

# 天翔环境 (300362.SZ)

## 16 年业绩大增 167%，环保综合平台起航

### ● 16 年利润大幅增长 167%，新增多个利润增长点

公司 2016 年实现收入 10.74 亿元，同比增长 117.47%；归母净利润 1.27 亿元，同比增长 167.08%。公司业绩增长主要原因一方面是公司拓展的油田环保、餐厨设备、PPP 等带来的业绩增长点，另一方面是圣骑士业绩增长（16 年 0.43 亿元同比增长 41%）及其全年并表（15 年 8 月底并表）。

### ● 环保业务增长 343%，占比提升至 87%

2016 年公司环保业务收入 9.33 亿元，同比大幅增长 343%，占比从 15 年的 43% 提升到 87%，毛利率下滑 7.84 个百分点；水电设备实现收入 0.33 亿元，同比减少 70%。16 年节能工程收入为 0，15 年为 0.98 亿元。

### ● 在手订单丰富，环保综合平台战略进入收获期

公司经过近几年的资本运作和布局，现已打造成为水处理（PPP、乡镇污水等）+大固废（污泥处置、油田环保、餐厨垃圾、再生资源）+监测领域综合型环保平台布局，且多个领域开始贡献利润增长点。水处理方面，公司先后中标简阳市 7.8 亿元乡镇污水 PPP 和 2.5 亿元工业园区供水污水项目；油田环保方面，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；餐厨方面，公司新签设备合同 1.56 亿元；监测方面公司实现收入 1146 万元。2016 年新签订单 14 亿元，截至 16 年末尚未执行合同金额 4.5 亿元，公司平台战略布局进入收获期。

### ● 环保综合平台起航，关注员工持股计划

预计不考虑增发，公司 17-19 年对应 EPS 分别为 0.51/0.65/0.84 元。管理层执行力强，2 年内筹划 3 次较大的海外并购；此次增发大股东拟参与认购 3.5 亿元彰显信心，“中植系”拟认购 8.2 亿元；16 年推出第二期股权激励，业绩考核目标 16-18 年净利润分别不低于 1.25/3.1/4.8 亿元。公司推出员工持股计划，规模上限 3920 万元（其中优先次级 1:1）。管理层执行力强、有激励、国内外资本运作经验丰富，环保综合平台起航，给予“买入”评级。

**风险提示：**增发进程低于预期；PPP 项目推进不及预期；

### 盈利预测：

|             | 2015A  | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）   | 493.79 | 1,073.87 | 1,493.76 | 1,834.38 | 2,373.93 |
| 增长率(%)      | 23.66% | 117.47%  | 39.10%   | 22.80%   | 29.41%   |
| EBITDA(百万元) | 167.02 | 310.19   | 440.19   | 563.39   | 750.72   |
| 净利润(百万元)    | 47.40  | 126.59   | 222.58   | 282.44   | 366.15   |
| 增长率(%)      | 42.46% | 167.08%  | 75.82%   | 26.89%   | 29.64%   |
| EPS（元/股）    | 0.338  | 0.291    | 0.511    | 0.649    | 0.841    |
| 市盈率（P/E）    | 179.91 | 65.97    | 38.44    | 30.29    | 23.37    |
| 市净率（P/B）    | 5.25   | 4.80     | 4.36     | 3.81     | 3.28     |
| EV/EBITDA   | 49.62  | 28.30    | 21.81    | 17.59    | 13.83    |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

19.55 元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-04-21

### 相对市场表现



分析师：郭 鹏 S0260514030003



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师：陈子坤 S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师：沈 涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

### 相关研究：

天翔环境（300362.SZ）：业绩增长 164%，综合环保平台进入收获期 2016-10-31

天翔环境（300362.SZ）：再推股权激励，大幅提升业绩目标 2016-10-10

天翔环境（300362.SZ）：17 亿元并购海外环保资产，打造综合环保平台 2016-07-12

联系人：邱长伟 02160750631

qiuchangwei@gf.com.cn

**资产负债表**

单位：百万元

| 至12月31日        | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2659  | 2891  | 2566  | 2644  | 3673  |
| 货币资金           | 1438  | 1301  | 658   | 297   | 624   |
| 应收及预付          | 543   | 1175  | 1131  | 1400  | 1841  |
| 存货             | 673   | 397   | 761   | 932   | 1193  |
| 其他流动资产         | 4     | 17    | 15    | 15    | 15    |
| <b>非流动资产</b>   | 1188  | 1348  | 1947  | 2373  | 2753  |
| 长期股权投资         | 62    | 61    | 61    | 61    | 61    |
| 固定资产           | 508   | 515   | 955   | 1354  | 1709  |
| 在建工程           | 100   | 113   | 123   | 133   | 140   |
| 无形资产           | 470   | 550   | 776   | 794   | 810   |
| 其他长期资产         | 49    | 109   | 31    | 32    | 33    |
| <b>资产总计</b>    | 3848  | 4238  | 4512  | 5017  | 6426  |
| <b>流动负债</b>    | 1513  | 1573  | 1479  | 1693  | 2724  |
| 短期借款           | 439   | 765   | 647   | 592   | 1397  |
| 应付及预收          | 767   | 582   | 732   | 1001  | 1228  |
| 其他流动负债         | 307   | 226   | 100   | 100   | 100   |
| <b>非流动负债</b>   | 673   | 880   | 1018  | 1018  | 1018  |
| 长期借款           | 530   | 558   | 558   | 558   | 558   |
| 应付债券           | 0     | 200   | 400   | 400   | 400   |
| 其他非流动负债        | 142   | 122   | 60    | 60    | 60    |
| <b>负债合计</b>    | 2186  | 2453  | 2497  | 2711  | 3742  |
| 股本             | 140   | 435   | 435   | 435   | 435   |
| 资本公积           | 1274  | 1201  | 1201  | 1201  | 1201  |
| 留存收益           | 209   | 294   | 517   | 799   | 1165  |
| 归属母公司股东权益      | 1624  | 1738  | 1961  | 2243  | 2609  |
| 少数股东权益         | 36    | 47    | 54    | 63    | 74    |
| <b>负债和股东权益</b> | 3846  | 4238  | 4512  | 5017  | 6426  |

**利润表**

单位：百万元

| 至12月31日         | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 494   | 1074  | 1494  | 1834  | 2374  |
| 营业成本            | 276   | 660   | 926   | 1134  | 1452  |
| 营业税金及附加         | 4     | 16    | 12    | 20    | 27    |
| 销售费用            | 28    | 34    | 48    | 59    | 76    |
| 管理费用            | 59    | 109   | 149   | 183   | 237   |
| 财务费用            | 61    | 79    | 82    | 90    | 122   |
| 资产减值损失          | 6     | 24    | 8     | 7     | 12    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 3     | 1     | 2     | 1     | 2     |
| <b>营业利润</b>     | 62    | 152   | 270   | 343   | 450   |
| 营业外收入           | 4     | 12    | 10    | 10    | 10    |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 66    | 163   | 280   | 353   | 460   |
| 所得税             | 12    | 30    | 50    | 61    | 82    |
| <b>净利润</b>      | 54    | 133   | 229   | 291   | 377   |
| 少数股东损益          | 7     | 7     | 7     | 9     | 11    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 47    | 127   | 223   | 282   | 366   |
| EBITDA          | 167   | 310   | 440   | 563   | 751   |
| EPS（元）          | 0.34  | 0.29  | 0.51  | 0.65  | 0.84  |

**现金流量表**

单位：百万元

|                | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -28   | 35    | 179   | 329   | 184   |
| 净利润            | 54    | 133   | 229   | 291   | 377   |
| 折旧摊销           | 40    | 56    | 82    | 124   | 169   |
| 营运资金变动         | -190  | -215  | -197  | -178  | -488  |
| 其它             | 68    | 61    | 64    | 91    | 126   |
| <b>投资活动现金流</b> | -111  | -607  | -698  | -540  | -537  |
| 资本支出           | -58   | -57   | -699  | -541  | -538  |
| 投资变动           | -63   | -551  | 2     | 0     | 1     |
| 其他             | 10    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1182  | 428   | -124  | -150  | 680   |
| 银行借款           | 751   | 1330  | -118  | -55   | 805   |
| 债券融资           | -355  | -787  | 90    | 0     | 0     |
| 股权融资           | 970   | 215   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -184  | -330  | -96   | -95   | -125  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1043  | -144  | -643  | -361  | 327   |
| <b>期初现金余额</b>  | 68    | 1438  | 1301  | 658   | 297   |
| <b>期末现金余额</b>  | 1111  | 1295  | 658   | 297   | 624   |

**主要财务比率**

| 至12月31日        | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长         | 23.7  | 117.5 | 39.1  | 22.8  | 29.4  |
| 营业利润增长         | 61.6  | 144.7 | 77.7  | 26.9  | 31.3  |
| 归属母公司净利润增长     | 42.5  | 167.1 | 75.8  | 26.9  | 29.6  |
| <b>获利能力(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 44.2  | 38.5  | 38.0  | 38.2  | 38.8  |
| 净利率            | 10.9  | 12.4  | 15.4  | 15.9  | 15.9  |
| ROE            | 2.9   | 7.3   | 11.4  | 12.6  | 14.0  |
| ROIC           | 7.5   | 9.5   | 9.9   | 10.2  | 10.8  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 56.8  | 57.9  | 55.3  | 54.0  | 58.2  |
| 净负债比率          | -0.1  | 0.2   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 流动比率           | 1.76  | 1.84  | 1.73  | 1.56  | 1.35  |
| 速动比率           | 1.24  | 1.49  | 1.09  | 0.88  | 0.80  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.18  | 0.27  | 0.34  | 0.38  | 0.41  |
| 应收账款周转率        | 1.73  | 1.63  | 1.83  | 1.79  | 1.74  |
| 存货周转率          | 0.44  | 1.23  | 1.22  | 1.22  | 1.22  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.34  | 0.29  | 0.51  | 0.65  | 0.84  |
| 每股经营现金流        | -0.20 | 0.08  | 0.41  | 0.76  | 0.42  |
| 每股净资产          | 11.56 | 3.99  | 4.50  | 5.15  | 5.99  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 179.9 | 66.0  | 38.4  | 30.3  | 23.4  |
| P/B            | 5.3   | 4.8   | 4.4   | 3.8   | 3.3   |
| EV/EBITDA      | 49.6  | 28.3  | 21.8  | 17.6  | 13.8  |

## 广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015 年、2016 年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 陈子坤：首席分析师，金融学硕士，4 年中国再生金属分会工作经历，2015 年、2016 年新财富环保行业第一名。再生资源等领域研究经验丰富。
- 邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡 屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6 年中国有色研究设计总院工作经历，2 年行业研究经验，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3 年国家开发银行工作经历，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                         | 深圳市                        | 北京市                     | 上海市                      |
|------|-----------------------------|----------------------------|-------------------------|--------------------------|
| 地址   | 广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401 | 深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼 | 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼 |
| 邮政编码 | 510620                      | 518000                     | 100045                  | 200120                   |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                            |                         |                          |
| 服务热线 |                             |                            |                         |                          |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。