

## 营收稳步增长，资产减值拖累利润增速

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年半年报，上半年实现营业收入 3.38 亿元，同比增长 43.13%，归属于上市公司股东的净利润 3760 万元，同比增长 11.81%，每股收益 0.1 元。
- **业务稳步拓展、四通环境并表等带动营收增长，资产减值损失拖累利润增速。**公司上半年业务稳步拓展、四通环境并表（2016 年并表一个月）等带动营收增长 43.13%至 3.38 亿元，具体来看，水处理成套设备及配套实现营收 1.36 亿元，同比增长 54.98%；实现运营收入 7509 万元，同比增长 20.93%，离心机及配套收入 9934 万元，同比增长 18.61%，营收端增长良好。同时，加大营销投入、借款增加和计提坏账准备增加等拖累上半年利润增速不及营收增速，其中应收账款增加导致计提资产减值损失 1786 万元，同比增加 707 万元，不考虑资产减值增长情况下，公司归母净利润增速将回升至 32.83%。
- **利润水平维持稳定，期间费用管控良好。**上半年公司整体毛利率 41.99%，同比微降 0.5 个百分点，其中水处理成套设备毛利率 46.44%（+4.68pp）；离心机及配套毛利率 35.38%（+3.41pp），两项业务盈利保持良好。运营业务受进水量减少，进水水质较差，药剂、人工成本上升等因素影响毛利率下滑 14.65 个百分点至 39.97%，拖累整体毛利水平。费用率方面，公司上半年期间费用率 23.25%，同比微增 0.13 个百分点。其中销售费用率 9.68%（-0.43pp），管理费用率 12.26%（-1.09pp），财务费用率 1.31%（+1.64pp），费用整体管控良好。
- **黑臭水体治理关键之年，项目放量带动内生增长。**2017 年为黑臭水治理关键年，政策要求年底前直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体。近期环保部通报“水十条”实施进展，数据显示全国地级及以上城市 2100 个黑臭水体中，完成整治工程 927 个，尚存大量治理需求，行业空间有望加速释放，公司现有运营有望从 60 万立方米/日突破至 80 万立方米/日以上。目前，公司在手设备和运营类订单 6.49 亿元，处于施工期的 BOT/PPP 类订单 1.43 亿元，后续增长有保证。
- **股权激励、控股股东增持利益绑定，定增、员工持股构筑安全边际。**上半年公司启动股权激励，根据考核目标 2017-2019 年公司保底业绩测算为 9153 万元、1.2 亿元和 1.5 亿元，利益绑定上下一致。近期公司控股股东通过二级市场增持 2040 万元，均价 9.59 元/股，彰显未来发展信心。目前公司股价与增发价及第 1 期员工持股价（除权后约为 16 元/股）存在倒挂，构筑一定安全边际。
- **盈利预测与投资建议。**根据半年报和股权激励方案下调盈利预测，预计 17-19 年 EPS 为 0.29、0.37 和 0.49 元，对应 PE39x、30x 和 23x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游行业增速放缓风险；市场开拓低于预期风险；并购企业业绩实现或不及承诺。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	488.01	794.90	1064.07	1375.94
增长率	48.08%	62.88%	33.86%	29.31%
归属母公司净利润（百万元）	69.53	107.49	139.66	184.43
增长率	33.24%	54.58%	29.93%	32.06%
每股收益 EPS（元）	0.19	0.29	0.37	0.49
净资产收益率 ROE	4.73%	6.92%	8.35%	10.08%
PE	61	39	30	23
PB	3.03	2.86	2.65	2.41

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：王颖婷  
 执业证号：S1250515090004  
 电话：023-67610701  
 邮箱：wyting@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.75
流通 A 股(亿股)	1.49
52 周内股价区间(元)	9.18-36.39
总市值(亿元)	43.08
总资产(亿元)	23.27
每股净资产(元)	3.77

### 相关研究

1. 环能科技（300425）：拐点已至，新增长可期（2017-04-11）
2. 环能科技（300425）：黑臭河治理专家，2017 年内生高速增长可期（2017-02-09）

### 关键假设：

假设 1：水处理成套设备上半年营收增速 54.98%，煤化工复苏，黑臭水体治理需求旺盛，假设 17-19 年销量保持较好增长势头；

假设 2：离心机业务收入主要为江苏华大贡献，上半年收入增速 18.61%，假设后续增速和毛利率保持稳定；

假设 3：公司目前在手运营项目订单 1.94 亿元，订单增长良好，假设未来订单持续增长，运营服务维持历史较高增速。

假设 4：市政污水领域收入贡献主要为四通环境，四通环境 17-18 年承诺净利润 1625 万元和 1820 万元，目前市政污水在手订单 8575 万元，假设后续业绩兑现，增长良好。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>				
营业收入	488.0	794.9	1064.1	1375.9
yoy	48.1%	62.9%	33.9%	29.3%
营业成本	280.9	455.9	610.4	785.7
毛利率	42.4%	42.6%	42.6%	42.9%
<b>水处理成套设备及配套</b>				
收入	149.13	238.6	334.1	467.7
yoy	-26.4%	60.0%	40.0%	40.0%
成本	79.2	126.5	180.4	252.5
毛利率	46.9%	47.0%	46.0%	46.0%
<b>离心机及配套</b>				
收入	191.6	229.9	264.4	304.0
yoy	338.5%	20.0%	15.0%	15.0%
成本	125.9	149.4	171.8	197.6
毛利率	34.3%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>运营服务</b>				
收入	137.1	219.3	307.0	399.1
yoy	66.2%	60.0%	40.0%	30.0%
成本	72.2	116.2	162.7	211.5
毛利率	47.3%	47.0%	47.0%	47.0%
<b>市政污水投资运营</b>				
收入	5.7	102.1	153.1	199.0
yoy	-	1700.0%	50.0%	30.0%
成本	3.6	63.3	94.9	123.4
毛利率	37.4%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>其他</b>				

	2016A	2017E	2018E	2019E
收入	4.6	5.1	5.6	6.1
yoy	467.9%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	0.0	0.5	0.6	0.6
毛利率	99.1%	90.0%	90.0%	90.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	488.01	794.90	1064.07	1375.94	净利润	70.64	109.19	141.88	187.36
营业成本	280.87	455.89	610.41	785.68	折旧与摊销	35.46	36.57	42.62	50.14
营业税金及附加	7.47	9.47	13.26	9.49	财务费用	-1.28	12.19	15.45	20.40
销售费用	60.27	95.39	127.69	165.11	资产减值损失	9.56	10.00	12.00	14.00
管理费用	69.80	111.29	148.97	192.63	经营营运资本变动	-109.58	-232.67	-60.81	-209.61
财务费用	-1.28	12.19	15.45	20.40	其他	56.77	-10.13	-11.22	-14.37
资产减值损失	9.56	10.00	12.00	14.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>61.56</b>	<b>-74.84</b>	<b>139.91</b>	<b>47.91</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-208.63	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-35.57	-5.00	-5.00	-5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-244.20</b>	<b>-205.00</b>	<b>-205.00</b>	<b>-205.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>61.32</b>	<b>100.67</b>	<b>136.30</b>	<b>188.62</b>	短期借款	100.09	104.43	78.95	186.61
其他非经营损益	18.82	18.90	18.88	18.88	长期借款	76.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>80.14</b>	<b>119.57</b>	<b>155.18</b>	<b>207.49</b>	股权融资	270.17	0.00	0.00	0.00
所得税	9.50	10.38	13.30	20.14	支付股利	-17.66	-13.91	-21.50	-27.93
净利润	70.64	109.19	141.88	187.36	其他	-299.17	18.36	34.55	29.60
少数股东损益	1.10	1.70	2.22	2.93	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>129.53</b>	<b>108.88</b>	<b>92.01</b>	<b>188.28</b>
归属母公司股东净利润	69.53	107.49	139.66	184.43	<b>现金流量净额</b>	<b>-52.94</b>	<b>-170.96</b>	<b>26.92</b>	<b>31.19</b>
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	250.45	79.49	106.41	137.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	479.38	763.03	864.58	1118.82	销售收入增长率	48.08%	62.88%	33.86%	29.31%
存货	225.12	366.36	490.16	631.86	营业利润增长率	29.95%	64.17%	35.39%	38.39%
其他流动资产	2.64	4.30	5.75	7.44	净利润增长率	39.10%	54.58%	29.93%	32.06%
长期股权投资	37.10	37.10	37.10	37.10	EBITDA 增长率	61.24%	56.48%	30.06%	33.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	341.46	519.91	692.32	857.21	毛利率	42.45%	42.65%	42.63%	42.90%
无形资产和开发支出	690.36	676.12	661.88	647.64	三费率	26.39%	27.53%	27.45%	27.48%
其他非流动资产	66.18	70.40	74.61	78.83	净利率	14.47%	13.74%	13.33%	13.62%
<b>资产总计</b>	<b>2092.69</b>	<b>2516.70</b>	<b>2932.82</b>	<b>3516.48</b>	ROE	4.73%	6.92%	8.35%	10.08%
短期借款	110.09	214.52	293.47	480.08	ROA	3.38%	4.34%	4.84%	5.33%
应付和预收款项	265.21	438.72	587.63	754.99	ROIC	4.89%	6.49%	7.40%	8.80%
长期借款	76.10	76.10	76.10	76.10	EBITDA/销售收入	19.57%	18.80%	18.27%	18.83%
其他负债	146.89	208.63	276.50	346.76	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>598.29</b>	<b>937.97</b>	<b>1233.70</b>	<b>1657.93</b>	总资产周转率	0.28	0.34	0.39	0.43
股本	185.61	375.27	375.27	375.27	固定资产周转率	1.83	2.20	2.26	2.26
资本公积	901.90	712.23	712.23	712.23	应收账款周转率	1.49	1.64	1.72	1.88
留存收益	299.00	392.58	510.74	667.24	存货周转率	1.21	1.53	1.42	1.40
归属母公司股东权益	1397.45	1480.09	1598.25	1754.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.39%	—	—	—
少数股东权益	96.95	98.65	100.87	103.79	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1494.40</b>	<b>1578.74</b>	<b>1699.12</b>	<b>1858.54</b>	资产负债率	28.59%	37.27%	42.07%	47.15%
负债和股东权益合计	2092.69	2516.70	2932.82	3516.48	带息债务/总负债	31.12%	30.98%	29.96%	33.55%
					流动比率	2.30	1.72	1.54	1.43
					速动比率	1.76	1.20	1.03	0.95
					股利支付率	25.40%	12.94%	15.39%	15.14%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.29	0.37	0.49
					每股净资产	3.72	3.94	4.26	4.68
					每股经营现金	0.16	-0.20	0.37	0.13
					每股股利	0.05	0.04	0.06	0.07
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	95.50	149.44	194.36	259.15					
PE	60.93	39.42	30.34	22.97					
PB	3.03	2.86	2.65	2.41					
PS	8.68	5.33	3.98	3.08					
EV/EBITDA	20.83	29.39	22.84	17.71					
股息率	0.42%	0.33%	0.51%	0.66%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn