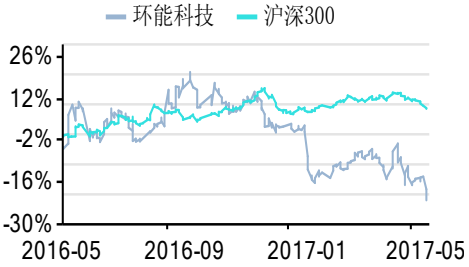
环能科技（300425.SZ）

构建水处理全能服务商，关注黑臭水体治理推进

公司评级	谨慎增持
当前价格	22.70 元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2017-05-16

相对市场表现



分析师： 郭 鹏 S0260514030003
021-60750631
guopeng@gf.com.cn

相关研究：

环能科技（300425.SZ）：净利润下降 4.81%，综合治理拿单能力见提升	2016-08-24
环能科技（300425.SZ）：签署 40 亿 PPP 框架协议，综合治理能力获认可	2016-07-05

联系人： 邱长伟 02160750631
qiuchangwei@gf.com.cn

- **受益华大并表及运营规模增长，16 年利润同比增长 33%**

公司 2016 年实现收入 4.88 亿元，同比增长 48%，归母净利润 6953 万元，同比增长 33%。公司收入和利润增长主要来自江苏华大全年并表及公司水处理运营规模增长。扣除并表因素，公司本部净利润约 3696 万元，同比下滑 16%，主要是受煤炭冶金行业设备销售下滑所致。江苏华大 16 年扣非净利润 3093 万元，利润承诺完成率 94%；四通环境 16 年扣非净利润 1447 万元，利润承诺完成率 85%。

- **构建水处理全产业链，运营收入、订单增长较快**

公司通过收购江苏华大、道源环境和四通环境完善整个水处理产业链的布局，近期公司公告中标北京平谷水质改善工程（金额 1.58 亿元）、燕郊高新区（金额 1.07 亿元），初步体现出公司较强的综合治理能力。2016 年公司运营收入 1.37 亿元，同比增长 66%；江苏华大全年并表，离心机业务收入 1.92 亿元，同比增长 338%。传统水处理设备销售收入 1.49 亿元，下滑 26%，主要受冶金煤炭行业产能过剩影响，但行业下半年已出现好转。

- **2017 年省会城市迎来黑臭水体治理考核期限**

2017 年底前，直辖市、省会城市、计划单列市建成区要求基本消除黑臭水体，伴随中央环保督查深入开展，黑臭水体治理市场开启。公司已初步在黑臭水治理领域具有技术优势，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布局。

- **管理层激励到位，关注黑臭水体治理推进**

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.59/0.77/1.03 元。公司第一期员工持股计划完成购买（金额 2917 万元，均价 31.91 元/股）；定增已经完成，换股价格 30.25 元，募资价格 32.03 元；股权激励数量 525.5 万股，覆盖新上任的总经理等管理团队，对应解锁条件 17-19 年净利润 0.90/1.18/1.46 亿元。公司着力打造具备技术优势的水处理综合服务商，在黑臭水体、环境综合治理等多领域继续推进，当前股价低于员工持股价及定增价格，管理层激励到位，维持“谨慎增持”评级。

风险提示：新增订单不及预期，竞争加剧毛利率下滑；标的公司利润承诺无法完成的风险；商誉减值的风险；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	329.56	488.01	843.78	1,040.26	1,295.29
增长率(%)	40.16%	48.08%	72.90%	23.28%	24.52%
EBITDA(百万元)	76.16	105.06	187.16	243.75	313.63
净利润(百万元)	52.19	69.53	110.07	142.86	190.85
增长率(%)	-3.32%	33.24%	58.30%	29.78%	33.60%
EPS（元/股）	0.295	0.375	0.593	0.770	1.028
市盈率（P/E）	150.88	81.09	37.59	28.96	21.68
市净率（P/B）	7.34	4.03	2.78	2.54	2.27
EV/EBITDA	99.50	53.14	22.65	17.16	13.07

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	928	958	1257	1650	2046
货币资金	306	250	275	410	561
应收及预付	384	479	547	702	845
存货	235	225	434	538	641
其他流动资产	2	3	0	0	0
非流动资产	502	1135	1294	1237	1298
长期股权投资	0	37	37	37	37
固定资产	218	317	393	443	490
在建工程	23	25	185	205	225
无形资产	217	706	652	525	518
其他长期资产	44	50	26	27	28
资产总计	1430	2093	2550	2887	3344
流动负债	318	416	882	1068	1319
短期借款	10	110	300	380	445
应付及预收	308	298	582	687	874
其他流动负债	0	9	0	0	0
非流动负债	38	182	76	76	76
长期借款	0	76	76	76	76
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	106	0	0	0
负债合计	356	598	958	1144	1395
股本	177	186	186	186	186
资本公积	641	902	902	902	902
留存收益	247	299	391	533	724
归属母公司股东权	1073	1397	1489	1632	1823
少数股东权益	1	97	103	112	126
负债和股东权益	1430	2093	2550	2887	3344

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	330	488	844	1040	1295
营业成本	172	281	492	597	736
营业税金及附加	3	7	8	11	15
销售费用	44	60	101	125	155
管理费用	49	70	118	135	155
财务费用	-3	-1	8	14	15
资产减值损失	17	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	47	61	117	158	218
营业外收入	6	19	15	15	15
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	54	80	132	173	233
所得税	3	10	16	21	28
净利润	51	71	116	152	205
少数股东损益	-1	1	6	9	14
归属母公司净利润	52	70	110	143	191
EBITDA	76	105	187	244	314
EPS（元）	0.30	0.37	0.59	0.77	1.03

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	12	62	157	94	236
净利润	51	71	116	152	205
折旧摊销	15	35	62	72	80
营运资金变动	-64	-53	-9	-135	-59
其它	10	8	-12	5	9
投资活动现金流	-171	-244	-230	-1	-126
资本支出	-47	-74	-230	0	-125
投资变动	-124	-170	0	-1	-1
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	392	130	97	42	41
银行借款	10	10	190	80	65
债券融资	-30	-28	-80	0	0
股权融资	465	164	0	0	0
其他	-54	-16	-13	-39	-23
现金净增加额	232	-53	24	135	151
期初现金余额	83	306	250	275	410
期末现金余额	315	253	275	410	561

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	40.2	48.1	72.9	23.3	24.5
营业利润增长	-11.4	30.0	90.5	35.1	38.3
归属母公司净利润增长	-3.3	33.2	58.3	29.8	33.6
获利能力（%）					
毛利率	47.7	42.4	41.7	42.6	43.2
净利率	15.4	14.5	13.7	14.6	15.8
ROE	4.9	5.0	7.4	8.8	10.5
ROIC	7.6	4.4	6.8	8.7	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	24.9	28.6	37.6	39.6	41.7
净负债比率	-0.3	-	0.1	-	-
流动比率	2.92	2.30	1.42	1.55	1.55
速动比率	2.11	1.68	0.89	0.99	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.28	0.36	0.38	0.42
应收账款周转率	1.55	1.49	2.28	2.28	2.28
存货周转率	1.02	1.22	1.14	1.12	1.16
每股指标（元）					
每股收益	0.30	0.37	0.59	0.77	1.03
每股经营现金流	0.07	0.33	0.85	0.51	1.27
每股净资产	6.08	7.53	8.02	8.79	9.82
估值比率					
P/E	150.9	81.1	37.6	29.0	21.7
P/B	7.3	4.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	99.5	53.1	22.6	17.2	13.1

广发公用事业行业研究小组

郭　鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015 年、2016 年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。

陈子坤：首席分析师，金融学硕士，4 年中国再生金属分会工作经历，2015 年、2016 年新财富环保行业第一名。再生资源等领域研究经验丰富。

邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

蔡　屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6 年中国有色研究设计总院工作经历，2 年行业研究经验，2016 年加入广发证券发展研究中心。

蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3 年国家开发银行工作经历，2016 年加入广发证券发展研究中心。

许　洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。