

天翔环境(300362)研究报告

81亿项目合作协议落地，打造环境综合处置服务平台可期**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	60.14	28.59	19.38	13.84
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：

公司公告，1) 中标甘肃污泥无害化处理 EPC 项目，项目金额为 0.72 亿；2) 和欧绿保与德阳市政府签署《项目合作协议》，共同打造中德资源循环利用产业园，项目总投资约 81 亿。

投资要点：

■ **污泥零能耗项目甘肃落地，国内推广速度有望加快：**公司自 2014 年至今，先后收购 CNP、圣骑士、欧胜腾（欧胜腾收购事项处于推进中），经历了一系列的外延并购后，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。此次甘肃污泥无害化项目用的即是圣骑士和欧胜腾公司污泥高级厌氧消化+热电联产“零能耗”工艺方案，项目落地一方面说明公司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，另一方面项目示范效应显现后有利于公司将技术工艺加速在全国范围内推广。

■ **签订 81 亿产业园项目合作协议，打造环境综合处置服务平台可期：**1) 收购欧绿保切入电子废弃物和汽车拆解业务领域。2016 年 10 月，公司公告，实际控制人拟通过德国 SPV 购买欧绿保国际两大业务板块对应的资产 60% 股权，作价超过 3 亿欧元。欧绿保是世界领先的资源再生与环境服务以及原材料提供者，业务范围主要包括资源再生板块的电子废弃物、废旧汽车拆解和环境服务板块的汽车废旧零部件回收综合利用。目前，欧绿保位于香港的电子废弃物处置中心已经建设完成（新华网：http://news.xinhuanet.com/gangao/2017-01/14/c_129446197.htm），同时在国内追踪洽谈数个资源循环利用项目，此次合作框架协议签署，标志着欧绿保进军国内市场战略有序推进。

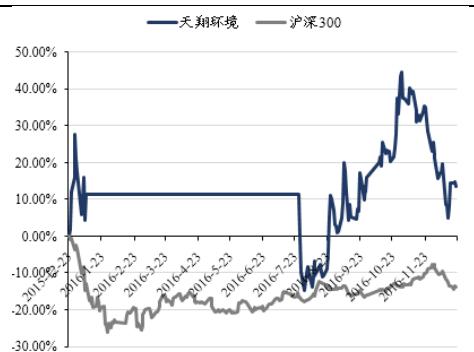
2017 年 5 月 16 日

证券分析师：袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

研究助理：刘博liub@dwzq.com.cn**研究助理：程似骐**chengsq@dwzq.com.cn**股价走势****市场数据**

收盘价(元)	17.44
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)	5250

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

1. 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
2. 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
3. 参股轨交业务，深耕西南区域市场
2017 年 3 月 9 日
4. 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
5. 业绩符合预期，2017 从外延到融合
2017 年 4 月 18 日

进。2)与德阳市政府是二度合作，驾轻就熟。早在 2016 年 12 月初，公司就与德阳市人民政府签订了《德阳市水务项目合作协议》，就投资入股德阳水务并展开技术合作项目等相关事宜达成战略合作关系，此次再度合作意味着公司能力获得德阳市政府充分认可。3)在手资源循环利用产业园合作协议 124 亿，打造环境综合处置服务平台可期。根据公告内容，该产业园项目包括基础设施配套、智能环卫系统、餐厨垃圾、畜禽粪便、废旧汽车拆解、油田环保、危废医废等多个固废处置业务板块，合计投资金额为 81 亿，结合此前公司签订的 43 亿营口资源循环利用产业园合作协议，打造环境综合处置服务平台值得期待。

- **多次中标 PPP 项目，打造区域乡镇污水处理龙头：**1) 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，约占公司 2015 年度营收的 208.59%，给公司未来业绩带来积极影响。2) 两个项目利用了欧盛腾的水务环保技术和装备，充分体现了与并购公司的协同效应。3) 公司地处四川省有 183 个县级单位，目前污水处理率不足 20%，仍有较大市场等待开拓。未来公司有望凭借简阳项目的示范效应加速乡镇污水处理推广，打造区域龙头企业。
- **进军石油环保市场，发展潜力巨大：**中国每年新开采油钻井以及跑冒滴漏产生的废泥浆在 1000 万方以上，处理市场空间巨大。公司立足于长庆、大庆、克拉玛依、辽河油田等既有合作伙伴，未来仍将不断推进含油污泥、压裂返排液等处理技术平台整合。2017 年 1 月，公司全资子公司天盛华翔分别以 3224 万元、982 万元受让大庆海啸和西石大油服知识产权，进一步提升和强化其在油田环保领域的市场地位。我们分析认为，公司将充分利用平台的人才储备和资源打造优秀的技术团队和销售团队，通过战略转型全面提升公司的盈利能力和竞争能力。
- **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：**预计公司 2017-2019 年 EPS0.61、0.90、1.26 元，对应 PE29、19、14 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					

备注：模型已考虑定增完成

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>