

强烈推荐-A (维持)

东旭蓝天 000040.SZ

当前股价: 10.95 元

2018年05月02日

年报点评: 归属净利润同比210%以上增长, 18、19年维持高速增长

基础数据

上证综指	3082
总股本(万股)	133717
已上市流通股(万股)	106034
总市值(亿元)	146
流通市值(亿元)	116
每股净资产(MRQ)	9.4
ROE(TTM)	12.7
资产负债率	53.4%
主要股东	东旭集团有限公司
主要股东持股比例	31.25%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-27	-24
相对表现	-0	-20	-33



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东旭蓝天(000040)——业绩预告点评: 同比200%以上增长, 增速符合预期》2018-02-05
- 2、《东旭蓝天(000040)——环保协同新能源, 共创蓝天》2017-09-06
- 3、《东旭蓝天(000040)——环保PPP框架协议开始落实为中标订单, 业务协同效应显现后增长潜力更大》2017-08-23

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

弋隽雅

yijunya@cmschina.com.cn
S1090517080004

事件:

东旭蓝天于2018年4月24日晚间发布了2017年年报。

2017年1-12月, 东旭蓝天实现营业收入81.31亿元, 同比增长115.48%, 归属上市公司股东的净利润5.44亿元, 同比增长210.24%。扣除一次性因素后, 公司的扣非归属母公司净利润为5.36亿元, 同比增长323.31%。基本每股收益0.41元, 同比增长115.79%。公司业绩增长基本符合我们的预期。

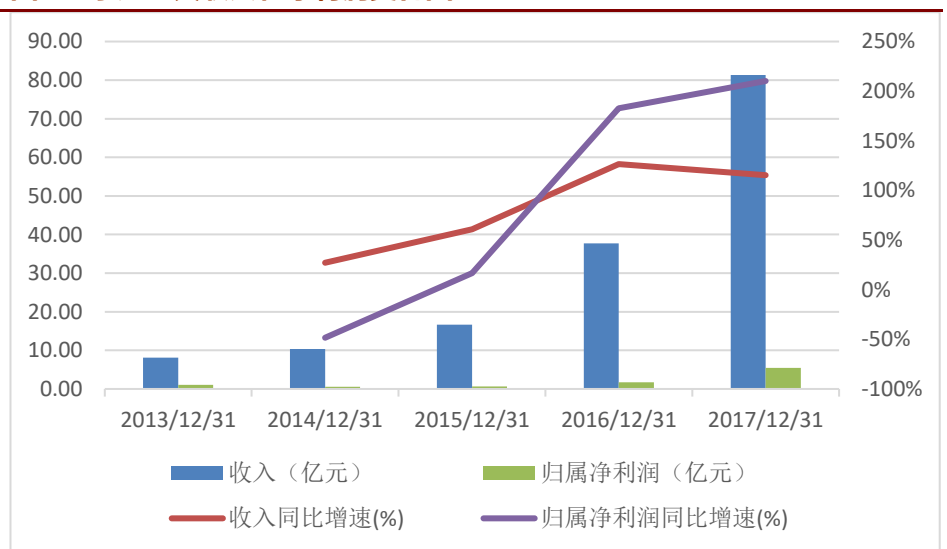
公司2017年度董事会审议通过的利润分配预案为: 以1,337,173,272为基数, 向全体股东每10股派发现金红利0.41元(含税), 不转增。

评论:

一、2017年归属净利润同比增长超210%, 主因新能源+环保业务拓展迅速

2017年, 公司收入和业绩均预计实现大幅度的增长。

图1: 东旭蓝天收入和净利润变化图



资料来源: 公司财报、招商证券

一方面, 是因为公司新能源业务中, 光伏运营投运的机组容量大幅增加, 光伏运营业绩增长。同时光伏EPC项目业绩也有较快提升, 对2017年收入利润增长做出贡献。

公司新能源+环保协同发展的策略已经收到了实际效果,有部分 PPP 项目处于公司新能源业务的重点区域,未来环保项目后续的运营也会和当地清洁能源多能互补、发配售一体化智慧能源运营相辅相成,从而有效降低所在区域的污染物排放。

公司的增速基本符合我们的预期,公司良好的执行力得到持续验证。

二、毛利率、费用率、现金流分析

东旭蓝天 2017 年全年收入为 81.31 亿元,同比增长 115.48%。全年,公司的营业成本为 68.01 亿元,同比增长 116.11%,毛利为 13.3 亿元,同比增长 112.32%。毛利率为 16.36%,基本与上年同期水平持平。

费用率分析:

费用率方面,2017 年全年,东旭蓝天的销售费用为 1.14 亿元,同比增长 126.78%,销售费用率为 1.40%,较去年同期增长 0.1pct。管理费用为 3.28 亿元,同比增长 109.72%,管理费用率为 4.04%,较去年同期降低-0.1pct。财务费用为 2.07 亿元,同比增长 49.16%,财务费用率为 2.54%,较去年同期降低-1.2pct。

表 1: 东旭蓝天 2016、2017 年费用率

单位: 百万	销售总收入	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率
2016/12/31	3773.5	50.2	1.3%	156.5	4.1%	138.4	3.7%
2017/12/31	8131.0	113.8	1.4%	328.2	4.0%	206.5	2.5%
2017YoY	115.5%	126.8%	0.1pct	109.7%	-0.1pct	49.2%	-1.2pct

资料来源: 公司财报, 招商证券

总体而言,东旭蓝天在业务范围和规模快速扩张的同时,费用率控制得到,实现了小幅下降。

现金流分析:

从现金流量表的现金回流状况可以看出,2017 年全年,东旭蓝天销售商品提供劳务收到的现金为 78.1676 亿元,较去年同期增加了 48.67 亿元,同比增长 165.02%。销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为 96.14%,较去年同期水平提升 17.97pct。

应收账款同比增长 138.09%,应收/营业收入比重为 31.23%,较去年同期提 3.0pct,变化幅度较小。预付款同比降低 25.15%,预付款/营业收入比重为 5.03%,较去年同期降低 9.46pct,变化幅度较大。存货同比降低 52.85%,存货/营业收入比重为 16.01%,较去年同期降低 57.15pct,变化幅度较大的原因主要是公司将地产板块的存货划入持有待售资产列示所致。

表 2: 东旭蓝天 2016、2017 现金流量分析表

单位: 百万元	营业收入	销售商品提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款	占营收比重	存货	占营收比重	应付账款
2016/12/31	3774	2,950	78%	1,066	28%	2,760	73%	1,390
2017/12/31	8131	7,817	96%	2,539	31%	1,301	16%	3,210
2017YOY	115%	165%	18pct	138%	3pct	-53%	-57pct	131%

资料来源: 公司财报, 招商证券

总结: 公司现金流情况好转, 体现公司较好的营运管理能力。

三、在手订单以及未来订单计划

近期, 随着在环保及相关板块的营销力度加强, 东旭蓝天近期在生态环保及相关 PPP 领域收获颇丰。

除了星景生态收购时公告的 27 亿元在手订单, 东旭蓝天在 2017 年 6 月至 2018 年 1 月于 PPP 领域也频频签订框架协议或者中标 PPP 项目。

近期公告的主要中标订单包括:

2017 年 12 月 8 日, 公司中标云南省墨江县乡镇“一水两污” PPP 项目, 项目规模约为 5.3 亿元。

2017 年 12 月 14 日, 公司中标敦化市新型城镇化水生态改造提升示范 PPP 项目, 规模约为 3.8 亿元。

2018 年 1 月 30 日, 公司中标曲靖市麒麟区现代农业示范园 PPP 项目, 规模约为 11.8 亿元。

2018 年 1 月 31 日, 公司中标龙山县惹巴拉土家田园综合体生态旅游扶贫 PPP 项目, 规模约为 10.1 亿元。

2018 年 2 月 1 日, 公司中标永胜县提升人居环境 PPP 项目, 规模 18.53 亿。

2018 年 2 月 23 日, 公司中标龙山县城市新区综合开发 PPP 项目, 规模 25.8 亿元。

2018 年 3 月 15 日, 公司公告中标淄博市高青县环城生态水系工程 PPP 项目, 规模 6.3 亿元。

2018 年 4 月 13 日, 公司公告中标贵州省兴仁县放马坪景区环境提升及基础设施 PPP 项目 (二期), 规模 4.4 亿元。

表 3: 东旭蓝天 2017~2018 年 4 月签订的环保 PPP 框架协议和中标项目 (含星景收购时在手订单)

公告时间	名称	类型	金额 (亿元)	主要内容
2017/5/3	山西临汾市涝洷河生态建设润州园政企合作 PPP 项目	中标	7.5	星景生态收购时在手订单
2017/5/3	贵州瓮安县草塘“十二塘”景观工程 (一期) PPP	中标	10.0	星景生态收购时在手订单
2017/5/3	贵州惠水县涟江河河道治理项目 (北段) 及涟江文化体育	中标	9.5	星景生态收购时在手订单
2017/6/23	山西省忻州市 PPP 投资战略合作协议	框架	50.0	新能源、生态环保
2017/8/3	河北邢东新区环保 PPP 项目战略协议	框架	不低于 35	固废处理、河道治理等
2017/8/17	山东招远市全泉河景观提升改造工程 PPP 项目	中标	10.5	全泉河景观提升改造工程
2017/8/23	邢台市白马河生态综合治理 PPP 项目	框架	14.4	白马河综合生态治理
2017/12/8	云南省墨江县乡镇“一水两污” PPP 项目	中标	5.3	供水、污水、垃圾处理
2017/12/14	敦化市新型城镇化水生态改造提升示范 PPP 项目	中标	3.8	水生态提标改造
2018/1/30	曲靖市麒麟区现代农业示范园 PPP 项目	中标	11.8	“农、旅、文”的综合体
2018/1/31	龙山县惹巴拉土家田园综合体生态旅游扶贫 PPP 项目	中标	10.1	农业旅游文化
2018/2/1	永胜县提升人居环境 PPP 项目	中标	18.5	环境综合治理
2018/2/23	龙山县城市新区综合开发 PPP 项目	中标	25.8	环境综合治理
2018/3/15	淄博市高青县环城生态水系工程 PPP 项目	中标	6.3	环境综合治理
2018/4/13	贵州省兴仁县放马坪景区环境提升及基础设施 PPP 项	中标	4.4	环境综合治理
合计			222.8	

资料来源: 公司公告, 招商证券

目前, 公司公告的在手中中标+框架 PPP 订单, 合计约为 186.3 亿元 (未含可能部分内容重合的 65 亿元河北邢台市 PPP 框架协议)。

除了已经中标的项目, 框架性协议也将在经历项目前期可研规划、两评一案后, 陆续转化为实际订单并最终兑现业绩。

由于公司进入 PPP 领域时间不长, 大多数订单于 2017 年下半年中标或签订, 因此入库手续和流程比较合乎规范, 本次清库过程中所受到的影响不大。并不影响 2018~2020 年期间的订单落地和业绩释放。

四、置出地产板块, 预计一季度获得 10 亿元左右的收益

2017 年 12 月 19 日, 东旭蓝天公告拟剥离原有房地产业务资产。

- **公告主要内容:** 为集中资源深耕新能源及生态环保业务, 抢抓历史机遇参与美丽中国建设, 确保业绩进入高速增长的快车道, 东旭蓝天新能源股份有限公司及全资子公司东旭鸿基地产集团有限公司拟与西藏旭日资本管理有限公司签署《资产转让协议》, 向旭日资本转让公司全部房地产业务资产及权益, 交易对价共计 213447.41 万元。
- **点评 1, 影响 2018Q1 收益:** 本次剥离地产板块, 预计将实现一定溢价收益。2018 年 4 月 14 日公告的东旭蓝天一季报业绩预告, 公司一季度盈利 10.7~11.1 亿元。根据业绩预告说明, 公司已收到 51%以上股权转让款, 并收回标的公司欠付公司

全部往来款项 2,890,759,729.47 元，目标资产均已办理完成工商变更等过户手续，转让收益计入本期投资收益。

- **点评 2，带来 2018 年约 10 亿元的投资收益。**
- **点评 3，本次交易有利于公司进一步聚焦主业。**促进生态环保和新能源产业更加快速的发展和业绩实现，减少财务费用，降低资产负债率，增强公司核心竞争力。

五、盈利预测与投资建议

从近期公司各业务进展来看，公司作为环保新能源综合服务商的战略布局已日渐清晰，绿色能源、绿色环境在未来的协同效应将逐步显现。

短期来看，一方面，公司环保业务加大力度展开，PPP 项目近期收获颇丰，前期框架协议也开始逐步落实为中标订单，同时公司外延拓展继续发力，并购进军危废处理业务和农村污水治理业务；另一方面，公司原有光伏、新能源业务也在持续推进。

总体来看，业务多点开花、并向环保领域大力延伸，业务布局的协同变化也促进了公司业绩的高速增长。

假设星景生态 2018~2019 年新签环保 PPP（以及非 PPP）合同金额完成预计目标，分别为 70、80 亿元，同时公司其他生态环保团队亦发力获得新签订单元；传统业务上，2018-2019 年光伏电站并网规模分别为 1000MW 和 1000MW，其他业务发展稳健。

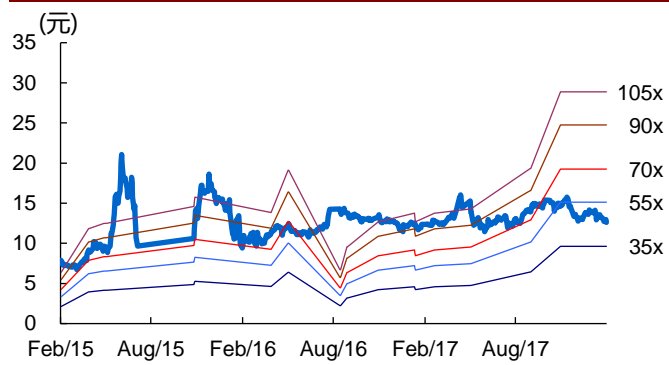
根据以上假设，且暂不考虑置出地产板块带来的一次性投资收益，我们预计 2018-2019 年公司实现的扣非归属净利润分别为 10.4 亿元、20.6 亿元，未来 2 年业绩复合增速接近 100%。

若考虑置出地产板块带来的 2018 年一次性投资收益增厚，我们预计 2018-2019 年公司实现的扣非归属净利润分别约为 20.4 亿元、20.6 亿元。

考虑到公司目前已进入发展的快车道，订单增加及业务增长都将逐步兑现，2017 年新签 PPP 订单高速增长+运营业务快速落地体现了公司管理团队的强执行力，而业务板块协同效应显现后，未来增长潜力更大，鉴于公司业绩的高增长性，给予“强烈推荐-A”评级。

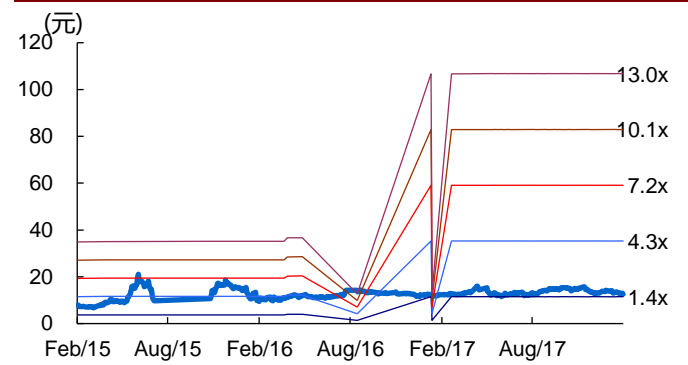
风险提示：建设、并网、结算进度低于预期，光伏补贴下调，环保市场拓展不及预期。

图 2: 东旭蓝天历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 东旭蓝天历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	13130	20622	18111	32551	33632
现金	8458	8655	3842	9102	5596
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	16	20	33	39
应收款项	1066	2539	3048	5030	6036
其它应收款	95	330	399	658	790
存货	2760	1301	1430	2288	2667
其他	749	7780	9372	15441	18504
非流动资产	4158	8282	10718	13052	15286
长期股权投资	2	0	0	0	0
固定资产	201	2737	5201	7558	9812
无形资产	29	64	58	52	47
其他	3926	5481	5459	5442	5428
资产总计	17288	28904	28829	45602	48918
流动负债	3664	10588	9140	19467	19647
短期借款	1295	1888	600	6000	4000
应付账款	1390	3210	3547	5677	6619
预收账款	714	916	1012	1620	1889
其他	264	4575	3980	6170	7139
长期负债	2661	6756	6756	11756	12756
长期借款	2643	5638	5638	10638	11638
其他	18	1117	1117	1117	1117
负债合计	6324	17344	15895	31222	32403
股本	1337	1337	1337	1337	1337
资本公积金	8884	8881	8881	8881	8881
留存收益	743	1268	2642	4089	6224
少数股东权益	0	73	73	73	73
归属于母公司所有者权益	10964	11486	12860	14306	16442
负债及权益合计	17288	28904	28829	45602	48918

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	(283)	153	82	(1273)	1606
净利润	175	544	2042	2059	2753
折旧摊销	11	83	149	252	352
财务费用	138	214	404	668	910
投资收益	(51)	0	(1008)	(13)	(15)
营运资金变动	(552)	(594)	(1525)	(4275)	(2417)
其它	(6)	(94)	20	35	24
投资活动现金流	(3190)	(4592)	(1593)	(2588)	(2585)
资本支出	(3231)	(1860)	(2600)	(2600)	(2600)
其他投资	41	(2732)	1008	13	15
筹资活动现金流	9345	5977	(3302)	9120	(2527)
借款变动	250	6056	(2230)	10400	(1000)
普通股增加	868	0	0	0	0
资本公积增加	8600	(3)	0	0	0
股利分配	(235)	(669)	(669)	(613)	(618)
其他	(138)	593	(404)	(668)	(910)
现金净增加额	5871	1538	(4812)	5259	(3506)

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3774	8131	9839	16234	19480
营业成本	3147	6801	7517	12029	14026
营业税金及附加	101	136	164	271	325
营业费用	50	114	162	276	332
管理费用	157	328	496	818	981
财务费用	138	207	404	668	910
资产减值损失	10	(15)	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	51	9	1008	13	15
营业利润	221	570	2105	2185	2922
营业外收入	11	29	35	57	68
营业外支出	2	24	29	47	57
利润总额	230	575	2111	2195	2934
所得税	55	35	68	135	181
净利润	175	540	2042	2059	2753
少数股东损益	(0)	(4)	0	0	0
归属于母公司净利	175	544	2042	2059	2753
EPS (元)	0.13	0.41	1.53	1.54	2.06

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	127%	115%	21%	65%	20%
营业利润	106%	157%	269%	4%	34%
净利润	183%	210%	275%	1%	34%
获利能力					
毛利率	16.6%	16.4%	23.6%	25.9%	28.0%
净利率	4.6%	6.7%	20.8%	12.7%	14.1%
ROE	1.6%	4.7%	15.9%	14.4%	16.7%
ROIC	1.7%	3.6%	12.3%	8.6%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	60.0%	55.1%	68.5%	66.2%
净负债比率	22.8%	29.3%	21.6%	36.5%	32.0%
流动比率	3.6	1.9	2.0	1.7	1.7
速动比率	2.8	1.8	1.8	1.6	1.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	1.0	3.3	5.5	6.5	5.7
应收帐款周转	7.0	4.5	3.5	4.0	3.5
应付帐款周转	3.3	3.0	2.2	2.6	2.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.13	0.41	1.53	1.54	2.06
每股经营现金	-0.21	0.11	0.06	-0.95	1.20
每股净资产	8.20	8.59	9.62	10.70	12.30
每股股利	0.50	0.50	0.46	0.46	0.62
估值比率					
PE	83.5	26.9	7.2	7.1	5.3
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	64.2	28.1	8.9	7.6	5.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分都不会因本报告中的任何观点或建议而被直接或间接地增加或减少。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

丛逸：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。