

加大环保业务投入, 二次腾飞的起点

投资要点

- **事件:** 公司产业并购基金增持湖北中油优艺环保科技有限公司股权。
- **增持优质危废资产中油优艺股权, 环保布局再加码。** 1) 产业基金增持中油优艺股权: 公司全资子公司润禾环境参与投资设立的南通润浦环保产业并购基金拟以现金 9080 万元向铭枢宏通、庄德辉以及盛源汉江购买其合计所持中油优艺 7.76% 的股权。本次股权收购完成后, 润浦环保将合计持有中油优艺 28.92% 的股权。2) 中油优艺是目前国内少数已开展跨区域业务布局的危废处置企业之一: 现有危废处置能力为 18.4 万吨/年(焚烧 10.2 万吨/年+综合处置 8.2 万吨/年), 另有 9 万吨/年危废在建规划产能(焚烧 7.5 万吨/年+综合处置 1.5 万吨/年); 同时拥有医废处置能力 2.286 万吨/年, 另有 1.7 万吨/年医废在建规划产能。预计 2019 年上半年中油优艺合计具备危废处置能力达 27 万吨/年, 医废处置能力达 3.69 万吨/年。中油优艺 2018~2020 年业绩承诺 0.9/1.3/1.6 亿元。
- **2016 年 6 月, 公司并购污泥处理专家绿威环保。** 2016 年 6 月, 公司出资 1.8 亿元收购江苏绿威环保科技有限公司 55% 股权, 绿威环保作为一家以城市综合污泥处理处置为核心业务的高科技企业, 在市政污泥处理、工业污泥处理等方面拥有多年的项目建设和管理经验。绿威环保 2016~2018 年预测净利润 2500/3250/4225 万元, 三年累积业绩承诺 9975 万元。
- **在传统主业高端装备板块, 公司大力开展技术创新和产品研发工作, 积极拓展市场。** 由公司自主研发的产品移动式港口起重机(MHC)被江苏省经信委认定为“江苏省首台(套)重大装备产品”, 该系列产品报告期内在东南亚市场取得了一定的业绩。为适应市场需要, 公司还推出了自主研发的新产品埋刮板卸船机, 受到了客户的青睐。公司与荷兰 GustoMSC 公司联合打造的 1000 吨绕桩式海洋起重机顺利取得了由中国船级社颁发的船用产品证书。公司为荷兰 RoyalIHC 公司建造的 4000T 自航重吊船于 2017 年 7 月 4 日顺利交付客户离港, 该船将服务于欧洲市场的海上重吊作业和风电场的安装、维护作业, 入级英国劳氏船级社。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.13 元、0.22 元、0.36 元, 未来三年归母净利润复合增速 42%; 公司环保业务拓展迅速, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧风险, 并购事项进度或不及预期等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2824.43	1844.92	2208.81	2645.21
增长率	48.03%	-34.68%	19.72%	19.76%
归属母公司净利润(百万元)	83.84	85.15	147.90	241.61
增长率	-81.79%	1.57%	73.69%	63.36%
每股收益 EPS(元)	0.12	0.13	0.22	0.36
净资产收益率 ROE	4.97%	4.80%	6.55%	8.77%
PE	39	38	22	13
PB	1.15	1.09	1.02	0.93

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

分析师: 濮阳

执业证号: S1250517090001

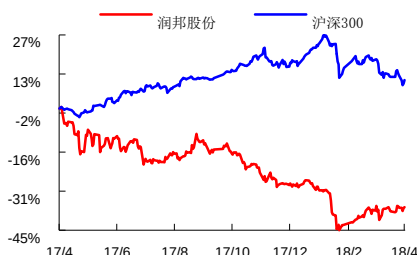
邮箱: py@swsc.com.cn

联系人: 沈猛

电话: 021-58351679

邮箱: smg@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)	6.72
流通 A 股(亿股)	5.75
52 周内股价区间(元)	4.18-12.62
总市值(亿元)	32.55
总资产(亿元)	43.79
每股净资产(元)	3.65

相关研究

关键假设：

假设 1：根据起重装备下游需求情况，预计 2017-2019 年公司高端装备业务量的增速分别为-35.5%、20%、20%。

假设 2：污泥项目产能逐步达产，预计 2017-2019 年污泥处置量增速 20%、15%、15%。

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

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
高端装备	收入	2,776.95	1,791.13	2,149.36	2,579.23
	增速	46.50%	-35.50%	20.00%	20.00%
	毛利率	22.32%	22.32%	22.32%	22.32%
污泥处置 及再生能源热电	收入	31.51	37.81	43.48	50.00
	增速		20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	43.61%	43.61%	43.61%	43.61%
其他	收入	15.98	15.98	15.98	15.98
	增速	27.58%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	89.94%	89.94%	89.94%	89.94%
合计	收入	2,824.43	1,844.92	2,208.81	2,645.21
	增速	48.03%	-34.68%	19.72%	19.76%
	毛利率	22.94%	23.34%	23.23%	23.13%

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	2824.43	1844.92	2208.81	2645.21	净利润	140.65	142.86	208.31	305.84
营业成本	2176.56	1414.31	1695.78	2033.39	折旧与摊销	103.43	190.67	196.70	207.56
营业税金及附加	23.44	15.31	18.33	21.95	财务费用	9.96	28.39	22.03	17.76
销售费用	62.48	40.81	44.18	47.61	资产减值损失	35.96	15.00	5.00	5.00
管理费用	335.17	218.93	242.97	264.52	经营营运资本变动	189.67	248.91	-92.05	-110.40
财务费用	9.96	28.39	22.03	17.76	其他	-243.32	-36.00	-65.00	-105.00
资产减值损失	35.96	15.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	236.34	589.84	274.99	320.75
投资收益	4.26	10.00	60.00	100.00	资本支出	-340.44	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	-5.92	11.00	0.00	0.00	其他	201.87	21.00	60.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-138.56	15.49	27.73	38.90
营业利润	179.20	133.16	240.52	354.97	短期借款	80.53	-113.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.17	35.00	15.00	15.00	长期借款	-41.58	10.00	10.00	10.00
利润总额	188.38	168.16	255.52	369.97	股权融资	-139.11	0.00	0.00	0.00
所得税	47.73	25.30	47.21	64.13	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	140.65	142.86	208.31	305.84	其他	1.48	-149.79	-22.03	-17.76
少数股东损益	56.81	57.70	60.41	64.23	筹资活动现金流净额	-98.68	-252.79	-12.03	-7.76
归属母公司股东净利润	83.84	85.15	147.90	241.61	现金流量净额	0.44	352.53	290.69	351.90
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	608.26	960.80	1251.49	1603.38	成长能力				
应收和预付款项	371.36	242.49	290.35	347.74	销售收入增长率	48.03%	-34.68%	19.72%	19.76%
存货	1430.59	900.03	1095.95	1330.94	营业利润增长率	-56.93%	-25.70%	80.63%	47.58%
其他流动资产	303.67	198.36	237.48	284.40	净利润增长率	-67.33%	1.57%	45.82%	46.82%
长期股权投资	68.44	68.44	68.44	68.44	EBITDA 增长率	-15.71%	20.38%	30.39%	26.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1205.17	1068.41	947.47	837.59	毛利率	22.94%	23.34%	23.23%	23.13%
无形资产和开发支出	607.94	560.19	517.37	481.45	三费率	14.43%	15.62%	14.00%	12.47%
其他非流动资产	67.26	66.59	65.93	65.27	净利率	4.98%	7.74%	9.43%	11.56%
资产总计	4662.69	4065.32	4474.48	5019.22	ROE	4.97%	4.80%	6.55%	8.77%
短期借款	113.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.02%	3.51%	4.66%	6.09%
应付和预收款项	1366.92	889.84	1066.38	1278.12	ROIC	5.64%	5.69%	10.06%	14.58%
长期借款	65.56	75.56	85.56	95.56	EBITDA/销售收入	10.36%	19.09%	20.79%	21.94%
其他负债	286.56	126.40	140.71	157.88	营运能力				
负债合计	1832.03	1091.80	1292.65	1531.56	总资产周转率	0.62	0.42	0.52	0.56
股本	420.28	672.45	672.45	672.45	固定资产周转率	3.01	1.98	2.60	3.30
资本公积	1831.62	1579.45	1579.45	1579.45	应收账款周转率	11.48	7.43	10.25	10.25
留存收益	171.06	256.21	404.11	645.72	存货周转率	1.34	1.13	1.57	1.57
归属母公司股东权益	2422.95	2508.11	2656.01	2897.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.23%	—	—	—
少数股东权益	407.70	465.41	525.82	590.04	资本结构				
股东权益合计	2830.66	2973.51	3181.82	3487.66	资产负债率	39.29%	26.86%	28.89%	30.51%
负债和股东权益合计	4662.69	4065.32	4474.48	5019.22	带息债务/总负债	9.75%	6.92%	6.62%	6.24%
					流动比率	1.59	2.39	2.49	2.58
					速动比率	0.75	1.46	1.54	1.62
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	292.60	352.22	459.25	580.28	每股收益	0.12	0.13	0.22	0.36
PE	38.82	38.22	22.01	13.47	每股净资产	4.21	4.42	4.73	5.19
PB	1.15	1.09	1.02	0.93	每股经营现金	0.35	0.88	0.41	0.48
PS	1.15	1.76	1.47	1.23	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	5.69	6.55	4.42	2.91					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn