

公司研究/中报点评

2017年08月20日

公用事业/环保 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 22.98
合理价格区间(元): 24.04~25.35

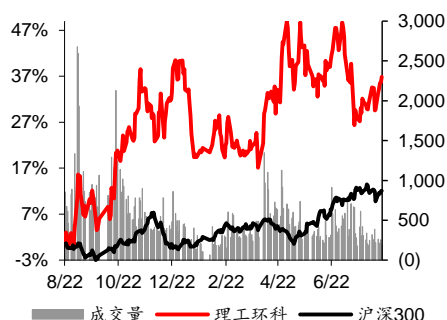
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

张雪蓉 021-38476737
联系人 zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1 《理工环科(002322,增持): 1H2017 业绩大增, 环保布局顺利》2017.07
- 2 《理工环科(002322,增持): 中标绍兴项目, 推广“台州”模式》2017.01
- 3 《理工环科(002322): 布局环境修复、环境大数据完善体系》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

收入快速增长, 利润率大幅提升

理工环科(002322)

事件

理工环科发布 2017 半年报, 公司营业总收入 3.3 亿元, 同比增加 66.5%, 归母净利润 1.04 亿元, 同比增加 293.9%, 扣非净利润 1.03 亿元, 同比增长 316.6%, 中报业绩与快报完全一致, 剔除湖南碧蓝并表影响 (2016 年 11 月开始并表, 1H2017 净利润 1836 万元), 归母净利润内生增速 224%, 因子公司江西博微和北京尚洋业绩大幅增长。同时公司预计 2017 年前三季度归母净利润 1.51-1.97 亿元, 同比增长 125%-175%。

毛利率提升, 费用率下降, 净利率显著提升

1) 收入快速增长: 扣除湖南碧蓝并表影响 (1H2017 收入 6404 万元), 内生增速 34%, 因电力造价软件业务快速增长, 同比增速 114%, 但输电及控制设备收入下滑 16%; 2) 毛利率提升 10 个百分点至 70.3%: 因高毛利率电力造价软件业务 (毛利率 98.8%) 收入占比提升至 51% (去年同期 39%), 环境保护监测毛利率提升 17 个百分点至 35%, 输电及控制设备毛利率基本稳定在 40%, 新增土壤修复毛利率 46%; 3) 期间费用率下降 15 个百分点: 因销售费用率、管理费用率分别下降 5 和 11 个百分点; 4) 净利率同比提升 18.4 个百分点至 32%, 是 2011 年以来历史同期最高水平。

江西博微增长超预期, 电力监测业务仍低迷

1) 江西博微: 1H2017 收入同比增长 84% 至 1.7 亿元, 因《电力工程造价依据营业增值税估价表》于 2017 年 1 月 1 日发文执行, 博微新技术随后快速推动各省软件升级换代工作, 核心造价产品销量大幅增长, 净利润同比增长 98% 至 1 亿元, 我们预计江西博微全年净利润 2-3 亿元。2) 传统主业: 上半年电力在线监测业务收入下滑 10%, 毛利率下降 3.8 个百分点, 因行业不景气, 但公司推动电力监测存量业务重启, 下半年有望看到转机。

北京尚洋毛利率显著提升, 湖南碧蓝收入快速增长

1) 北京尚洋: 公司以前在环境监测方向主要是卖设备实现收益, 而从台州“五水共治”交接断面水质自动监测数据采购项目开始, 实现了向数据服务模式的转变, 该模式提高了业务的毛利率, 上半年收入增长 24% 至 6483 万元, 盈利水平显著提升, 实现净利润 1094 万元 (去年同期亏损 501 万元), 预计全年大概率完成业绩承诺 6000 万元; 2) 湖南碧蓝: 2017 年上半年新增 2 个土壤治理项目, 1 个水处理项目, 5 个项目顺利完工, 3 个项目平稳推进, 收入快速增长 70% 至 6404 万元, 实现净利润 1836 万元, 我们预计 2017 年湖南碧蓝大概率业绩超出承诺利润 (0.42 亿元)。

ROE 显著提升, 维持盈利预测, 维持增持评级

截至 2017 年 6 月底, 公司资产负债率仅为 9%, 财务费用常年为负, 同时积极回馈股东, 14-16 年平均现金分红比例达到 67%, 17 年上半年 ROE 显著提升至 3.50% (16 年同期 ROE 为 0.92%), 因净利率与资产周转率提升。上半年收购标的业绩显著提升, 电力监测主业下半年有望好转, 维持盈利预测, 预计公司 2017-2019 EPS 为 0.78/1.04/1.32 元, 目前股价对应 2017-2019 PE 为 30/22/17 倍。维持目标价 24.04-25.35 元 (对应 2017 年目标 PE31-33 倍)。

风险提示: 北京尚洋、电力监测业绩不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	401.32
流通 A 股 (百万股)	275.63
52 周内股价区间 (元)	16.94-25.35
总市值 (百万元)	9,222
总资产 (百万元)	3,249
每股净资产 (元)	7.37

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	448.80	687.28	1,103	1,500	1,920
+/-%	129.71	53.14	60.44	36.06	28.01
归属母公司净利润 (百万元)	107.87	151.93	312.39	417.55	530.77
+/-%	75.22	40.84	105.62	33.66	27.12
EPS (元, 最新摊薄)	0.27	0.38	0.78	1.04	1.32
PE (倍)	85.49	60.70	29.52	22.09	17.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 分部收入和成本

分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
	(百万元)	(百万元)		同比增减	同比增减	同比增减
环境保护监测	50.3	32.8	35%	-4%	-24%	17个百分点
软件	166.1	3.1	98%	84%	-31%	3个百分点
输电及控制设备	37.9	22.8	40%	-16%	-16%	-1个百分点
土壤修复	64.0	34.5	46%			
分产品						
电力在线监测系统	27.8	14.3	49%	-10%	-3%	-4个百分点
电力造价软件	164.8	1.9	99%	114%	650%	-1个百分点
水质监测设备	21.1	17.2	19%	-60%	-60%	1个百分点
土壤修复	64.0	34.5	46%			
其他	40.6	25.4	38%	46%	53%	-3个百分点

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 子公司收入和净利润

	尚洋环科	湖南碧蓝	江西博微	合并报表
收购金额(百万元)	450	361	1260	
并表时间	2015/8/1	2016/11/1	2015/8/1	
股权比例	100%	100%	100%	
1H2016				
收入(百万元)	52	38	91	195
净利润(百万元)	-5.0	12.7	51.3	26.4
净利率	-10%	34%	57%	13%
2016				
收入(百万元)	265	75	251	687
净利润(百万元)	35.8	30.1	159.3	151.9
净利率	13%	40%	64%	22%
1H2017				
收入(百万元)	65	64	166	325
净利润(百万元)	10.9	18.4	101.7	103.8
净利率	17%	29%	61%	32%
2017				
承诺净利润(百万元)	60	42	156	
净利润预测(百万元)				312

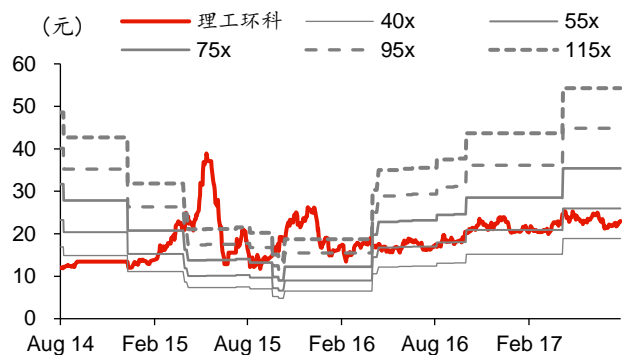
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 监测板块可比公司估值表

公司名称	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
	2017/8/20	2017/8/20	17E	18E	17E	18E	17E	18E
盈峰环境	9.59	10,483	24.2	16.9	3.1	2.6	13%	16%
先河环保	24.95	8,593	58.5	44.7	5.9	5.3	10%	12%
聚光科技*	28.90	13,086	24.3	18.7	4.8	3.7	20%	20%
雪迪龙	14.74	8,916	34.4	28.7	5.2	4.2	15%	14%
梅安森	18.38	3,079	28.4	17.5	6.0	4.8	21%	27%
理工环科*	22.98	9,222	29.5	22.1	2.9	2.8	10%	13%
平均值		8,897	33.2	24.8	4.7	3.9	15%	17%
中间值		9,069	29.0	20.4	5.0	3.9	14%	15%

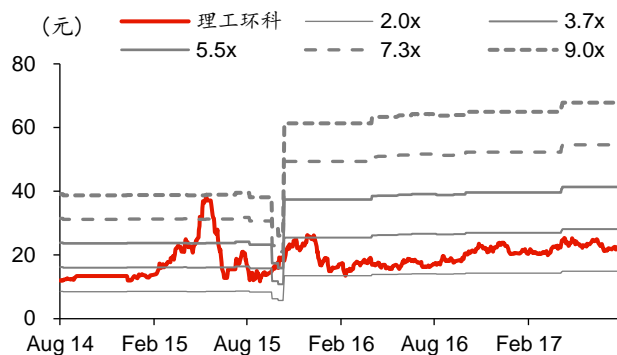
资料来源: 华泰证券研究所 注: 公司名称旁带“*”的公司采用华泰预测, 其余公司采用wind一致预期

图表4: 理工环科历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 理工环科历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,536	1,187	1,568	1,910	2,298
现金	976.59	548.99	585.05	746.70	823.53
应收账款	277.05	338.78	543.55	739.56	946.67
其他应收账款	33.05	55.61	89.22	121.39	155.38
预付账款	6.21	10.36	14.89	19.70	25.91
存货	213.56	192.91	274.33	201.88	245.75
其他流动资产	29.78	40.77	61.10	80.57	101.14
非流动资产	1,726	2,074	2,051	2,031	2,017
长期投资	0.00	19.47	19.47	19.47	19.47
固定投资	193.55	235.77	262.39	241.14	219.37
无形资产	75.29	68.28	61.92	56.15	50.93
其他非流动资产	1,457	1,751	1,707	1,715	1,727
资产总计	3,262	3,261	3,619	3,941	4,315
流动负债	397.40	285.79	453.54	608.74	786.17
短期借款	0.00	52.60	84.39	114.82	146.98
应付账款	50.16	97.13	139.57	184.61	242.84
其他流动负债	347.24	136.06	229.58	309.32	396.35
非流动负债	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
负债合计	398.40	286.79	454.54	609.74	787.17
少数股东权益	3.13	1.90	(1.66)	(6.41)	(12.45)
股本	406.38	401.32	401.32	401.32	401.32
资本公积	1,909	1,899	1,899	1,899	1,899
留存公积	560.36	672.16	865.14	1,037	1,240
归属母公司股	2,861	2,973	3,166	3,338	3,540
负债和股东权益	3,262	3,261	3,619	3,941	4,315

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	155.49	(9.64)	121.44	378.15	375.12
净利润	107.87	151.93	312.39	417.55	530.77
折旧摊销	26.04	34.05	35.46	35.39	35.38
财务费用	(19.86)	(18.06)	(12.56)	(13.20)	(16.89)
投资损失	4.03	(1.61)	(1.61)	(1.61)	(1.61)
营运资金变动	9.18	(236.28)	(208.70)	(55.23)	(166.50)
其他经营现金	28.24	60.33	(3.56)	(4.75)	(6.04)
投资活动现金	(333.34)	(216.77)	(10.31)	(14.61)	(19.15)
资本支出	4.21	7.43	11.92	16.22	20.76
长期投资	(6.33)	21.26	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	335.45	188.08	(1.61)	(1.61)	(1.61)
筹资活动现金	305.45	(8.80)	(75.06)	(201.90)	(279.13)
短期借款	0.00	52.60	31.79	30.43	32.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	123.86	(5.06)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,430	(9.96)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,248)	(46.38)	(106.85)	(232.33)	(311.29)
现金净增加额	127.61	(235.21)	36.06	161.64	76.84

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	448.80	687.28	1,103	1,500	1,920
营业成本	215.52	302.45	434.60	574.84	756.19
营业税金及附加	4.70	8.42	12.13	16.50	21.13
营业费用	52.27	77.83	124.88	169.91	217.49
管理费用	92.68	158.94	231.56	315.07	384.10
财务费用	(19.86)	(18.06)	(12.56)	(13.20)	(16.89)
资产减值损失	10.28	47.95	25.27	34.38	30.73
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(4.03)	1.61	1.61	1.61	1.61
营业利润	89.18	111.35	288.40	404.42	529.35
营业外收入	36.19	57.08	57.08	57.08	57.08
营业外支出	0.46	0.80	0.80	0.80	0.80
利润总额	124.92	167.63	344.68	460.70	585.63
所得税	18.73	17.43	35.84	47.91	60.90
净利润	106.19	150.20	308.84	412.79	524.73
少数股东损益	(1.68)	(1.73)	(3.56)	(4.75)	(6.04)
归属母公司净利润	107.87	151.93	312.39	417.55	530.77
EBITDA	109.49	173.26	334.54	458.96	576.54
EPS (元)	0.27	0.38	0.78	1.04	1.32

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	129.71	53.14	60.44	36.06	28.01
营业利润	105.73	24.86	159.00	40.23	30.89
归属母公司净利润	75.22	40.84	105.62	33.66	27.12
获利能力 (%)					
毛利率	51.98	55.99	60.59	61.69	60.63
净利率	24.04	22.11	28.33	27.83	27.64
ROE	5.27	5.21	10.18	12.84	15.43
ROIC	5.44	5.60	10.26	14.03	17.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.21	8.79	12.56	15.47	18.24
净负债比率 (%)	0	18.34	18.57	18.83	18.67
流动比率	3.87	4.15	3.46	3.14	2.92
速动比率	3.33	3.48	2.85	2.81	2.61
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.21	0.32	0.40	0.47
应收账款周转率	1.98	2.23	2.50	2.34	2.28
应付账款周转率	6.02	4.11	3.67	3.55	3.54
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.38	0.78	1.04	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	(0.02)	0.30	0.94	0.93
每股净资产(最新摊薄)	7.13	7.41	7.89	8.32	8.82
估值比率					
PE (倍)	85.49	60.70	29.52	22.09	17.38
PB (倍)	3.22	3.10	2.91	2.76	2.60
EV_EBITDA (倍)	84.23	53.23	27.57	20.09	16.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com