

天翔环境 (300362)

证券研究报告

2017年03月17日

签署 43 亿框架协议，海外环保技术成功导入国内

事件:

3月16日,天翔环境、欧绿保、格林雷斯与辽宁省营口市人民政府签订总投资约为43亿元的《营口资源循环利用产业园区合作框架协议》,包括污水处理及环境监测、城市生活垃圾、有机废弃物、医疗垃圾、电子废弃物、废旧汽车、废旧纸张及塑料、废弃矿物油处置/回收等项目。同时,公司、欧绿保及格林雷斯将合资成立项目公司,并由该公司发起成立不低于30亿元人民币的环保产业基金,推进有关具体工作。

点评:

欧绿保技术成功落地国内,公司持续受益于海外先进环保技术导入带来的供给改善。公司大股东在体外控制了全球十大环境服务商之一的德国欧绿保(固废和再生资源)60%股权,欧绿保先进技术对生活垃圾的再生利用率可以达到98%,采用此技术的两个柏林垃圾处理厂,从2005年以来已经有效处理了柏林的一半垃圾。我们认为此次框架协议的签订,不管是43亿的金額还是园区模式,都意味着欧绿保技术正式受到国内政府的认可,同时也是天翔环境具备整合海外并购公司资源,在中国本土市场成功开拓市场的例证。公司是优秀的海外优质环保公司并购整合者,除了欧绿保之外,公司还先后收购德国CNP(污泥热水解、消化和磷资源回收)、美国圣骑士(污水污泥设备和技术解决方案)、德国BWT(现在更名AS,工业水处理设备和技术解决方案),公司未来整合海外优质资源,将先进技术导入中国市场的潜力巨大。

即将启动的油田环保市场,天翔环境是龙头标的。油田环保是我们目前观察到即将启动的几个工业环保细分领域之一。国内每年近2亿吨原油产量,产生近600万吨含油污泥,1000万吨含油废水,市场空间方面未来这是百亿级别的持续运营市场。天翔环境目前在河北、四川、新疆三地方都有项目布局,是油田环保板块毋庸置疑的龙头标的,后续油田环保业务有望持续超预期。

在手订单充足,业绩弹性较大。公司目前PPP在手订单过10亿,是公司2015年营收的2.08倍,同时公司追踪PPP项目金额达上百亿,业绩弹性较大。我们认为,在拿取PPP订单方面,公司具有全方位的技术链优势,看好2017年公司PPP订单持续新增。**2017年BWT有望并表。**大股东给出了AS公司17-19年的业绩给出了合计4375万欧元的业绩承诺,若AS公司成功并表,将直接增厚公司2017年业绩。

预计公司2016/2017年净利分别为1.35/3.6亿元,对应EPS分别为0.31/0.83元,目前市值对应2017年净利润PE为23倍,给予**买入评级**。

风险提示:收购进度低于预期,订单获取不及预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	399.32	493.79	925.61	2,382.98	3,217.03
增长率(%)	12.20	23.66	87.45	157.45	35.00
EBITDA(百万元)	113.06	163.25	299.86	758.63	1,017.18
净利润(百万元)	33.27	47.40	135.04	360.03	477.09
增长率(%)	3.47	42.46	184.90	166.61	32.51
EPS(元/股)	0.08	0.11	0.31	0.83	1.10
市盈率(P/E)	244.71	171.77	60.29	22.61	17.07
市净率(P/B)	13.26	5.01	4.12	3.81	3.54
市销率(P/S)	20.39	16.49	8.80	3.42	2.53
EV/EBITDA	29.42	157.27	28.26	14.45	8.85

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	18.70元
目标价格	28.52元
上次目标价	28.52元

基本数据

A股总股本(百万股)	435.40
流通A股股本(百万股)	187.98
A股总市值(百万元)	8,141.96
流通A股市值(百万元)	3,515.20
每股净资产(元)	4.14
资产负债率(%)	47.94
一年内最高/最低(元)	25.68/14.33

作者

何文雯 分析师
SAC执业证书编号: S1110516120002
hewenwen@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

表 1：公司框架协议履行情况

协议对方	协议名称	披露日期	进展情况
成都市兴蓉投资股份有限公司	《合作框架协议》	2015 年 5 月 1 日	正在履行中
北京嘉博文生物科技有限公司	《战略合作框架协议》	2016 年 7 月 1 日	正在履行中
ALBA Group plc&Co.KG	《框架协议》	2016 年 10 月 10 日	正在履行中
深圳国投商业保理有限公司、深圳国投供应链管理有限公司	《合作框架协议》	2016 年 10 月 28 日	正在履行中
德阳市人民政府	《德阳市水务项目合作协议》	2016 年 12 月 5 日	正在履行中
杭州礼瀚投资管理有限公司、山水环境科技股份有限公司	《合作框架协议》	2017 年 1 月 24 日	正在履行中

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：公司 PPP 订单

中标时间	项目名称	项目投资金额（万元）	经营期限
2016 年 12 月	石盘（四海）食品医药产业园工业园供水厂及污水处理厂 PPP 项目	24834	31 年
2016 年 8 月	简阳市 38 个乡镇污水处理设施打捆实施 PPP 项目	78000	30 年

资料来源：公司公告、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	67.88	1,438.42	74.05	190.64	257.36
应收账款	223.73	422.53	744.04	2,096.66	1,738.28
预付账款	67.89	116.40	212.38	622.18	527.09
存货	579.69	673.08	1,242.64	3,983.56	2,637.76
其他	50.33	8.83	145.65	231.85	232.53
流动资产合计	989.52	2,659.26	2,418.77	7,124.89	5,393.03
长期股权投资	26.65	62.25	62.25	62.25	62.25
固定资产	406.34	507.75	548.06	591.33	623.37
在建工程	112.25	99.54	95.73	105.44	93.26
无形资产	45.93	135.75	131.74	127.73	123.71
其他	6.17	383.20	374.42	375.45	377.09
非流动资产合计	597.35	1,188.50	1,212.20	1,262.19	1,279.69
资产总计	1,586.87	3,847.76	3,630.97	8,387.08	6,672.72
短期借款	215.05	439.10	232.65	2,399.09	866.41
应付账款	248.10	707.57	668.74	2,420.44	2,247.13
其他	245.01	366.71	615.05	840.83	1,047.68
流动负债合计	708.16	1,513.38	1,516.43	5,660.36	4,161.21
长期借款	190.00	530.43	0.00	422.19	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	66.34	142.28	95.22	101.28	112.93
非流动负债合计	256.34	672.71	95.22	523.47	112.93
负债合计	964.50	2,186.10	1,611.65	6,183.82	4,274.14
少数股东权益	8.57	36.44	42.47	63.82	101.43
股本	102.73	427.00	435.40	435.40	435.40
资本公积	341.78	1,274.02	1,274.02	1,274.02	1,274.02
留存收益	511.09	1,483.51	1,541.44	1,704.04	1,861.75
其他	(341.80)	(1,559.31)	(1,274.02)	(1,274.02)	(1,274.02)
股东权益合计	622.37	1,661.66	2,019.32	2,203.25	2,398.58
负债和股东权益总	1,586.87	3,847.76	3,630.97	8,387.08	6,672.72

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	33.39	53.99	135.04	360.03	477.09
折旧摊销	29.38	40.50	27.52	31.04	34.15
财务费用	45.10	65.52	108.76	280.00	378.00
投资损失	(0.01)	(2.94)	(4.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(193.08)	(33.83)	(898.73)	(2,607.13)	1,824.21
其它	16.76	(151.07)	6.36	21.70	38.47
经营活动现金流	(68.47)	(27.85)	(625.05)	(1,919.36)	2,746.92
资本支出	120.50	512.06	107.06	73.94	38.35
长期投资	25.72	35.60	0.00	0.00	0.00
其他	(246.65)	(658.43)	(163.06)	(148.94)	(83.35)
投资活动现金流	(100.43)	(110.77)	(56.00)	(75.00)	(45.00)
债权融资	513.64	1,198.03	403.08	2,990.45	1,055.78
股权融资	235.44	910.28	189.06	(274.49)	(374.79)
其他	(643.69)	(927.60)	(1,275.46)	(605.02)	(3,316.20)
筹资活动现金流	105.38	1,180.71	(683.31)	2,110.95	(2,635.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(63.52)	1,042.10	(1,364.37)	116.59	66.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	399.32	493.79	925.61	2,382.98	3,217.03
营业成本	255.22	275.53	529.63	1,337.09	1,801.54
营业税金及附加	2.30	4.48	6.77	17.59	25.49
营业费用	15.32	28.28	31.29	80.54	108.74
管理费用	40.62	58.97	85.90	221.14	298.54
财务费用	45.40	60.96	108.76	280.00	378.00
资产减值损失	2.03	6.36	3.69	4.03	4.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	2.94	4.00	5.00	5.00
其他	(0.03)	(5.89)	(8.00)	(10.00)	(10.00)
营业利润	38.46	62.15	163.57	447.59	605.04
营业外收入	2.35	4.26	2.93	1.60	1.60
营业外支出	0.16	0.22	0.16	0.09	0.09
利润总额	40.64	66.19	166.35	449.10	606.55
所得税	7.25	12.20	24.95	67.37	90.98
净利润	33.39	53.99	141.39	381.74	515.56
少数股东损益	0.12	6.59	6.36	21.70	38.47
归属于母公司净利润	33.27	47.40	135.04	360.03	477.09
每股收益(元)	0.08	0.11	0.31	0.83	1.10

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	12.20%	23.66%	87.45%	157.45%	35.00%
营业利润	4.35%	61.61%	163.21%	173.63%	35.18%
归属于母公司净利润	3.47%	42.46%	184.90%	166.61%	32.51%
获利能力					
毛利率	36.09%	44.20%	42.78%	43.89%	44.00%
净利率	8.33%	9.60%	14.59%	15.11%	14.83%
ROE	5.42%	2.92%	6.83%	16.83%	20.77%
ROIC	7.69%	9.46%	16.87%	26.80%	16.84%
偿债能力					
资产负债率	60.78%	56.81%	44.39%	73.73%	64.05%
净负债率	26.00%	23.05%	-22.30%	51.49%	125.19%
流动比率	1.40	1.76	1.60	1.26	1.30
速动比率	0.58	1.31	0.78	0.55	0.66
营运能力					
应收账款周转率	1.70	1.53	1.59	1.68	1.68
存货周转率	0.88	0.79	0.97	0.91	0.97
总资产周转率	0.27	0.18	0.25	0.40	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.11	0.31	0.83	1.10
每股经营现金流	-0.16	-0.06	-1.44	-4.41	6.31
每股净资产	1.41	3.73	4.54	4.91	5.28
估值比率					
市盈率	244.71	171.77	60.29	22.61	17.07
市净率	13.26	5.01	4.12	3.81	3.54
EV/EBITDA	29.42	157.27	28.26	14.45	8.85
EV/EBIT	39.67	208.55	31.11	15.07	9.15

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com