

中电环保 (300172.SZ)

16 年业绩增长 8.08%，看好污泥处置板块弹性

核心观点：

● 公司 2016 年营收增长 6.69%，业绩增长 8.08%

2016 年公司实现营业收入 6.48 亿元 (+6.69%)，系固废处理业务和烟气治理业务收入同比增加，增速分别达 40.83%、149.49%；公司归母净利润 1.09 亿元 (+8.08%)，扣非净利润 0.95 亿元 (+6.12%)，折合每股收益 0.22 元。业绩增长主要系公司市政污水、凝结水精处理、给水处理三大业务（收入合计占比 56.7%）毛利率提升导致整体毛利率从 32.0% 提升至 33.5%。此外，公司环保科技创新平台收到政府补助 1896 万元贡献营业外收入，较去年同期增加 32.37%。公司预告 2017 年一季度实现业绩 1157.76-1273.54 万元，较去年同期增长 0%-10%，主要系固废处置业务利润增长较快所致。

● 公司未结算订单合计 31.47 亿元，看好污泥处置板块弹性

分业务来看，公司烟气治理和固废处置版块实现高增长，主要系中煤蒙大干法脱硫除尘等多个烟气治理项目完成验收并交付使用；南京污泥干化协同发电项目投产。水处理方面，公司传统工业水处理业务实现营收 3.22 亿元 (-7.7%)。截止报告期末，公司未结算订单合计 31.47 亿元，其中水环境治理 10.66 亿元、固废处理 19.51 亿元、烟气治理 1.3 亿元，污泥处置订单占整体比例高达 62%。公司依托电厂协同焚烧的“生物质耦合发电”新商业模式近年来陆续中标常熟污泥处置大单（13.72 亿元）、六个固废处置 PPP 项目（总投资 2.2 亿元）、徐州市污泥耦合发电 PPP 项目（合同金额 2.63 亿元），在手订单合计污泥处置能力（短期规划）已达 90 万吨/年（约合日处理污泥 3000 吨），未来收入逐渐兑现则业绩向上弹性可期。

● 业务布局完成期待多点开花，维持“谨慎增持”评级

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.239、0.284、0.326 元/股，对应 PE 分别为 44、37、32 倍。公司已形成集水处理、大气、固废和产业创新平台于一体的“3+1”产业发展格局，在手订单充裕，确保未来几年业绩持续增长，维持公司“谨慎增持”评级。

风险提示：在手订单执行进度低于预期；市场竞争导致毛利率下滑。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	607.61	648.26	706.73	780.20	891.46
增长率(%)	0.08%	6.69%	9.02%	10.40%	14.26%
EBITDA(百万元)	122.05	133.41	165.78	179.70	208.17
净利润(百万元)	100.89	109.04	121.06	143.94	165.49
增长率(%)	20.97%	8.08%	11.02%	18.89%	14.98%
EPS(元/股)	0.298	0.215	0.239	0.284	0.326
市盈率(P/E)	57.86	46.12	44.02	37.02	32.20
市净率(P/B)	5.74	4.54	4.33	3.88	3.46
EV/EBITDA	44.36	36.35	29.84	26.63	22.61

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级 **谨慎增持**

当前价格 10.40 元

前次评级 **谨慎增持**

报告日期 2017-03-14

相对市场表现



分析师：郭鹏 S0260514030003

021-60750631

guopeng@gf.com.cn

分析师：陈子坤 S0260513080001

010-59136752

chenzikun@gf.com.cn

相关研究：

中电环保(300172.SZ)：业绩增长 19%，在手订单饱满 2016-08-14

中电环保(300172.SZ)：净利润增长 21%，订单充足，业绩高增长可期 2016-03-16

中电环保(300172.SZ)：净利润增长 21%，订单充足，业绩高增长可期 2016-03-16

中电环保(300172.SZ)：净利润增长 21%，订单充足，业绩高增长可期 2016-03-16

中电环保(300172.SZ)：净利润增长 21%，订单充足，业绩高增长可期 2016-03-16

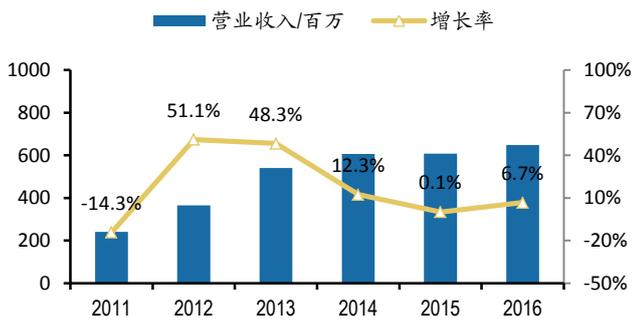
联系人：许洁

xujie@gf.com.cn

公司 2016 年营收增长 6.69%，业绩增长 8.08%

2016年公司实现营业收入6.48亿元(+6.69%)，系固废处理业务和烟气治理业务收入同比增加，增速分别达40.83%、149.49%；公司归母净利润1.09亿元(+8.08%)，扣非净利润0.95亿元(+6.12%)，折合每股收益0.22元。公司预告2017年一季度实现业绩1157.76-1273.54万元，较去年同期增长0%-10%，主要系固废处置业务利润增长较快所致。

图1：公司2016年营业收入同比增长6.69%



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

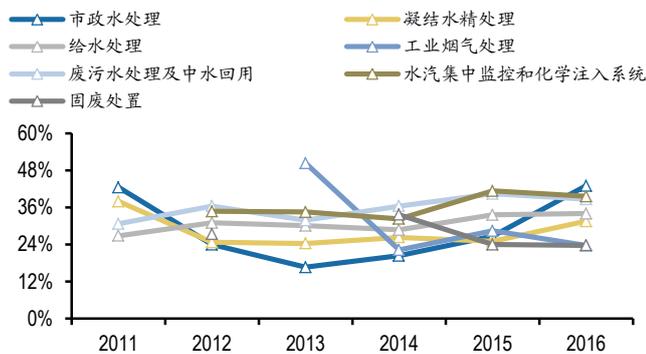
图2：公司2016年净利润同比增长8.08%



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

业绩增长主要系公司市政污水、凝结水精处理、给水处理三大业务（收入合计占比56.7%）毛利率提升导致整体毛利率从32.0%提升至33.5%。此外，公司环保科技创新平台收到政府补助1896万元贡献营业外收入，较去年同期增加32.37%。

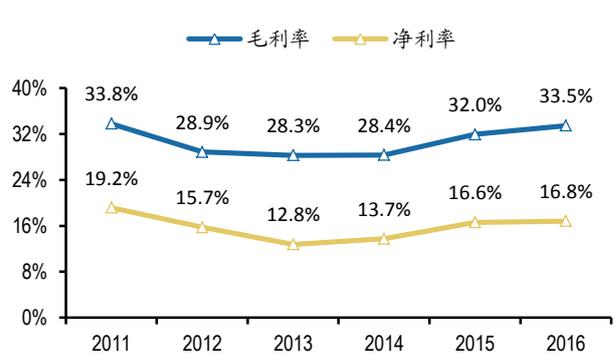
图3：公司分业务毛利率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图注：已将工业水处理业务毛利率拆成凝结水精处理等四大产品毛利率

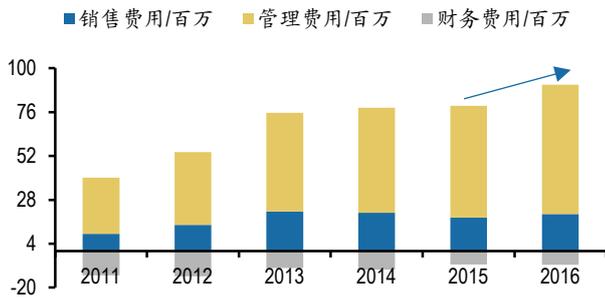
图4：公司整体毛、净利率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

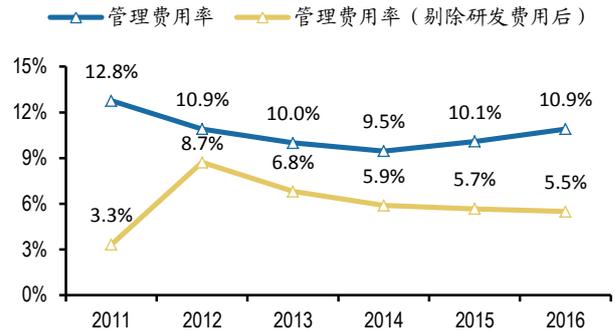
公司2016年三费6.48亿元，同比增长6.7%。其中，销售费用0.2亿元(+11.4%)，管理费用0.71亿元(+15.4%)，财务费用-0.08亿元，主要系公司业务市场拓展需要增加销售费用以及公司加大研发支出力度，2016年公司研发支出2979万元，较上年同期增长29%。公司近年来加大力度降本增效，剔除研发费用的管理费用率逐年下降，由2012年的8.7%下降至2016年5.5%，成本管控效果显著。

图5: 公司2016年期间费用上涨6.7%



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 公司剔除研发费用的管理费用率持续下降

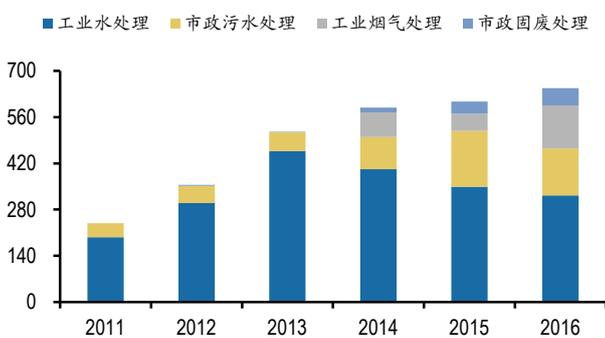


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

公司未结算订单合计 31.47 亿元，看好污泥处置板块弹性

分业务来看，公司烟气治理和固废处置版块实现高增长，分别实现收入1.31亿元(+149.5%)和0.52亿元(+40.8%)，主要系中煤蒙大干法脱硫除尘、西北能化和云天化的氨法脱硫，平朔能化、格瑞特、神木龙华的脱硝系统等项目完成验收并交付使用；南京污泥干化协同发电项目投产。水环境治理方面，公司传统工业水处理业务实现营收3.22亿元(-7.7%)，其中仅有凝结水精处理、给水处理两项业务增长，分别实现收入1.23亿元(+40.2%)、1.02亿元(+41.4%)，其他水处理业务收入均有不同程度的下滑。

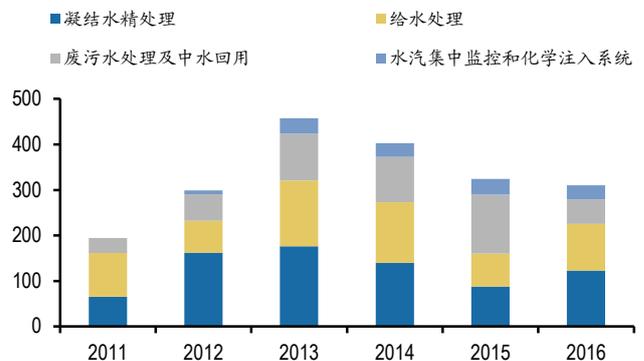
图7: 公司2011-2016年主营业务收入构成/百万



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图注: 水环境治理包括工业水处理和市政污水处理

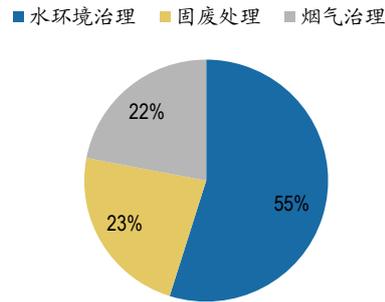
图8: 公司工业水处理业务各产品营收/百万



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

报告期内公司新签合同9.59亿元，其中水环境治理、固废处理、烟气治理分别为5.26、2.22、2.11亿元。水环境治理方面，公司承接了中广核首台第三代反应堆华龙一号、防城核电3、4号机的凝结水及除盐水，实现了核电第三代反应堆全满贯；固废处理方面，公司一改传统模式，创新性地拿下六个固废处置PPP订单；烟气治理方面，承接了包括山西焦化项目在内的多个热电领域超低排放和非电领域烟气治理项目，其中，山西焦化项目实现了低温脱硝的突破，将有助于后续市场拓展。

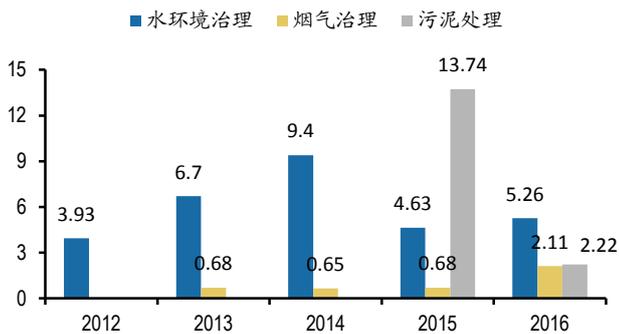
图9：公司2016年新签订合同分布（单位：亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

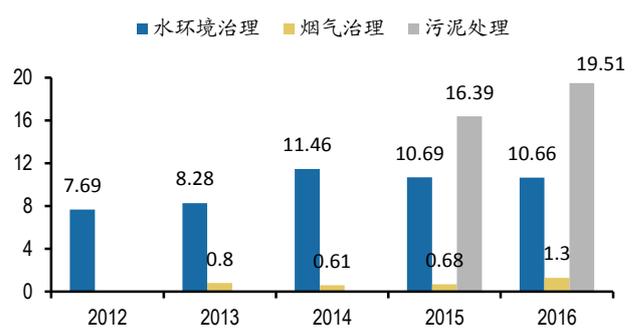
新商业模式下污泥处置订单亮眼，看好未来业绩弹性。截止报告期末，公司尚未确认收入的在手合同金额合计为31.47亿元，其中水环境治理10.66亿元、固废处理19.51亿元、烟气治理1.3亿元，污泥处置订单占整体比例高达62%。

图10：公司历年新增订单金额/亿元



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图11：公司历年在手尚未确认订单金额/亿元



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

污泥处置方面，公司发挥火电和市政两大客户资源，创新性采用电厂协同焚烧的“生物质耦合发电”新商业模式，促进了污泥减量化、无害化、资源化和规模化处置。该模式已通过南京污泥干化协同发电项目成功实践，该项目也被列为国家发改委资源节约循环利用重点工程及江苏省战略性新兴产业示范工程。

表 1：公司近年来中标多个污泥处置项目

时间	项目	项目模式	处理能力	处理价格 (吨/元)	项目金额/亿元	项目进展
2013年10月	南京市污水处理厂污泥焚（掺）烧处置项目（BOO方式）二三标段	BOO	360吨/天（约合12万吨/年）	240	0.59	已稳定盈利
2015年12月	常熟工业和市政污泥项目	BOT	30万吨/年	228	13.72	土建施工
2016年10月	固废处理六个PPP项目	PPP	36.3万吨/年	-	2.20	设计建设期
2017年3月	徐州市污泥耦合发电 PPP 项目	PPP	7.3万吨/年	180	2.63	确认中标

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

近期公司污泥处置市场开拓速度加快，继15年底成功中标常熟污泥处置大单（13.72亿元）以来，公司于16年10月中标六个固废处置PPP项目（总投资2.2亿元）、于17年3月再次中标徐州市污泥耦合发电PPP项目（合同金额2.63亿元），在手订单合计污泥处置能力（短期规划）达90万吨/年（约合日处理污泥3000吨）。截止目前公司污泥处置在手未结算订单高达19.51亿元，未来收入逐渐兑现则业绩向上弹性可期。

业务布局完成期待多点开花，维持“谨慎增持”评级

预计公司2017-2019年EPS分别为0.239、0.284、0.326元/股，对应PE分别为44、37、32倍。公司近年不断开拓污泥处置、烟气治理等新业务领域，已形成集水处理、大气、固废和产业创新平台于一体的“3+1”产业发展格局。公司目前在手订单充裕，确保未来几年业绩持续增长，加之环保产业创新平台稳步推进提升公司创新能力，维持公司“谨慎增持”评级。

风险提示

在手订单执行进度低于预期；市场竞争导致毛利率下滑。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1080	1202	1207	1387	1621
货币资金	423	224	382	544	621
应收及预付	442	512	500	552	633
存货	148	227	125	142	167
其他流动资产	68	240	200	150	200
非流动资产	431	519	484	517	542
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	49	103	97	106	106
在建工程	133	179	199	229	259
无形资产	116	109	103	96	91
其他长期资产	129	124	81	81	81
资产总计	1511	1722	1691	1904	2163
流动负债	439	543	391	452	535
短期借款	0	43	0	0	0
应付及预收	439	500	391	452	535
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	32	36	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	36	30	30	30
负债合计	470	579	421	482	565
股本	338	507	507	507	507
资本公积	291	122	122	122	122
留存收益	387	480	601	745	910
归属母公司股东权	1016	1108	1229	1373	1539
少数股东权益	24	34	41	49	59
负债和股东权益	1511	1722	1691	1904	2163

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	58	7	210	214	123
净利润	104	117	128	152	175
折旧摊销	12	12	17	19	21
营运资金变动	-67	-133	45	43	-74
其它	9	10	20	0	1
投资活动现金流	-77	-231	-5	-52	-46
资本支出	-20	-98	-8	-55	-49
投资变动	-48	-152	3	3	3
其他	-9	19	0	0	0
筹资活动现金流	-16	28	-47	0	0
银行借款	0	43	-43	0	0
债券融资	0	0	-3	0	0
股权融资	1	2	0	0	0
其他	-17	-17	-1	0	0
现金净增加额	-35	-196	158	162	77
期初现金余额	460	423	224	382	544
期末现金余额	424	227	382	544	621

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	0.1	6.7	9.0	10.4	14.3
营业利润增长	14.4	9.7	21.1	21.5	18.0
归属母公司净利润增长	21.0	8.1	11.0	18.9	15.0
获利能力(%)					
毛利率	32.0	33.5	35.3	34.8	35.3
净利率	17.1	18.1	18.1	19.5	19.7
ROE	9.9	9.8	9.8	10.5	10.8
ROIC	19.3	12.0	16.1	17.7	18.3
偿债能力					
资产负债率(%)	31.1	33.7	24.9	25.3	26.1
净负债比率	-0.4	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4
流动比率	2.46	2.21	3.09	3.07	3.03
速动比率	2.05	1.73	2.66	2.65	2.62
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.40	0.41	0.43	0.44
应收账款周转率	1.79	1.70	1.81	1.80	1.78
存货周转率	3.69	2.30	3.65	3.59	3.45
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.22	0.24	0.28	0.33
每股经营现金流	0.17	0.01	0.41	0.42	0.24
每股净资产	3.01	2.19	2.42	2.71	3.03
估值比率					
P/E	57.9	46.1	44.0	37.0	32.2
P/B	5.7	4.5	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	44.4	36.3	29.8	26.6	22.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	608	648	707	780	891
营业成本	413	431	458	508	576
营业税金及附加	4	5	5	6	7
销售费用	18	20	23	25	31
管理费用	61	71	73	81	89
财务费用	-7	-8	-8	-14	-15
资产减值损失	16	18	20	8	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	4	3	3	3
营业利润	105	115	140	170	200
营业外收入	14	19	8	8	6
营业外支出	0	0	1	3	5
利润总额	119	134	147	175	201
所得税	16	17	19	22	26
净利润	104	117	128	152	175
少数股东损益	3	8	7	8	10
归属母公司净利润	101	109	121	144	165
EBITDA	122	133	166	180	208
EPS(元)	0.30	0.22	0.24	0.28	0.33

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 陈子坤：首席分析师，金融学硕士，4年中国再生金属分会工作经历，2015年、2016年新财富环保行业第一名。再生资源等领域研究经验丰富。
- 邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡 屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6年中国有色研究设计总院工作经历，2年行业研究经验，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3年国家开发银行工作经历，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。