

天翔环境 (300362)

强烈推荐

行业：环保工程与服务

转型环保成功，业绩进入高速增长通道

公司公布 2016 年年报，实现营收 10.74 亿 (+117.47)，实现归属上市公司股东净利润 1.26 亿 (+167.08%)，扣非后净利润 1.1 亿 (+151.99%)，实现经营性现金流 3535.3 万元 (去年为-2784.6 万元)。

投资要点：

✧ **环保业务成为公司增长主要来源。** 1. 实现营收 10.74 亿 (+117.47)，实现归属上市公司股东净利润 1.26 亿 (+167.08%)，扣非后净利润 1.1 亿 (+151.99%)。公司业务主要增长来自于美国圣骑士收购完成并表，油田环保业务快速增长，以及乡镇污水 PPP 项目带来收益；2. 分行业来看，公司环保业务实现营收 9.33 亿 (+343.38%)，占营业收入比重 86.89%，表明公司已经成功转型环保公司，环保业务增长贡献了公司全部收入增长；3. 公司销售费用 3445 万 (+21.83%)，管理费用 1.087 亿 (+84.33%)，财务费用 7925 万 (+30.01%)，费用增长来源于圣骑士全年并表，以及新开展业务较多带来的管理费用增加；4. 实现经营性现金流 3535.3 万元 (去年为-2784.6 万元)，表明公司销售规模增加，新开展业务回款较好，现金流状况得到改善。

✧ **持续海外并购，参股轨交业务，完善产业链布局。** 1. 2014 年公司成功收购了拥有污泥热水解、消化、磷资源回收等全球专利技术的德国 CNP 公司；2. 2015 年非公开发行收购世界领先的离心机制造商美国圣骑士，为公司带来全球领先的污泥处理技术；3. 2016 年公司拟通过发行股份收购全球领先的污水处理公司 BWT (现更名 AS)，将补足公司污水处理能力，收购有望在 2017 年完成；4. 2016 年 10 月大股东的并购基金收购德国欧绿保的两个板块，拓展再生资源回收、城市矿山业务。欧绿保环保产业园框架协议 43 亿，表明公司海外业务国内协同产生效果；5. 公司联合众合科技参股四川轨交业务，西南轨道交通快速发展为公司带来收益。

✧ **中标乡镇污水和工业污水 PPP 项目，打造区域乡镇污水处理龙头公司。** 1. 公司中标简阳 38 个乡镇污水处理设施 PPP 项目，投资总额 7.8 亿；2. 公司中标石盘 (四海) 食品医药产业园工业供水厂及污水处理厂 PPP 项目，总投资约 2.48 亿；3. 简阳项目利用了海外收购获得的环保技术及装备，充分体现了海外收购的协同效应；4. 四川地区乡镇污水处理率不足 20%，且有 183 个县级行政单位，公司作为区域环保龙头，深耕四川乡镇污水市场。

✧ **油田环保市场爆发，公司依托技术优势打造市场领先地位。** 1. 国内每年预计新产生钻井废弃泥浆约 400 多万方，压裂废水约 1000 万方，含油污泥约 600 多万方，随着环保标准趋严，油田环保市场广阔；2. 公司与大庆、辽河、克拉玛依、长庆等地油田和西南石油大学、东北石油大学、哈工大等科研院校深度合作，利用自身技术和优秀的团队推进油田环保业务快速发展；3. 子公司天圣华翔收购大庆海啸和西石大油服的重大设备及存货、知识产权，总价分别为

作者

署名：徐闯

S0960516040001

021-62178410

xuchuang@china-invs.cn

署名：罗文

S0960516120001

0755-82026951

luowen@china-invs.cn

参与人：宣宜昊

S0960116050026

0755-88323234

xuanyihao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价：24.75

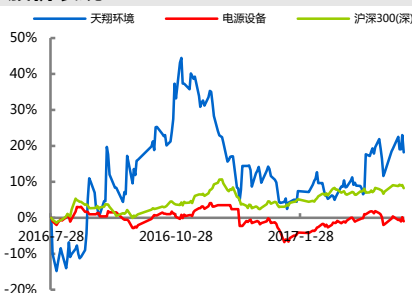
当前股价：19.65

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	435
流通股本(百万股)	216
总市值(亿元)	86
流通市值(亿元)	42
成交量(百万股)	7.35
成交额(百万元)	146.27

股价表现



相关报告

《天翔环境-签订循环产业园框架协议，异地扩展开启》2017-3-17

3224、982 万元，提升公司在油田环保领域的技术和能力。

✧ **股权激励+大股东增持表明公司发展信心。**1.公司 2016 年 10 月推出股权激励计划，目标 2016-2018 年净利润不低于 1.25、3.1、4.8 亿，激励对象 189 人，绑定员工与公司利益；2. 公司 2016 年净利润 1.26 亿，达到股权激励预期目标；3.大股东通过信托计划累计增持 547.63 万股，均价 23.62 元/股，目前股价倒挂，提供充足的安全边际。

✧ **维持强烈推荐评级。**我们预测公司 17-18 年归母净利润分别为 3.11、4.79 亿，EPS 为 0.55、0.85 元，对应 PE35、23 倍，强烈推荐评级。

✧ **风险提示：**项目进度不达预期，海外并购进度不达预期，汇率风险。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1074	2220	3278	4391
收入同比(%)	117%	107%	48%	34%
归属母公司净利润	127	311	479	626
净利润同比(%)	167%	146%	54%	31%
毛利率(%)	38.5%	38.8%	38.8%	38.9%
ROE(%)	7.3%	8.0%	11.3%	13.2%
每股收益(元)	0.23	0.55	0.85	1.11
P/E	87.11	35.48	23.01	17.62
P/B	6.34	2.85	2.59	2.33
EV/EBITDA	31	17	11	8

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2891	5570	8133	10125
现金	1301	1110	1311	878
应收账款	945	1549	2380	3254
其它应收款	74	190	273	360
预付账款	143	413	634	820
存货	397	2200	3392	4639
其他	30	108	143	174
非流动资产	1348	1232	1244	1262
长期投资	61	62	62	62
固定资产	515	552	559	551
无形资产	193	215	247	285
其他	578	403	376	363
资产总计	4238	6803	9377	11386
流动负债	1573	2137	4157	5464
短期借款	765	750	2297	3122
应付账款	195	665	996	1304
其他	613	722	865	1039
非流动负债	880	691	799	934
长期借款	558	646	758	896
其他	322	45	42	38
负债合计	2453	2829	4956	6398
少数股东权益	47	100	166	253
股本	435	561	561	561
资本公积	1201	2690	2690	2690
留存收益	294	623	1003	1484
归属母公司股东权益	1738	3874	4254	4735
负债和股东权益	4238	6803	9377	11386

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	35	-1742	-1170	-952
净利润	133	364	546	713
折旧摊销	56	27	25	26
财务费用	79	70	135	238
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-224	-2295	-1924	-1989
其它	-8	93	50	61
投资活动现金流	-607	39	-34	-42
资本支出	57	0	0	0
长期投资	-553	-30	0	0
其他	-1103	9	-34	-42
筹资活动现金流	427	1512	1405	561
短期借款	326	-15	1547	825
长期借款	28	88	112	138
普通股增加	295	126	0	0
资本公积增加	-74	1489	0	0
其他	-149	-176	-253	-402
现金净增加额	-144	-191	201	-433

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1074	2220	3278	4391
营业成本	660	1359	2005	2685
营业税金及附加	16	34	46	61
营业费用	34	91	131	183
管理费用	109	224	295	351
财务费用	79	70	135	238
资产减值损失	24	8	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	152	436	659	864
营业外收入	12	5	5	6
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	163	441	663	869
所得税	30	77	118	156
净利润	133	364	546	713
少数股东损益	7	53	66	87
归属母公司净利润	127	311	479	626
EBITDA	287	533	818	1128
EPS (元)	0.29	0.55	0.85	1.11

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	117.5%	106.7%	47.7%	34.0%
营业利润	144.7%	186.9%	51.0%	31.1%
归属于母公司净利润	167.1%	145.6%	54.2%	30.6%
获利能力				
毛利率	38.5%	38.8%	38.8%	38.9%
净利率	11.8%	14.0%	14.6%	14.3%
ROE	7.3%	8.0%	11.3%	13.2%
ROIC	8.9%	9.7%	10.5%	11.1%
偿债能力				
资产负债率	57.9%	41.6%	52.9%	56.2%
净负债比率	62.30%	52.89%	63.24%	63.74%
流动比率	1.84	2.61	1.96	1.85
速动比率	1.58	1.58	1.14	1.00
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.40	0.41	0.42
应收账款周转率	2	2	2	1
应付账款周转率	3.92	3.16	2.41	2.34
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.55	0.85	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	-3.10	-2.08	-1.70
每股净资产(最新摊薄)	3.10	6.90	7.58	8.44
估值比率				
P/E	87.11	35.48	23.01	17.62
P/B	6.34	2.85	2.59	2.33
EV/EBITDA	31	17	11	8

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐闯,中国中投证券研究总部环保与公用事业高级分析师,中南财经政法大学投资学硕士,拥有工科、财务、投资复合背景,专注于电力、天然气、节能环保等行业研究。

罗文,中国中投证券研究总部环保与公用事业行业分析师,中山大学岭南学院金融学士,香港中文大学工商管理学院金融硕士
宣宜昊,环保与公共事业分析师,北京大学元培学院物理学学士,斯坦福大学工程学院环境工程硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434