

收购后协同效应凸显，环保产业链进一步完善

公司简报

◆ **事件:** 公司 17 年上半年营收 4.3 亿元, 同比增 35.74%, 归母净利 2361.6 万元, 同比增 12%, 扣非归母净利 2240.52 万元, 同比增 34.9%, EPS 为 0.05 元。经营活动现金流同比增 140.17%。

◆ **毛利率升 6.87 个百分点, 财务及管理费用侵蚀利润。** 期内, 环保业务营收 3.81 亿, 同比增 52.3%, 总营收占比提升至 92%, 毛利率升 6.87 个百分点至 43%。期内, 环保业务对资金需求加大, 同时利率上行导致财务费用同比增 1.12 倍至 5323 万, 新业务的前期开支及股权激励费用至管理费用增 33% 至 6395 万元, 期间费用率升 3.97 个百分点至 31.91%。

◆ **市政水务顺利推进, 首个“零能耗”污泥 EPC 落地。** 期内, 简阳 38 个乡镇污水项目顺利开工, 预计 17 年底完成 17 个乡镇建设, 下半年工程利润确认提速。石盘(四海)工业供水及污水 PPP 项目由原来的 2.48 亿提高至 4.46 亿元, 且正在建设中。市政污泥方面, 公司整合圣骑士和 AS 公司的工艺技术, 在甘肃凉州获取国内首个污泥“零能耗”EPC 项目, 订单额 7242 万, 按照进度, 预计下半年确认大部分的工程利润。

◆ **油田环保稳步拓展, 循环产业园下半年有望落地。** 上半年收购成都西石大、大庆海啸, 进一步丰富油田环保装备技术及团队, 已在吉林油田、大庆油田、华北油田、辽河油田、新疆克拉玛依油田、青海油田等含油污泥处理业务布局, 业务实现稳步拓展。3 月签订营口市资源循环利用产业园项目, 目前意向性协议正在签署流程中; 5 月签署德阳市中德循环产业园项目合作意向协议 (81 亿元), 其中污泥餐厨垃圾处理等项目有望在下半年落地。

◆ **有望拓展大气治理、危废产业。** 6 月成立合资公司四川天翔华世洁环保科技有限公司, 拟拓展 VOCs 监测、治理等新领域。设立杭州悦佳投资合伙企业 (有限合伙) 产业基金, 拟投资太古环保 (湛江)。该标的为湛江东海岛化工产业园内唯一危废处置项目, 为公司危废产业布局打下基础。

◆ **维持“买入”评级:** 考虑到 17 年各快业务拓展带来财务及管理费用提升, 同时部分项目收入确认后延, 故下调 17 年净利润 20% 至 2.85 亿, 同时保持 18-19 年盈利预测不变, 对应 EPS (考虑定增摊薄) 为 0.51、0.89 和 1.23 元。维持“买入”评级, 略微下调目标价至 24.03 元。

◆ **风险提示:** PPP 项目执行进度低预期, 利率上行风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	494	1,074	4,158	5,634	6,868
营业收入增长率	23.66%	117.47%	287.21%	35.49%	21.91%
净利润 (百万元)	47	127	285	502	689
净利润增长率	42.46%	167.08%	125.37%	75.89%	37.31%
EPS (元)	0.08	0.29	0.51	0.89	1.23
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.92%	7.28%	12.23%	18.07%	20.47%
P/E	193	56	32	18	13
P/B	6	5	4	3	3

买入 (维持)

当前价/目标价: 16.26/24.03 元

目标期限: 6 个月

分析师

郑小波 (执业证书编号: S0930515080002)

0755-23945524

zhengxb@ebsec.com

宋磊 (执业证书编号: S0930516070002)

021-22169317

songlei1@ebsec.com

联系人

市场数据

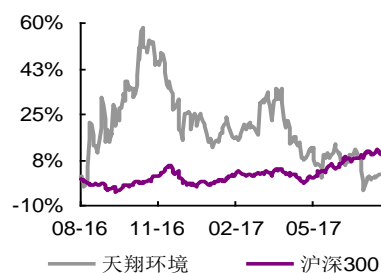
总股本(亿股): 4.37

总市值(亿元): 71.06

一年最低/最高(元): 15.03/25.68

近 3 月换手率: 34.72%

股价表现(一年)

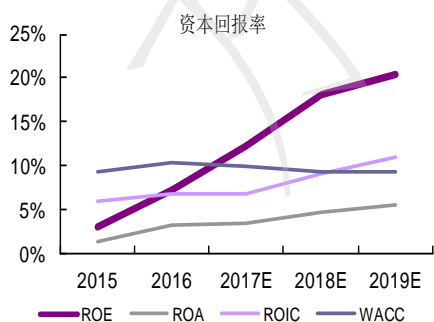
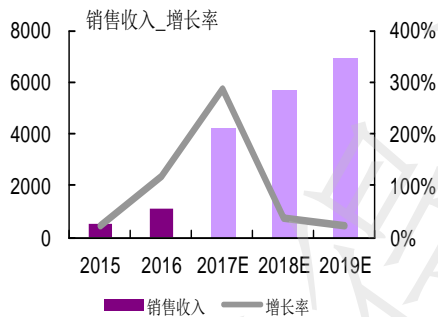
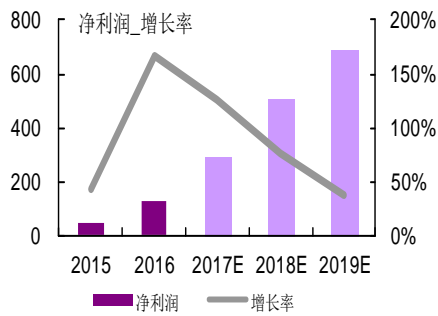
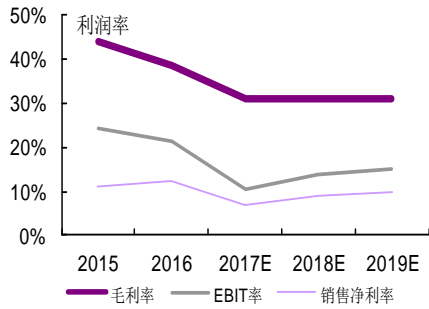


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.65	-12.64	-28.66
绝对	1.37	-2.46	-12.74

相关研报

中报业绩低于预期不改全年高成长
.....2017-07-14
16 年净利润增 1.67 倍, 17 年高增长可期
.....2017-04-19
签订 43 亿元循环产业园框架协议, 大平台
效应进一步体现
.....2017-03-17



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	494	1,074	4,158	5,634	6,868
营业成本	276	660	2,864	3,892	4,726
折旧和摊销	40	56	56	61	67
营业税费	4	16	42	56	69
销售费用	28	34	166	266	333
管理费用	59	109	499	563	687
财务费用	61	79	95	176	212
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	1	1	2	1
营业利润	62	152	346	610	839
利润总额	66	163	350	614	843
少数股东损益	7	7	2	2	2
归属母公司净利润	47.40	126.59	285.31	501.84	689.08

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	3,848	4,238	8,278	10,990	12,487
流动资产	2,659	2,891	6,866	9,504	10,943
货币资金	1,438	1,301	2,495	3,380	4,121
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	376	945	2,295	3,110	3,159
应收票据	5	13	291	394	481
其他应收款	47	74	208	282	343
存货	673	397	1,002	1,557	1,890
可供出售投资	32	31	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	62	61	61	62	62
固定资产	508	515	546	585	624
无形资产	136	193	184	174	166
总负债	2,186	2,453	5,895	8,161	9,068
无息负债	988	725	2,861	3,837	4,514
有息负债	1,198	1,728	3,035	4,324	4,554
股东权益	1,662	1,785	2,382	2,828	3,419
股本	140	435	561	561	561
公积金	1,295	1,226	1,255	1,305	1,374
未分配利润	189	268	499	893	1,413
少数股东权益	36	47	49	51	53

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-28	35	-347	-111	885
净利润	47	127	285	502	689
折旧摊销	40	56	56	61	67
净营运资金增加	-105	960	2,599	1,735	824
其他	-10	-1,107	-3,287	-2,409	-695
投资活动产生现金流	-111	-607	-136	-133	-124
净资本支出	-58	-57	-135	-135	-125
长期投资变化	62	61	0	0	0
其他资产变化	-115	-612	-1	2	1
融资活动现金流	1,181	427	1,676	1,129	-21
股本变化	38	295	126	0	0
债务净变化	684	530	1,307	1,289	230
无息负债变化	537	-263	2,136	977	677
净现金流	1,043	-144	1,194	885	740

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.66%	117.47%	287.21%	35.49%	21.91%
净利润增长率	42.46%	167.08%	125.37%	75.89%	37.31%
EBITDA/EBITDA 增长率	41.90%	78.35%	72.98%	70.66%	31.93%
EBIT/EBIT 增长率	43.32%	91.69%	90.69%	78.63%	33.72%
估值指标					
PE	193	56	32	18	13
PB	6	5	4	3	3
EV/EBITDA	14	28	25	16	12
EV/EBIT	19	35	28	17	13
EV/NOPLAT	24	43	34	21	16
EV/Sales	5	8	3	2	2
EV/IC	1	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	44.20%	38.50%	31.13%	30.91%	31.19%
EBITDA 率	32.54%	26.68%	11.92%	15.01%	16.25%
EBIT 率	24.33%	21.45%	10.56%	13.93%	15.28%
税前净利润率	13.41%	15.20%	8.42%	10.90%	12.27%
税后净利润率 (归属母公司)	9.60%	11.79%	6.86%	8.91%	10.03%
ROA	1.40%	3.14%	3.47%	4.58%	5.53%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.92%	7.28%	12.23%	18.07%	20.47%
经营性 ROIC	6.04%	6.80%	6.73%	9.08%	10.88%
偿债能力					
流动比率	1.76	1.84	1.41	1.38	1.42
速动比率	1.31	1.59	1.20	1.16	1.17
归属母公司权益/有息债务	1.36	1.01	0.77	0.64	0.74
有形资产/有息债务	2.81	2.12	2.55	2.42	2.62
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.08	0.29	0.51	0.89	1.23
每股红利	0.07	0.05	0.10	0.18	0.25
每股经营现金流	-0.05	0.06	-0.62	-0.20	1.58
每股自由现金流(FCFF)	0.34	-1.33	-3.86	-1.95	-0.03
每股净资产	2.90	3.10	4.16	4.95	6.00
每股销售收入	0.88	1.91	7.41	10.04	12.24

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

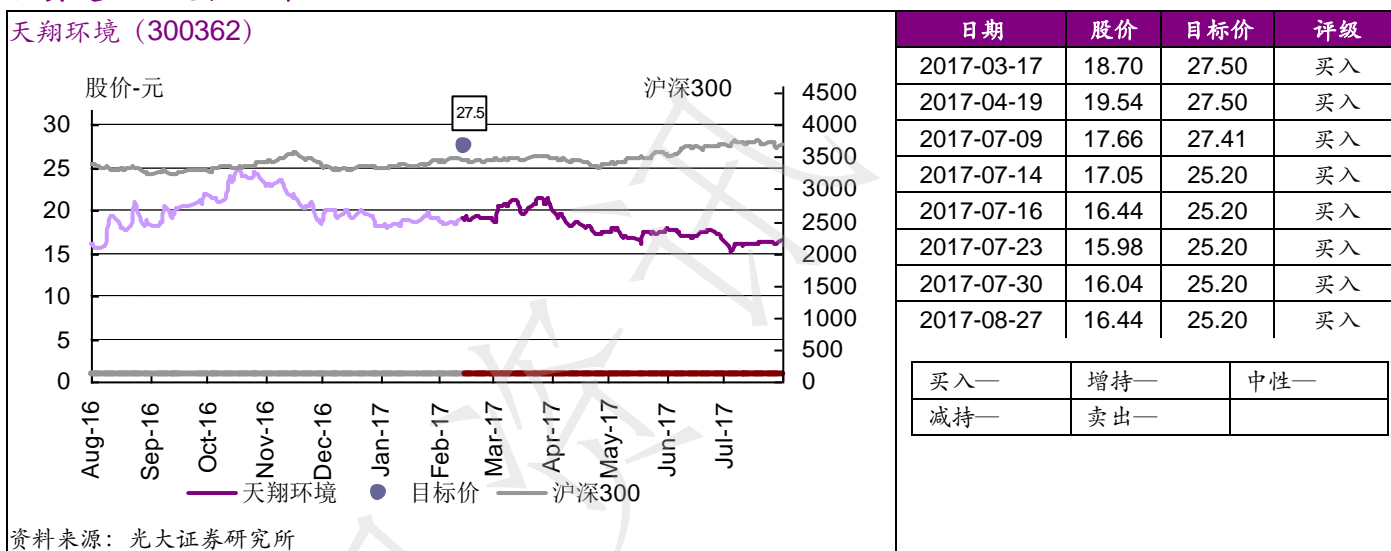
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑小波，中山大学投资学硕士。12年开始从事煤炭、环保及公用事业的卖方研究工作。15年加入光大证券研究所，负责环保及公用事业的研究。2015年获得新财富“最佳海外研究团队”第四名（核心成员）。

宋磊，上海交通大学硕士研究生，华中科技大学工学学士。2016年2月加入光大证券，4年买方行业经验。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com	
北京	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebsecn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com

	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com