

## 环能科技 (300425) 研究报告

业绩接近预告上限，黑臭河道治理龙头待起航

2017 年 2 月 27 日

买入（维持）

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	330	488	760	856
同比(+/-%)	40.2%	48.1%	55.74%	12.7%
净利润(百万元)	52	70	139	161
同比(+/-%)	-3.3%	34.9%	98.57%	15.6%
毛利率(%)	47.7%	41.1%	41.5%	41.7%
净资产收益率(%)	4.9%	6.4%	9.7%	10.3%
每股收益(元)	0.34	0.40	0.75	0.86
PE	80.59	68.50	36.53	31.86
PB	4.23	3.64	3.33	3.06

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

**事件：**

公司发布业绩快报，2016 年实现营收 4.88 亿元，同比增长 48.08%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比增长 34.93%。

**投资要点：**

- **业绩接近预告上限，传统业务有望触底回升：**公司 2016 年归母净利润增速为 34.93%，接近此前业绩预告上限（20%-40%），与前三季度 10.95% 的增速相比实现大幅增长，原因主要是：**1) 传统业务稳步开展；2) 江苏华大全年并表；3) 四通环境从 12 月 1 日起并表。**随着公司上游工业客户较为集中的钢铁、煤炭行业过剩产能日益出清，行业景气度逐渐提升，公司传统设备销售业务有望触底回升，再加上 2017 年江苏华大、四通环境均实现全年并表，预计 2017 年公司业绩仍将保持较高增速。
- **政府认知需要过程+新领域需更多市场拓展，导致黑臭河道治理业务推广速度较慢：**我们深入分析黑臭河道治理行业不达市场预期的原因有三：1) 黑臭水体属于新生事物，地方政府在摸不清楚虚实的情况下，往往出于规避风险的考虑，将黑臭水体治理打包成为一个规模较大的 PPP 项目，增加了治理的难度和复杂性。2) 已经公布的黑臭河道治理项目，往往是地方政府在前期已经部分介入，公司如果再进入，需要改变整体的技术路线和解决方案，难度较大，而尚未开始治理的黑臭水体项目地方政府可能不愿意披露。3) 公司过往并没有特别注重对于自身技术工艺的宣传，导致很多地方政府并不了解公司的磁分离技术。所以总体来看，公司黑臭河道治理业务的推进低于市场预期。
- **政策趋严+验收时点临近，公司黑臭河道治理业务存在超预期可能：**1) 水十条考核要求直辖市、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，期限将至任务紧迫。**“十三五”期间，四川省预计将投入 600**

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

[yuanl@dwzq.com.cn](mailto:yuanl@dwzq.com.cn)

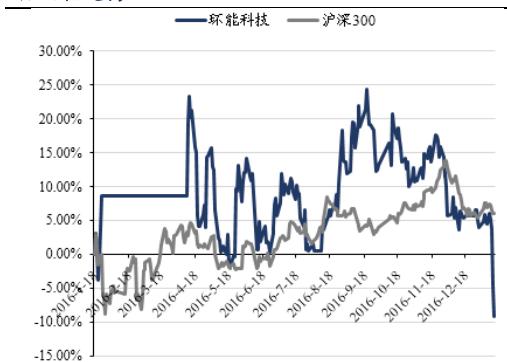
021-60199782

研究助理翟堃

[zhaik@dwzq.com.cn](mailto:zhaik@dwzq.com.cn)

021-60199789

**股价走势**



**市场数据**

收盘价 (元)	27.40
一年最低价/最高价	24.5/31.35
市净率	4.62
流通 A 股市值 (百万元)	2100

**基础数据**

每股净资产 (元)	7.53
资产负债率 (%)	33.25
总股本 (百万股)	186
流通 A 股 (百万股)	77

**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

**亿元改善岷江水质，同时将投入 600~800 亿元对沱江 10 条支流进行治理** (<http://dwz.cn/55NIhG>, <http://dwz.cn/55NIY2>)。2) 公司作为超磁分离水处理技术领头企业以及四川省少数的环保上市公司之一，凭借超磁分离技术单位面积处理量大、处理效率高、能耗低等优势，连续中标北京 (3 万 m<sup>3</sup>/ 日)、河北燕郊 (5 万 m<sup>3</sup>/ 日) 等项目，并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，在运项目累计超过 60 万吨/日，示范效应明显。在监管趋严、验收时点临近的形势下，我们预计公司黑臭河道治理业务存在超预期的可能。

- **公司更名增强自身营销，品牌价值提升利于黑臭河道治理业务推广：**公司自成立以来，管理层稳健经营、低调行事，虽然超磁分离技术已经在北京、深圳等多个发达城市获得应用，但是公司并没有刻意宣传和营销。此次将名称由“四川环能德美科技股份有限公司”变更为“环能科技股份有限公司”之后，品牌价值和品牌形象得到一定程度的强化，对于公司超磁分离技术在黑臭河道治理领域的推广能够起到助推作用。
- **非公开发行完成，助力加速成长：**公司 2016 年 12 月完成收购四通环境配套融资的股票非公开发行，发行价 32.03 元/股，共发行 543.9 万股募集资金 1.74 亿元，用于支付本次交易的现金部分对价 (1.07 亿元)、支付标的公司投建项目支出 (0.33 亿元)、偿还标的公司银行贷款 (0.22 亿元) 及支付交易相关费用 (0.12 亿元)。发行对象分别为上海达渡资产 (499.53 万股) 和申万菱信基金 (44.39 万股)，完成非公开发行解决公司资金需求加速四通环境项目进程，助力加速成长。
- **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，未来更多 PPP 值得期待。
- **盈利预测与估值：**预测公司 2016-2018 年 EPS 0.40、0.75、0.86 元 (考虑发行摊薄)，对应 PE69、37、32 倍。员工持股计划买入价 31.91 元，定增融资、换股价格分别 32.03 元、30.25 元，具备一定安全边际，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)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>927.8</b>	<b>1335.3</b>	<b>1416.2</b>	<b>1584.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>329.6</b>	<b>488.0</b>	<b>760.0</b>	<b>856.4</b>
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	467.9	599.5	675.6	营业税金及附加	2.8	5.3	6.8	7.7
存货	235.4	275.4	350.4	393.6	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
<b>非流动资产</b>	<b>501.9</b>	<b>769.6</b>	<b>773.2</b>	<b>783.2</b>	<b>财务费用</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.6</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.2</b>
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	470.0	309.5	333.0	其他	<b>-14.8</b>	109.0	3.7	3.6
无形资产	114.3	110.5	106.9	103.3	<b>营业利润</b>	<b>47.2</b>	<b>62.7</b>	<b>141.8</b>	<b>164.9</b>
其他	146.9	146.9	146.9	146.9	营业外净收支	6.4	6.0	6.0	6.0
<b>资产总计</b>	<b>1429.6</b>	<b>2094.9</b>	<b>2189.4</b>	<b>2367.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>53.5</b>	<b>81.0</b>	<b>147.8</b>	<b>170.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>317.7</b>	<b>406.7</b>	<b>507.9</b>	<b>567.3</b>	<b>所得税费用</b>	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	<b>-1.4</b>	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利					<b>润</b>	<b>52.2</b>	<b>70.00</b>	<b>138.96</b>	<b>160.62</b>
应付账款	156.6	236.1	300.4	337.3	EBIT	61.0	89.2	139.2	162.7
其他	151.1	99.7	122.8	137.2	EBITDA	75.8	118.1	171.0	197.4
<b>非流动负债</b>	<b>38.2</b>	<b>38.2</b>	<b>38.2</b>	<b>38.2</b>	重要财务与估值				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	38.2	38.2	38.2	38.2	每股收益(元)	0.34	0.40	0.75	0.86
<b>负债总计</b>	<b>355.9</b>	<b>696.6</b>	<b>756.9</b>	<b>806.3</b>	每股净资产(元)	6.06	7.53	7.69	8.38
少数股东权益	0.7	0.7	0.7	0.7	发行在外股份(百				
归属母公司股东权					万股)	177.0	186.3	186.3	186.3
益	1073.0	1398.3	1432.5	1561.0	ROIC(%)	7.6%	7.0%	9.6%	10.2%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1429.6</b>	<b>2094.9</b>	<b>2189.4</b>	<b>2367.3</b>	ROE(%)	4.9%	7.0%	9.7%	10.3%
<b>计</b>									
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	<b>-136.5</b>	10.0	103.4	EBIT Margin(%)	18.5%	15.0%	18.3%	19.0%
投资活动现金流	<b>-171.3</b>	<b>-51.7</b>	<b>-53.3</b>	<b>-54.6</b>	销售净利率(%)	15.8%	15.7%	18.3%	18.8%
筹资活动现金流	391.5	165.4	<b>-27.8</b>	<b>-32.1</b>	资产负债率(%)	24.9%	25.2%	27.6%	27.9%
现金净增加额	232.2	<b>-22.8</b>	<b>-71.0</b>	16.7	收入增长率(%)	40.2%	80.0%	28.1%	12.7%
企业自由现金流	<b>-279.6</b>	<b>-197.3</b>	<b>-51.3</b>	41.2	净利润增长率(%)	-3.3%	34.9%	49.6%	15.6%

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、意见及推论不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>