

环能科技（300425）研究报告

黑臭水治理再下一城，水十条考核期将近有望加速扩张

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 | 114.37 | 67.61 | 45.20 | 39.11 |
| PB | 5.56 | 4.75 | 4.38 | 4.02 |

事件:

公司发布公告，与中建水务环保有限公司签订了《燕郊高新区市政管理局黑臭水体综合治理服务项目技术运营服务合同》。

投资要点:

■ **黑臭水治理再下一城，水十条考核下示范效应明显：1）** 本项目包括在潮白河京榆路排污口处和生态园排污口处建设 2 个污水应急处理站点，项目占地面积分别不大于 1500m²、1000m²；总设计处理规模为 5 万 m³/日；同时配套污泥脱水机，脱水后污泥含水率 80%~85%综合单价为人民币 1.956 元/m³，服务期限 3 年。**2）**燕郊项目再次验证公司在黑臭水体治理领域实力，公司当前在运项目总量超过 50 万 m³/日，单位面积处理量大、处理效率高、能耗低等优势正在逐步显现。**3）水十条要求直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体，考核任务紧迫。公司目前已经初步完成以京津冀、长三角、珠三角、成渝经济区为重点的全国性市场布局，该订单示范效应将带动公司业务进一步扩张。**

■ **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 68、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。

2016 年 11 月 16 日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

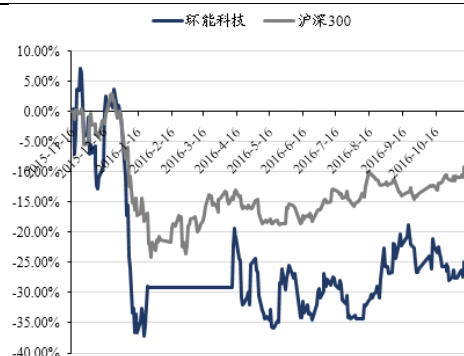
021-60199782

研究助理 翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 33.72 |
| 一年最低价/最高价 | 26.60/44.56 |
| 市净率 | 5.41 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2304 |

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

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>

