

黑臭河治理专家, 2017年内生高速增长可期

投资要点

- **事件:** 公司公告2016年预计盈利6263万元-7306万元, 同比增长20%-40%。
- **行业: 黑臭河治理关键年, 政策持续催化, 项目集中落地。** 2015年发布的《水污染防治行动计划》将黑臭河治理纳入计划中, 根据相关指南和政策要求, 到2017年底, 直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体。截至2016年底, 全国共认定黑臭水体2014个, 总长度5904公里, 而水体完成治理占比仅13%, 处于方案制定的占50%, 治理中水体占33%, 未启动水体占比4%, 治理完成水平距离年底完成差异巨大, 因此2017年将是项目集中落地, 政策不断催化一年。公司作为黑臭河治理专家, 核心的磁分离设备具有投建速度快、应急水平高、占地小, 运营能达到国家水处理一级水平、轻资产效率高、吨水处理成本低等优势, 已在冶金浊环水、煤矿矿井水、市政工程及水环境治理领域得到广泛应用, 优势显著, 有望在黑臭河集中建设中重点受益。
- **业绩拐点确认, 17年业绩翻倍增长可期, 运营大幅放量, 静待PPP项目落地。** 2016年公司业绩稳中有升, 2017年公司设备业务有望企稳回升; 运营业务现有已投运项目已超过60万立方米/日, 业绩快速放量, 成为最主要的利润贡献来源; 江苏华大贡献的离心机业务稳定; 四通环境全年并表将显著提升公司业绩, 2017年业绩翻倍可期。此外, 公司有望进一步开拓市场, 后续PPP项目斩获可期, 新项目落地将有望带来超预期收益。
- **外延扩张不断完善产业链, 补齐环保板块短板, 后续推进值得期待。** 上市后公司启动两次增发, 执行力强, 完成江苏华大、四通环境和道源环境的收购, 不断完善环保产业链, 补齐资质, 已形成水处理全产业链覆盖。此外, 公司参与设立多项产业投资基金, 为后续外延式扩张做好储备。
- **增发溢价发行, 员工持股绑定上下一致, 构筑安全边际。** 目前非公开发行已完成, 配套募集资金1.74亿元, 增发价32.03元/股属于溢价发行, 彰显投资者对公司发展信心, 后续有望与投资方达渡资产等进一步深化项目和资源整合。2016年9月员工持股一期完成, 成交均价31.91元/股, 成交金额2917万元, 绑定公司上下利益, 目前股价分别倒挂16.0%及15.7%, 构筑一定安全边际。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑外延和PPP订单, 预计公司2016-2018年EPS为0.38元、0.80元和1.08元, 对应PE为71X、34X和25X, 公司市值小(仅49亿元), 业绩确定性强, 弹性大, 有安全边际, 给予公司2017年40倍估值, 对应目标价32元, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进展低于预期风险、下游行业需求持续低迷风险、并购企业业绩不及承诺风险等。

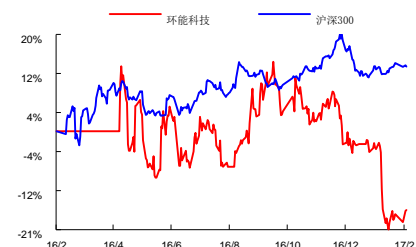
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	329.56	550.20	799.89	1025.78
增长率	40.16%	66.95%	45.38%	28.24%
归属母公司净利润(百万元)	52.19	67.34	148.72	200.36
增长率	-3.32%	29.04%	120.84%	34.72%
每股收益EPS(元)	0.28	0.38	0.80	1.08
净资产收益率ROE	4.86%	5.99%	9.81%	12.02%
PE	95.67	70.55	33.57	24.92
PB	4.43	4.23	3.29	3.00

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.86
流通A股(亿股)	0.77
52周内股价区间(元)	25.22-36.39
总市值(亿元)	49.93
总资产(亿元)	13.71
每股净资产(元)	6.23

相关研究

1. 环保科技(300425): 并表促进业绩提升, 开辟业务拓展新途径 (2016-08-24)
2. 环保科技(300425): 外延式推进快速, 全产业链布局不断完善 (2016-05-24)

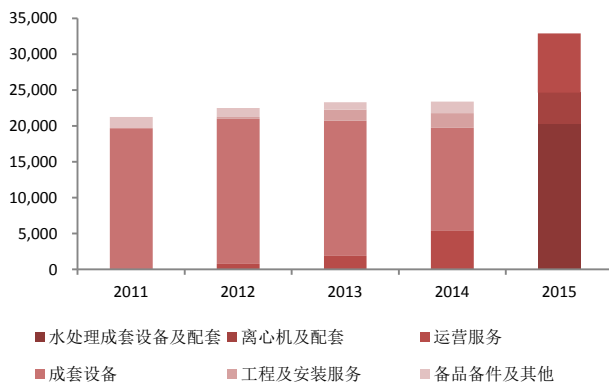
1 公司概况

公司成立于 2002 年，2015 年 2 月登陆创业板。主营业务涵盖工业废水处理、市政污水处理、河湖生态保护与修复、污泥处置与资源化等领域。目前公司营业收入主要来自水处理成套设备及配套销售、运营服务和离心机及配套三大部分。

公司主要产品为磁分离水体净化设备，专注于磁分离水体净化技术，是国内最大的磁分离水体净化设备制造企业，核心的磁分离水体净化技术具有处理效率高、吨水处理成本低的显著优势，已在冶金浊环水、煤矿矿井水和水环境治理领域得到广泛应用。目前公司在磁分离技术基础上进一步研发出超磁分离水体净化技术，可高效处理含非导磁性污染物水体，进一步提升水处理质量。

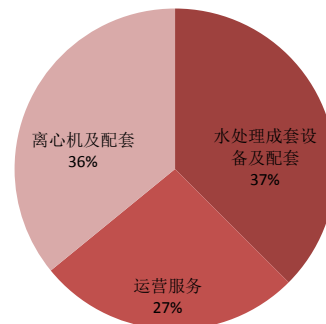
主营业务情况：公司水处理成套设备及配套销售、运营服务和离心机及配套三大业务中，水处理成套设备及配套业务占比最大，2014 和 2015 年分别实现营业收入 1.8 和 2.0 亿元，分别占当年总收入的 74.5% 和 61.5%；运营服务近年增长显著，2013-2015 年分别实现收入 1885 万元、5351 万元和 8246 万元，2016 年上半年实现收入 6210 万元，同比增长 52.6%；离心机及配套业务系江苏华大并表后公司新增业务，江苏华大 2016-2017 年业绩承诺为 3300 万元和 3700 万元，后续离心机业务有望持续增长。

图 1：公司主营业务收入构成（单位：万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

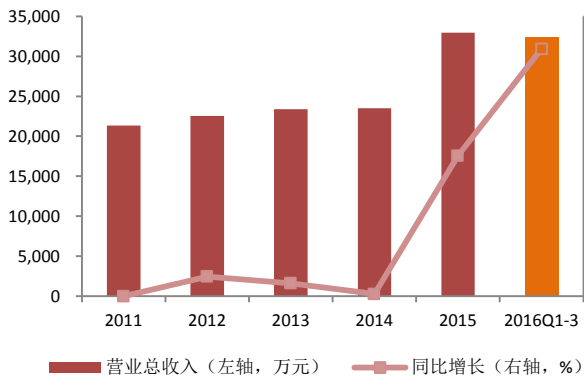
图 2：2016 年上半年主营业务营收占比



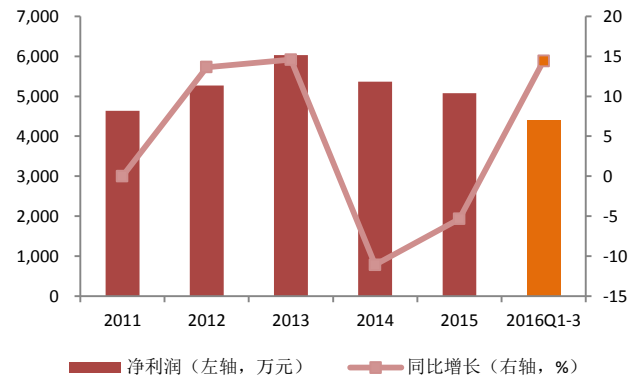
数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩情况：公司 2013-2015 年分别实现营业收入 2.3 亿元、2.4 亿元和 3.3 亿元，同比增长 3.7%、0.6%和 40%，分别实现净利润 6032 万元、5364 万元和 5078 万元，同比增长 14.6%、-11.1%和-5.3%，公司 2015 年营收增长而净利润下降主要系公司加大销售和研发投入以及江苏华大并表致使成本大幅增长所致。

2016 年前三季度公司实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 70.7%，实现归母净利润 4359 万元，同比增长 11.0%，主要系江苏华大并表范围扩大所致。

图 3: 公司 2010-2016Q3 营业收入增长情况


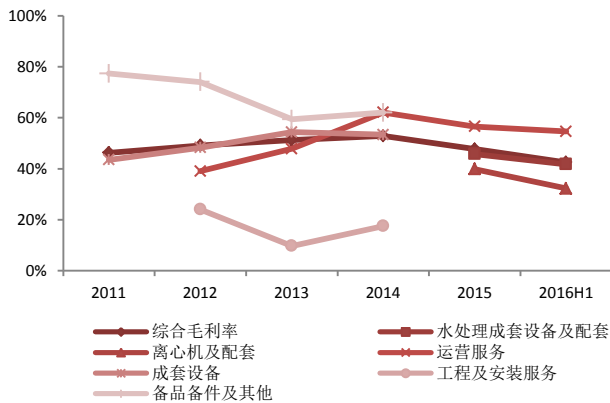
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2010-2016Q3 净利润增长情况


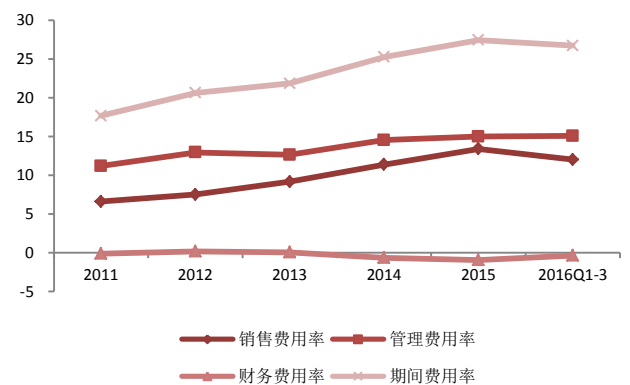
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从盈利能力来看, 公司 2013-2015 年的毛利率分别为 51.2%、52.9%和 47.7%, 其中, 2015 年毛利率下滑主要系毛利率较低的江苏华大并表和水处理成套设备及配套销售业务毛利率下降 2 个百分点所致。2016 年前三季度公司的综合毛利率为 43.5%, 同比下降 10 个百分点, 主要系江苏华大并表范围扩大所致。

从费用率来看, 公司 2013-2015 年的期间费用率为 21.9%、25.3%和 27.4%, 2016 年前三季度公司的期间费用率为 26.7%, 公司费用率的增长主要系加大研发和销售投入以及江苏华大并表所致。

图 5: 公司各业务毛利率水平


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司期间费用率情况 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

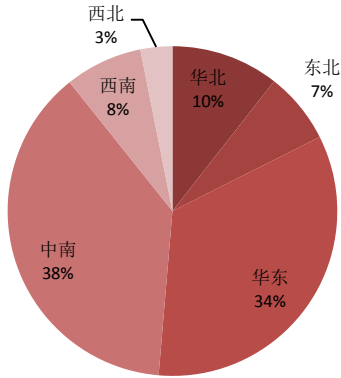
2 黑臭河治理关键年，催化因素不断，西南等重点区域市场空间巨大

2015年发布的《水污染防治行动计划》首次将黑臭河治理纳入计划中，后续发布的《城市黑臭水体整治工作指南》和《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》等政策，从国家层面提出“到2017年底，直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体”，因此2017年是治理黑臭河水体最关键年度之一。

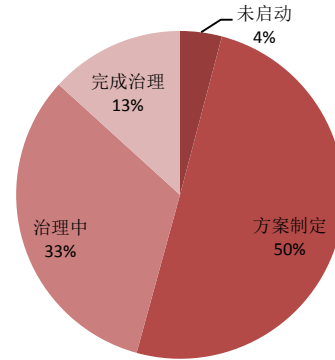
表 1：近年黑臭水体治理政策

时间	部门	文件	主要内容
2015/4/2	国务院	《水污染防治行动计划》	采取控源截污、垃圾清理、清淤疏浚、生态修复等措施，加大黑臭水体治理力度，每半年向社会公布治理情况。 2015年底前，地级及以上城市建成区应完成水体排查，公布黑臭水体名称、责任人及达标期限； 2017年底前，实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口； 2020年底前，完成黑臭水体治理目标。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。
2015/7/9	财政部、环保部	《水污染防治专项资金管理办法》	专项资金重点支持范围包括城市黑臭水体整治，对采用政府和社会资本合（PPP）模式的项目予以倾斜支持。
2015/8/28	住建部、环保部	《城市黑臭水体整治工作指南》	2015年底前：地级及以上城市建成区应完成水体排查，公布黑臭水体名称、责任人及达标期限。 2017年底前：地级及以上城市建成区应实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口；直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体。 2020年底前：地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内。 2030年：城市建成区黑臭水体总体得到消除。
2016/2/5	住建部、环保部	《关于公布全国城市黑臭水体排查情况的通知》	公布全国地级及以上城市建成区黑臭水体排查结果：全国295座地级及以上城市中，共有216座城市排查出黑臭水体1811个，其中，河流1545条，占85.4%；湖、塘264个，占14.6%。有79座城市没有发现黑臭水体。 开通了城市黑臭水体整治信息网站和城市黑臭水体整治手机微信公众号监督系统，为黑臭水体治理提供实时数据和公众监督。
2016/9/8	住建部	《关于开展城市黑臭水体治理情况专项督查的通知》	黑臭水体排查方面，将重点督查地级及以上城市是否向社会公布黑臭水体排查结果；排查无黑臭水体的城市，当地居民是否认可；排查有黑臭水体的城市，是否明确黑臭水体名称、黑臭水体整治的责任人及达标期限。 黑臭水体治理进展方面，将重点督查排查出的黑臭水体是否制定整治方案、是否落实整治工程项目并纳入“全国城市黑臭水体整治监管平台”项目库；城市黑臭水体整治进展情况，已完成整治和已开工实施整治的黑臭水体占比；已完成整治（销号）黑臭水体的评估报告等。
2016/12/11	中央办公厅、国务院	《关于全面推行河长制的意见》	全面建立省、市、县、乡四级河长体系，加强水环境治理，加大黑臭水体治理力度。
2016/12/31	发改委、住建部	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	到2020年底，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内。 到2017年底，直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体。

数据来源：政府官网，西南证券整理

图 7：全国黑臭水体数量（截至 2016 年）


数据来源：全国城市黑臭水体整治监管平台，西南证券整理

图 8：黑臭水体完成情况


数据来源：全国城市黑臭水体整治监管平台，西南证券整理

根据全国城市黑臭水体整治监管平台数据，截止 2016 年底全国共认定黑臭水体 2014 个，总长度 5904 公里。分地区看，华中、华东两地区合占 72%，其中广东 244 条、安徽 217 条、山东 164 条位列前三。

从治理完成情况看，水体完成治理占比仅 13%，处于方案制定的水体占 50%，治理中水体占 33%，未启动水体占比 4%。根据到 2017 年底，直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体要求来看，差距巨大，因此 2017 年将是黑臭河治理关键一年。

四川项目储备丰富，投资力度全国领先

四川省试点和涉足 PPP 项目数量充足，已公布的财政部项目中 PPP 项目入库数量为 824 个，入库的总金额达到 9015 亿元，投资规模处于全国领先水平。发改委的推荐项目库中四川涉及项目达 3034 亿元，总体来看投资规模和力度巨大。

此外，四川重点的两江流域沱江和岷江等的河道治理将更为重视，后续投资有望持续加大，带来新的发展机遇。

表 2：财政部四川 PPP 项目

分类	数量
能源	15
交通运输	145
水利建设	23
生态建设和环境保护	25
农业	6
保障性安居工程	66
医疗卫生	38
养老	19
教育	61
文化	16
体育	12
市政工程	315

分类	数量
政府基础设施	5
城镇综合开发	61
旅游	3
社会保障	3
其他	11
合计	824

数据来源：政府官网，西南证券整理

表 3：财政部示范项目

批次	数量	投资额 (亿元)	其中四川数量 (个)	其中四川投资额 (亿元)
第一批	30	1800	-	-
第二批	206	6589	4	60.62
第三批	518	11708	25	314

数据来源：政府和社会资本合作研究中心，西南证券整理

表 4：发改委 PPP 推介项目库-四川部分

批次	投资规模 (亿元)
第一批继续推介的 PPP 项目	357
第二批推介的 PPP 项目	429
第一批向社会资本推介传统基础设施领域 ppp 项目	2248
合计	3034

数据来源：发改委，西南证券整理

3 业绩拐点确认，17 年业绩翻倍增长可期

2016 年预计盈利 6263 万元-7306 万元，同比增长 20%-40%，主要系公司销售收入增长和江苏华大并表范围扩大所致。

整理公司目前在手订单情况来看，公司目前订单以设备运营类为主，项目分散且规模主要偏小，因此相关项目订单公告数据统计有限。根据公司公告，2016 年前三季度的新签项目订单合计 9 个，涉及投资金额 2588 万元。值得注意的是公司前三季度有 15 个项目在运营中，已经实现特许经营的项目实现运营收入 6142 万元，较 2015 年全年较大幅度增长，运营业务的增长将保障公司中长期持续稳定的利润，带来稳定收益。

表 5：公司上市后公告主要订单数

时间	项目名称	规模	项目类型	项目进度
2015.7.13	深圳前海片区新增污水应急处理	0.91 元/立方米，三年总费用上限 4270.5 万元	运营服务	在运营
2015.9.2	稀土磁盘成套设备采购合同	2980 万元	设备	完成
2016.1.25	《深圳市茅洲河流域（宝安片区）河道水质提升服务项目污水处理设备提供及运营管理技术服务合同》	5520 万元	设备+运营	签订合同
2016.7.14	《粤桂合作特别试验区（肇庆）投资建设框架协议》	总规模约 40 亿元	水处理，BOT/PPP	框架协议

时间	项目名称	规模	项目类型	项目进度
2016.9.26	北京市平谷区沟河东店出境断面水质改善应急治理工程 政府与社会资本合作 (PPP) 项目	1579 万元/年运营	PPP	签订合同
2016.11.15	燕郊高新技术产业开发区黑臭水体综合治理服务项目	运营服务价 1.956 元/m ³ 。	设备+运营	签订合同

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：2016Q1-3 订单情况

业务类型	新增订单						尚未执行订单		处于施工期订单			处于运营期订单	
	数量	投资金额 (万元)	已签订合同		尚未签订合同		数量	投资金额 (万元)	数量	本期完成的投资金额 (万元)	未完成的投资金额 (万元)	数量	运营收入 (万元)
			数量	投资金额 (万元)	数量	投资金额 (万元)							
O&M	1		1									2	1273.01
BOO	7	1203.13	7	1203.13								13	4869.13
PPP	1	1384.74			1	1384.74			1	532.61	852.13		
合计	9	2587.87	8	1203.13	1	1384.74			1	532.61	852.13	15	6142.14

数据来源：公司公告，西南证券整理

我们认为公司 2016 年业绩处于稳中有升阶段，17 年业绩翻倍增长具有较强确定性。

运营业务进入快速放量期，成为核心利润增长点

公司运营业务呈现快速增长，2014-2015 年实现收入 5883 万元、8246 万元，同比增长 40.2%，2016 年上半年运营业务实现营业收入 6210 万元，同比增长 52.6%，主要系公司项目陆续投运，业绩实现快速放量所致。

目前公司运营规模已超过 60 万立方米/日，我们预计 2016 年运营业务将有望高速增长实现约 1 亿元收入，2017 年将是黑臭河治理关键一年，公司投运项目或将延续高速增长态势，预计运营收入 2017-2018 年保持 50% 以上增速，若监管和项目落地严格，或有超预期表现。同时，运营业务毛利率高企，过去几年毛利率达到 50% 以上，高盈利将提升公司盈利水平，成为业绩最主要贡献部分。

表 6：主要分产品收入情况

分产品	2014 年 (万元)	2015 年 (万元)	2016 年 H1 (万元)
水处理成套设备及配套	17508	20260	8744
同比增长	-	15.72%	-18.18%
运营服务	5883	8246	6210
同比增长	-	40.15%	52.55%
离心机及配套	-	4369	8375
同比增长 (15 年并表)	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

设备销售业务工业领域有望企稳回升，市政等领域业务有望稳中有升

公司设备类业务为传统业务，过去公司主要下游客户处于煤炭、钢铁、冶金化工等领域，上市前后公司水处理成套设备销售约 2 个亿收入。近几年宏观经济增速放缓，去产能等影响

导致公司下游客户大幅收缩, 对公司设备销售业务产生较大影响, 其中冶金、煤炭等工业行业收入比重由 100% 降至 50% 左右, 但公司调整业务结构, 在市政、水环境治理领域拓展布局, 目前市政水环境治理占比已达到 50% 左右。

我们预计 2016 年后公司的设备销售业务中的工业部分下滑至低谷后有望企稳回升, 市政、水环境治理等领域订单的落地有望带动设备销售稳中有升。

离心机业务江苏华大 2017 年业绩承诺最后一年, 未来或有新期待

2015 年公司以 3.83 亿元收购江苏华大, 华大主要产品为离心机, 涉及处理化工、医药、食品等多个领域, 是国内过滤和分离机械规模和竞争力领先企业。江苏华大承诺 2015-2017 净利润不低于 3000、3300、3700 万元。2015 年江苏华大实现净利润 3233 万元, 超额完成利润承诺, 2016 年预计合理完成利润贡献, 2017 年为最后承诺一年, 预计合理完成利润 3700 万元。江苏华大完成考核期后预计未来将有新的定位和发展, 进一步研发新产品, 开拓新客户等, 与公司业务及客户上有更好的互补和协同。

四通环境 2017 年将全年并表, 或有超预期表现

2016 年公司公告拟通过发行股份和支付现金的方式收购四通环境 65% 的股权, 交易对价 2.1 亿元。四通环境已经拥有多项市政污水处理 BOT、PPP 项目特许经营权, 累计污水处理设计处理能力为 18.74 万吨/天, 公司承诺 2016-2018 年扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 1700 万元、2500 万元和 2800 万元。

目前增发已经落地, 四通环境 2016 年并表一个月对公司业绩影响有限, **2017 年将全年并表对公司业绩带来显著增厚(利润占 2016 年比重超过 1/3)**。四通环境目前资质较为齐全, 可承担工程建设、运营等项目, 我们认为业绩对赌将是保守业绩, 未来四通有望借上市公司平台和政策春风斩获更多订单, 新斩获项目将给公司带来超预期业绩贡献。

静待 PPP 项目落地, 带来巨大业绩弹性和发展动力

2016 年起公司 PPP 项目取得重大突破, 签订《粤桂合作特别试验区(肇庆)投资建设框架协议书》, 涉及总规模 40 亿元的 BOT 和 PPP 项目, 后签订北京市平谷区洵河东店出境断面水质改善应急治理工程政府与社会资本合作(PPP)项目, 正式开启 PPP 项目的建设。

我们预计公司在具备水处理全产业链条件下后续将有望持续斩获 PPP 项目订单, 新项目的落地将为公司贡献利润, 带来巨大业绩弹性和发展驱动力。

4 外延扩张不断完善产业链, 补齐环保板块短板, 后续推进值得期待

上市以来公司不断通过外延式扩张完善水处理产业链, 分别于 2015 年 6 月和 2016 年 3 月两次启动重大资产重组, 通过非公开发行股份并募集配套资金方式收购江苏华大 100% 股权和四通环境 65% 股权, 同时于 2016 年 3 月以自有资金 900 万元收购道源环境 100% 股权。先后拓展了污泥及浓缩物处理装备制造、市政污水运营和工程总包、市政污水工程前期勘察咨询设计等业务, 水处理产业链不断完善, 工业污水、市政污水和水环境治理能力持续提高。

具体来看：

- **江苏华大：**江苏华大为国内先进离心机设计制造企业，收购完成后公司在水处理产业链后端的污泥及浓缩物处理业务得到有效补充，提升了公司水处理业务链的综合覆盖能力，盈利能力得到增强。
- **四通环境：**四通环境在市政污水处理投资运营和污水处理工程总包服务领域积累了丰富的项目经验和资源，拥有多项市政污水处理 BOT、PPP 项目特许经营权，累计污水设计处理能力 18.74 万吨/日。收购完成后公司在市政污水处理领域的业务规模迅速扩大，污水处理投资运营和工程总包能力迅速增强，水处理产业链进一步完善，后续有望产生更大协同效应。
- **道源环境：**道源环境拥有多项勘察设计、咨询、运营、质量管理认证证书，曾承接各类工程近二百项，在工程的设计技术、施工服务、运营调试、设备开发等方面具有丰富经验，在市政给水、排水、环境卫生等领域具有深厚的客户资源。收购完成后公司水处理产业链前端的咨询设计能力迅速增强，水处理产业链不断完善。

表 8：上市后公司外延并购情况

首次披露时间	并购标的	交易总价值	并购细节	主营业务	进度
2015.06.09	江苏华大 100%股权	3.8 亿元	非公开发行股份并募集配套资金购买资产，1:1 比例支付股权和现金。	离心机产品的研发、生产和销售	2015 年 12 月完成
2016.03.31	道源环境 100%股权	900 万元	自有资金收购	水处理领域设计、咨询	2016 年 6 月完成
2016.03.31	四通环境 65%股权	2.1 亿元	非公开发行股份并募集配套资金购买资产，1:1 比例支付股权和现金。	市政污水处理投资运营和污水处理工程总包	2017 年 1 月完成

数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，公司参与设立多项产业投资基金，包括环能睿泽（深圳）环境产业基金、禹泽环境产业基金和北京水务基金等。产业基金主要用于环保产业的投资，有望为公司外延并购和环保产业战略投资奠定基础，培育和储备优质环保企业，补充产业链内资源，后续为公司进一步外延式扩张做好储备。

表 9：公司设立及参与的产业基金概况

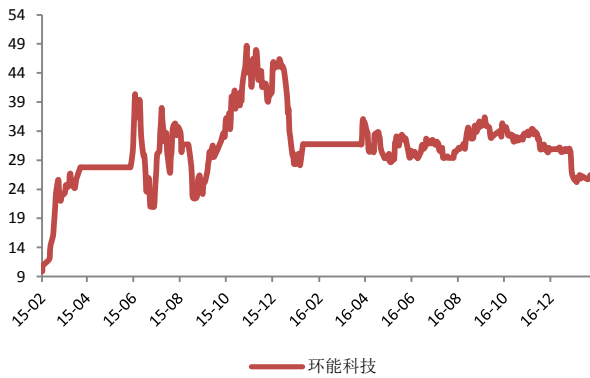
披露时间	基金名称	基金规模	公司出资额及所占份额	投资方向
2015.09	北京水务基金管理 有限公司	预计总规模为 100 亿元，首期规模 10 亿元，北京市政府一次性出资 2 亿元	公司出资 120 万元设立基金，持股比例 4%，后认购 5000 万元，占首期规模份额的 5%	主要投资于首都地区及津、冀水环境治理相关领域
2015.11	环能睿泽（深圳） 环境产业基金合伙企业	产业基金总规模不超过 10 亿元，首期规模为 3 亿元	公司出资 3000 万元，占首期规模份额的 10%	主要投资于优质的环境相关产业项目
2016.03	禹泽环境产业基金 股权投资	预计总规模为 50 亿元，首期规模为 15 亿元	出资 3000 万元，占首期规模份额的 2%	投资范围包括深圳华控赛格中标的“海绵城市”、“黑臭水体”等环保部试点 PPP 项目公司股权；环保技术研发、高端设备制造及环境监测评估机构的股权投资等环保产业类项目
2017.01	深圳市前海睿泽捌 号投资合伙企业	基金规模不超过 3 亿元	公司认购 5000 万元，约占总规模的 16.8%	主要投资于环保行业的相关项目

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 股价位于历史较低点，员工持股+增发价位构筑安全边际

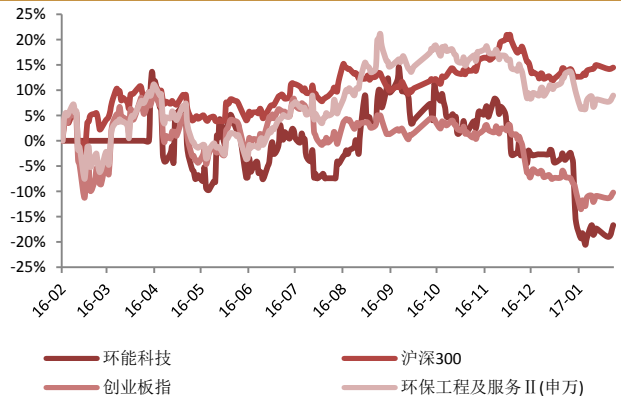
从股价角度分析来看，公司自 2015 年新股上市后股价一直处于较高水平，目前公司股价接近股灾的低点，也处于 2015 年上市以来的历史低点。近两周创业板下跌较多，公司跌幅超过创业板水平，跌幅较深。

图 9：公司上市以来股价走势图



数据来源：wind，西南证券整理

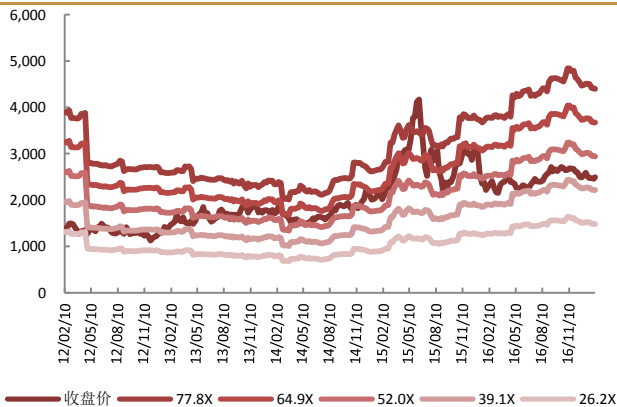
图 10：对比指数



数据来源：wind，西南证券整理

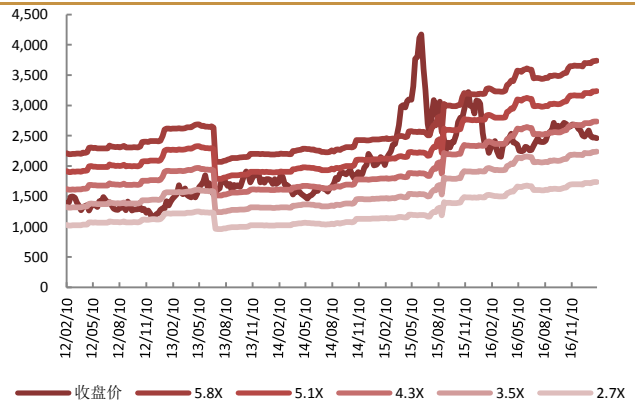
估值水平来看，回顾过去 5 年环保工程和服务板块业务估值，环保板块估值提升后回落，估值水平逐步合理，目前估值水平已处于 5 年内较低水平，PE 估值水平约 42x，PB 水平约 4x，2017 年预期板块 PE 估值中枢约 35x。

图 11：环保工程板块 PE 变动图



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：公司 PB 变动图



数据来源：wind，西南证券整理

表 7：指数 PE 和 PB 情况

	市盈率(TTM)	市盈率(17E)	市盈率(18E)	市净率(MRQ)
创业板	41.27	34.81	27.15	5.09
沪深 300	13.3	12.79	11.43	1.48
上证 A 股	16.29	14.18	12.5	1.61
环保工程及服务 II (申万)	42.57	35.4	24.77	4.19

数据来源：wind，西南证券整理

2016年9月23日公司公告,第一期员工持股计划购买完毕,成交均价在31.91元/股,成交金额在2917万元,锁定期12个月。

近期,2017年1月14日公司公告,非公开发行股份并募集配套资金拟收购四通环境已经落地,非公开发行价格定位32.03元/股,溢价发行。本次增发募集资金1.74亿元,共发行543.9万股,购买对象为上海达渡资产管理合伙企业、申万菱新资产管理有限公司。本次增发溢价发行充分表明认购方对公司长期发展的认可和信心,后续或可期待更多项目资源等的整合,为公司发展带来新机会。

目前公司员工持股价格倒挂15.7%,增发价格倒挂16.0%,构筑一定股价安全边际。

6 盈利预测

我们对比了公司与同行业水处理相关上市公司,公司目前市值水平小(仅49亿元),2017年有确定性业绩,估值合理约33x略低于板块估值中枢,内生业绩增长确定,未来1-2年内PPP订单及外延式进一步扩展若顺利落地将为公司锦上添花带来更大变数和弹性。

我们预计2016-2018年EPS分别为0.38元、0.80元和1.08元,公司市值小,业绩2017年有确定性大幅增长,业绩弹性大,管理层执行力强,增发价格倒挂和员工持股价格倒挂构建一定安全边际,给予公司2017年40倍估值,对应目标价32元,上调至“买入”评级。

表8: 水处理公司估值对比

代码	名称	市值	PE			
			当前 PE (TTM)	2016E	2017E	2018E
300070.SZ	碧水源	491	32	24	17	13
300266.SZ	兴源环境	269	140	78	52	39
300145.SZ	中金环境	166	38	33	23	18
300055.SZ	万邦达	136	56	55	43	34
300362.SZ	天翔环境	84	99	69	31	22
300262.SZ	巴安水务	71	47	40	27	20
300388.SZ	国祯环保	65	59	52	39	30
300190.SZ	维尔利	64	56	48	26	20
000920.SZ	南方汇通	63	58	46	34	26
300422.SZ	博世科	57	100	79	46	33
300172.SZ	中电环保	51	45	42	35	30
300425.SZ	环能科技	49	87	70	33	22
均值			71	56	35	27

数据来源: wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	329.56	550.20	799.89	1025.78	净利润	50.78	66.95	147.86	199.20
营业成本	172.25	327.41	480.46	611.62	折旧与摊销	15.12	19.40	20.48	21.68
营业税金及附加	2.78	4.02	5.60	6.67	财务费用	-3.08	-6.66	-13.72	-21.64
销售费用	44.11	68.77	79.99	102.58	资产减值损失	16.94	16.00	9.00	9.00
管理费用	49.37	72.63	80.63	102.58	经营营运资本变动	-256.77	-78.32	-154.28	-96.70
财务费用	-3.08	-6.66	-13.72	-21.64	其他	185.25	104.21	118.27	106.07
资产减值损失	16.94	16.00	9.00	9.00	经营活动现金流净额	12.37	121.69	128.30	218.56
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-47.42	-25.00	-27.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-123.90	5.73	5.73	5.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-171.32	-19.27	-21.27	-24.27
营业利润	47.19	68.03	157.93	214.98	短期借款	-20.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.36	6.36	6.36	6.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	53.55	74.39	164.29	221.34	股权融资	0.00	0.00	281.45	0.00
所得税	2.77	7.44	16.43	22.13	支付股利	-18.00	-16.87	-37.26	-50.19
净利润	50.78	66.95	147.86	199.20	其他	429.50	6.94	13.88	21.84
少数股东损益	-1.41	-0.39	-0.86	-1.15	筹资活动现金流净额	391.50	-19.93	258.07	-28.35
归属母公司股东净利润	52.19	67.34	148.72	200.36	现金流量净额	232.54	82.48	365.10	165.93
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	197.56	280.04	645.14	811.07	成长能力				
应收和预付款项	384.46	372.06	401.12	420.00	销售收入增长率	40.16%	66.95%	45.38%	28.24%
存货	235.44	249.62	284.22	298.27	营业利润增长率	-11.42%	44.17%	132.15%	36.12%
其他流动资产	1.95	1.95	1.95	1.95	净利润增长率	-5.34%	31.85%	120.84%	34.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-5.37%	33.32%	96.76%	29.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	240.66	235.94	239.14	244.14	毛利率	47.73%	40.49%	39.93%	40.38%
无形资产和开发支出	215.86	210.26	204.65	199.04	三费率	27.43%	24.49%	18.37%	17.89%
其他非流动资产	27.51	27.44	27.36	27.29	净利率	15.41%	12.17%	18.49%	19.42%
资产总计	1303.44	1377.30	1803.58	2001.76	ROE	4.86%	5.99%	9.81%	12.02%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.84%	4.90%	8.34%	9.97%
应付和预收款项	219.69	253.47	287.69	336.86	ROIC	9.48%	5.37%	11.87%	13.97%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.77%	15.79%	21.37%	21.56%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	229.69	253.47	287.69	336.86	总资产周转率	0.25	0.40	0.44	0.51
股本	176.62	176.62	185.60	185.60	固定资产周转率	1.51	2.33	3.34	4.20
资本公积	640.71	640.71	913.18	913.18	应收账款周转率	0.94	1.64	2.23	2.75
留存收益	255.68	306.15	417.61	567.77	存货周转率	0.73	1.31	1.69	2.05
归属母公司股东权益	1073.02	1123.49	1516.40	1666.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.95	—	—	—
少数股东权益	0.74	0.35	-0.51	-1.66	资本结构				
股东权益合计	1073.75	1123.84	1515.89	1664.90	资产负债率	17.62%	18.40%	15.95%	16.83%
负债和股东权益合计	1303.44	1377.30	1803.58	2001.76	带息债务/总负债	4.35%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.57	3.57	4.63	4.55
					速动比率	2.53	2.57	3.64	3.65
					股利支付率	34.49%	25.05%	25.05%	25.05%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.38	0.80	1.08
					每股净资产	5.78	6.05	8.17	8.98
					每股经营现金	0.07	0.66	0.69	1.18
					每股股利	0.10	0.09	0.20	0.27
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	65.15	86.86	170.90	221.18					
PE	95.67	70.55	33.57	24.92					
PB	4.65	4.23	3.29	3.00					
PS	15.15	9.07	6.24	4.87					
EV/EBITDA	72.18	54.34	27.62	21.10					
股息率	0.00	0.00	0.01	0.01					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn