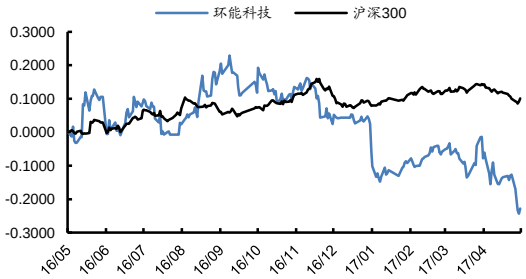
2017 年 05 月 15 日 | 公司研究 | 评级：增持（首次覆盖）

研究所
证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：任春阳 S0350116050011
0755-83026892 rency@ghzq.com.cn

# 以磁分离技术为核心拓展产业链，水环境治理服务商初步成型——环能科技（300425）动态研究

最近一年走势




相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 环能科技 | -16.3 | -15.0 | -22.3 |
| 沪深 300 | -3.7 | -1.5 | 10.1 |

| 市场数据 | 2017-05-12 |
|---|---|
| 当前价格（元） | 22.85 |
| 52 周价格区间（元） | 21.61 - 36.69 |
| 总市值（百万） | 4241.09 |
| 流通市值（百万） | 1751.09 |
| 总股本（万股） | 18560.59 |
| 流通股（万股） | 7663.42 |
| 日均成交额（百万） | 72.13 |
| 近一月换手（%） | 75.86 |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 投资要点：

■ **磁分离技术解决应急黑臭水体治理，受益政策行业景气度高**

公司是国内磁分离水体净化技术龙头企业，凭借技术实力在冶金浊水、煤炭矿井等水处理领域占据领先优势。经过不断研发，公司成功将超磁分离水体净化技术应用到黑臭水体治理市场，并凭借占地小、处理水量大、建设成本低、见效快等优点获取了北京、河北燕郊、深圳等地的项目，并已初步完成以京津冀、长三角、珠三角、成渝经济区为重点的全国性市场布局。“水十条”要求直辖市、省会城市、计划单列市 2017 年底前基本消除黑臭水体，时间紧任务重，公司技术特别适合应急黑臭水体治理，将会受益政策驱动带来的订单释放。与此同时，公司在积极将磁分离水体技术与高效生化复合处理技术结合，实现黑臭水体处理后水质达到一级 A 标准，项目研发成功后，公司将会获取更对的订单，借助黑臭水体行业高景气，公司有望实现高增长。

■ **不断拓展完善产业链，水环境治理服务商初步成型**

公司在立足工业污水治理的同时，不断进行资本运作完善产业链，2015 年 11 月公司以 3.83 亿元收购江苏华大 100%股权，涉足污泥处理业务，同时承诺 2015-2017 年净利润不低于 3000/3300/3700 万元；2016 年 3 月以 900 万元收购道源环境 100%股权，增强工程咨询、设计能力；2016 年底，公司以 2.1 亿元的交易对价收购四通环境 65%股权，进军市政污水处理领域，四通环境承诺 2016—2018 年扣非后的净利润不低于 1700/2500/2800 万元。公司业务已包含工业污水、市政污水和水环境治理，形成了设备制造、工程总包、运营、污泥处理全产业链，公司水环境治理服务商初步成型。

■ **股权激励绑定高管利益，定增、员工持股价格倒挂奠定安全边际**

2017 年 3 月 27 日，公司发布限制性股票激励计划，拟以 13.99 元/股的价格向公司总经理、财务总监等高管、核心管理和技术人员总共 164 人进行股权激励，首次授予 425.5 万股。解除限售条件是相比于 2016 年，2017—2019 年扣非后的净利润增长率不低于 30%、70%、110%，公司推出股权激励一方面能够绑定高管利益，另外业绩考核目标也显示出公司对未来发展充满信心。

2016 年 9 月 23 日公司第一期员工持股计划购买公司股票 2917 万元，成交均价 31.91 元/股，锁定期 12 个月。2017 年 1 月公司完成收购四通环境 65%股权募集配套资金的非公开发行，发行价格 32.03 元/股，涉及金额 1.74 亿元，锁定期 3 年。目前股价 22.85 元，员工持股、定增价格均已倒挂 28%，奠定一定的安全边际。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖给予“增持”评级** 我们看好公司超磁水体净化技术的优势，受益于黑臭水体行业高景气。预计公司 2017-2019 EPS 分别为 0.64、0.86、1.12 元，对应当前股价 PE 为 35、27、20 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**项目推进低于预期风险、下游行业水治理需求下降风险、政策不及预期风险、宏观经济下行风险。

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| 主营收入（百万元） | 488 | 815 | 1130 | 1512 |
| 增长率(%) | 48% | 67% | 39% | 34% |
| 净利润（百万元） | 70 | 120 | 160 | 209 |
| 增长率(%) | 33% | 72% | 34% | 31% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.37 | 0.64 | 0.86 | 1.12 |
| ROE(%) | 4.65% | 7.43% | 9.04% | 10.59% |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1：环能科技盈利预测表

| 证券代码: | 300425.SZ | | 股价: | 22.85 | 投资评级: | 增持 | | 日期: | 2017-05-12 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **财务指标** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** | **每股指标与估值** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** |
| **盈利能力** | | | | | **每股指标** | | | | |
| ROE | 5% | 7% | 9% | 11% | EPS | 0.37 | 0.64 | 0.86 | 1.12 |
| 毛利率 | 42% | 46% | 46% | 45% | BVPS | 7.53 | 8.15 | 8.97 | 10.04 |
| 期间费率 | 28% | 30% | 30% | 30% | **估值** | | | | |
| 销售净利率 | 14% | 15% | 14% | 14% | P/E | 60.99 | 35.45 | 26.55 | 20.34 |
| **成长能力** | | | | | P/B | 3.03 | 2.81 | 2.55 | 2.27 |
| 收入增长率 | 48% | 67% | 39% | 34% | P/S | 8.69 | 5.21 | 3.75 | 2.80 |
| 利润增长率 | 33% | 72% | 34% | 31% | | | | | |
| **营运能力** | | | | | **利润表（百万元）** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** |
| 总资产周转率 | 0.23 | 0.32 | 0.37 | 0.46 | **营业收入** | **488** | **815** | **1130** | **1512** |
| 应收账款周转率 | 1.09 | 1.28 | 1.43 | 1.49 | 营业成本 | 281 | 441 | 614 | 830 |
| 存货周转率 | 1.25 | 2.42 | 2.42 | 2.42 | 营业税金及附加 | 7 | 11 | 17 | 24 |
| **偿债能力** | | | | | 销售费用 | 60 | 98 | 136 | 186 |
| 资产负债率 | 29% | 37% | 42% | 41% | 管理费用 | 70 | 116 | 162 | 216 |
| 流动比 | 2.30 | 1.86 | 1.80 | 1.88 | 财务费用 | (1) | 18 | 27 | 23 |
| 速动比 | 1.76 | 1.57 | 1.53 | 1.55 | 其他费用/（-收入） | (10) | (10) | (10) | (15) |
| | | | | | **营业利润** | **61** | **120** | **164** | **218** |
| **资产负债表（百万元）** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** | 营业外净收支 | 19 | 18 | 20 | 23 |
| 现金及现金等价物 | 250 | 327 | 615 | 530 | **利润总额** | **80** | **138** | **184** | **241** |
| 应收款项 | 448 | 636 | 790 | 1016 | 所得税费用 | 10 | 16 | 22 | 29 |
| 存货净额 | 225 | 187 | 261 | 353 | **净利润** | 71 | 122 | 162 | 212 |
| 其他流动资产 | 34 | 56 | 78 | 105 | 少数股东损益 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| **流动资产合计** | **958** | **1207** | **1745** | **2005** | **归属于母公司净利润** | **70** | **120** | **160** | **209** |
| 固定资产 | 317 | 375 | 447 | 473 | | | | | |
| 在建工程 | 25 | 65 | 25 | 45 | **现金流量表（百万元）** | **2016** | **2017E** | **2018E** | **2019E** |
| 无形资产及其他 | 540 | 640 | 596 | 544 | **经营活动现金流** | **62** | **118** | **138** | **125** |
| 长期股权投资 | 37 | 37 | 37 | 37 | 净利润 | 71 | 122 | 162 | 212 |
| **资产总计** | **2093** | **2541** | **3067** | **3320** | 少数股东权益 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| 短期借款 | 110 | 260 | 460 | 410 | 折旧摊销 | 33 | 86 | 102 | 104 |
| 应付款项 | 160 | 273 | 380 | 515 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 65 | 33 | 46 | 62 | 营运资金变动 | (44) | (255) | (370) | (495) |
| 其他流动负债 | 81 | 81 | 81 | 81 | **投资活动现金流** | **(244)** | **(98)** | **(33)** | **(45)** |
| **流动负债合计** | **416** | **648** | **968** | **1069** | 资本支出 | (101) | (98) | (33) | (45) |
| 长期借款及应付债券 | 76 | 176 | 226 | 176 | 长期投资 | (37) | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 106 | 106 | 106 | 106 | 其他 | (106) | 0 | 0 | 0 |
| **长期负债合计** | **182** | **282** | **332** | **282** | **筹资活动现金流** | **259** | **245** | **243** | **(109)** |
| **负债合计** | **598** | **930** | **1300** | **1351** | 债务融资 | 176 | 250 | 250 | (100) |
| 股本 | 186 | 186 | 186 | 186 | 权益融资 | 164 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1494 | 1611 | 1766 | 1969 | 其它 | (81) | (5) | (7) | (9) |
| **负债和股东权益总计** | **2093** | **2541** | **3067** | **3320** | **现金净增加额** | **76** | **264** | **348** | **(29)** |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。
水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。
任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。
赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。