

评级: 增持(维持)

市场价格: 7.89

目标价格: 12

分析师: 杨心成

执业证书编号: S0740517010004

电话: 0755-22660869

Email: yangxc@r.qlzq.com.cn

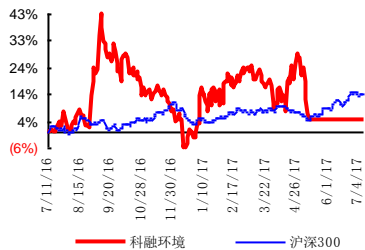
联系人: 曾明

Email: zengming@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	713
流通股本(百万股)	713
市价(元)	7.85
市值(百万元)	5,624
流通市值(百万元)	5,624

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 收购永葆环保, 完善环境平台
- 2 强强联合, 河南水利水务市场在望
- 3 扭亏为盈, 静待新股东开花结果

### 公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	998.6	764.9	1,842.3	3,176.8	5,511.2
增长率 yoy%	18.5%	-23.4%	140.9%	72.4%	73.5%
净利润	25.9	-131.8	234.8	419.2	749.3
增长率 yoy%	-38.6%	-608.6%	-278.1%	78.5%	78.8%
每股收益(元)	0.04	-0.18	0.33	0.59	1.05
每股现金流量	-0.10	0.08	-0.14	-0.98	0.07
净资产收益率	1.77%	-9.69%	5.85%	9.14%	13.74%
P/E	216.94	-42.66	23.95	13.42	7.51
PEG	1.48	0.15	0.34	0.09	-0.03
P/B	3.84	4.13	1.40	1.23	1.03

备注:

### 投资要点

- **事件:** 公司发布收购永葆环保 100% 股权公告, 其中本次以 3.85 亿元收购 70% 股份, 承诺 2017、2018 年净利润不低于 4500 万元、5500 万元, 平均净利润不低于 5000 万元; 剩余 30% 股权在 2019 年收购, 以标的公司 2018 年经审计净利润的 12 倍对标的公司重新进行整体估值, 以标的公司整体估值的 30% 作为股权转让价格。

#### 我们的评论:

- **收购落地, 环境综合平台进一步完善:** 公司收购的永葆环保是专业从事危废处置的公司, 拥有从收集、运输、预处理到处置和资源化利用的全流程产业链, 并参与了国家 863 科技重大项目“大宗工业固废处理与资源化技术及示范”建设, 拥有的全自动废切削液无害化处置技术在行业中处于领先地位。收购完成后, 将显著增强公司危废业务实力, 进一步完善公司烟气+水+固废的环境综合服务平台布局。此外永葆环保 2016 年实现营收 7808 万元, 实现净利润 3141 万元, 2017 年 1-5 月实现营收 3597 万元, 实现净利润 1916 万元, 盈利状况良好, 将成为公司新的利润增长点。
- **动作不断, 未来发展值得期待:** 公司上半年来动作不断, 3 月份与勤智资本签订了产业投资基金框架协议(总规模不超过 20 亿元), 近期又与河南水利一局和河南水利投资集团签署了战略合作协议, 从资金、技术、资源等层面进一步增强公司综合竞争力。公司自 2015 年以来已陆续中标几个 PPP 项目, 拿单能力凸出, 近期又与叶县政府签署了环境综合治理项目框架协议(投资额约 5 亿元), 加上大股东丰利资本丰富的产业资源, 未来发展值得期待。
- **新股东增持、激励彰显信心:** 公司于 2016 年 6 月更换大股东为丰利财富, 新股东到位后先是推出股权激励, 向公司的中高级管理层、核心业务人员、子公司主要管理人员等共计 189 人授予 1300 万份股票期权, 行权价格 7.53 元/股; 而后又于 4 月份公布增持计划, 公司实际控制人、董事长毛凤丽女士及公司其他董事、监事和高级管理人员拟在 12 个月内增持不低于 1 亿、不高于 10 亿的公司股票, 彰显管理团队对公司未来发展的信心。
- **投资建议:** 公司新股东丰利资本产业资源丰富, 有望为科融带来活力和多元化的融资渠道。公司已形成环境治理平台, 未来的 PPP 订单则将带来业绩的高弹性。我们预计 2017-2018 年 EPS 为 0.33、0.59, 对应 PE 为 24X、13X。
- **风险提示:** 订单不及预期、项目建设进度不及预期

图表 1: 盈利预测三张表

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	998.6	764.9	1,842.3	3,176.8	5,511.2	成长性					
减:营业成本	748.7	659.8	1,222.7	2,057.3	3,518.7	营业收入增长率	18.5%	-23.4%	140.9%	72.4%	73.5%
营业税费	8.3	9.6	22.1	38.1	66.1	营业利润增长率	-2.7%	-559.7%	-257.8%	106.2%	75.8%
销售费用	40.3	36.2	73.7	127.1	220.4	净利润增长率	-38.6%	-608.6%	-278.1%	78.5%	78.8%
管理费用	117.6	127.0	239.5	381.2	661.3	EBITDA增长率	13.1%	-236.2%	-409.3%	89.4%	76.0%
财务费用	15.8	20.7	38.8	61.6	141.4	EBIT增长率	15.1%	-374.6%	-309.5%	99.8%	81.5%
资产减值损失	34.1	71.7	5.0	5.0	5.0	NOPLAT增长率	9.4%	-421.3%	-311.0%	99.8%	81.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.7%	-17.1%	174.4%	7.1%	92.8%
投资和汇兑收益	0.6	1.4	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	3.2%	-8.6%	168.8%	15.0%	19.7%
营业利润	34.5	-158.8	250.5	516.5	908.1	利润率					
加:营业外净收支	6.5	12.3	7.3	7.2	7.0	毛利率	25.0%	13.7%	33.6%	35.2%	36.2%
利润总额	41.0	-146.5	257.8	523.7	915.1	营业利润率	3.5%	-20.8%	13.6%	16.3%	16.5%
减:所得税	9.0	-12.6	20.6	41.9	73.2	净利润率	2.6%	-17.2%	12.7%	13.2%	13.6%
净利润	25.9	-131.8	234.8	419.2	749.3	EBITDA/营业收入	8.0%	-14.2%	18.2%	20.0%	20.3%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	5.0%	-18.1%	15.7%	18.2%	19.0%
货币资金	177.6	270.6	1,729.9	1,045.5	1,102.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	131	160	68	48	33
应收账款	1,023.3	950.4	3,143.6	3,916.0	8,331.1	流动营业资本周转天数	302	371	354	352	338
应收票据	147.9	70.7	335.0	442.8	936.5	流动资产周转天数	690	937	841	806	710
预付账款	223.3	149.9	529.4	615.6	1,352.2	应收账款周转天数	339	464	400	400	400
存货	386.3	398.2	824.5	1,344.9	2,459.5	存货周转天数	131	185	119	123	124
其他流动资产	171.7	10.3	200.0	100.0	100.0	总资产周转天数	1,081	1,487	1,181	1,085	896
可供出售金融资产	-	-	800.0	1,000.0	1,200.0	投资资本周转天数	596	800	564	496	433
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	45.5	45.5	50.5	55.5	60.5	ROE	1.8%	-9.7%	5.8%	9.1%	13.7%
投资性房地产	28.1	39.4	39.4	39.4	39.4	ROA	1.0%	-4.4%	2.6%	4.8%	4.9%
固定资产	374.4	307.5	388.4	466.5	540.4	ROIC	2.7%	-6.8%	17.3%	12.6%	21.3%
在建工程	277.4	269.1	295.3	316.2	333.0	费用率					
无形资产	120.8	368.3	455.4	539.8	621.5	销售费用率	4.0%	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	281.8	180.2	239.3	234.1	229.1	管理费用率	11.8%	16.6%	13.0%	12.0%	12.0%
资产总额	3,258.1	3,060.1	9,030.7	10,116.3	17,305.4	财务费用率	1.6%	2.7%	2.1%	1.9%	2.6%
短期债务	395.1	97.0	-	-	24.1	三费/营业收入	17.4%	24.1%	19.1%	17.9%	18.6%
应付账款	533.3	559.9	1,202.0	1,856.9	3,520.9	偿债能力					
应付票据	109.0	207.2	298.3	561.3	975.8	资产负债率	47.2%	48.6%	53.2%	51.9%	66.3%
其他流动负债	326.6	270.3	507.8	859.0	1,506.0	负债权益比	89.3%	94.5%	113.5%	107.9%	197.1%
长期借款	135.9	285.0	2,752.5	1,933.2	5,413.4	流动比率	1.56	1.63	3.37	2.28	2.37
其他非流动负债	36.8	67.0	40.0	40.0	40.0	速动比率	1.28	1.28	2.96	1.87	1.96
负债总额	1,536.7	1,486.4	4,800.6	5,250.5	11,480.2	利息保障倍数	3.19	-6.68	7.45	9.38	7.42
少数股东权益	255.9	213.1	215.4	278.1	370.7	分红指标					
股本	712.8	712.8	712.8	712.8	712.8	DPS(元)	0.00	0.00	0.04	0.06	0.12
留存收益	752.7	647.9	3,301.9	3,874.9	4,741.8	分红比率	11.0%	-1.6%	11.0%	11.0%	11.0%
股东权益	1,721.4	1,573.7	4,230.1	4,865.8	5,825.3	股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	0.8%	1.5%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	32.0	-133.9	234.8	419.2	749.3	EPS(元)	0.04	-0.18	0.33	0.59	1.05
加:折旧和摊销	31.3	30.4	45.8	56.6	67.6	BVPS(元)	2.06	1.91	5.63	6.44	7.65
资产减值准备	34.1	71.7	-	-	-	PE(X)	216.9	-42.7	23.9	13.4	7.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	4.1	1.4	1.2	1.0
财务费用	16.9	21.1	38.8	61.6	141.4	P/FCF	-79.4	104.5	-57.3	-8.0	120.8
投资收益	-0.6	-1.4	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	5.6	7.4	3.1	1.8	1.0
少数股东损益	6.1	-2.1	2.4	62.6	92.6	EV/EBITDA	105.4	-50.2	17.4	8.8	8.0
营运资金的变动	-345.4	501.4	-2,559.6	-117.5	-4,034.4	CAGR(%)	146.8%	-284.6%	69.7%	146.8%	-284.6%
经营活动产生现金流	-120.8	243.1	-2,247.7	472.5	-2,993.5	PEG	1.5	0.1	0.3	0.1	-0.0
投资活动产生现金流	-254.7	-5.3	-1,030.0	-430.0	-430.0	ROIC/WACC	0.3	-0.8	2.0	1.5	2.5
融资活动产生现金流	274.7	-186.3	4,737.0	-726.9	3,480.2	REP	14.2	-4.4	0.7	0.8	0.4

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。