: 村镇是有这个问题，投入很大，水量又很小，还有很多管网性的投入，这些都是没什么直接效益的，最后折算到吨水的成本上就很高了，很多地方你去找农民去收排污费也很难，都要靠地方政府财政去承担，对地方财政来说负担也很大，所以这个看上去市场是很大，但是真做起来还是很难的。

Q: 从政府文件来看，感觉对这一块还是很关注，从我们公司微观订单来看，这块起色有没有在增加？

A: 这一类项目，目前我们是能做一些工程类的，或者是 EPC 的，目前还很少做 PPP 的，因为 PPP 的项目，未来这个资金回收可能是比较慢，有些问题。

Q: 我们做工程也就是做设备了？管网之类的没有吧？

A: 是的，没有管网。

Q: 现在市政污水处理厂听说有一半还是在事业单位在管，国家好像要把这些推到市场上，这样的话是不是给我们提供了一些外延并购的机会？

A: 有没有一半我不确定，但是肯定是有一部分，这个一般应该是在政府的平台公司手上，也是以法人形式经营的，不会直接隶属于某一个政府部门。

Q: 那就是已经分离了。

A: 对, 不属于政府部门, 是平台公司下面的, 但是内部管理还是类似于政府机关的, 效率比较低, 而且政府也有这种意向, 未来也想打包进 PPP 项目里面去招标一个投资商来给他负责。

Q: 成都方面有没有这类的平台公司?

A: 比如跟我们合作的, 金堂县的天府就是一个平台公司, 有一些资产, 但是不多。每个地方都有, 比如说泸州, 兴泸集团, 下面有一个兴泸水务, 最近包装了以后拿去香港上市了, 它有整个泸州的水务。

Q: 现在水务行业的私有化是一个趋势, 您怎么看?

A: 中国这个事情还真说不清楚, 现在来看, 水务这块政府的力量还是很强大的, 很多资产都控制在政府手里。

Q: 除磷技术最主流的是什么?

A: 最主要的就是化学药剂, 生物除磷效果不会太好。就算是传统污水厂, 也就是前端预处理环节加药剂, 要么就是尾端投加药剂。生物除磷对于总磷比较高的话, 没法达标的。尤其是对于工业污水, 比如某些工厂, 跟磷化工有关的, 总磷含量就超标了, 其他都达标, 后面接了我们这个设备就达标了。

Q: 除磷的成本有多少?

A: 要看进水的量, 进水含磷超标厉害的话, 我们成本就高, 因为要多加药剂。

Q: 处理一吨成本多少?

A: 大概成本在 0.4-0.5 元钱。

Q: 那不是跟传统市政污水差不多么。

A: 是的。

Q: 现在做污水处理的成熟公司，除磷做得比较好的有哪些？在技术环节方面。

A: 这个不好回答，因为只要达到一级 A 的就是达标的，就是好的。目前来说，在现有环节上，前端加了药剂都不能达标的話，如果用我们这个技术在后端处理一下，基本上都能达标了。

Q: 这个药剂是通用的么？

A: 是的，药剂大家都有，但是对工艺有一定要求。

Q: 有没有类似做我们这种设备的公司？

A: 也有，比我们规模小得多，在一些项目上也有竞争。

Q: 有竞争力么？

A: 要看客户取舍，因为他们经常报价比我们低，我们要交税，他们很多税可能都逃掉了，没法跟他们比。整个的服务、质量下来肯定还是我们有优势的。

Q: 成套设备订单今年怎么样？

A: 还可以，磁分离设备这块截至到现在，跟去年全年的已经持平了，今年主要是钢铁煤炭这块，行业复苏以后，新项目也比较多一些，还有市政这块，由于 17 年黑臭水体是一个考核时间节点，很多地方项目比较滞后，这么短的时间内，用传统工艺很难按时

完成了，这样的话他们对设备的需求也比较旺盛，今年以来市场信息还是比较多，各个地方都在要求提供设备。

Q：我们预计设备的订单全年展望有多少？

A：应该能有 2-3 个亿吧。

Q：去年结转过来的有多少呢？

A：去年全年钢铁、煤炭加起来签订不到 1 个亿，结转过来的更少，大部分都实现收入了。

Q：今年 2-3 亿订单能全部确认么？

A：不一定，要看签订时间和实施周期，但现在确实很多项目都要的很急。

Q：设备从拿到订单到生产出来，周期有多久？

A：看订单大小，正常情况应该是 1-2 月吧。

Q：四通跟华大的业绩承诺完成今年有问题么？

A：四通本身有一个 10 多万吨的污水处理厂，每年有一个稳定的收入，另外就是它在 PPP 领域争取有一些项目，他们自己争取今年签 5 个亿的 PPP 项目，这样看如果项目能够顺利落地的话应该问题不大甚至超预期，华大这块产品比较成熟，每年有一个不大的增量，对赌业绩也不高，他们还是有信心能够完成的。

Q：PPP 订单的预计怎么样？

A: PPP 项目, 具体内容的话, 可能不一定是我们这个技术, 水环境、流域治理、黑臭水体都应该有。上市公司整体来看, 除了四通有 5 亿的 PPP 目标以外, 也想承接 5 个亿的 PPP 项目。

Q: 我们引入上海达渡, 这家公司是什么背景?

A: 这家公司是一个私募股权投资基金, 他们当时拿的比较多, 当时他们跟财政部 PPP 中心和交通银行发起设立了一个基金, 主要是政府层面的产业引导基金, 也是希望能够借用他们的资源能够导入一些 PPP 项目。

Q: 这家公司的人是财政部出来的么?

A: 可能不一定是财政部出来的, 但可能有些关系。

Q: 现在这方有具体项目落地么?

A: 现在还在谈, 没有具体项目落地, 还在对接资源, 应该说还没有到项目层面。

Q: 我们污水运营的增值税率是即征即退么? 设备制造是对应多少增值税率?

A: 现在是征 100% 退 70%, 设备制造是 17%。

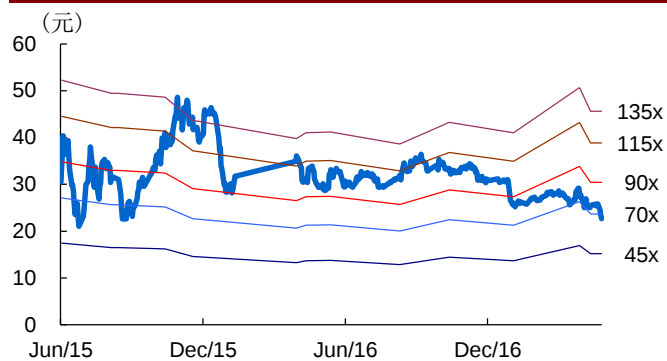
Q: 我们现在平均的污水运营收费是多少?

A: 大概 1 元出头这样。

Q: 之前定增是溢价发行的, 这种情况比较少, 当时怎么考虑的?

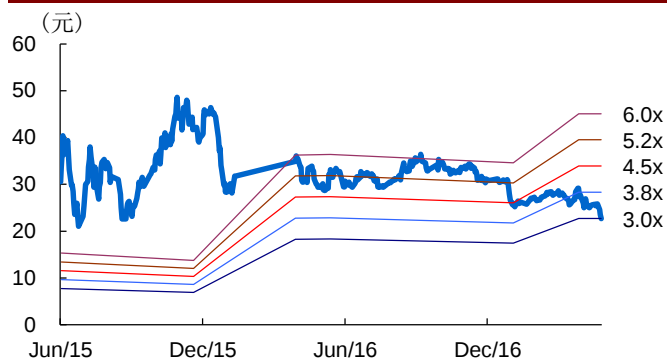
A: 当时他们还是对公司比较看好, 现在确实跌的厉害, 还是很难受的。

图 2: 环能科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3: 环能科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	928	958	1828	2164	2732
现金	306	250	92	108	162
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	69	49	123	146	182
应收款项	283	371	890	1054	1317
其它应收款	12	28	72	85	106
存货	235	225	565	667	834
其他	23	34	88	104	130
非流动资产	502	1135	1167	1198	1225
长期股权投资	0	37	37	37	37
固定资产	218	317	406	487	561
无形资产	114	540	486	438	394
其他	170	241	238	235	233
资产总计	1430	2093	2996	3361	3957
流动负债	318	416	1276	1515	1952
短期借款	10	110	619	752	1016
应付账款	104	112	292	345	431
预收账款	50	65	169	199	249
其他	154	129	197	219	256
长期负债	38	182	182	182	182
长期借款	0	76	76	76	76
其他	38	106	106	106	106
负债合计	356	598	1458	1697	2134
股本	177	186	186	186	186
资本公积金	649	913	913	913	913
留存收益	247	299	340	464	620
少数股东权益	1	97	99	102	105
归属于母公司所有者权益	1073	1397	1438	1562	1718
负债及权益合计	1430	2093	2996	3361	3957

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	12	62	(444)	46	(40)
净利润	52	70	134	164	205
折旧摊销	15	35	89	91	94
财务费用	(0)	1	(3)	(4)	(5)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(47)	(43)	(710)	(225)	(361)
其它	(8)	(1)	47	19	27
投资活动现金流	(171)	(244)	(126)	(126)	(126)
资本支出	(47)	(74)	(126)	(126)	(126)
其他投资	(124)	(170)	0	0	0
筹资活动现金流	391	130	411	96	220
借款变动	(221)	(96)	500	133	264
普通股增加	123	9	0	0	0
资本公积增加	509	264	0	0	0
股利分配	(27)	(88)	(93)	(40)	(49)
其他	8	42	3	4	5
现金净增加额	232	(53)	(159)	17	54

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	330	488	1233	1460	1825
营业成本	172	281	730	863	1078
营业税金及附加	3	7	19	22	28
营业费用	44	60	152	180	225
管理费用	49	70	176	209	261
财务费用	(3)	(1)	(3)	(4)	(5)
资产减值损失	17	10	24	29	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	47	61	134	161	201
营业外收入	6	19	20	28	35
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	54	80	154	189	236
所得税	3	10	18	22	28
净利润	51	71	136	167	208
少数股东损益	(1)	1	2	3	3
归属于母公司净利润	52	70	134	164	205
EPS (元)	0.30	0.37	0.72	0.88	1.10

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	40%	48%	153%	18%	25%
营业利润	-11%	30%	119%	20%	25%
净利润	-3%	33%	92%	23%	25%
获利能力					
毛利率	47.7%	42.4%	40.8%	40.9%	40.9%
净利率	15.8%	14.2%	10.9%	11.2%	11.2%
ROE	4.9%	5.0%	9.3%	10.5%	11.9%
ROIC	3.9%	3.1%	5.2%	5.6%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	24.9%	28.6%	48.7%	50.5%	53.9%
净负债比率	0.7%	9.3%	23.2%	24.6%	27.6%
流动比率	2.9	2.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	2.2	1.8	1.0	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.0	1.2	1.8	1.4	1.4
应收帐款周转率	1.5	1.5	2.0	1.5	1.5
应付帐款周转率	2.3	2.6	3.6	2.7	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.30	0.37	0.72	0.88	1.10
每股经营现金	0.07	0.33	-2.39	0.25	-0.21
每股净资产	6.08	7.53	7.75	8.42	9.26
每股股利	0.50	0.50	0.22	0.27	0.33
估值比率					
PE	76.8	60.6	31.5	25.7	20.6
PB	3.7	3.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	107.4	70.3	27.8	24.5	21.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。