2017 年 08 月 28 日

环能科技（300425.SZ）

公司快报

证券研究报告

中报业绩增速向好，期待黑臭河治理进一步释放业绩

■**中报业绩符合预期，业务整体发展向好+四通环境并表：**公司披露 2017 年中报，公司上半年实现营业收入 3.38 亿元，同比增长 43.13%，归母净利润 3759.6 万元，同比增长 11.81%，扣非后归母净利润 3763.3 万元，同比增长 12.93%，公司中报业绩符合预期。2017 年上半年，公司各项业务整体上发展向好，稳步贡献收入，子公司四通环境于 2016 年 12 月开始并表，并表净利润-1.78 万元。目前四通处于业务拓展期，销售、管理费用有所增长，此外，四通融资规模仍较大，财务费用较高。四通中标项目上半年确认收入较少，下半年有望陆续确认收入。公司一季度亏损 64.6 万元，单就二季度而言，公司二季度实现营业收入 2.42 亿元，同比增长 47.98%，归母净利润 3824.2 万元，同比增长 39.08%。

■**综合毛利率受运营服务拖累，期间费用率维持稳定，现金流进一步承压：**公司 2017 上半年综合毛利率 41.99%，同比下降 0.5 个百分点。公司综合毛利率受运营服务毛利率下降拖累，由于部分运营项目进水量减少，进水水质较差，药剂、人工成本上升，公司运营服务毛利率同比下降 14.65 个百分点达 39.97%。公司期间费用率维持稳定，公司销售费用率和管理费用率分别为 9.68%和 12.26%，分别同比下降 0.42 个百分点和 1.09 个百分点。公司财务费用率 1.31%，同比上升 1.64 个百分点，主要因为四通环境并表后带来贷款利息支出增加，公司上半年利息支出 427 万元，同比增加 27.87 倍。公司上半年经营性现金流净额-947.75 万元，同比减少 89.32%，现金流进一步承压，主要系受四通环境并表影响。截至 2017 年 6 月底，公司应收账款 4.3 亿元，较年初增长 16%，存货 2.7 亿元，较年初增长 19.94%。

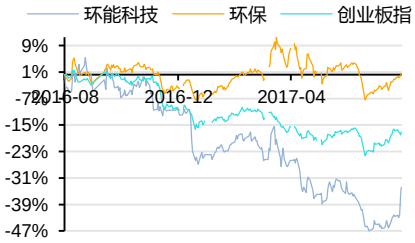
■**水治理持续推进带动水治理业务向好，离心机业务受益于下游回暖：**公司积极开拓水环境治理业务，受益于水十条、黑臭水体治理以及河长制的推进，公司水处理业务贡献营业收入 1.36 亿元，同比增长 54.98%，毛利率 46.44%，同比增长 4.68 个百分点。公司水治理业务长三角区域营销成果显著，上半年合计新签订单 8500 多万元。子公司道源环境的技术咨询业务上半年新签订单近 1000 万元。公司运营服务上半年贡献营业收入 7509.4 万元，同比增长 20.93%。受益于离心机下游行业冶金和煤炭市场的回暖，离心机市场环境改善，公司加大销售力度，离心机业务贡献收入 9933.8 万元，同比增长 18.61%，毛利率 35.38%，同比增长 3.14 个百分点。公司离心机板块子公司江苏华大实现营业收入 1.03 亿元，并表净利润 1409.14 万元。

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	14 元
股价（2017-08-25）	11.48 元

交易数据

总市值（百万元）	4,308.15
流通市值(百万元)	1,706.68
总股本（百万股）	375.27
流通股本(百万股)	148.67
12 个月价格区间	9.18/36.39 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.85	1.33	-13.71
绝对收益	22.91	4.35	-30.92

邵琳琳 分析师
SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

周喆 报告联系人
zhouzhe@essence.com.cn
021-35082029

方向 报告联系人
fangxiang2@essence.com.cn
021-35082718

相关报告

环能科技：并购带来年报业绩增长，黑臭河治理值得期待/邵琳琳	2017-04-11
环能科技：订单再下一城，关注定增进度/邵琳琳	2016-11-16
环能科技：业绩符合预期，水环境订单值得期待/邵琳琳	2016-08-24

■**拿单能力持续提升：**公司自 2015 年来通过收购江苏华大、四通环境、道源环境等公司补齐资质，形成集咨询+设计+设备+工程的水处理全产业链，能很好对接大额项目。上海达渡资产入股公司，有望为公司带来资金支持和项目资源，增强公司承接 PPP 项目实力。2017 年上半年公司新签运营类项目 6 个，其中 BOT2 个，BOO2 个，PPP2 个，总投资总金额 1.47 亿元，其中未完成投资额 7577.9 万元。公司目前处于运营期的项目有 27 个，上半年贡献营业收入 7031.9 万元。公司在手订单较为充足，截至 2017 年 6 月底，公司在手订单总金额 6.49 亿元，保障公司未来业绩，其中，水处理成套设备及配套 2.56 亿元，运营服务 1.94 亿元，离心机 1.13 亿元，市政污水投资运营 8575 万元。

■**股权激励，公司利益与高管协同：**根据公司调整后的 2017 年限制性股票激励计划，公司拟向公司高管和核心员工授予限制性股票 506.3 万股，首次授予在 5 月完成，价格为 13.99 元/股。首次授予股票解除限售考核标准为 2017-2019 年的扣非净利润较 2016 年水平增幅分别不低于 30%、70%、110%，即公司 2017-2019 年扣非后归母净利润分别不低于 8020 万元、1.05 亿元、1.30 亿元。公司利益与高管利益协同，调动员工积极性。

■**投资建议：**公司为磁分离技术先驱，公司磁分离技术具有见效快、占地面积小、投资小等独特的技术优势，在黑臭河治理中推广空间广阔。水十条、河长制、黑臭河治理的推进，“水十条”提出，“直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体”，考核临近，黑臭河治理需求有望逐步带动公司业绩释放。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.36、0.46、0.56 元，对应 PE 为 32.1x、24.8x、20.3x，维持“买入-A 评级”，6 个月目标价位 14 元。

■**风险提示：**项目推进不及预期，并购整合不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	329.6	488.0	808.3	1,174.3	1,624.5
净利润	52.2	69.5	134.3	173.8	211.9
每股收益(元)	0.14	0.19	0.36	0.46	0.56
每股净资产(元)	2.86	3.72	4.61	4.93	5.30

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	82.6	62.0	32.1	24.8	20.3
市净率(倍)	4.0	3.1	2.5	2.3	2.2
净利润率	15.8%	14.2%	16.6%	14.8%	13.0%
净资产收益率	4.9%	5.0%	7.8%	9.4%	10.7%
股息收益率	0.4%	0.6%	1.1%	1.4%	1.7%
ROIC	11.9%	7.2%	9.1%	8.9%	10.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	329.6	488.0	808.3	1,174.3	1,624.5
减:营业成本	172.3	280.9	422.9	634.7	915.3
营业税费	2.8	7.5	8.7	13.5	20.4
销售费用	44.1	60.3	100.0	149.1	202.6
管理费用	49.4	69.8	118.0	171.8	235.7
财务费用	-3.1	-1.3	-0.1	0.9	3.1
资产减值损失	16.9	9.6	12.0	12.8	11.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	47.2	61.3	146.8	191.5	235.9
加:营业外净收支	6.4	18.8	10.3	11.8	13.6
利润总额	53.5	80.1	157.1	203.3	249.5
减:所得税	2.8	9.5	23.6	30.5	37.4
净利润	52.2	69.5	134.3	173.8	211.9

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	305.9	250.4	86.9	93.9	130.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	294.4	399.5	656.9	937.3	1,275.4
应收票据	68.9	48.7	220.2	150.2	331.3
预付帐款	21.1	31.2	57.3	69.1	112.3
存货	235.4	225.1	498.3	626.4	936.5
其他流动资产	2.0	2.6	2.4	2.3	2.5
可供出售金融资产	26.4	26.4	17.6	23.5	22.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	37.1	37.1	37.1	37.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	217.6	316.6	294.8	273.1	251.3
在建工程	23.1	24.9	24.9	24.9	24.9
无形资产	114.3	540.5	529.3	518.2	507.1
其他非流动资产	120.5	189.7	180.0	178.0	175.0
资产总额	1,429.6	2,092.7	2,605.8	2,934.0	3,805.9
短期债务	10.0	110.1	-	53.5	128.9
应付帐款	117.2	144.8	219.9	360.0	466.6
应付票据	52.5	47.6	197.9	133.6	311.6
其他流动负债	138.0	113.7	169.4	215.3	277.8
长期借款	-	76.1	136.1	159.6	461.0
其他非流动负债	38.2	105.9	56.8	67.0	76.5
负债总额	355.9	598.3	780.1	989.0	1,722.3
少数股东权益	0.7	96.9	96.2	95.1	95.4
股本	176.6	185.6	375.3	375.3	375.3
留存收益	887.8	1,200.9	1,354.3	1,474.6	1,612.9
股东权益	1,073.8	1,494.4	1,825.8	1,945.0	2,083.5

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	40.2%	48.1%	65.6%	45.3%	38.3%
营业利润增长率	-11.4%	30.0%	139.3%	30.4%	23.2%
净利润增长率	-3.3%	33.2%	93.2%	29.4%	21.9%
EBITDA 增长率	-6.4%	58.8%	92.1%	25.5%	20.7%
EBIT 增长率	-14.8%	36.1%	144.2%	31.2%	24.2%
NOPLAT 增长率	-11.2%	26.5%	135.5%	31.2%	24.2%
投资资本增长率	108.6%	87.4%	33.3%	10.2%	24.0%
净资产增长率	157.5%	39.2%	22.2%	6.5%	7.1%
利润率					
毛利率	47.7%	42.4%	47.7%	46.0%	43.7%
营业利润率	14.3%	12.6%	18.2%	16.3%	14.5%
净利润率	15.8%	14.2%	16.6%	14.8%	13.0%
EBITDA/营业收入	17.9%	19.2%	22.2%	19.2%	16.7%
EBIT/营业收入	13.4%	12.3%	18.1%	16.4%	14.7%
运营效率					
固定资产周转天数	187	197	136	87	58
流动营业资本周转天数	271	267	281	296	298
流动资产周转天数	728	695	552	521	517
应收帐款周转天数	242	256	235	244	245
存货周转天数	185	170	161	172	173
总资产周转天数	1,115	1,299	1,046	849	747
投资资本周转天数	592	776	713	590	501
投资回报率					
ROE	4.9%	5.0%	7.8%	9.4%	10.7%
ROA	3.6%	3.4%	5.1%	5.9%	5.6%
ROIC	11.9%	7.2%	9.1%	8.9%	10.1%
费用率					
销售费用率	13.4%	12.3%	12.4%	12.7%	12.5%
管理费用率	15.0%	14.3%	14.6%	14.6%	14.5%
财务费用率	-0.9%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.2%
三费/营业收入	27.4%	26.4%	27.0%	27.4%	27.2%
偿债能力					
资产负债率	24.9%	28.6%	29.9%	33.7%	45.3%
负债权益比	33.1%	40.0%	42.7%	50.8%	82.7%
流动比率	2.92	2.30	2.59	2.46	2.35
速动比率	2.18	1.76	1.74	1.64	1.56
利息保障倍数	-14.33	-46.75	#######	218.49	77.37
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.06	0.12	0.16	0.19
分红比率	33.8%	34.7%	34.0%	34.2%	34.3%
股息收益率	0.4%	0.6%	1.1%	1.4%	1.7%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	50.8	70.6	134.3	173.8	211.9
加:折旧和摊销	15.1	35.5	32.9	32.9	32.9
资产减值准备	16.9	9.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-0.4	1.0	-0.1	0.9	3.1
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	-1.4	1.1	-0.8	-1.0	0.2
营运资金的变动	10.6	-47.4	-480.8	-217.2	-514.3
经营活动产生现金流量	11.9	61.6	-314.5	-10.7	-266.3
投资活动产生现金流量	-171.3	-244.2	8.8	-5.9	1.0
融资活动产生现金流量	391.5	129.5	142.2	23.6	301.3

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.14	0.19	0.36	0.46	0.56
BVPS(元)	2.86	3.72	4.61	4.93	5.30
PE(X)	82.6	62.0	32.1	24.8	20.3
PB(X)	4.0	3.1	2.5	2.3	2.2
P/FCF	-12.3	-11.2	-11.4	65.8	40.9
P/S	13.1	8.8	5.3	3.7	2.7
EV/EBITDA	128.0	60.1	24.6	19.9	17.7
CAGR(%)	50.4%	44.3%	35.5%	50.4%	44.3%
PEG	1.6	1.4	0.9	0.5	0.5
ROIC/WACC	1.2	0.7	0.9	0.9	1.0
REP	8.8	5.8	2.7	2.5	2.0

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034