

评级: 买入

市场价格: 13.64

目标价格: 18

分析师: 杨心成

执业证书编号: S0740517010004

Email: yangxc@r.qizq.com.cn

分析师: 盛旭

执业证书编号: S0740515040003

Email: shengxu@r.qizq.com.cn

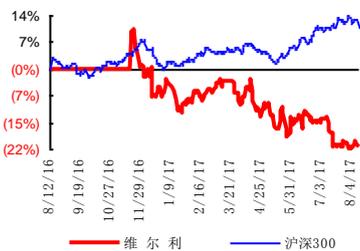
联系人: 曾明

Email: zengming@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	790
流通股本(百万股)	594
市价(元)	7.26
市值(百万元)	5,732
流通市值(百万元)	4,312

### 股价与行业-市场走势对比



### 公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	960.9	773.5	1,469.6	1,984.0	2,579.1
增长率 yoy%	47.7%	-19.5%	90.0%	35.0%	30.0%
净利润	120.6	92.8	238.6	309.5	402.7
增长率 yoy%	25.5%	-23.1%	157.2%	29.7%	30.1%
每股收益(元)	0.27	0.21	0.53	0.68	0.89
每股现金流量	0.31	-0.02	-1.33	-0.54	-0.87
净资产收益率	7.6%	3.3%	7.9%	9.4%	10.0%
P/E	51.2	66.5	25.9	19.9	15.3
PEG	3.9	2.2	2.0	1.9	1.5
P/B	1.4	1.0	0.8	0.6	0.2

备注:

### 投资要点

- **事件: 公司与河北铭福隆农业开发有限公司签订《商务合作框架协议》, 就未来在畜禽粪污资源化处理方面的合作达成初步意向。**

#### 我们的评论

- **协同发展, 拓展畜禽粪污资源化处理业务。**公司将与铭福隆公司在有集中畜禽粪污环保处理需求的地区共同投资设立合资公司, 股权比例分别为 60%、40%。铭福隆公司是一家专业的现代农业配套服务提供商, 在河北、山东地区具备农业环保新能源项目发展所需的相关优质资源, 而公司全资子公司杭能环境是专业从事生物沼气工程的公司, 沼气工程领域技术国内领先, 杭能环境承接建设过多项大中型沼气项目, 项目经验丰富。双方的合作将发挥协同效应, 有利于公司进一步拓展畜禽粪污资源化处理业务, 提升沼气处理行业的竞争力与市场占有率。
- **提前布局餐厨垃圾处理, 在手项目充足。**我国餐厨垃圾非法处置情况严重, 为解决此问题, 地方层面上, 多省市出台了针对违法处置餐厨垃圾的处罚措施, 在国家层面上也陆续推出 5 批餐厨垃圾处理试点城市并推出专项资金支持, 推动餐厨垃圾处理行业加速发展。公司早在 2013 年便开始建设常州市餐厨废弃物综合处置 BOT 项目, 此项目于 2015 年 12 月正式运营, 项目采用预处理+厌氧发酵+沼气发酵+生物柴油技术, 可处理餐厨垃圾 200t/d、地沟油 40t/d, 为餐厨垃圾处理行业的标杆项目, 凭借丰富的技术经验, 公司又陆续拿下绍兴、杭州、海口等多个餐厨垃圾项目。
- **外延拓展, 综合环保平台初具雏形。**公司为渗滤液处理龙头企业, 继收购汇恒环保及杭能环境进入到水处理及沼气工程后, 公司又通过定增收购汉风科技及都乐制冷, 借此进一步将环保产业链延伸至工业节能及 VOC 治理, 目前公司的综合环保平台已经初具雏形, 各业务之间有望实现协同发展。
- **投资建议: 我们预计公司 2017、2018 年实现归母净利润 2.4 亿、3.1 亿, 对应估值分别为 26X、20X。公司为垃圾渗滤液处置龙头, 目前综合环保平台已初具雏形, 在手订单充足, 给予“买入”评级。**
- **风险提示: 项目建设不达预期**

图表 1:盈利预测三张表

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	960.9	773.5	1,469.6	1,984.0	2,579.1	成长性					
减:营业成本	632.9	485.9	911.2	1,230.1	1,599.1	营业收入增长率	47.7%	-19.5%	90.0%	35.0%	30.0%
营业税费	18.6	12.2	23.5	31.7	41.3	营业利润增长率	26.9%	-37.8%	170.7%	34.1%	31.4%
销售费用	23.3	25.3	44.1	59.5	77.4	净利润增长率	25.5%	-23.1%	157.2%	29.7%	30.1%
管理费用	108.3	128.2	235.1	317.4	412.7	EBITDA增长率	43.8%	-18.7%	120.9%	33.8%	27.3%
财务费用	12.5	15.5	5.7	13.2	15.7	EBIT增长率	44.1%	-32.8%	135.8%	36.4%	30.9%
资产减值损失	22.6	16.4	10.0	10.0	10.0	NOPLAT增长率	41.3%	-26.5%	137.1%	36.4%	30.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	40.1%	24.0%	43.2%	0.8%	38.2%
投资和汇兑收益	-0.2	-1.3	-	-	-	净资产增长率	7.7%	76.3%	8.6%	8.9%	21.6%
<b>营业利润</b>	<b>142.5</b>	<b>88.7</b>	<b>240.1</b>	<b>322.0</b>	<b>423.1</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	6.2	11.9	14.0	14.0	14.0	毛利率	34.1%	37.2%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>利润总额</b>	<b>148.7</b>	<b>100.5</b>	<b>254.1</b>	<b>336.0</b>	<b>437.1</b>	营业利润率	14.8%	11.5%	16.3%	16.2%	16.4%
减:所得税	21.6	6.6	15.2	20.2	26.2	净利润率	12.5%	12.0%	16.2%	15.6%	15.6%
<b>净利润</b>	<b>120.6</b>	<b>92.8</b>	<b>238.6</b>	<b>309.5</b>	<b>402.7</b>	EBITDA/营业收入	18.9%	19.0%	22.1%	21.9%	21.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	16.1%	13.5%	16.7%	16.9%	17.0%
货币资金	354.4	1,476.0	881.8	595.2	515.8	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	84	134	148	174	157
应收账款	523.9	644.5	1,151.7	556.7	1,735.9	流动营业资本周转天数	173	288	215	164	179
应收票据	5.7	21.7	12.1	36.8	34.5	流动资产周转天数	460	993	710	506	474
预付账款	30.6	36.8	87.3	73.8	142.5	应收账款周转天数	180	272	220	155	160
存货	490.0	676.6	797.0	1,386.1	1,701.7	存货周转天数	155	271	180	198	215
其他流动资产	0.0	7.6	-	2.5	3.4	总资产周转天数	890	1,692	1,186	945	847
可供出售金融资产	-	5.5	1.8	2.4	3.3	投资资本周转天数	581	943	669	586	539
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	85.7	58.4	88.4	118.4	148.4	ROE	7.6%	3.3%	7.9%	9.4%	10.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	2.1%	4.6%	6.0%	5.9%
固定资产	225.8	351.6	854.4	1,065.2	1,184.0	ROIC	10.3%	5.4%	10.3%	9.8%	12.7%
在建工程	30.1	91.0	232.8	346.2	437.0	<b>费用率</b>					
无形资产	669.1	745.0	730.8	716.3	701.5	销售费用率	2.4%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	362.4	376.8	350.3	325.9	300.8	管理费用率	11.3%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>资产总额</b>	<b>2,777.6</b>	<b>4,491.3</b>	<b>5,188.4</b>	<b>5,225.6</b>	<b>6,908.6</b>	财务费用率	1.3%	2.0%	0.4%	0.7%	0.6%
短期债务	402.0	395.0	639.8	386.9	614.4	三费/营业收入	15.0%	21.9%	19.4%	19.7%	19.6%
应付账款	395.7	473.3	777.3	997.1	1,456.8	<b>偿债能力</b>					
应付票据	44.9	28.0	81.9	74.3	137.7	资产负债率	42.0%	36.8%	40.6%	35.8%	40.9%
其他流动负债	119.3	202.7	167.6	252.3	246.4	负债权益比	72.5%	58.2%	68.2%	55.7%	69.3%
长期借款	130.5	275.4	301.7	-	184.5	流动比率	1.46	2.61	1.76	1.55	1.68
其他非流动负债	74.7	277.8	136.0	158.0	187.4	速动比率	0.95	1.99	1.28	0.74	0.99
<b>负债总额</b>	<b>1,167.2</b>	<b>1,652.3</b>	<b>2,104.4</b>	<b>1,868.5</b>	<b>2,827.2</b>	利息保障倍数	12.39	6.71	43.46	25.30	28.00
少数股东权益	25.0	54.9	55.2	61.5	69.7	<b>分红指标</b>					
股本	348.1	408.1	452.2	452.2	452.2	DPS(元)	0.04	0.05	0.07	0.10	0.12
留存收益	1,237.2	2,375.1	2,576.6	2,843.4	3,559.5	分红比率	14.4%	22.0%	14.0%	14.0%	14.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,610.3</b>	<b>2,839.1</b>	<b>3,084.0</b>	<b>3,357.1</b>	<b>4,081.4</b>	股息收益率	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	127.1	94.0	238.6	309.5	402.7	EPS(元)	0.27	0.21	0.53	0.68	0.89
加:折旧和摊销	26.1	43.2	79.6	100.2	115.3	BVPS(元)	3.51	6.16	6.70	7.29	8.87
资产减值准备	22.6	16.4	-	-	-	PE(X)	51.2	66.5	25.9	19.9	15.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	2.2	2.0	1.9	1.5
财务费用	14.5	37.6	5.7	13.2	15.7	P/FCF	44.3	-834.5	-10.3	-25.3	-15.6
投资收益	0.2	1.3	-	-	-	P/S	6.4	8.0	4.2	3.1	2.4
少数股东损益	6.5	1.2	0.2	6.3	8.2	EV/EBITDA	47.9	40.9	19.5	14.0	12.0
营运资金的变动	-71.6	-106.4	-343.4	277.5	-1,048.4	CAGR(%)	35.4%	63.5%	34.2%	35.4%	63.5%
<b>经营活动产生现金流</b>	<b>51.8</b>	<b>31.5</b>	<b>-19.3</b>	<b>706.8</b>	<b>-506.5</b>	PEG	1.4	1.0	0.8	0.6	0.2
投资活动产生现金流	-428.5	-283.9	-706.3	-410.6	-310.8	ROIC/WACC	1.0	0.6	1.1	1.0	1.3
融资活动产生现金流	479.3	1,364.7	131.4	-582.8	738.0	REP	4.6	4.9	1.9	1.9	1.1

来源:中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。