

50 亿 PPP 框架协议终落地，土壤修复新贵再腾飞

增持（维持）

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	449	687	892	1,167
同比(+/-%)	129.7%	53.1%	29.7%	30.9%
净利润(百万元)	108	209	253	332
同比(+/-%)	75.2%	93.4%	21.0%	31.3%
毛利率(%)	50.9%	61.7%	58.1%	56.9%
净资产收益率(%)	3.8%	6.9%	7.8%	9.4%
每股收益(元)	0.27	0.52	0.63	0.83
PE	79.93	41.50	34.25	26.00
PB	3.17	2.95	2.75	2.53

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司公告，和中国电建集团中南勘测设计研究院有限公司组成联合体，与湖南湘潭岳塘经开区签署湘潭市竹埠港滨江商务区基础设施项目合作框架协议，项目总投资约 50 亿元。

投资要点：

■ **“收购+增资”提前布局土壤修复，PPP 大单终落地：**公司进军土壤修复领域的战略规划思路清晰：1) 2016 年 9 月，以 3.61 亿现金收购湖南碧蓝 100% 股权，切入土壤修复业务领域；2) 同年 12 月，以自有资金 0.9 亿元向碧蓝环保增资，将碧蓝环保注册资本由 0.1 亿增加至 1.0 亿元。公司在土壤修复领域动作频频，充分彰显土壤修复业务在公司未来业务版图中的战略意义，此次合作框架协议落地，一方面验证了公司管理层的眼光独到、判断精准，另一方面，也是公司在土壤修复领域精心布局的必然结果、水到渠成。

■ **土壤修复项目占比约为 30%，保守估计可贡献净利润 0.5 亿元/年：**根据合作框架协议内容，项目总投资约为 50 亿元，主要用于未来 3-6 年内，打造湘潭岳塘竹埠港滨江商务区土壤修复、市政道路建设、市政绿化景观、公共建筑、土地整理等基础设施项目。假设土壤修复项目占比约为 30% 左右，由于市政道路建设和市政绿化景观需在土壤修复完成后才可进行，因此 15 亿土壤修复项目有望于未来 3-4 年内集中释放，按照土壤修复项目 15% 左右的行业平均净利率估算，可贡献净利润 0.5 亿元/年以上。

■ **合作方背景雄厚，未来有望借央企平台乘一带一路之风：**与公司组成联合体的中南院，其股东是中国电建集团，中国电建是服务“一带一路”战略的龙头企业，早在 2016 年初就完成了与卡塔尔王室共同投资建设的巴基斯坦卡西姆燃煤电站项目，该项目是“中巴经济走廊”推进的首批能源项目，开创了中国公司和国外公司联合在境外开展电力

2017 年 2 月 23 日

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

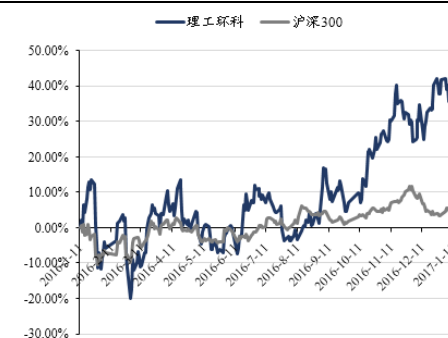
021-60199782

研究助理翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.58
一年最低价/最高价	19.7/24.15
市净率	2.96
流通 A 股市值(百万元)	6090

基础数据

每股净资产(元)	7.20
资产负债率(%)	6.01
总股本(百万股)	401
流通 A 股(百万股)	285

相关研究

1. 业绩有望筑底，收购整合加速
2015 年 8 月 27 日
2. 环保再下一城，一体两翼齐飞
2015 年 10 月 23 日
3. “五水共治”监测订单落地，示范项目享站点下沉大空间
2016 年 3 月 17 日
4. 并表助推业绩增长，环保业务加速扩张
2016 年 8 月 25 日
5. 进军土壤修复，打造监测、治理全产业链
2016 年 9 月 30 日
6. 监测、治理并进思路清晰，董事长增持彰显信心
2016 年 12 月 23 日
7. 监测、治理并进思路清晰，董事长增持彰显信心
2017 年 1 月 12 日

项目投资的先河。目前，中国电建海外市场营销网络布局基本完成，在“一带一路”沿线 54 个国家均设有分支机构，跟踪项目 1701 个，预计投资额达到 7355 亿美元；其中在建项目 400 个，合同金额超过 300 亿美元。我们分析认为，此次公司与中南院组成联合体，有望为公司与中国电建形成深度合作提供契机，考虑到“一带一路”沿线多个国家环境质量恶劣，存在土壤修复需求，未来不排除公司依托于中国电建集团平台，将土壤修复业务拓展至海外的可能。

- **率先开启台州模式，监测行业新模式加速推广：**1) 2016 年 3 月，公司中标台州市“五水共治”交接断面水质自动监测数据采购项目，合同共 1 亿元分 7 年执行，每年政府支付 1436 万元用于数据采集，水质监测网络的投资、建设和运营由公司承担。此次中标是水质监测政府采购数据的第一单，被称为“台州模式”。2) 两次中标绍兴项目，大规模复制“台州模式”。a、公司于 2016 年 8 月、2017 年 1 月分别中标绍兴 0.24 亿元政府采购数据项目、1.05 亿元绍兴市地表水自动监测站点建设运维项目，是公司此前已经完成验收的台州模式的又一复制，“四省一快”五大优势（即省心、省力、省事、省钱，项目建设快）示范效应明显。监测站点下沉、第三方监测等政策全面推广下环境监测领域政府采购数据模式大势所趋，公司有望凭借先发优势和在手项目示范效应已经奠定龙头地位，未来有望在浙江地区乃至全国实现加速推广。
- **大股东大手笔增持，看好公司未来发展：**1) 实际控制人之一暨董事长、总经理周方洁先生于 2016 年 12 月 22 日通过二级市场**增持公司股票 138.45 万股，增持均价 22.47 元；**并且拟于未来三个月增持 300~500 万股（包含此次增持），即未来仍需在二级市场增持 161.55~361.55 万股。2) 公司自 2015 年完成收购尚洋、博微开始转型，到收购湖南碧蓝进军土壤修复领域，环保能源领域的发展思路日渐清晰。未来完成 300~500 万股增持完成后周方洁先生直接间接合计持股比例将由 13.78%，提升至 14.53%~15.03%，进一步强化大股东地位，彰显对公司未来发展的信心和长期价值的认可。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2016-2018 年 EPS0.52、0.63、0.82 元，对应 PE 42、34、26 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**传统业务持续下滑；环保业务拓展不及预期。

图表 1 理工环科业绩预测

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	1536.2	1026.0	1294.1	1639.8	营业收入	448.8	687.3	891.8	1167.4
现金	976.6	453.5	651.8	789.3	营业成本	215.5	255.9	363.6	490.1
应收款项	333.3	376.6	366.5	479.8	营业税金及附加	4.7	7.6	9.8	12.8
存货	213.6	175.3	249.1	335.7	营业费用	52.3	89.7	99.1	117.1
其他	12.8	20.6	26.8	35.0	管理费用	96.1	145.3	163.0	203.8
非流动资产	1726.1	1721.2	1704.9	1687.2	财务费用	-19.9	-10.7	-8.3	-10.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	-4.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	235.8	233.4	219.5	204.2	其他	-6.9	2.5	2.4	2.3
无形资产	75.3	72.8	70.4	68.0	营业利润	89.2	202.1	267.0	356.8
其他	1415.0	1415.0	1415.0	1415.0	营业外净收支	35.7	35.0	20.0	20.0
资产总计	3262.3	2747.2	2998.9	3327.0	利润总额	124.9	237.1	287.0	376.8
流动负债	397.4	104.9	142.0	188.3	所得税费用	18.7	28.5	34.4	45.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	-1.7	0.0	0.0	0.0
应付账款	50.2	56.1	79.7	107.4	归属母公司净利润	107.9	208.63	252.53	331.56
其他	347.2	48.8	62.3	80.9	EBIT	83.6	191.4	258.7	346.0
非流动负债	1.0	1.0	1.0	1.0	EBITDA	109.5	218.8	286.7	374.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	1.0	1.0	1.0	1.0	重要财务与				
负债总计	398.4	105.9	143.0	189.3	估值指标				
少数股东权益	3.1	3.1	3.1	3.1	每股收益(元)	0.27	0.52	0.63	0.82
					每股净资产(元)	7.04	7.55	8.08	8.78
归属母公司股东权益	2860.8	3038.1	3252.8	3534.6	发行在外股份(百				
负债和股东权益总计	3262.3	3147.2	3398.9	3727.0	万股)	406.4	402.6	402.6	402.6
					ROIC(%)	3.5%	6.1%	8.7%	11.4%
					ROE(%)	3.8%	6.9%	7.8%	9.4%
					毛利率(%)	50.9%	61.7%	58.1%	56.9%
					EBIT Margin(%)	18.6%	27.8%	29.0%	29.6%
					销售净利率(%)	24.0%	30.4%	28.3%	28.4%
					资产负债率(%)	12.2%	3.9%	4.8%	5.7%
					收入增长率(%)	129.7%	53.1%	29.7%	30.9%
					净利润增长率(%)	75.2%	93.4%	21.0%	31.3%
现金流量表									
(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E					
经营活动现金流	155.5	-79.5	247.9	198.2					
投资活动现金流	-333.3	-412.3	-11.7	-11.0					
筹资活动现金流	305.5	-31.3	-37.9	-49.7					
现金净增加额	127.6	-523.1	198.3	137.5					
企业自由现金流	-1231.7	-132.1	211.3	160.1					

数据来源: WIND 资讯, 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>

