

环能科技 (300425) 研究报告

业绩增长稳定，未来发展看点多 买入 (维持)

2015年10月26日

盈利预测及估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	235.13	620.73	924.37	1,150.85
同比(+/-%)	0.6%	164.0%	48.9%	24.5%
净利润(百万元)	53.98	116.18	162.03	213.82
同比(+/-%)	-9.0%	115.2%	39.5%	32.0%
毛利率(%)	52.0%	43.8%	45.6%	46.2%
净资产收益率(%)	13.3%	23.2%	25.7%	26.7%
每股收益(元)	1.00	0.66	0.92	1.21
PE	87.14	60.01	43.05	32.73
PB	11.56	14.05	11.13	8.76

分析师 袁理
执业资格证书号码:
S0600511080001
0512-62938537
yuanl@gsjq.com.cn

联系人 翟堃
0512-62936181
zhaik@dwzq.com.cn

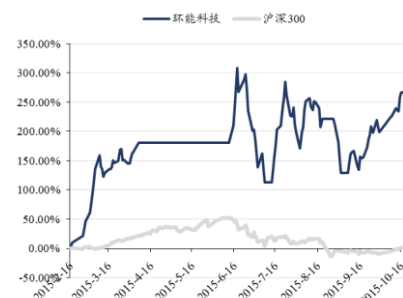
事件:

公司发布 2015 年三季度报告，前三季度实现营业收入 1.9 亿元，同比增长 23.2%；实现净利润 0.93 亿元，同比增长 8.93%；扣费净利润 0.38 亿元，同比增长 19.99%。

投资要点:

- **运营服务促业绩增长:** 公司前三季度运营服务类收入 0.62 亿元，同比增长 124% 为推动公司业绩增长主要因素。《城市黑臭水体整治工作指南》、“水十条”等政策大力出台保证了运营类项目收入增长的可持续性。
- **产能提升+营销网络铺设提升业绩空间:** 募投项目投产后产能将翻倍至 210 台（2011-2014 几乎满负荷生产制约收入增长），新增产能全部为超磁设备，平均售价为原设备三倍，扩建产能将大幅提升业绩空间；IPO 募资拟使用 2375.8 万元设立 6 家分公司和 13 个办事处，渠道铺设致销售费用同比增长 39.91%。营销网络将助新增产能充分释放提升业绩空间。
- **农村污水治理蓄势待发:** 全国农村污水年产约 80 亿吨，市场空间广阔。公司研发分散式 SMBR 高效污水处理技术已完成系列化设计制造，为农村污水体量小、浓度高、分布分散、运行条件低等特点治理提供完美解决方案。
- **参与设立水务基金受益京津冀市场:** 出资 120 万元与中信建投、北京水务、首创股份、北排集团、碧水源等公司设立北京水务基金管理有限公司并投资 5000 万参与基金募集，基金未来最终目标规模为 100 亿。公司作为唯一非国资背景公司参与将对未来项目开展赋予重大意义，有望大幅受益京津冀污水处理千亿市场。
- **盈利预测:** 预测收购江苏华大全年并表和转增股本摊薄下 2015-2017 EPS 0.66、0.92、1.21 元，对应 PE 60.01、43.05、32.73 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 业务拓展不及预期，收购整合不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	87.14
一年最低价/最高价	22.00/93.10
市净率	9.35
流通 A 股市值(百万元)	1569

基础数据

每股净资产(元)	9.32
资产负债率(%)	20.25
总股本(百万股)	72.00
流通 A 股(百万股)	18.00

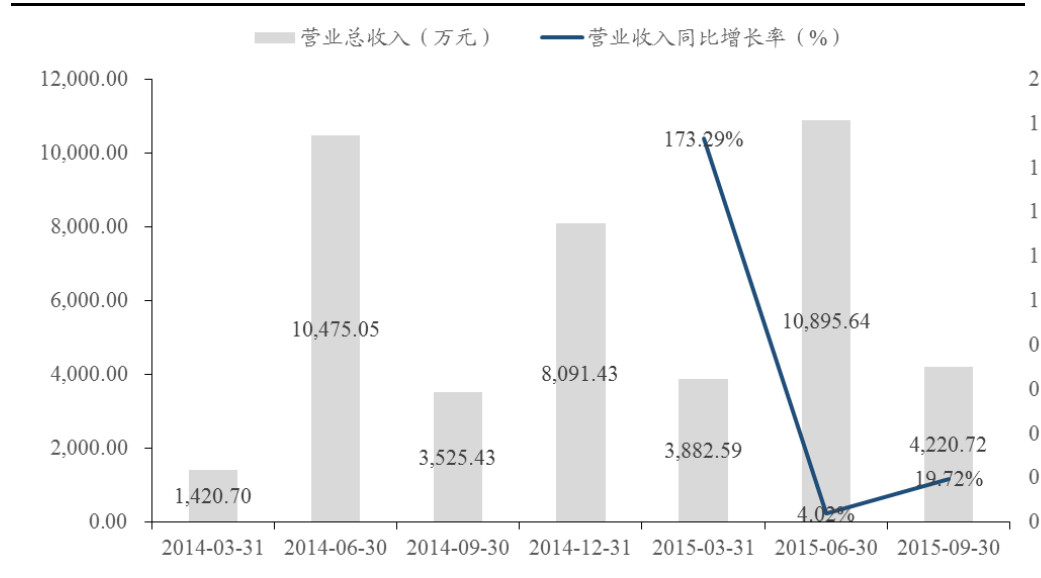
相关研究

1. 环能科技-黑臭水治理最佳标的
2015 年 9 月 11 日
2. 环能科技-高弹性，业绩爆发前夜
2015 年 10 月 13 日

1. 业绩增长稳定

公司业绩具有一定的季节性，从近两年财务数据来看，公司营业收入在二季度和四季度确认较多。公司 2015 年一季度收入同比大增的原因主要是水治理运营收入的增加，公司运营与设备销售毛利率相近，都在 53% 左右。随着公司 2014 年转固的设备运营逐渐稳定，公司业绩在当前产能限制下逐渐趋稳，三季度单季营业收入同比增长 19.72% 处于预期之中。

图表 1 环能科技单季度营业收入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2 环能科技磁分离水处理成套设备转固情况

	2014	2013	同比变动
销售量	90	115	-21.74%
生产量	95	93	2.15%
库存量	14	20	-30.00%
转固量	11	1	1000.00%

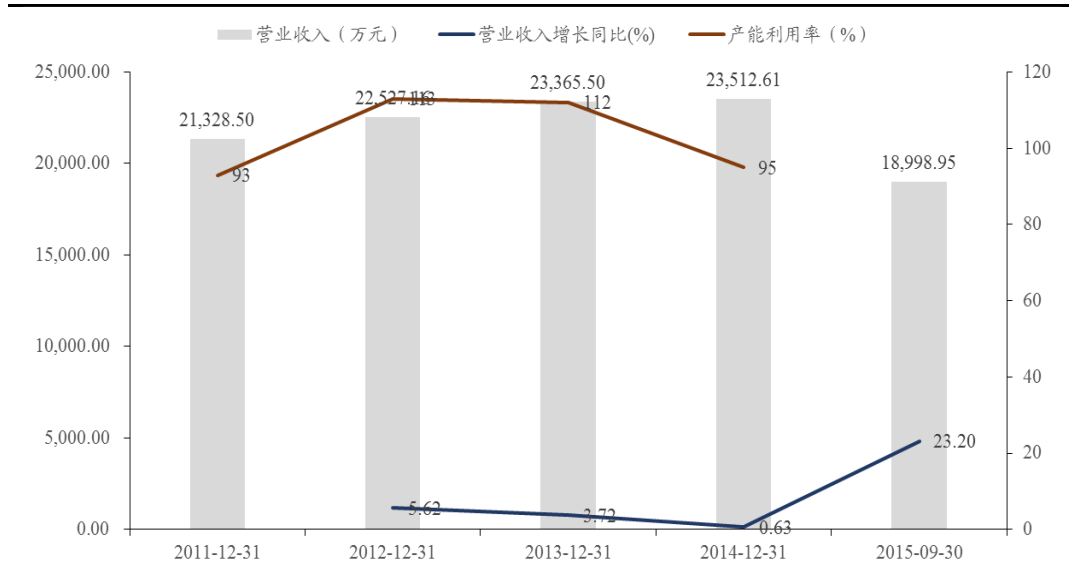
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 产能提升+营销网络拓展有望实现业绩共振

2.1. 产能提升增加业绩弹性

公司 IPO 之前原有设备磁分离设备年产能 105 套，2011 年-2014 年产能利用率分别为 93%、113%、112%、95%。公司 2012-2014 年营业收入同比增长分别为 5.62%、3.72%、0.63%、24.23%；2015 年上半年设备销售同比增加 1.47%，产能限制已经严重的制约了公司的发展。

图表 3 环能科技营业收入和产能利用率变化

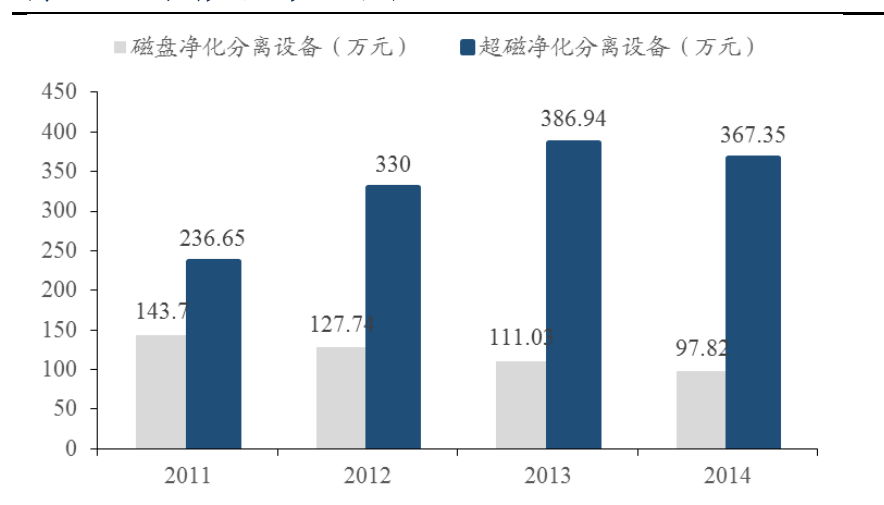


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

可以看出，公司近五年来几乎处于满负荷运转，2015 年的营业收入增长主要是靠运营收入打开局面。根据公司发展规划，公司于 IPO 时拟募集资金 2.20 亿元用于扩建超磁分离设备产能，0.24 亿元用于营销网络建设项目。

公司超磁分离设备主要有 CSMD、ASMD 和 EMUM 三个系列，其中 CSMD 系列主要应用于煤矿矿井水处理，ASMD 主要应用于水环境治理及市政污水处理等领域，EMUM 系列主要为车载式应急污水处理成套设备。相比磁盘分离净化废水设备，超磁分离水体净化成套设备涉及更多系统组件，技术整合度高，且单台设备售价更高。新增产能中 CSMD、ASMD、EMUM 三种系列设备分别为 35、30、40 套。根据公司公告显示，公司超磁净化分离设备销售价格远高于传统磁盘分离净化设备。

图表 4 公司新产能生产设备价格



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 铺设营销网络有望与产能提升共振

公司 IPO 募集资金进行营销网络建设，建设分支机构负责、宣传、市场策划等，拓展公司的业务面。

随着公司近年来业务的大发展，公司产品在长三角、珠三角、东北地区 and 广大的中西部地区均有旺盛的需求，但公司目前在很多潜在市场地区均未建立营销网点，不利于公司抓住我国环保产业大发展的良好时机迅速做大做强。公司拟在上海、广州、武汉（已设办事处）、沈阳、乌鲁木齐、包头（已设办事处）等 6 市建立分公司，在重庆、贵阳、昆明、西安、太原、天津、兰州、银川、长沙、郑州、南昌、南京（已设）、杭州等 13 地设立办事处。

公司前三季度销售费用 0.25 亿元，同比增长 39.91%，渠道正在有序铺设中。随着产能的逐步释放以及营销网络的建成，公司业绩有望进一步提升各重点地区的业务覆盖面，拓展设备的市场空间和占有率，与产能提升共振提升公司业绩。

3. 农村污水治理蓄势待发

根据“水世界网”测算，全国农村污水年产量约 80 亿吨，其中处理率不足 1%，市场空间广阔。公司研发分散式 SMBR 高效污水处理设备主要采用膜技术，主要用于分散式生活污水处理，目前已完成系列化设计制造，完成后将为农村污体量小、浓度高、分布分散、运行条件低等特点治理提供完美解决方案。

环保部于 2013 年 11 月 11 日出台《农村生活污水处理项目建设与投资指南》、《农村生活垃圾分类、收运和处理项目建设与投资指南》、《农村饮用水水源地环境保护项目建设与投资指南》、《农村小型畜禽养殖污染防治项目建设与投资指南》，为农村污水处理提供指引。2015 年 4 月出台的“水十条”要求加快农村环境综合整治。以县级行政区域为单元，实行农村污水处理统一规划、统一建设、统一管理，有条件的地区积极推进城镇污水处理设施和服务向农村延伸。预期未来在政策推进以及公司营销推广下，公司产品有望进一步占领市场，享受农村污水治理盛宴。

4. 参与设立水务基金受益京津冀市场

公司 2015 年 9 月 30 日公告，出资 120 万元与中信建投、北京水务、首创股份、北排集团、碧水源等公司设立北京水务基金管理有限公司并投资 5000 万参与基金募集，基金未来最终目标规模为 100 亿。公司作为唯一非国资背景公司参与将对未来项目开展赋予重大意义，有望大幅受益京津冀污水处理千亿市场。

图表 5 水务基金公司股东情况

公司名称	出资额 (万元)	持股比例 (%)
中信建投资本管理有限公司	1530	51
北京水务投资中心	750	25
北京首创股份有限公司	120	4
北京城市排水集团有限责任公司	120	4
四川环能德美科技股份有限公司	120	4
北控中科成环保集团有限公司	120	4
中国通用机械工程有限公司	120	4
北京碧水源科技股份有限公司	120	4
合计	3000	100

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

附：水务基金发展方案：

第一步，建立首都水环境治理技术创新基金，计划一期规模达到 10 亿元人民币，由北京市政府一次性出资 2 亿元人民币，七家联盟企业及专业基金管理公司各认购 5,000 万元人民币，基金公司认购 1,000 万元人民币，另外吸引社会资本 3.9 亿元人民币。

第二步，适时发展为首都水环境治理产业基金，通过进一步加强政府资金投入和引导，争取募集 30 亿元，聚焦通州、加快北京市行政副中心建设，为打造国际一流、和谐宜居的行政副中心提供坚实的水务支撑。重点投向水网工程、水质净化工程、湿地保护及修复工程、潮白河及北运河水生态修复工程等通州区水务工程项目，为打造行政副中心和通州区良好的水生态环境提供资金保障。

第三步，根据国务院《京津冀协同发展规划纲要》、国家“一带一路”战略规划，为加快推进京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移三个重点领域率先突破，设立京津冀协同发展水环境治理产业基金，争取中央资金支持和吸引社会资本，基金规模达到 100 亿元。重点投向张承地区水源保护、永定河生态恢复、潮白河治理等京津冀协同发展生态环保项目。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	404.3	874.8	1222.4	1484.2	营业收入	235.1	620.7	924.4	1150.8
现金	82.7	130.0	130.0	130.0	营业成本	110.8	342.9	493.2	607.9
应收款项	202.2	391.1	582.5	725.2	营业税金及附加	2.0	6.2	9.2	11.5
存货	103.1	328.9	472.9	582.9	营业费用	26.7	62.5	122.2	154.1
其他	16.3	24.8	37.0	46.0	管理费用	36.7	80.4	111.6	128.5
非流动资产	208.1	213.5	210.6	209.9	财务费用	-1.5	6.6	15.1	18.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	134.9	142.3	141.3	142.5	其他	-7.1	2.0	1.9	1.9
无形资产	60.0	58.0	56.1	54.2	营业利润	53.3	124.1	175.0	232.6
其他	13.2	13.2	13.2	13.2	营业外净收支	5.7	5.0	5.0	5.0
资产总计	612.5	1088.4	1433.0	1694.1	利润总额	59.0	129.1	180.0	237.6
流动负债	169.3	552.2	767.3	857.3	所得税费用	5.3	12.9	18.0	23.8
短期借款	30.0	267.5	352.0	346.5	少数股东损益	-0.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	99.8	187.9	270.2	333.1	归属母公司净利润	54.0	116.18	162.03	213.82
其他	39.5	96.8	145.0	177.7	EBIT	61.4	130.7	190.1	250.7
非流动负债	26.2	26.2	26.2	26.2	EBITDA	72.5	146.7	206.9	268.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	26.2	26.2	26.2	26.2	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	195.5	578.4	793.5	883.5	每股收益(元)	1.00	0.66	0.92	1.21
少数股东权益	10.0	10.0	10.0	10.0	每股净资产(元)	7.54	2.82	3.56	4.52
					发行在外股份(百万股)	54.0	177.0	177.0	177.0
归属母公司股东权益	407.0	499.9	629.5	800.6	ROIC(%)	13.4%	18.9%	19.3%	21.0%
负债和股东权益总计	612.5	1088.4	1433.0	1694.1	ROE(%)	13.3%	23.2%	25.7%	26.7%
					毛利率(%)	52.0%	43.8%	45.6%	46.2%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	EBIT Margin(%)	26.1%	21.1%	20.6%	21.8%
经营活动现金流	24.1	-155.2	-38.2	65.2	销售净利率(%)	23.0%	18.7%	17.5%	18.6%
投资活动现金流	-42.6	-11.8	-13.9	-16.9	资产负债率(%)	31.9%	53.1%	55.4%	52.2%
筹资活动现金流	5.0	214.3	52.1	-48.3	收入增长率(%)	0.6%	164.0%	48.9%	24.5%
现金净增加额	-13.4	47.3	0.0	0.0	净利润增长率(%)	-9.0%	115.2%	39.5%	32.0%
企业自由现金流	1.5	-165.6	-43.0	60.2					

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

