

环能科技（300425）研究报告

业绩制约因素消解，2017 年有望进入高增长期

买入（维持）

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	488	760	857	1,037
同比(+/-%)	48.1%	55.7%	12.8%	21.0%
净利润(百万元)	70	139	161	203
同比(+/-%)	33.2%	100.3%	15.5%	26.1%
毛利率(%)	42.4%	48.0%	48.0%	48.0%
净资产收益率(%)	5.0%	9.2%	9.9%	11.3%
每股收益(元)	0.37	0.75	0.87	1.09
PE	78.78	38.87	33.51	26.74
PB	3.87	3.59	3.32	3.02

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

1) 公司发布 2016 年年报，2016 年实现收入 4.88 亿，同比增长 48.08%；归母净利润为 0.70 亿，同比增长 33.24%；2) 公司发布利润分配预案，以总股本 1.86 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.27 元（含税），同时以资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 20 股。

投资要点：

■ **业绩稳定增长，钢铁、煤炭拖累超磁分离业务表现：**根据公司年报数据，2016 年收入增速为 48%、归母净利润增速为 33%，业绩实现稳定增长。分业务来看：1) 受制于钢铁、煤炭行业景气度持续下降，公司超磁分离处理设备业务收入由 2.03 亿下降至 1.49 亿，降幅为 26.60，然而在公司超磁分离设备业务收入下降的同时，公司精挑客户+新技术产品不断投入，使得公司超磁分离设备业务毛利率上升超过 1 个百分点。2) 江苏华大并表后收入贡献明显，但是当地竞争激烈造成竞价销售，使得离心机及配套业务毛利率下降明显（超过 5 个百分点）。3) 四通环境并表后，水务运营和 PPP 业务集中贡献业绩。展望 2017 年，钢铁、煤炭行业景气度有望触底回升，江苏地区离心机恶性竞争状况有望得到缓解、四通环境在手运营和 PPP 加速落地，预计公司业绩将实现较高增速。

■ **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 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/55NlhG>，<http://dwz.cn/55NIY2>）。2) 公司作为超磁分离水处理技术龙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 m³/日）、河北燕郊（5 万 m³/日）

2017 年 4 月 11 日

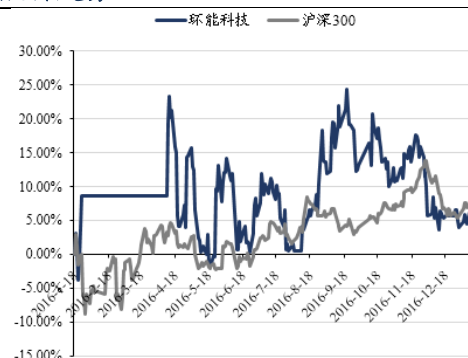
首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.15
一年最低价/最高价	24.5/31.35
市净率	3.87
流通 A 股市值(百万元)	2234

基础数据

每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	28.6
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. 黑臭水治理继续发力，PPP 模式加速推广
2016 年 9 月 27 日
8. 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
9. 限制性股票激励计划（草案）发布，未来 1-3 年业绩高速增长可期
2017 年 4 月 11 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 80 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。

- **北京平谷 PPP 项目落地，进军雄安新区业务可期：**2016 年 8 月，公司中标北京市平谷区洵河东店出境断面水质改善应急治理工程 PPP 项目，处理规模为 3.1 万立方米/天，中标金额为 1579 万元/年。该项目是公司首个落地的 PPP 项目，目前公司追踪华北区域多个 PPP 项目，并与多家央企、国企形成战略合作伙伴关系，预计在雄安新区火爆行情下，公司以联合体或者以央企拿总包、公司做分包的形式切入雄安新区环境治理业务领域值得期待。
- **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 2017-2019 年 EPS0.75、0.87、1.09 元，对应 PE39、34、27 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)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	957.6	1545.9	1626.7	1847.8	营业收入	488.0	759.8	856.9	1036.8
现金	250.4	639.9	605.6	613.4	营业成本	280.9	395.1	445.6	539.1
应收款项	448.2	582.9	657.3	795.4	营业税金及附加	7.5	6.4	7.2	8.7
存货	225.1	265.2	299.1	361.9	营业费用	60.3	85.2	96.1	116.2
其他	33.8	57.9	64.7	77.2	管理费用	69.8	106.3	108.8	127.8
非流动资产	1135.1	1208.5	1271.0	1332.5	财务费用	-1.3	18.0	27.7	29.2
长期股权投资	37.1	37.1	37.1	37.1	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	341.5	432.8	512.8	591.2	其他	-9.6	1.0	1.7	3.1
无形资产	540.5	522.5	505.0	488.2	营业利润	61.3	149.9	173.2	218.8
其他	216.1	216.1	216.1	216.1	营业外净收支	18.8	1.0	1.0	1.0
资产总计	2092.7	2754.4	2897.7	3180.4	利润总额	80.1	150.9	174.2	219.8
流动负债	416.3	968.5	985.4	1108.7	所得税费用	9.5	10.2	11.8	14.8
短期借款	118.6	500.0	500.0	500.0	少数股东损益	1.1	1.4	1.6	2.0
					归属母公司净利				
应付账款	160.0	203.5	229.5	277.7	润	69.5	139.3	160.9	202.9
其他	137.7	265.0	255.9	331.0	EBIT	69.6	166.9	199.2	244.9
非流动负债	182.0	182.0	182.0	182.0	EBITDA	103.0	220.4	258.2	309.9
长期借款	76.1	76.1	76.1	76.1					
					重要财务与估值				
其他	105.9	105.9	105.9	105.9	指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	598.3	1150.5	1167.4	1290.7	每股收益(元)	0.37	0.75	0.87	1.09
少数股东权益	96.9	98.1	99.3	100.9	每股净资产(元)	7.53	8.11	8.79	9.64
归属母公司股东					发行在外股份(百				
权益	1397.5	1505.8	1630.9	1788.8	万股)	185.6	185.6	185.6	185.6
负债和股东权益总					ROIC(%)	4.5%	9.2%	10.4%	11.8%
计	2092.7	2754.4	2897.7	3180.4	ROE(%)	5.0%	9.2%	9.9%	11.3%
现金流量表 (百万 元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	42.4%	48.0%	48.0%	48.0%
经营活动现金流	61.6	160.3	121.2	176.4	EBIT Margin(%)	14.3%	22.0%	23.3%	23.6%
投资活动现金流	-244.2	-121.3	-119.8	-123.6	销售净利率(%)	14.2%	18.3%	18.8%	19.6%
筹资活动现金流	129.5	350.5	-35.7	-45.1	资产负债率(%)	28.6%	41.8%	40.3%	40.6%
现金净增加额	-52.9	389.5	-34.3	7.8	收入增长率(%)	48.1%	55.7%	12.8%	21.0%
企业自由现金流	-112.7	60.2	26.8	79.8	净利润增长率(%)	33.2%	100.3%	15.5%	26.1%

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>

