

2016年3月31日

打造全方位水生态平台

买入（维持）

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	330	765	1,082	1,334
同比(+/-%)	40.2%	132.1%	41.4%	23.3%
净利润(百万元)	52	137	179	226
同比(+/-%)	-3.3%	162.4%	30.4%	26.8%
毛利率(%)	0.48	0.44	0.42	0.43
净资产收益率(%)	4.9%	10.1%	11.9%	13.5%
每股收益(元)	0.34	0.73	0.96	1.22
PE	108.03	41.24	31.62	24.94
PB	5.25	4.16	3.77	3.36

事件:

1) 公司发布 2015 年年报, 实现营业收入 3.30 亿元增 40.16%, 净利润 0.52 亿元下滑 3.32%; 扣非净利 0.47 亿元下滑 1.36%; 2016 年一季度净利 580-710 万元增 30%-59%。2) 2.15 亿元现金换股各半方式收购四通环境 65% 股权并募集 1.74 亿配套资金。3) 以 900 万元收购道源环境 100% 股权。

投资要点:

■ **环保收入增长迅速, 成本费用上升致净利下滑:** 公司 15 年环保行业收入 2.85 亿元, 较 14 年增长 21.86%; 其中 **水处理成套设备及配套业务 (主要为冶金煤炭行业) 收入 2.03 亿元同比增长 15.72%, 运营服务 (市政水处理行业) 收入 0.82 亿元同比增长 40.15%, 收入增长明显。** 江苏华大 2015 年并表贡献净利润 820 万元, 对应公司本部净利润 0.44 亿元, 较 2014 年下滑 18.52%。本部净利润下滑较大的原因是毛利率下降 (毛利率 47.73% 降 5.14PCT, 其中设备销售毛利率 45.76% 降 3.94PCT, 运营服务毛利率 56.59% 降 6.21PCT) 和销售费用率的提升 (13.39% 增 2.02PCT)。

■ **产能释放加速拓展黑臭水市场:** 《水十条》要求 2017 年底前直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体。根据住建部和环保部联合排查结果, **截至 2016 年 2 月 16 日全国共排查出黑臭水体 1861 个治理成效将纳入《水十条》考核办法**, 对没有按期完成整治任务的进行约谈。目前各地方《水十条》已陆续落地, 2016 年行业将进入规模化投资落地期。**公司 15 年磁分离设备销售 97 套增 7.78%, 生产 134 套增 41.05% 打破产能瓶颈, 1 月签订深圳 5520 万元黑臭河大单验证实力**, 后续随政策进一步推广业绩有望加速释放。

■ **连续收购积极外延扩张:** : 换股现金各半共 2.15 亿元收

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码:

S0600511080001

021-60199782

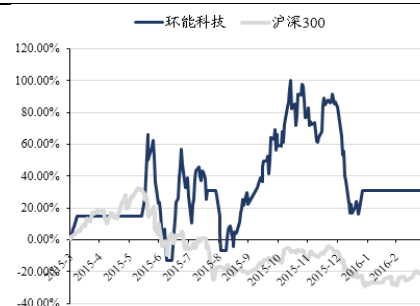
yuanl@dwzq.com.cn

联系人 翟堃

021-60199789

zhaik@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.85
一年最低价/最高价	44.7/26.68
市净率	5.24
流通 A 股市值(百万元)	5625

基础数据

每股净资产(元)	6.08
资产负债率(%)	24.89
总股本(百万股)	176.62
流通 A 股(百万股)	39.60

相关研究

1. 黑臭水治理最佳标的
2015 年 9 月 11 日
2. 高弹性, 业绩爆发前夜
2015 年 10 月 13 日
3. 业绩增长稳定, 未来发展看点多
2015 年 10 月 26 日
4. 政策春风促拿大单, 执行力强高速发展
2015 年 10 月 26 日

购四通环境65%股权，发行股份募集配套资金1.74亿元用于支付现金收购、偿还四通环境银行贷款、支付BOT建设费用等。四通环境主要从事市政污水处理投资运营和污水处理工程总包服务，当前在运营和未运营污水处理能力分别为5万吨/日和15.34万吨/日，承诺16-18年扣非净利润0.17/0.25/0.28亿元，复合增速28.34%。以900万元收购道源环境100%股权，道源环境有超20年历史，拥有国家住建部、环保部、发改委、长城质量认证中心颁发的多项勘察设计、咨询、运营、质量管理认证证书，曾承接各类工程近二百项，环境设计咨询经验丰富。

- **打造全方位水生态平台：**公司上市一年多来扩张迅速，通过收购离心机巨头江苏华大拓展污泥产业链，与北京地区水务龙头合资成立水产业基金开拓京津冀市场，与大股东联合成立并购基金，与*ST华赛、江南水务等合资成立禹泽环境产业基金拓展海绵城市业务等，管理层将公司做大、做强动力充足。此次收购四通环境完成后，公司有望由过去的“设备+运维”模式向“设备-设计-工程-运维”全产业链发展转型，在项目承接和运作上更具竞争力，打造全方位的水生态保护与修复平台。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2016-2018年实现净利润1.37、1.79、2.26亿元，对应增发摊薄后EPS 0.73、0.96、1.22元，对应PE 41、32、25倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业务拓展不及预期，收购整合风险。

图表 1 环能科技盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	927.8	1275.0	1590.9	1892.7	营业收入	329.6	764.9	1081.7	1333.6
现金	305.9	352.7	265.1	270.5	营业成本	172.3	427.3	626.7	759.8
应收款项	363.4	482.0	681.6	840.3	营业税金及附加	2.8	7.6	10.8	13.3
存货	235.4	409.7	600.9	728.6	营业费用	44.1	96.2	133.8	168.3
其他	23.0	30.6	43.3	53.3	管理费用	51.5	94.3	123.7	151.4
非流动资产	501.9	507.4	497.0	488.2	财务费用	-3.1	-3.8	-3.0	-2.3
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	240.7	250.0	243.2	238.1	其他	-14.8	3.8	3.7	3.6
无形资产	114.3	110.5	106.9	103.3	营业利润	47.2	147.1	193.4	246.5
其他	146.9	146.9	146.9	146.9	营业外净收支	6.4	5.0	5.0	5.0
资产总计	1429.6	1782.4	2087.8	2381.0	利润总额	53.5	152.1	198.4	251.5
流动负债	317.7	386.9	549.5	661.6	所得税费用	2.8	15.2	19.8	25.2
短期借款	10.0	30.0	30.0	30.0	少数股东损益	-1.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	156.6	234.1	343.4	416.4	归属母公司净利润	52.2	136.91	178.56	226.37
其他	151.1	122.8	176.1	215.2	EBIT	61.0	143.3	190.4	244.2
非流动负债	38.2	38.2	38.2	38.2	EBITDA	75.8	171.4	219.9	274.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	38.2	38.2	38.2	38.2	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	355.9	425.1	587.7	699.8	每股收益(元)	0.34	0.73	0.96	1.22
少数股东权益	0.7	0.7	0.7	0.7	每股净资产(元)	6.06	7.28	8.05	9.02
归属母公司股东权益	1073.0	1356.5	1499.4	1680.5	发行在外股份(百万股)	177.0	186.3	186.3	186.3
负债和股东权益总计	1429.6	1782.4	2087.8	2381.0	ROIC(%)	7.6%	11.3%	13.3%	14.8%
					ROE(%)	4.9%	10.1%	11.9%	13.5%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	47.7%	44.1%	42.1%	43.0%
经营活动现金流	11.9	-103.1	-32.9	72.6	EBIT Margin(%)	18.5%	18.7%	17.6%	18.3%
投资活动现金流	-171.3	-16.7	-19.1	-21.9	销售净利率(%)	15.8%	17.9%	16.5%	17.0%
筹资活动现金流	391.5	166.6	-35.7	-45.3	资产负债率(%)	24.9%	23.9%	28.1%	29.4%
现金净增加额	232.2	46.8	-87.6	5.4	收入增长率(%)	40.2%	132.1%	41.4%	23.3%
企业自由现金流	-279.6	-127.8	-59.1	44.1	净利润增长率(%)	-3.3%	162.4%	30.4%	26.8%

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>

