

中金环境 (300145) 研究报告

2017年3月7日

污泥连摘硕果，夯实长期增长

买入 (维持)

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,948	2,840	3,783	4,551
同比(+/-%)	24.0%	45.8%	33.2%	20.3%
净利润(百万元)	284	508	717	882
同比(+/-%)	44.3%	79.1%	41.0%	23.0%
毛利率(%)	41.9%	43.2%	42.2%	41.8%
净资产收益率(%)	8.0%	12.6%	15.6%	16.6%
每股收益(元)	0.85	0.76	1.08	1.32
PE	31.47	35.20	24.77	20.26
PB	2.51	4.41	3.86	3.35

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

事件:

子公司金山环境与徐州市水务局签订《徐州市市政污泥处理项目特许经营服务协议》。

投资要点:

- **污泥项目再下一城:** 此次徐州市政污泥处理项目建设规模300吨/日, 总投资规模40500万元(不含高效设施农业投资), 项目特许经营期28年(不含建设期), 预计开工建设9个月内完成施工。徐州市水务局为政府机关, 具备较强履约能力, 未来营运收入有保障。
- **独有污泥蓝藻处理技术获市场认可:** 1) 金山环保为污水处理行业龙头及污泥处理领域领军企业, 其“太阳能低温复合膜无害化与资源化处理污泥及温室种植集成技术”为国内首创, 可将污泥、蓝藻含水率降低至8%, 且可将处理产物资源化销售, 实现真正的“减量化、无害化、资源化”。2) 此次签订协议, 表明子公司金山环保的太阳能集成处理污泥、蓝藻无害化、资源化系统得到了市场的认可, 有利于提高该技术的市场应用空间, 能进一步提升公司在环保行业的市场地位。
- **污泥重大订单19亿, 为17-18年发展奠定基础:** 根据公司2016年三季报, 子公司已签订重大订单中共有污泥项目4个, 合计11.91亿元。考虑到16年尚未执行的肥东污泥蓝藻项目(2016年12月公告签订, 合同金额为3.11亿)+此次徐州项目, 公司污泥重大订单金额为19.07亿, 占2015年营收97.8%, 工程类重大订单金额为22.27亿, 为17-18年的发展奠定基础。我们看好公司未来订单落地以及项目运营期逐步放量。

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

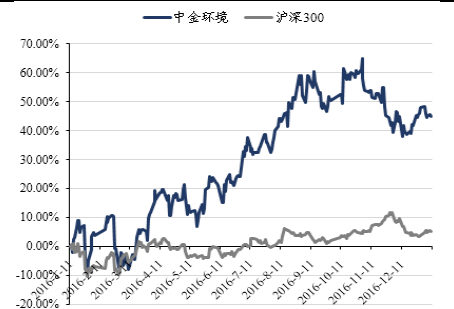
021-60199782

研究助理 翟莹

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.75
一年最低价/最高价	23.6/27.22
市净率	4.66
流通 A 股市值(百万元)	10546

基础数据

每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	40.12
总股本(百万股)	668
流通 A 股(百万股)	394

相关研究

1. 打造绿色水动力综合服务专家
2015年07月31日
2. 重组无条件通过, 环保航母起航
2015年10月09日
3. 逻辑逐步兑现, 环境医院版图渐成
2015年11月09日
4. 环境医院首扬帆, 激励理顺促发展
2015年11月24日
5. 环评大超预期, 环境医院加速腾飞
2016年4月26日
6. 污泥渐露锋芒
2016年5月19日
7. 总经理更替管理优化, 协同效应超预期可待
2016年7月1日
8. 轻资产板块亮眼, 金山污泥业务扩张
2016年8月9日
9. 二期员工持股计划出售完毕, 污泥订单再下一城
2016年12月4日
10. 首个 PPP 合同落地, 环境咨询价值凸显
2017年1月11日

图表 1：中金子公司污泥处理重大项目（肥东项目 16 年 12 月签订，徐州项目 17 年 3 月签订，其余数据统计均截至 2016Q3）

项目名称	合同金额（亿元）	已执行金额	履约方
350T/D 太阳能集成无害化污泥处理项目	4.27	0.31	无锡市市政公用产业集团有限公司
无锡太湖西岸竺山湖 260T/D 太阳能集成无害化资源化蓝藻处理项目	3.25	1.21	无锡奥尔吉科技有限公司
太阳能集成无害化处理工业污泥项目	2.72	0.12	江苏南方中金污泥处理有限公司
宜兴市蓝藻打捞、藻水分离及藻泥干化 BOT 项目	1.67	1.67	宜兴市水利农机局
肥东县市政污泥及蓝藻处理项目	3.11	已签订特性经营协议	肥东县环境保护局及肥东县住房和城乡建设局
徐州市市政污泥处理项目	4.05	已签订特性经营协议	徐州市水务局

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

- **16 年扣非业绩增长超 80%，环保板块发力：**公司 2016 年扣非后业绩同比增长约 80.2%，新并表子公司中咨华宇高毛利率（2016H1 中咨华宇环评业务毛利率 66.26%）。中咨华宇 2016 前三季度归母净利润为 0.755 亿元，达到业绩承诺的 89%。金山环保 2015 年归母净利 1.25 亿元，超额完成业绩承诺，2016 前三季归母净利为 1.06 亿元。考虑到中咨华宇和金山环保大部分业绩在四季度确认，我们认为两者完成 16 年业绩承诺 0.85/1.9 亿元概率较大。
- **PPP 项目落地，环境咨询入口价值凸显：**公司于 2017 年 1 月中标 10 亿清水河区域生态综合治理 PPP 项目，包含沿线路段的水利、市政、景观、场馆建设四大内容，系公司中标的首个全产业链 PPP 项目。环境咨询服务业的百倍价值逻辑被验证。1) 作为产业入口，技术含量最高，对接后续产业链价值为咨询收入的 440 倍。2) 中咨华宇作为环境咨询服务业龙头，拥有大量资金、资源实力强劲的央企等大型客户，在 PPP 行业集中度提升的趋势下占领行业先机。3) 凭借咨询领域的技术能力，可针对项目盈利进行筛选，同时通过解决方案提供提升项目实施的盈利能力。此次清水河 PPP 项目的中标，是我们对先前公司产业链顶端【导流优势】判断的有效验证。
- **再融资新规+红顶中介脱钩+最严环评法利好环境咨询：**1) 2 月 17 日再融资新规对上市公司再融资进行限制，引导资金脱虚向实，利好轻资产、现金牛的环境咨询服务业。2) 环评红顶中介脱钩（民营机构市占率 3 倍空间）+ 资质壁垒提高（环评师人数 50% 提升） 下行业集中度提升。3) 最严环评法未批先建罚款达环评收费 500 倍，利好环境咨询服务业。
- **盈利预测与估值：**按照中咨华宇备考业绩预测公司 16-18 年 EPS 0.76、1.08、1.32 元，对应 PE 35、25、20 倍。我们认为，公司未来将继续以环评为入口，有望拿下巨量 PPP 项目，环评+产业资源带来协同效应超预期，维持“买入”评级！
- **风险提示：**项目回款风险；业务拓展不及预期；订单进度不如预期；污泥处置费用过低。

图表 2 中金环境盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2522.6	4252.8	3778.9	4878.8	营业收入	1948.4	2840.1	3783.2	4550.8
现金	1131.5	3130	2330.6	3150.2	营业成本	1132.1	1613.2	2185.6	2648.6
应收款项	846.2	350.2	466.4	561.1	营业税金及附加	18.8	27.3	34	41
存货	387.9	552.7	748.9	907.5	营业费用	259.5	282.8	362.3	421.7
其他	157.0	219.9	233.0	260.0	管理费用	204.2	289.1	362.1	429
非流动资产	2840.5	2967.9	3260.7	3201.6	财务费用	-4.3	39.9	-4.8	-13.7
长期股权投资	216.0	215.9	431.9	431.9	投资净收益	0.0	0	0	0
固定资产	939.9	1082.6	1174.2	1129.2	其他	-22.7	-9.8	-10.3	3.2
无形资产	456.7	441.5	426.7	412.5	营业利润	315.4	585	833.7	1027.5
其他	1227.9	1227.9	1227.9	1227.9	营业外净收支	17.2	20	10	10
资产总计	5363.0	7220.4	7039.6	8080.4	利润总额	332.5	614.7	843.7	1037.5
流动负债	1710.1	2203.1	2116.5	2451.8	所得税费用	50.6	89.7	126.6	155.6
短期借款	845.7	1000	500.0	500.0	少数股东损益	-1.9	0	0	0
应付账款	383.0	545.8	739.4	896.1	归属母公司净利润	283.8	508.5	717.1	881.9
其他	481.4	657.3	877.1	1055.8	EBIT	340.3	643	853.9	1024.8
非流动负债	21.3	901.3	21.3	21.3	EBITDA	402.8	755.1	977.5	1157.9
长期借款	11.6	891.6	11.6	11.6					
其他	9.7	9.7	9.7	9.7	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	1731.5	3104.4	2137.9	2473.1	每股收益(元)	0.85	0.81	1.08	1.32
少数股东权益	75.7	66.3	75.7	75.7	每股净资产(元)	10.67	6.06	6.92	7.98
归属母公司股东权益	3555.9	4049.7	4610.2	5315.7	发行在外股份(百万股)	333.2	666.4	666.4	666.4
负债和股东权益总计	5363.0	7220.4	6823.7	7864.5	ROIC(%)	10.1%	14.6%	21.8%	26.4%
					ROE(%)	8.0%	13.3%	15.6%	16.6%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	41.9%	42.5%	42.2%	41.8%
经营活动现金流	192.4	1305.7	907.3	1080.9	EBIT Margin(%)	17.5%	21.3%	22.6%	22.5%
投资活动现金流	-83.1	-236.9	-230.3	-84.9	销售净利率(%)	14.6%	17.7%	19.0%	19.4%
筹资活动现金流	587.4	-403.4	-143.4	-176.4	资产负债率(%)	32.3%	30.7%	30.4%	30.6%
现金净增加额	698.8	665.4	533.7	819.7	收入增长率(%)	24.0%	45.8%	33.2%	20.3%
企业自由现金流	-1381.5	1071.4	660.7	974.2	净利润增长率(%)	44.3%	79.1%	41.0%	23.0%

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

