

理工环科 (002322)

公司研究/简评报告

绍兴项目顺利续标，“台州模式”蓄势待发

简评报告/环保行业

2017 年 1 月 12 日

一、事件概述

1 月 11 日晚，公司发布公告，中标“绍兴市环境保护局地表水自动监测站点建设及运维项目”，总金额 1.0542 亿。

二、分析与判断

➤ 绍兴项目顺利续标，“台州模式”蓄势待发

此次绍兴项目中标是继 2016 年 8 月绍兴项目中标之后的续标。项目总金额 1.0542 亿，共 96 个点，7 年数据采购期。与“台州模式”监测三因子（氨氮、总磷、高锰酸盐）不同，绍兴项目增加了常规五参数（水温、pH、电导率、溶解氧、浊度）监测因子，监测因子更加全面。公司独创的“台州模式”目前已在台州、绍兴、张家港落地，随着河长制的推行以及浙江“五水共治”工作的开展，“台州模式”有望在浙江省内省外全面推广。随着微型水质监测站和微型空气站站点的增多，“台州模式”的规模优势和叠加效应将更加突出。

➤ 收购湖南碧蓝布局土壤修复市场，碧蓝市场有望拓展到湖南省外

公司 3.6 亿现金收购湖南碧蓝 100% 股权，重点布局土壤修复市场。湖南碧蓝承诺 16-19 年净利润分别不低于 3280 万、4198 万、5374 万、6879 万，年净利润复合增长率不低于 28%。碧蓝地处湖南土壤污染重灾区，土壤修复市场需求迫切。同时“土十条”提出，2016 年底前，在浙江省台州市、湖北省黄石市、湖南省常德市、广东省韶关市、广西壮族自治区河池市和贵州省铜仁市启动土壤污染综合防治先行区建设，力争到 2020 年先行区土壤环境质量得到明显改善。公司作为浙江本土企业，有望率先抢占台州土壤修复市场，将碧蓝市场拓展到湖南省外。

➤ 江西博微设立发力环保大数据，与尚洋相互协同掘金环保信息化市场

江西博微设立环保大数据研发中心，利用自身数据分析处理方面的优势，与尚洋环科水质监测及大气监测业务对接，形成“监测—大数据分析”完整产业链，逐步实现环境监测从硬件到信息化到大数据的升级转变，共同掘金环保信息化市场。

三、盈利预测与投资建议

考虑湖南碧蓝并表，预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.49、0.74、0.98 元，对应 PE 分别为 46 倍、30 倍、23 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

四、风险提示

项目进度不达预期；水质监测市场拓展不及预期；传统主业下滑风险。

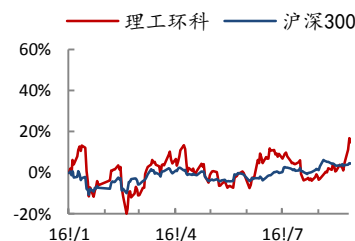
强烈推荐 维持评级

合理估值： 22.8—26.6 元

交易数据 2017-1-11

收盘价（元）	22.30
近 12 个月最高/最低	23.60/13.94
总股本（百万股）	401.32
流通股本（百万股）	284.94
流通股比例（%）	71%
总市值（亿元）	89.49
流通市值（亿元）	63.64

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009
电话： 010-85127892
邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：王宁

执业证号： S0100116010003
电话： 021-60876703
邮箱： wangning_yjy@mszq.com

相关研究

- 1、点评报告：《台州项目中标具有示范意义，博微尚洋并表推动业绩高增长》20160318
- 2、年报点评：《“台州模式”有望迅速推广，水、气两翼齐飞战略成型》20160421
- 3、一季报点评：《一季报实现扭亏为盈，环保业务有望全面开花》20160503
- 4、点评报告：《“台州模式”走出台州，迈出快速复制第一步》20160809
- 5、点评报告：《微型水站认可度逐步提升，“台州模式”有望全面开花》20160824

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	449	920	1,284	1,842
增长率 (%)	129.7%	105.0%	39.6%	43.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	108	198	301	399
增长率 (%)	75.2%	83.8%	51.7%	32.6%
每股收益 (元)	0.27	0.49	0.74	0.98
PE (现价)	84.0	45.7	30.1	22.7
PB	3.2	3.0	2.7	2.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	449	920	1,284	1,842
营业成本	216	365	495	703
营业税金及附加	5	11	14	22
销售费用	52	120	154	239
管理费用	93	230	308	451
EBIT	84	194	313	425
财务费用	(20)	(20)	(22)	(23)
资产减值损失	10	2	2	2
投资收益	(4)	0	0	0
营业利润	89	192	311	423
营业外收支	36	38	39	41
利润总额	125	229	350	464
所得税	19	34	52	70
净利润	106	195	297	394
归属于母公司净利润	108	198	301	399
EBITDA	110	221	339	452

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	977	2082	2136	2111
应收账款及票据	300	644	902	1348
预付款项	6	11	15	23
存货	214	180	251	357
其他流动资产	7	7	7	7
流动资产合计	1536	2969	3378	3941
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	236	230	233	234
无形资产	75	70	69	68
非流动资产合计	1726	316	295	271
资产合计	3262	3285	3673	4212
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	50	100	141	202
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	397	225	315	461
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	398	226	316	462
股本	406	406	406	406
少数股东权益	3	(0)	(4)	(8)
股东权益合计	2864	3059	3356	3750
负债和股东权益合计	3262	3285	3673	4212

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	129.7%	105.0%	39.6%	43.4%
EBIT 增长率	454.9%	132.0%	61.3%	36.0%
净利润增长率	75.2%	83.8%	51.7%	32.6%
盈利能力				
毛利率	52.0%	60.3%	61.5%	61.8%
净利率	24.0%	21.6%	23.4%	21.7%
总资产收益率 ROA	3.3%	6.0%	8.2%	9.5%
净资产收益率 ROE	3.8%	6.5%	9.0%	10.6%
偿债能力				
流动比率	3.9	13.2	10.7	8.6
速动比率	3.3	12.4	9.9	7.8
现金比率	2.5	9.2	6.8	4.6
资产负债率	12.21%	6.88%	8.62%	10.96%
经营效率				
应收账款周转天数	184.8	218.9	220.0	230.0
存货周转天数	229.1	180.0	185.0	185.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.5	0.7	1.0
每股净资产	7.0	7.5	8.3	9.2
每股经营现金流	0.4	(0.8)	0.1	(0.1)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	84.0	45.7	30.1	22.7
PB	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	72.7	31.1	20.1	15.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	106	195	297	394
折旧和摊销	36	29	28	29
营运资金变动	9	(499)	(265)	(443)
经营活动现金流	155	(312)	22	(61)
资本开支	4	(1,419)	(32)	(36)
投资	(239)	0	0	0
投资活动现金流	(333)	1,419	32	36
股权募资	404	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	305	(1)	0	0
现金净流量	128	1,106	54	(25)

分析师与研究助理简介

陶贻功：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券研究院。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

王宁：法国KEDGE商学院理学硕士，中国人民大学经济学学士。2015年10月加入民生证券，从事环保方向的行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。