

天翔环境（300362）研究报告

股权激励计划发布，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	60.00	28.52	19.33	13.81
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：

1) 公司发布 2017 年股票期权与限制性股票激励计划（草案），向合计 257 名激励对象授予 1877.50 万份权益（其中首次授予 1502 万份）。2) 与青岛华世洁合资成立天翔华世洁，共同拓展 VOCs 污染治理领域市场，公司持股比例为 60%。3) 全资子公司葛博投资与德阳市建投集团子公司杰阳投资、欧绿保成立合资公司，组织实施德阳市中德资源循环利用产业园项目，合资公司注册资本为 6 亿，公司持股比例为 40%。

投资要点：

■ **每年一期股权激励+大股东增持，彰显发展信心：**1) 2015 年 9 月，公司推出首期股权激励计划，对 13 名激励对象授予限制性股票 430 万股（2017 年 6 月 7 日解锁 421 万股）；2) 2016 年 10 月，公司再次推出股权激励计划，对 189 名激励对象授予股票期权和限制性股票合计 1640 万股，并提出解锁业绩目标为 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%。3) 2017 年 6 月，公司发布第三期股票期权与限制性股票激励计划，对 257 名激励对象授予股票期权和限制性股票合计 1877.5 万份（其中首次授予 1502 万份），并提出解锁业绩目标为 2017、2018 年净利润分别不低于 3.1、4.8 亿，与前次股权激励计划业绩解锁目标保持一致。4) 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。我们认为，2015 年至今，公司每年一期股权激励（或限制性股票期权），将核心管理层利益与公司自身发展充分绑定，同时结合实际控制人选择在股价高点增持，充分彰显公司管理层对于公司未来发展前景的信心以及公司价值的认可。

2017 年 6 月 5 日

证券分析师：袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

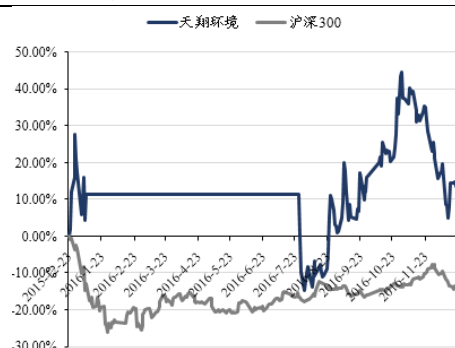
研究助理：刘博

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)	17.40
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)	5238

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. 业绩快报超预期上限，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
6. 81 亿项目合作协议落地，打造环境综合处置服务平台可期
2017 年 5 月 16 日

■ **四川省 VOCs 治理需求迫切+合作方技术实力雄厚，VOCs 治理项目加速落地可期：**

1) 四川省 VOCs 治理需求迫切：根据四川省环保厅于 2017 年年初印发的《2017 年四川省环境污染防治“三大战役”工作要点》，VOCs 综合治理将是 2017 年四川省环保工作的重点任务，具体包括“完成 VOCs 污染源详查，建立 VOCs 排放源清单，加快石化、汽车、涂装、家具等重点行业和园区 VOCs 治理，列出 100 家 VOCs 污染源集中整治”等。而根据公司公告内容，为了加快 VOCs 污染防治，四川省环保厅要求省内的 100 家有机物重点企业必须限时完成 VOCs 污染治理解决改造工作，预计未来一段时期内四川省的 VOCs 治理市场将迎来快速增长阶段。

2) 合作方技术实力雄厚：根据青岛华世洁官网介绍，该公司成立于 2004 年 9 月，拥有面积 2500 平方米的独立研发实验室，千余人的研发、设计、制作、施工专业队伍，60 余项已授权专利，600 多个工业有机废气处理工程案例，是集科研、设计、制造、销售服务于一体的工业废气治理的国家高新技术企业。该公司是国内较早从事并拥有自主知识产权的 VOCs 治理的专业厂家，掌握多项世界先进水平的核心技术和产品工艺，生产的产品广泛应用于汽车涂装、石油化工、包装印刷、医药制造、涂布涂料等 VOCs 治理行业，目前已发展成为国内、外知名的 VOCs 治理核心材料及环保设备供应商。四川省 VOCs 治理需求迫切+合作方技术实力雄厚，预计公司凭借技术和地域优势斩获 VOCs 治理项目是大概率事件。

■ **成立德阳循环产业园项目公司，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标的资产 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。

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框架协议合计 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框架协议，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。

- **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	重要财务与估值指				
其他	322.0	322.0	322.0	322.0	标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2453.0	5012.2	7321.5	11635.1	每股收益(元)	0.29	0.61	0.90	1.26
少数股东权益	47.2	50.0	54.1	59.8	每股净资产(元)	3.99	3.46	4.41	5.39
归属母公司股东权益	1738.2	2016.9	2573.8	3144.1	发行在外股份(百				
负债和股东权益总计	4238.4	7079.1	9949.4	14839.0	万股)	435.4	583.4	583.4	583.4
现金流量表 (百万元)					ROIC(%)	6.6%	14.6%	21.5%	28.0%
经营活动现金流	35.4	471.7	447.9	226.5	ROE(%)	7.3%	17.8%	20.4%	23.3%
投资活动现金流	-607.3	-130.9	-130.7	-131.0	毛利率(%)	38.5%	37.5%	37.5%	37.5%
筹资活动现金流	426.6	1550.3	1231.2	2837.2	EBIT Margin(%)	23.7%	20.5%	19.1%	18.3%
现金净增加额	-143.6	1891.2	1548.5	2932.7	销售净利率(%)	11.8%	12.0%	11.0%	10.0%
企业自由现金流	-455.0	440.6	460.9	323.7	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 (股本变化是因为预计 BWT 收购于 2017 年完成)

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、意见及推测不一致的报告。

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>

