

天翔环境 (300362) 研究报告

业绩符合预期，2017 从外延到融合

买入（维持）

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,074	2,981	4,785	7,328
同比(+/-%)	117.5%	177.5%	60.5%	53.1%
净利润(百万元)	127	358	526	733
同比(+/-%)	167.1%	183.0%	46.7%	39.5%
毛利率(%)	38.5%	37.5%	37.5%	37.5%
净资产收益率(%)	7.3%	17.8%	20.4%	23.3%
每股收益(元)	0.29	0.61	0.90	1.26
PE	67.58	32.00	21.81	15.64
PB	4.92	5.68	4.45	3.65

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

事件:

公司发布 2016 年年报, 实现营收 10.74 亿, 同比增长 117.47%; 归母净利润为 1.27 亿, 同比增长 167.08%。

投资要点:

■ **业绩增长符合预期, 环保战略转型初显成效:** 2016 年公司实现收入 10.74 亿, 同比增长 117.47%; 归母净利润为 1.27 亿, 同比增长 167.08%, 基本符合市场预期。分业务来看:

1) 环保技术装备, 在收购 CNP 和圣骑士之后, 公司已获得旁氏热水解技术和 Airprex 产品, 2016 年先后中标 400 万 THK 浓缩机订单和 700 万设备订单, 标志着公司在污泥除磷技术方面取得了实质性的突破; 同时公司通过与嘉博文合作, 获取餐厨有机废弃物处置装置合同 1.56 亿元, 报告期内贡献收入 1.11 亿元。

2) 油田环保, 公司完成在大庆、辽河、华北、大港、新疆等地的油田含油污泥等处理业务布局, 并与长庆、大庆、克拉玛依、辽河油田等建立了良好的合作关系。

3) 环保 PPP, 公司于 2016 年 8 月 9 日中标四川省最大规模的 7.8 亿“简阳市 38 个乡镇污水处理设施打捆实施 PPP 项目”, 12 月 10 日预中标 2.48 亿简阳石盘(四海)食品医药产业园工业供水厂及污水处理厂 PPP 项目, 至此已拿到 10.3 亿的项目订单, 未来有望形成公司新的利润增长点。

4) 环保监测, 公司以环境监测业务为基础, 积极参与油田环保、水务环保、智慧环保等环保项目以及园区环境监测、VOCs 治理与监测项目, 2016 年实现收入 0.11 亿元。公司旗下四大环保板块业务的形成, 标志着公司环保战略转型初

2017 年 4 月 18 日

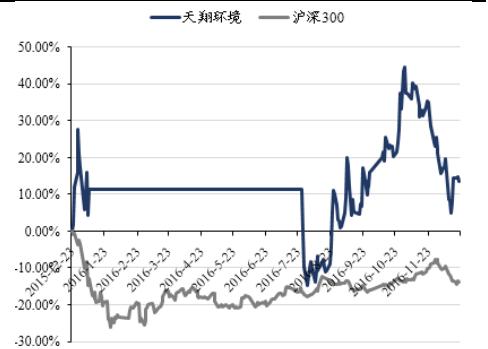
首席证券分析师袁理

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)	19.65
一年最低价/最高价	14.33/25.68
市净率	4.92
流通 A 股市值(百万元)	5915

基础数据

每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	57.9
总股本(百万股)	435
流通 A 股(百万股)	301

相关研究

- 环保、国际化战略清晰, 固废污泥领域大力扩张
2016 年 12 月 27 日
- 业绩快报超预告上限, 油田环保和 PPP 成为新看点
2017 年 2 月 28 日
- 参股轨交业务, 深耕西南区域市场
2017 年 3 月 9 日
- 资产交割如期完成, 打造环境综合处置服务平台可期
2017 年 3 月 27 日

显成效，未来打造环境综合治理平台可期。

- **经营性现金流近 5 年来首次转正，研发费用创近 3 年来新高：**毛利率方面，受到公司业务规模扩大、PPP 项目增加、水电设备毛利率下降明显等多因素影响，公司毛利率为 38.50%，同比下降 5.7 个百分点。现金流方面，2016 年公司经营性现金流净额为 0.35 亿元，是近 5 年来现金流净额首次转正，相比营收规模，公司现金流净额规模较小的原因主要是：1) 宏观经济下行，部分下游客户项目受行业发展或具体施工进度的影响存在延期收货和付款的情况，使得公司销售回款较慢；2) 下游客户采用票据等结算方式增多，使得收回现金的金额较低；3) 公司为在手订单储备材料等要支付大量采购款，同时较为固定的人工成本、税费成本等也使得资金大量支出。研发投入方面，公司研发人数为 183 人，占比总人数为 20.91%；研发费用为 0.25 亿，占比营收为 2.32%，两项指标均为近三年内新高，体现公司重视研发、技术优先的发展战略。
- **2017 从外延到融合，业务布局+区域战略规划清晰：**我们梳理公司自上市以来一系列外延并购行为：
 - 1) 收购 CNP 获得欧洲先进的 Airprex 污泥除磷和污泥厌氧消化技术，开拓了污泥处置领域的新业务；
 - 2) 收购圣骑士获得污水污泥处置设备生产集成及河道湖泊的环保清淤等水环境综合治能力；
 - 3) 拟收购欧盛腾切入工业过滤与分离、水处理设备与系统解决方案业务领域；
 - 4) 体外收购欧绿宝切入固废处置业务领域。

一系列外延并购完成后，公司在手国外多项环境治理方面的先进技术，并在此基础上，自主改进+研发出多种衍生环保技术。**2016 年简阳乡镇水处理 PPP 项目的落地和油田环保业务的快速发展，将成为公司发展历程中的标志性事件**，因为简阳项目和油泥业务均不是单一环保技术可以应对的，而是需要协同多项污泥、污水、固废处置技术综合使用，**这意味着公司通过收购获得多项海外技术以后，已经通过本土化将各项技术实现改进融合，并将之有效实施于国内市场。**

- 1) 简阳项目：用到 Airprex 污泥除磷、污泥厌氧消化、污水污泥分离浓缩、欧盛腾真空收集等多种水环境治理技术；
- 2) 油田环保：用到污水污泥分离浓缩、含油污泥的热水洗、含油固废干化+氧化+热解、压裂返排液的处理回用、地层采出水的脱盐外排、水井、取水等多种环境治理技术。

在这种形势下，我们分析认为，**公司多次海外布局进入收获期，“技术+市场”双协同！**未来有望沿两条主线深入贯彻公司战略规划：**1) 业务布局上，通过将海外先进技术改进融合，实现短期看 PPP 和油田环保、中期看流域治理和区域环境综合整治、长期看欧绿宝国内外产业园综合治理的清晰发展路径；2) 区域发展上，利用国外先进技术拓展国内市场，技术优势确保公司在治理效果上一骑绝尘，同时通过整合圣骑士、欧盛腾、欧绿宝的原有海外业务、资源进一步扩大海外市场份额，提前布局一带一路，先发+渠道优势尽显。**

- **股权激励+大股东增持，彰显发展信心：**1) 继公司 2015 年 8 月公司推出股权激励草案，2016 年 9 月 1 日完成授予后，公司 10 月份再次推出股权激励计划，提出业绩目标 2016 年至 2018 年净利润不低于 1.25、3.1 和 4.8 亿，相较于 2015 年净利润增速分别为 166%、560% 和 921%。而且本次股权激励计划覆盖范围主要为公司中级管理层和骨干员工，绑定管理层利益，并且我们认为未来业绩有望超股权激励业绩考核目标。2) 2016 年 11 月 24 日公司实际控制人邓亲华及其一致行动人邓翔通过信托计划合计增持 547.63 万股，均价 23.76 元/股，显示大股东对于公司未来发展前景的信心以及公司价值的认可，增强投资者信心。
- **盈利预测与估值：**假设增发于 2017 年年内完成，1) 简阳项目进展顺利、示范效应显著，若获得业主方认可则更多 PPP 项目落地可期；2) 油田环保行业需求释放加速，有望超预期，因此上调公司盈利预测，预计公司 2017-2019 年 EPS0.61、0.90、1.26 元，对应 PE32、22、16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**收购进度低于预期；收购整合风险。

图表 1 天翔环境业绩预测

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2890.8	5687.5	8573.4	13540.4	营业收入	1073.9	2980.5	4785.1	7328.0
现金	1301.0	3192.1	4740.6	7673.3	营业成本	660.5	1862.8	2990.7	4580.0
应收款项	1031.8	783.9	1088.1	1666.4	营业税金及附加	16.2	59.0	94.7	145.1
存货	397.5	1121.0	1799.8	2756.2	营业费用	34.5	99.3	166.5	284.3
其他	160.5	590.5	944.9	1444.4	管理费用	108.7	348.7	619.2	978.3
非流动资产	1347.6	1391.6	1376.0	1298.7	财务费用	79.3	126.8	192.0	307.1
长期股权投资	61.2	61.2	61.2	61.2	投资净收益	1.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	627.7	678.1	668.7	597.5	其他	-23.7	-41.4	-72.5	-126.8
无形资产	193.2	186.8	180.5	174.5	营业利润	152.1	442.5	649.5	906.4
其他	465.5	465.5	465.5	465.5	营业外净收支	11.1	1.0	1.0	1.0
资产总计	4238.4	7079.1	9949.4	14839.0	利润总额	163.2	443.5	650.5	907.4
流动负债	1573.0	3732.2	6041.5	10355.1	所得税费用	30.0	81.6	119.6	166.9
短期借款	970.1	2200.0	3400.0	6400.0	少数股东损益	6.6	3.7	5.2	7.4
应付账款	230.0	515.5	934.5	1349.2	归属母公司净利润	126.6	358.3	525.7	733.1
其他	372.9	1016.7	1707.0	2605.9	EBIT	254.0	610.7	914.0	1340.3
非流动负债	880.0	1280.0	1280.0	1280.0	EBITDA	309.2	675.9	987.8	1421.8
长期借款	558.0	958.0	958.0	958.0					
其他	322.0	322.0	322.0	322.0					
负债总计	2453.0	5012.2	7321.5	11635.1					
少数股东权益	47.2	50.0	54.1	59.8					
归属母公司股东权益	1738.2	2016.9	2573.8	3144.1					
负债和股东权益总计	4238.4	7079.1	9949.4	14839.0					
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	35.4	471.7	447.9	226.5					
投资活动现金流	-607.3	-130.9	-130.7	-131.0					
筹资活动现金流	426.6	1550.3	1231.2	2837.2					
现金净增加额	-143.6	1891.2	1548.5	2932.7					
企业自由现金流	-455.0	440.6	460.9	323.7					
重要财务与估值指标									
					2016	2017E	2018E	2019E	
					每股收益(元)	0.29	0.61	0.90	1.26
					每股净资产(元)	3.99	3.46	4.41	5.39
					发行在外股份(百万股)	435.4	583.4	583.4	583.4
					ROIC(%)	6.6%	14.6%	21.5%	28.0%
					ROE(%)	7.3%	17.8%	20.4%	23.3%
					毛利率(%)	38.5%	37.5%	37.5%	37.5%
					EBIT Margin(%)	23.7%	20.5%	19.1%	18.3%
					销售净利率(%)	11.8%	12.0%	11.0%	10.0%
					资产负债率(%)	57.9%	70.8%	73.6%	78.4%
					收入增长率(%)	117.5%	177.5%	60.5%	53.1%
					净利润增长率(%)	167.1%	183.0%	46.7%	39.5%

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>