

## 业绩低于预期，等待混改整合新动力

### ——环能科技(300425.SZ) 2019年中报点评

公司简报

◆**事件**：公司发布2019年半年度报告，2019年上半年公司实现营业收入4.10亿元，同比减少6.60%；实现归母净利润3926万元，同比减少42.92%；实现扣非归母净利润3433万元，同比减少49.79%，业绩低于预期；公司当期计提减值损失1545万元。

◆**设备销售稳定，运营服务下滑影响公司业绩**。分业务来看，公司水处理成套设备及配套业务营业收入小幅下滑6.64%至1.67亿元；离心机及配套业务维持稳健增长态势，上半年营业收入首次破亿，同比增长14.65%至1.09亿元；公司运营业务营业收入同比减少25.81%至0.99亿元，毛利率同比上升5.23个pct至45.41%。

公司综合毛利率同比减少2.72个pct至42.34%，销售/管理/财务费用均有所上升，期间费用率同比提升6.99个pct至30.71%；叠加报告期公司计提减值损失1545万元（主要系应收账款坏账损失带来的信用减值损失），公司归母净利润同比减少42.92%至3926万元。

◆**中建集团正式成为实际控制人，整合仍在进行中**。2018年10月，公司与中建启明（中建集团全资子公司）签署股份转让协议；2019年1月中建集团成为公司实际控制人。中建集团的入主可有效降低公司质押风险，改善公司财务状况；未来，中建集团有望整合其旗下环保业务，在帮助公司突破细分行业天花板的同时给公司带来市政工程项目资源，进一步增厚公司业绩。根据中报，公司当期并未进一步承接新的节能环保类工程订单以及投资运营类订单，也未进一步的资本运作，说明整合还在进一步进行中。当前，国内外宏观经济形势变化，经济环境承压，基建有望成为托底我国经济的重要手段，中建集团作为中国建筑行业的重要企业，将在此过程中发挥重要作用；此外，2020年迎来“水十条”中考年，公司的磁分离水体净化技术有望在黑臭水体治理中发挥更重要的作用。

◆**维持“增持”评级**：根据公司2019年上半年实际经营情况，在暂不考虑中建集团带来的市政资源的情况下，审慎起见我们下调公司19-21年归母净利润至1.32/1.38/1.47亿元（原值为1.58/1.78/1.96亿元），预计公司19-21年的EPS分别为0.20/0.20/0.22元，当前股价对应19年PE为24倍。我们认为，后续中建集团有望以上市公司为平台进行相关业务的拓展，进一步增加业务和资产体量，期待混改整合后带来新的增长动力，维持“增持”评级。

◆**风险提示**：公司原有业务发展低于预期；整合进度低于预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	811	1,186	1,294	1,408	1,524
营业收入增长率	66.22%	46.17%	9.14%	8.83%	8.23%
净利润(百万元)	92	137	132	138	147
净利润增长率	32.90%	48.64%	-3.75%	4.75%	6.28%
EPS(元)	0.14	0.20	0.20	0.20	0.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.27%	8.82%	7.80%	7.67%	7.65%
P/E	35	23	24	23	22
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月29日

## 增持(维持)

当前价：4.76元

### 分析师

殷中枢(执业证书编号：S0930518040004)  
010-58452063  
[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

王威(执业证书编号：S0930517030001)  
021-52523818  
[wangwei2016@ebsecn.com](mailto:wangwei2016@ebsecn.com)

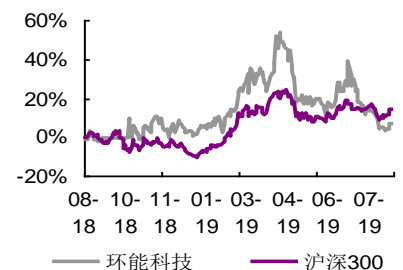
### 联系人

郝骞  
021-52523827  
[haogian@ebsecn.com](mailto:haogian@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：6.76  
总市值(亿元)：32.18  
一年最低/最高(元)：4.12/7.02  
近3月换手率：53.88%

### 股价表现(一年)



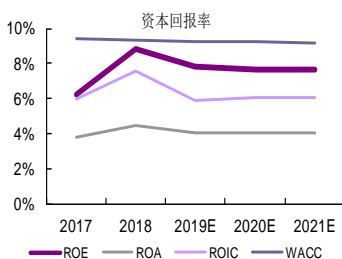
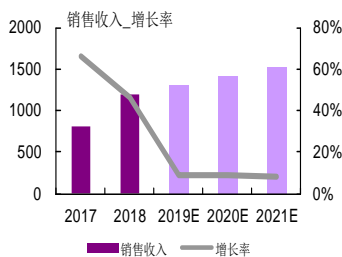
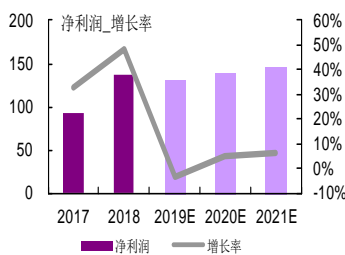
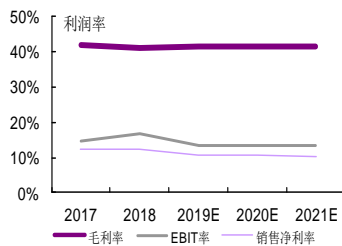
### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.68	-10.91	-3.13
绝对	-3.46	-7.70	8.34

资料来源：Wind

### 相关研报

国资入主，未来可期——环能科技(300425.SZ) 2018年年报点评  
..... 2019-04-17



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>811</b>	<b>1,186</b>	<b>1,294</b>	<b>1,408</b>	<b>1,524</b>
营业成本	469	697	753	821	889
折旧和摊销	66	95	73	78	84
营业税费	12	16	18	20	21
销售费用	90	129	168	197	213
管理费用	97	110	155	169	186
财务费用	14	19	45	51	52
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>115</b>	<b>167</b>	<b>136</b>	<b>145</b>	<b>156</b>
<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>167</b>	<b>162</b>	<b>171</b>	<b>182</b>
少数股东损益	6	8	9	10	11
<b>归属母公司净利润</b>	<b>92</b>	<b>137</b>	<b>132</b>	<b>138</b>	<b>147</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>2,610</b>	<b>3,262</b>	<b>3,500</b>	<b>3,697</b>	<b>3,929</b>
流动资产	1,371	1,828	1,998	2,133	2,309
货币资金	396	395	388	423	457
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	456	771	779	848	918
应收票据	76	103	129	141	152
其他应收款	37	38	52	56	61
存货	349	434	563	573	621
可供出售投资	26	26	26	26	26
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	50	66	66	67	67
固定资产	325	331	369	404	437
无形资产	520	535	548	559	570
<b>总负债</b>	<b>1,011</b>	<b>1,560</b>	<b>1,651</b>	<b>1,728</b>	<b>1,832</b>
无息负债	654	850	792	859	913
有息负债	357	710	859	869	919
<b>股东权益</b>	<b>1,599</b>	<b>1,702</b>	<b>1,849</b>	<b>1,969</b>	<b>2,098</b>
股本	375	677	676	676	676
公积金	807	536	550	564	579
未分配利润	335	371	456	552	655
少数股东权益	125	144	153	163	174

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>54</b>	<b>-81</b>	<b>18</b>	<b>239</b>	<b>202</b>
净利润	92	137	132	138	147
折旧摊销	66	95	73	78	84
净营运资金增加	111	377	268	68	122
其他	-215	-689	-454	-46	-151
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-105</b>	<b>-191</b>	<b>-136</b>	<b>-136</b>	<b>-136</b>
净资本支出	-95	-120	-140	-140	-140
长期投资变化	50	66	-1	-1	-1
其他资产变化	-60	-137	5	5	5
<b>融资活动现金流</b>	<b>191</b>	<b>244</b>	<b>110</b>	<b>-69</b>	<b>-32</b>
股本变化	190	302	-1	0	0
债务净变化	162	353	149	10	50
无息负债变化	251	195	-58	67	54
<b>净现金流</b>	<b>140</b>	<b>-27</b>	<b>-7</b>	<b>34</b>	<b>35</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	66.22%	46.17%	9.14%	8.83%	8.23%
净利润增长率	32.90%	48.64%	-3.75%	4.75%	6.28%
EBITDA 增长率	93.33%	58.75%	-15.08%	7.96%	6.80%
EBIT 增长率	97.50%	67.38%	-11.18%	8.05%	6.57%
<b>估值指标</b>					
PE	35	23	24	23	22
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	12	14	17	16	15
EV/EBIT	18	21	24	23	22
EV/NOPLAT	21	24	28	26	25
EV/Sales	3	3	3	3	3
EV/IC	1	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	42.17%	41.22%	41.78%	41.72%	41.66%
EBITDA 率	22.76%	24.72%	19.23%	19.08%	18.83%
EBIT 率	14.62%	16.74%	13.62%	13.52%	13.32%
税前净利润率	13.93%	14.09%	12.54%	12.12%	11.93%
税后净利润率 (归属母公司)	11.39%	11.58%	10.22%	9.83%	9.66%
ROA	3.79%	4.46%	4.03%	4.02%	4.03%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.27%	8.82%	7.80%	7.67%	7.65%
经营性 ROIC	6.01%	7.58%	5.86%	6.04%	6.04%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.59	1.29	1.32	1.35	1.37
速动比率	1.18	0.98	0.95	0.98	1.00
归属母公司权益/有息债务	4.13	2.19	1.97	2.08	2.09
有形资产/有息债务	5.28	3.54	3.19	3.37	3.43
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.14	0.20	0.20	0.20	0.22
每股红利	0.13	0.05	0.04	0.04	0.05
每股经营现金流	0.08	-0.12	0.03	0.35	0.30
每股自由现金流(FCFF)	-0.02	-0.29	-0.24	0.07	0.02
每股净资产	2.18	2.30	2.51	2.67	2.85
每股销售收入	1.20	1.75	1.91	2.08	2.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼