

## 拐点已至，新增长可期

### 投资要点

- **事件：**公司 2016 年实现营业收入 4.88 亿元，同比增长 48.1%，归母净利润 6953 万元，同比增长 33.2%，每股收益 0.39 元；每 10 股转增 20 股派发现金红利 1.27 元（含税）；2017 年一季度业绩预计归母净利润亏损 0-200 万元。
- **并表带动整体盈利增长，设备收入略有下降。**2016 年业绩增长主要系收购标的江苏华大并表扩大、四通环境并表部分等所致。分项看，离心机及配套业务营收 1.91 亿元（+338.5%，占营收 39%），同比大幅增长主要系江苏华大并表扩大所致；运营服务业务营收 1.37 亿元（+66.2%），快速增长与运营项目投产放量及四通环境并表部分有关。传统水处理成套设备收入 1.49 亿元（-26.4%），下滑较大主要系下游煤炭、钢铁行业盈利下滑较大所致，目前两行业周期复苏有望带动分离设备的企稳回升，回复至 2015 年前后水平可期。2017 年一季度公司归母净利润同比亏损主要系并入四通等导致财务费用增大及设备销售量整体偏少因素，但一季度设备确认原因业绩占比全年不大，影响有限。
- **综合毛利率有所降低，设备盈利水平略有上升。**公司 2016 年综合毛利率为 42.44%（-5.3pp），分开来看，由于市场竞争激烈，原材料成本上升导致离心机及配套业务（34.26%、-5.6pp）和运营服务（47.34%，-9.3pp）毛利率有所下降，拉低了公司整体毛利率水平；但水处理成套设备毛利率则略有增长表现良好（46.90%，+1.14pp）。期间费用率略有降低（26.39%、-1.0pp）。
- **黑臭水体治理关键之年，项目放量带动内生增长。**2017 年底要求直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体，行业空间有望加速释放，公司现有运营有望从 60 万立方米/日突破至 80 万立方米/日以上。4 月公司与临武县政府签订首个大额框架协议（20 亿元），后续实际项目落实可期，公司自身及四通有望年内斩获 PPP 项目实现业绩增长及规模提升。此外公司涉及多个并购基金，上市以来外延式扩张较迅速，后续外延式扩张可期，环保拼图将更加完善。
- **股权激励绑定利益，定增、员工持股构筑安全边际。**近期公司启动股权激励，根据考核目标 2017-2019 年公司保底业绩测算为 9153 万元、1.2 亿元和 1.5 亿元，若后续 PPP 等落地及并购启动将带来超预期可能。目前公司股价与增发价 32.03 元/股及第 1 期员工持股价 31.91 元/股存在倒挂，构筑一定安全边际。
- **盈利预测与投资建议。**结合股权激励我们预计 2017-2019 年 EPS 为 0.75 元、1.01 元和 1.33 元，对应 PE 为 39x、29x 和 22x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游行业增速放缓风险；市场开拓低于预期风险等。

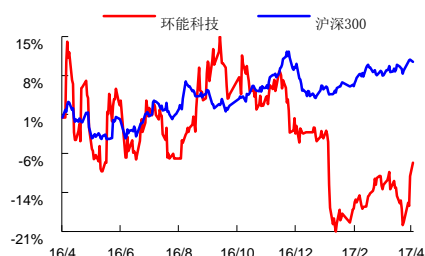
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	488.01	780.79	1019.06	1355.42
增长率	48.08%	59.99%	30.52%	33.01%
归属母公司净利润（百万元）	69.53	138.87	186.58	246.74
增长率	33.24%	99.71%	34.36%	32.24%
每股收益 EPS（元）	0.37	0.75	1.01	1.33
净资产收益率 ROE	4.98%	9.21%	11.27%	13.32%
PE	77.94	39.03	29.05	21.97
PB	3.88	3.59	3.27	2.93

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)	54.10
总资产(亿元)	20.93
每股净资产(元)	7.53

### 相关研究

1. 环能科技（300425）：黑臭河治理专家，2017 年内生高速增长可期（2017-02-09）
2. 环能科技（300425）：并表促进业绩提升，开辟业务拓展新途径（2016-08-24）
3. 环能科技（300425）：外延式推进快速，全产业链布局不断完善（2016-05-24）

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	488.01	780.79	1019.06	1355.42	净利润	70.64	138.02	185.45	245.24
营业成本	280.87	442.95	583.15	781.80	折旧与摊销	35.46	2.04	6.04	10.04
营业税金及附加	7.47	8.44	11.01	14.65	财务费用	-1.28	9.62	14.10	17.89
销售费用	60.27	81.98	96.81	126.05	资产减值损失	9.56	9.56	9.56	9.56
管理费用	69.80	93.70	117.19	151.81	经营营运资本变动	-118.36	-297.84	-121.19	-349.92
财务费用	-1.28	9.62	14.10	17.89	其他	65.12	128.61	101.06	149.75
资产减值损失	9.56	9.56	9.56	9.56	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>62.30</b>	<b>-9.97</b>	<b>195.08</b>	<b>82.62</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-46.81	-100.00	-100.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-197.39	16.94	16.94	16.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-244.20</b>	<b>-83.06</b>	<b>-83.06</b>	<b>-133.06</b>
<b>营业利润</b>	<b>61.32</b>	<b>134.54</b>	<b>187.23</b>	<b>253.67</b>	短期借款	100.09	365.45	58.39	285.66
其他非经营损益	18.82	18.82	18.82	18.82	长期借款	76.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>80.14</b>	<b>153.36</b>	<b>206.05</b>	<b>272.49</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	9.50	15.34	20.61	27.25	支付股利	0.00	-28.47	-38.25	-50.58
净利润	70.64	138.02	185.45	245.24	其他	-46.66	-8.80	-13.02	-16.45
少数股东损益	1.10	-0.84	-1.13	-1.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>129.53</b>	<b>328.18</b>	<b>7.12</b>	<b>218.63</b>
归属母公司股东净利润	69.53	138.87	186.58	246.74	<b>现金流量净额</b>	<b>-52.37</b>	<b>235.16</b>	<b>119.13</b>	<b>168.18</b>
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	155.24	390.40	509.53	677.71	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	479.38	635.50	624.97	860.51	销售收入增长率	48.08%	59.99%	30.52%	33.01%
存货	225.12	296.00	287.15	364.34	营业利润增长率	29.95%	119.40%	39.16%	35.48%
其他流动资产	2.64	2.64	2.64	2.64	净利润增长率	39.10%	95.40%	34.36%	32.24%
长期股权投资	37.10	37.10	37.10	37.10	EBITDA 增长率	74.33%	44.57%	37.10%	32.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	341.46	430.90	516.34	647.78	毛利率	42.45%	43.27%	42.78%	42.32%
无形资产和开发支出	690.36	690.36	690.36	690.36	三费率	26.39%	23.73%	22.38%	21.82%
其他非流动资产	42.11	41.06	40.01	38.97	净利率	14.47%	17.68%	18.20%	18.09%
<b>资产总计</b>	<b>1973.40</b>	<b>2523.95</b>	<b>2708.10</b>	<b>3319.41</b>	ROE	4.98%	9.21%	11.27%	13.32%
短期借款	110.09	475.54	533.93	819.59	ROA	3.96%	6.42%	8.09%	8.70%
应付和预收款项	257.35	332.89	311.46	442.46	ROIC	5.16%	7.80%	8.46%	10.41%
长期借款	76.10	76.10	76.10	76.10	EBITDA/销售收入	23.27%	21.03%	22.09%	22.06%
其他负债	35.46	35.46	35.46	35.46	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>479.00</b>	<b>919.99</b>	<b>956.95</b>	<b>1373.60</b>	总资产周转率	0.25	0.31	0.38	0.41
股本	185.61	185.61	185.61	185.61	固定资产周转率	1.54	2.36	2.45	2.72
资本公积	901.90	901.90	901.90	901.90	应收账款周转率	1.16	1.40	1.87	1.82
留存收益	309.95	420.35	568.68	764.83	存货周转率	1.25	1.50	2.03	2.15
归属母公司股东权益	1397.45	1507.85	1656.18	1852.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.95	—	—	—
少数股东权益	96.95	96.10	94.97	93.47	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1494.40</b>	<b>1603.95</b>	<b>1751.15</b>	<b>1945.80</b>	资产负债率	24.27%	36.45%	35.34%	41.38%
负债和股东权益合计	1973.40	2523.95	2708.10	3319.41	带息债务/总负债	38.87%	59.96%	63.75%	65.21%
					流动比率	2.29	1.62	1.67	1.50
					速动比率	1.69	1.26	1.33	1.21
					股利支付率	0.00%	20.50%	20.50%	20.50%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.37	0.75	1.01	1.33
					每股净资产	7.53	8.12	8.92	9.98
					每股经营现金	0.34	-0.05	1.05	0.45
					每股股利	0.00	0.15	0.21	0.27
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	113.58	164.20	225.11	298.98					
PE	77.94	39.03	29.05	21.97					
PB	3.88	3.59	3.27	2.93					
PS	11.11	6.94	5.32	4.00					
EV/EBITDA	49.98	36.79	27.09	21.35					
股息率	0.00	0.01	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn