

污泥持续发力，长期看好公司未来发展

公司简报

◆事件：

近日，中金环境的子公司金山环保与徐州市水务局签订了《徐州市市政污泥处理项目特许经营服务协议》，该项目建设规模为300吨/日污泥处理量，项目特许经营期为28年。整体投资额4.05亿元。

◆“十三五”期间污泥无害化处置有望超预期

我们预计目前市政污泥行业无害化处置率仅为25%，远低于“十二五”规划的水平。按照“水十条”的要求，现有污泥处理处置设施应于2017年底前基本完成达标改造，地级及以上城市污泥无害化处理处置率应于2020年底前达到90%以上。我们测算“十三五”污泥处置产能投资市场空间917亿，运营市场92亿/年，污泥处理行业将迎来巨大发展机会。整体行业有望超预期。

◆低温复合膜技术解决行业痛点，第二增长极良好发展。

“太阳能低温复合膜无害化与资源化技术”是金山环保在国内的首创，凝聚了13项自主研发专利技术。与传统污泥处理处置工艺相比有以下几点优势：一次性大幅减量化（直接将含水率降到8%以下）、处理过程无害化（污泥干化过程无需添加任何药剂，污泥有机质高且无二次污染）、高效资源化（处理后的污泥经过高温裂解，可制成污泥基炭吸附材料，用作水处理吸附剂，售价可达上千元1吨）。目前，公司在手污泥订单14亿元，三季报污泥收入已经贡献金山环保收入的53%。我们认为未来未来低温复合膜干化技术无疑成为金山环保目前最为重要的业绩增长点。

◆环境医院大平台雏形初现，看好公司未来发展

从2014年到现在，公司已经基本完成从单一制造板块到环保环境医院大平台的转型，在从总量控制到按效付费的政策方向转变的背景下，我们认为环境医院平台的战略对公司未来在PPP环保领域的订单斩获有着较强的竞争优势，长期看好公司未来的发展，关注公司后续PPP订单。

◆风险提示：

污泥项目低于预期，协同效应体现低于预期，PPP订单低于预期

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,571	1,948	2,869	4,784	5,858
营业收入增长率	16.88%	23.98%	47.24%	66.75%	22.46%
净利润（百万元）	197	284	480	757	958
净利润增长率	23.66%	44.27%	69.15%	57.63%	26.55%
EPS（元）	0.29	0.42	0.72	1.13	1.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.58%	7.98%	11.98%	16.13%	17.30%
P/E	91	63	37	24	19
P/B	12	5	4	4	3

买入（维持）

当前价/目标价：26.75/36.90元

目标期限：6个月

分析师

陈俊鹏（执业证书编号：S0930511120004）
021-22169041
chenjunpeng@ebscn.com

宋磊（执业证书编号：S0930516070002）
021-22169317
songlei1@ebscn.com

郑小波（执业证书编号：S0930515080002）
0755-23945524
zhengxb@ebscn.com

联系人

殷中枢
021-22169040
yinzs@ebscn.com

市场数据

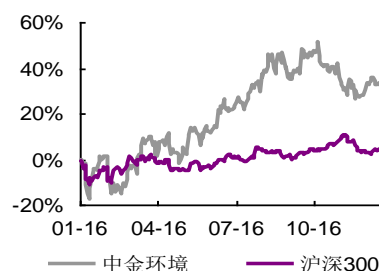
总股本(亿股)：6.68

总市值(亿元)：178.65

一年最低/最高(元)：18.41/43.78

近3月换手率：27.03%

股价表现(一年)



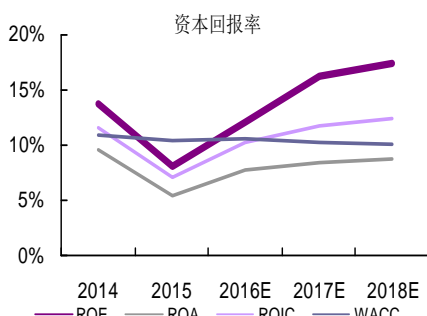
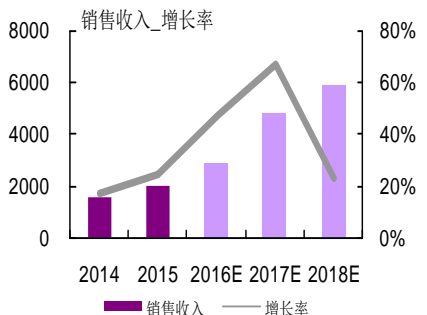
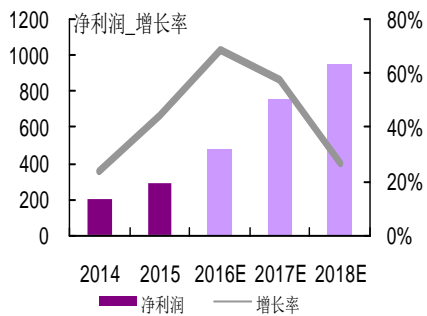
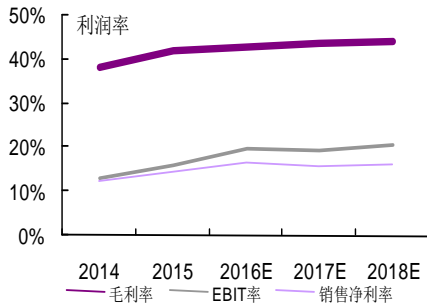
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.75	3.65	51.22
绝对	6.92	3.28	62.62

相关研报

“入口”逻辑逐渐兑现，10亿PPP大单落地

..... 2017-01-11



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,571	1,948	2,869	4,784	5,858
营业成本	974	1,132	1,641	2,699	3,272
折旧和摊销	43	64	208	250	296
营业税费	11	19	22	41	50
销售费用	198	260	373	608	732
管理费用	173	198	287	464	557
财务费用	-7	-4	29	61	110
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	7	8	9
营业利润	214	315	550	873	1,109
利润总额	230	333	565	889	1,126
少数股东损益	-1	-2	0	-1	-1
归属母公司净利润	196.74	283.83	480.12	756.80	957.76

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	2,052	5,363	6,267	9,048	11,077
流动资产	1,158	2,523	2,949	5,259	6,863
货币资金	567	1,132	1,004	1,674	2,050
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	165	617	954	1,818	2,504
应收票据	78	193	287	574	820
其他应收款	14	36	34	62	84
存货	325	388	569	967	1,206
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	216	217	218	218
固定资产	575	878	1,133	1,424	1,708
无形资产	131	457	544	649	751
总负债	541	1,731	2,182	4,280	5,465
无息负债	512	874	1,283	2,091	2,526
有息负债	29	857	899	2,188	2,939
股东权益	1,511	3,632	4,084	4,768	5,612
股本	262	333	668	668	668
公积金	675	2,468	2,183	2,259	2,355
未分配利润	515	751	1,150	1,759	2,507
少数股东权益	63	76	76	75	74

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	179	192	557	218	556
净利润	197	284	480	757	958
折旧摊销	43	64	208	250	296
净营运资金增加	156	569	471	1,512	1,175
其他	-217	-724	-602	-2,300	-1,873
投资活动产生现金流	-200	-83	-674	-713	-712
净资本支出	-175	-142	-700	-720	-720
长期投资变化	0	216	-1	-1	-1
其他资产变化	-25	-157	26	8	9
融资活动现金流	-3	587	-10	1,165	532
股本变化	117	71	335	0	0
债务净变化	16	828	42	1,289	751
无息负债变化	82	362	409	808	435
净现金流	-24	699	-127	670	376

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.88%	23.98%	47.24%	66.75%	22.46%
净利润增长率	23.66%	44.27%	69.15%	57.63%	26.55%
EBITDA/EBITDA 增长率	20.49%	50.03%	108.25%	50.76%	28.10%
EBIT/EBIT 增长率	19.84%	50.44%	83.87%	62.00%	30.70%
估值指标					
PE	91	63	37	24	19
PB	12	5	4	4	3
EV/EBITDA	29	25	24	17	14
EV/EBIT	35	30	33	22	17
EV/NOPLAT	41	35	38	25	20
EV/Sales	5	5	7	4	4
EV/IC	5	2	4	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	38.04%	41.90%	42.80%	43.57%	44.14%
EBITDA 率	15.89%	19.23%	27.20%	24.59%	25.73%
EBIT 率	13.16%	15.97%	19.94%	19.37%	20.67%
税前净利润率	14.64%	17.07%	19.70%	18.59%	19.22%
税后净利润率 (归属母公司)	12.52%	14.57%	16.74%	15.82%	16.35%
ROA	9.56%	5.26%	7.66%	8.36%	8.64%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.58%	7.98%	11.98%	16.13%	17.30%
经营性 ROIC	11.58%	6.93%	10.20%	11.69%	12.35%
偿债能力					
流动比率	2.28	1.48	1.43	1.30	1.31
速动比率	1.64	1.25	1.16	1.06	1.08
归属母公司权益/有息债务	49.89	4.15	4.46	2.14	1.88
有形资产/有息债务	65.88	4.57	5.26	3.39	3.18
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.29	0.42	0.72	1.13	1.43
每股红利	0.04	0.05	0.11	0.17	0.21
每股经营现金流	0.27	0.29	0.83	0.33	0.83
每股自由现金流(FCFF)	-0.15	-0.53	-0.75	-1.72	-0.80
每股净资产	2.17	5.32	6.00	7.02	8.29
每股销售收入	2.35	2.92	4.29	7.16	8.77

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

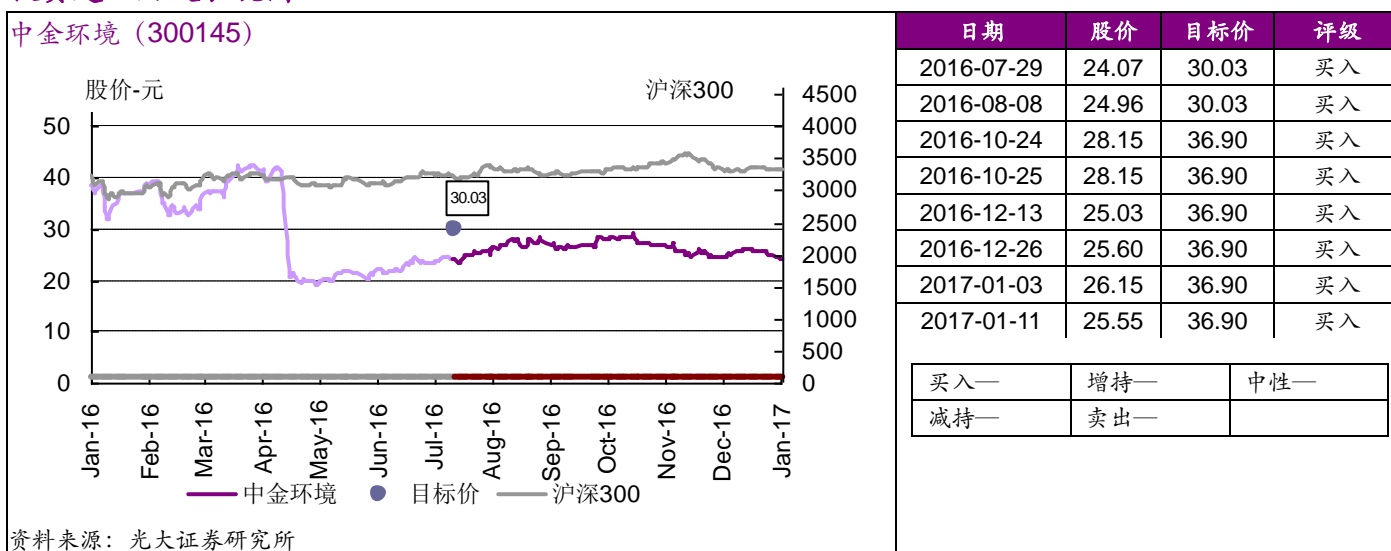
分析师介绍

陈俊鹏，光大证券研究所投资产品研究部副总经理，环保行业首席分析师。长江商学院工商管理硕士，加州大学伯克利分校 Haas 商学院交换学生，上海交通大学工学学士。2011 年 8 月加入光大证券研究所，8 年证券行业从业经验，8 年行业工作经验。2016 年获新财富公用事业第五名；金融界“慧眼”量化环保行业第一名；2015 年获东方财富最佳选股公用事业行业第一名；2014 年获 STARMINE 亚太区公用事业行业第三名、亚太区材料行业第三名，“今日投资”最佳选股分析师公用事业第二名；2013 年获“金牛奖”环保行业第三名，“水晶球”公用事业第六名，STARMINE 大陆和香港地区设备类最佳选股分析师第一名，“今日投资”最佳选股分析师公用事业第一名。擅长产业链深度研究。

宋磊，上海交通大学硕士研究生，华中科技大学工学学士。2016 年 2 月加入光大证券，4 年买方行业经验。

郑小波，中山大学投资学硕士。12 年开始从事煤炭、环保及公用事业的卖方研究工作。15 年加入光大证券研究所，负责环保及公用事业的研究。2015 年获得新财富“最佳海外研究团队”第四名（核心成员）。

投资建议历史表现图



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

- 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。

市场基准指数为沪深 300 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。

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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

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，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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	