

环能科技（300425）研究报告

华大并表带动业绩提升，PPP 模式下黑臭水治理加速推广

买入（维持）

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	330	593	760	856
同比(+/-%)	40.2%	80.0%	28.1%	12.7%
净利润(百万元)	52	93	139	161
同比(+/-%)	-3.3%	78.0%	49.6%	15.6%
毛利率(%)	47.7%	41.1%	41.5%	41.7%
净资产收益率(%)	4.9%	7.0%	9.7%	10.3%
每股收益(元)	0.34	0.50	0.75	0.86
PE	113.32	66.99	44.78	38.75
PB	5.51	4.71	4.34	3.99

事件:

公司发布 2016 年三季报，前三季度实现收入 3.24 亿元，同比增长 70.69%；归母净利 0.44 亿元，同比增长 10.95%；扣非净利 0.42 亿元，同比增长 11.96%。

投资要点:

■ **传统主业受下游拖累，水处理领域布局初成:** 1) 江苏华大并表（2015 年 10 月底并表）带动公司前三季度营业收入的大幅增长和净利润提升。华大前三季度实现扣非净利 1354.30 万元，由此测算公司本部前三季度扣非净利 2848.75 万元，同比下降 24.11%。钢铁、煤炭等行业去产能以及市场竞争加剧影响公司设备销售业务，是拖累本部业务的主要原因。我们认为随着去产能政策的深入推进，未来设备销售业务继续下滑的空间有限，且公司凭借多年积攒的市场经验和口碑将维持领先地位。 2) 公司在稳住冶金和煤炭市场的同时加强水环境治理领域，积极开拓黑臭水体治理市场，目前已初步完成以京津冀、长三角、珠三角、成渝经济区为重点的全国性市场布局，前三季度处于特许经营期的运营订单实现运营收入 6142.14 万元、新增订单 2587.87 万元，未来有望加速扩张。

■ **毛利率有所下降，期间费用率稳定:** 1) 公司前三季度综合毛利率 43.54%，同比下降 10.03PCT，主要原因是竞争加剧下设备销售业务毛利率下降，以及毛利率相对较低的华大离心机业务并表。 2) 前三季度期间费用率 26.70%，同比提升 0.84PCT，基本维持稳定水平。其中管理费用率 15.06%，同比提升 1.66PCT，主要由于江苏华大并表；销售费用率 12.01% 同比下降 0.93PCT，销售团队基本搭建完成后销售费用率较去年下降；财务费用率 -0.37% 同比提升 0.11PCT，公司当前资产负债率 19.66%，负债结构合理。

■ **黑臭水治理继续发力，PPP 模式加速推广:** 1) 公司今年开始积极介入黑臭水体治理、流域治理、海绵城市建设等领域的 BOT、PPP 项目，为公司业务拓展开辟新的途径，且

2016 年 10 月 26 日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

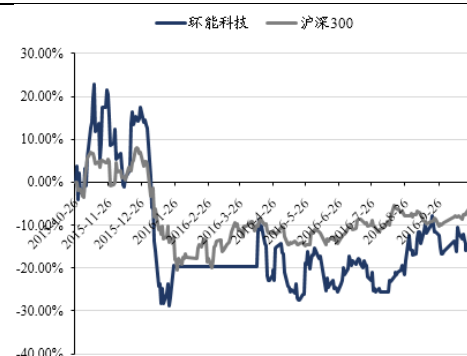
021-60199782

研究助理 翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.41
一年最低价/最高价	26.60/44.56
市净率	5.36
流通 A 股市值(百万元)	2282

基础数据

每股净资产(元)	6.23
资产负债率(%)	19.66
总股本(百万股)	177
流通 A 股(百万股)	68

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
5. 造全方位水生态平台
2016 年 3 月 31 日
6. 打造“设备-设计-工程-运维”全产业链水生态平台
2016 年 4 月 26 日
7. 设备下滑拖累业绩，黑臭水治理大有可为
2016 年 8 月 24 日
8. 黑臭水治理继续发力，PPP 模式加速推广
2016 年 9 月 27 日

通过北京平谷项目成功打入北京 PPP 市场。平谷项目处理规模 3.1 万立方米/天，2017~2026 共 10 年内每年收入 1579 万元贡献稳健业绩，随着“水十条”对黑臭水体治理的全面推进，公司在北方地区有望以此次 PPP 合作模式为模版，在水环境运营服务上加速推广。2) 与粤桂特别试验区管委会签署工业污水处理、自来水、污水管网等总投资规模约 40 亿元框架协议，该 PPP 项目近两年投资规模约 2-3 亿元，未来有望作为示范项目进一步进军广东广西市场。3) 参与首都水环境治理技术创新及产业发展基金、环能睿泽环境产业基金、禹泽环境产业基金，不断拓展业务领域和范围，做大做强动力充足。公司将在稳健当前黑臭水磁分离领域龙头地位的同时有望跻身 PPP 万亿市场，海绵城市更值得期待！

- **积极外延并购，打造全方位水生态平台：**公司上市以来扩张迅速，15 年收购江苏华大 100% 的股权，扩展污泥产业链；16 年收购四通环境 65% 的股权（已获证监会通过），布局污水处理运营，增强建设资质能力；收购道源环境 100% 的股权，补齐设计资质。打通“设备-设计-工程-运维”全产业链，打造全方位的水生态保护与修复平台龙头。
- **盈利预测与估值：**预测公司 2016-2018 年 EPS 0.50、0.75、0.86 元（考虑发行摊薄），对应 PE 67、45、39 倍。公司作为磁分离龙头，未来在水环境治理运营上仍将有较大发展，且在通过产业基金、PPP 模式打造新发力点。公司员工持股计划已完成购买，买入价 31.91 元/股锁定 12 个月安全边际较高，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	1225.3	1416.2	1584.1	营业收入	329.6	593.2	760.0	856.4
现金	305.9	283.1	212.0	228.8	营业成本	172.3	349.1	444.3	498.9
应收款项	363.4	568.8	728.7	821.3	营业税金及附加	2.8	5.3	6.8	7.7
存货	235.4	334.8	426.0	478.4	营业费用	44.1	69.2	75.9	87.6
其他	23.0	38.6	49.4	55.7	管理费用	51.5	84.1	97.4	103.1
非流动资产	501.9	541.7	563.2	583.1	财务费用	-3.1	-3.6	-2.6	-2.2
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	284.3	309.5	333.0	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	92.8	141.8	164.9
其他	146.9	146.9	146.9	146.9	营业外净收支	6.4	6.0	6.0	6.0
资产总计	1429.6	1767.0	1979.4	2167.2	利润总额	53.5	98.8	147.8	170.9
流动负债	317.7	406.7	507.9	567.3	所得税费用	2.8	5.9	8.9	10.3
短期借款	10.0	20.0	20.0	20.0	少数股东损益	-1.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	156.6	287.0	365.1	410.1	归属母公司净利				
其他	151.1	99.7	122.8	137.2	润	52.2	92.90	138.96	160.62
非流动负债	38.2	38.2	38.2	38.2	EBIT	61.0	89.2	139.2	162.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	75.8	118.1	171.0	197.4
其他	38.2	38.2	38.2	38.2	重要财务与估值				
负债总计	355.9	444.9	546.1	605.5	指标	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.7	0.7	0.7	0.7	每股收益(元)	0.34	0.50	0.75	0.86
归属母公司股东					每股净资产(元)	6.06	7.09	7.69	8.38
权益	1073.0	1321.3	1432.5	1561.0	发行在外股份(百				
负债和股东权益总					万股)	177.0	186.3	186.3	186.3
计	1429.6	1767.0	1979.4	2167.2	ROIC(%)	7.6%	7.0%	9.6%	10.2%
					ROE(%)	4.9%	7.0%	9.7%	10.3%
现金流量表 (百万 元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	47.7%	41.1%	41.5%	41.7%
经营活动现金流	11.9	-136.5	10.0	103.4	EBIT Margin(%)	18.5%	15.0%	18.3%	19.0%
投资活动现金流	-171.3	-51.7	-53.3	-54.6	销售净利率(%)	15.8%	15.7%	18.3%	18.8%
筹资活动现金流	391.5	165.4	-27.8	-32.1	资产负债率(%)	24.9%	25.2%	27.6%	27.9%
现金净增加额	232.2	-22.8	-71.0	16.7	收入增长率(%)	40.2%	80.0%	28.1%	12.7%
企业自由现金流	-279.6	-197.3	-51.3	41.2	净利润增长率(%)	-3.3%	78.0%	49.6%	15.6%

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>

