

中金环境 (300145) 研究报告

2017年4月12日

细读年报，上调盈利预测！

买入（维持）

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,790	3,722	4,855	6,125
同比(+/-%)	43.2%	33.4%	30.4%	26.2%
净利润(百万元)	510	721	969	1222
同比(+/-%)	79.7%	41.3%	34.5%	26.1%
毛利率(%)	45.3%	42.3%	41.9%	42.4%
净资产收益率(%)	12.6%	15.3%	17.5%	18.5%
每股收益(元)	0.76	1.08	1.45	1.83
PE	39.82	28.24	21.03	16.67
PB	5.01	4.32	3.67	3.08

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司公布 2016 年业绩，营收 27.9 亿，同比+43.2%，归母净利 5.1 亿，同比+79.68%，扣非后净利润 4.87 亿，同比+81.47%。同时拟 10 派 0.8，10 股转增 8 股。此前公布一季度业绩预告，盈利 8120-9270 万元，同比+110%至 140%。

我们的解读：

中金环境 15 年正式踏足环境产业，时间并不长，但业绩持续超预期。现象背后，本质是什么？**我们认为**是**公司独到精准的战略眼光，和超强的执行力！**

回顾下公司进入环保行业的历程，一切不言自明。15 年从水和污泥角度切入，短短数月，再次外延。布局环境产业顶端的智库，咨询服务业，并且 16 年迅速从环评为主的业务结构成长为环境咨询、设计的全方位布局。**核心是什么？是掌握生态环境的解决方案提供！对标海外成熟的环境龙头，苏伊士，威立雅等公司的核心竞争力，就在于解决方案。**这些布局不仅仅带来利润的增厚，更为公司拓展全产业链环境医院，厉兵秣马，储备了必要环节！我们认为，真正**做好**治理，必须懂技术，懂设计，懂环保，甚至也必须懂工程管理，**才有可能基业长青。**

当前进军全产业链，可谓万事俱备。公司在环境产业的布局可以用两个词总结：**前瞻、精准！**我们有理由相信，好公司永远是稀缺资源，价值会被逐步发掘。17 年又将是一个全新的开始，产业链后端数百倍空间的延伸，河北首个示范项目已经开工。工欲善其事，必先利其器，前期咨询技术设计能力布局体现的协同效应值得期待！

前期的布子通过利润增厚让公司轻松跨越百亿市值。我们判断，通过产业金字塔顶端的全面布局，技术，案例，管理全方面到位的中金环境将走到产业前台，奔向行业龙头。

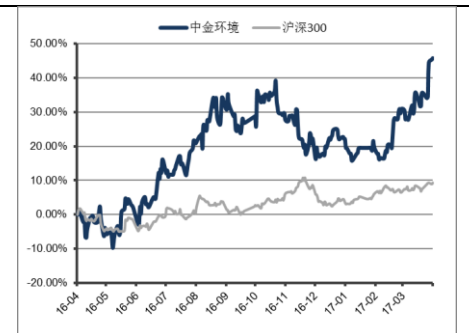
首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.50
一年最低价/最高价	23.6/31.33
市净率	5.02
流通 A 股市值(百万元)	12024

基础数据

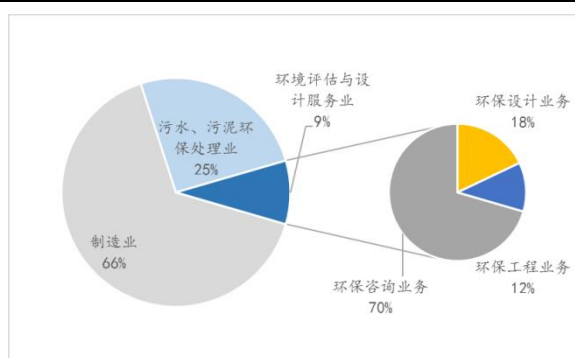
每股净资产(元)	6.07
资产负债率(%)	43.29
总股本(百万股)	668
流通 A 股(百万股)	394

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

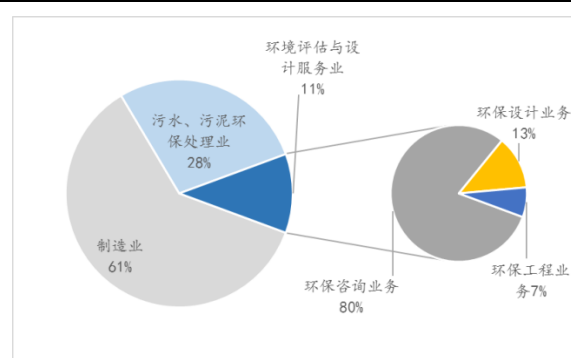
- 子公司金山环保、中咨华宇业绩亮眼，超额完成业绩承诺：**
 公司 16 年业绩超预期，主要是因为子公司金山环保/中咨华宇并表 2.01 亿元/0.71 亿元推动业绩增长。两家子公司均超额完成业绩承诺，金山环保/中咨华宇承诺 1.9/0.85 亿元，实际完成：2.01/0.97 亿元，**超额 5.71%/14.5%**。
- 转型环保成功，贡献利润超半壁江山：1)** 公司营收 27.9 亿，分板块来看，制造板块营收 18.3 亿，同比增长 7.94%，环保板块包括污泥和环境评估设计业务，营收分别为 7.1/2.51 亿。**环保业务营收合计占比 34.5%**。**2)** 从利润端来看，环保板块金山+中咨华宇并表利润合计为 2.73 亿，占公司扣非后净利 55.9%。由于中咨华宇存在并表时点，我们认为在当下中咨华宇已经并表的情况下，将其全年利润考虑进去对未来的判断更具有参考意义，**总利润（制造业+中咨华宇+金山环保）为 5.13 亿，金山+中咨华宇利润合计为 2.98 亿，占比 58.08%**，公司转型环保卓有成效。制造业行情启动，归母净利 2.38 亿，利润增速超过营收增速。

图表 1：公司各子行业营收情况



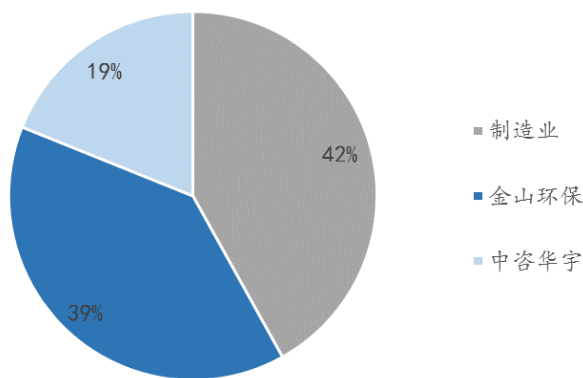
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：公司各子行业毛利占比情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：各版块利润贡献比例，环保已超半壁江山



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

- 高毛利率咨询业务并表提高毛利率，严控费用卓有成效三项费用率下降 2.02PCT。**公司毛利率为 45.32%，同比+3.42PCT。分行业看，制造业、污水污泥处理行业毛利率分别为 42.11%/49.59%；环境评价设计业务毛利率为子行业最高，达 56.53%，涵盖了咨询、设计、工程子版块，其中**咨询业务毛利率最高，为 64.6%**，设计/工程毛利率为 38.72%/35%。三项费用率为 21.22%，同比-2.02PCT，其中销售费用率下降 3.77PCT，公司严控费用

卓有成效。

重点！环境咨询看什么？

- **环境咨询内涵丰富化，同时向设计工程衍生。**1) 市场化元年，空间扩大，集中度有望提升。受益于 16 年底红顶中介脱钩完成，行业市场化元年，核心技术和管成为护城河，预期未来市场将打破区域壁垒，集中度不断提升，优质企业份额提升。2) **环境咨询业务市场呈现多元化趋势：**国家的环境监管正趋向全过程事中事后管理，环保产业从粗放步入精细化发展。例如，排污许可等制度促精细化管理需求，激发咨询服务业空间。在行业监管趋于全过程管理的机遇下，公司借力资本市场，大力发展规划环评、监理、水保、验收、后环评等全生命周期咨询服务业务。公司环境咨询服务内容从单纯的建设项目环评发展为丰富化、多元化的全生命周期的服务体系。3) **从咨询向设计工程衍生：**目前整个板块业务包含咨询/设计/工程业务，营收分别为 2.47/0.85/0.3 亿，占比为 68.2%/23.5%/8.2%。16 年 12 月，中咨华宇以 1.8 亿完成收购洛阳水利 100% 股权，洛阳水利主要业务是水利水电工程设计和建筑规划设计，承诺 2017-2019 年净利润累计不低于 8736 万元（2017 年不低于 2400 万元）。通过并购，公司完成在咨询和设计端的布局，产业链后移，形成协同效应，开启由环保咨询向环境治理综合服务商转型。
- **入口导流，百倍资源落地可期。**17 年 2 月清河 PPP 项目正式落地，验证入口导流逻辑。环境咨询产业可凭上游优势在项目初期介入，根据历史数据对应治理投资达咨询费用 440 倍！1) **全产业链 PPP 项目：**公司 1 月中标清水河 10 亿 PPP 项目，系公司首个全产业链 PPP 项目，包含沿线路段的水利、市政、景观、场馆建设四大内容。2) **后续潜力大：**清河项目所在邢台市为河北唯一入选发改委住建部 PPP 创新工作城市，以点带面后续落地项目可期。3) **入口带来 PPP 项目受益最大化：**借助公司环境咨询平台，一方面可以提升 PPP 项目生命周期盈利能力，另一方面可以提升 PPP 项目筛选的能力，收益最大化。
- **金山环保污泥项目捷报频传，独有污泥技术获市场认可：**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，其独有技术可将污泥、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) 根据“水十条”要求，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，污泥处理市场发展空间广大。3) 公司陆续签订无锡市 350 吨/日污泥处理项目特许经营服务协议、无锡蓝藻无害化、资源化系统工程总承包合同、肥东县 230 吨/日市政污泥及蓝藻处理项目特许经营服务协议等订单，表明污泥及蓝藻处理新技术获得市场认可。看好公司未来业绩放量。

图表 4：中金子公司污泥处理重大项目

项目名称	合同金额（亿元）	项目进展情况
无锡奥尔吉科技有限公司蓝藻无害化、资源化系统工程总承包合同	3.25	已验收
宜兴市 230 吨/日蓝藻打捞、藻水分离及藻泥干化项目	1.66	已进入运营期
无锡市 350 吨/日污泥处理项目	4.37	桩基工程已完成，主体设备正在安装中
肥东县 230 吨/日市政污泥及蓝藻处理项目	3.11	正在平整土地
徐州市市政污泥处理项目	4.05	已签订特许经营协议

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

- **员工持股+股权激励实现利益绑定：**公司于2016年10月推出第三期员工持股和股权激励计划。向公司部分高管、中层管理人员、核心骨干共729人授予股票期权3870万份，行权价格27.84元，同时提出业绩考核要求，2016-2018年净利润相对2015年分别增长70%、125%、170%（复合增速39%）。截至3月17日，员工持股计划已分三次购买，均价24.48元。本次股权激励涵盖环评师团队和金山环保核心骨干，利益绑定充分，可以保证公司在拓展市政EPC业务&布局环境咨询产业的战略转型过程中，稳健推进。
- **盈利预测与估值：**我们认为，公司2016年、2017年一季度持续超预期，毛利率不断提升，资产质量良好，看好公司污泥项目和环境咨询服务，以及环境医院整体战略的执行，因此我们上调盈利预测，预测公司17-19年EPS 1.08、1.45、1.83元，对应PE 28、21、17倍。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 5 中金环境盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2986.8	4146.9	4847.2	5090.9	营业收入	2790.0	3722.4	4854.8	6125.3
现金	813.8	1401.1	1259.7	631.1	营业成本	1525.6	2149.5	2819.6	3525.7
应收款项	1296.4	1673.1	2218.9	2776.4	营业税金及附加	33.2	37.2	47.1	60.3
存货	575.9	811.4	1064.3	1330.9	营业费用	266.4	348.8	432.1	581.9
其他	300.8	261.3	304.3	352.5	管理费用	286.0	275.5	349.5	441.0
非流动资产	4318.1	4669.7	5539.6	7176.8	财务费用	39.5	57.1	59.9	71.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	3.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	994.3	1371.2	2265.4	3926.2	其他	-59.6	-25.0	-25.0	-25.0
无形资产	756.6	731.4	707.0	683.4	营业利润	583.0	829.3	1121.6	1419.8
其他	2567.2	2567.2	2567.2	2567.2	营业外净收支	25.7	20.0	20.0	20.0
资产总计	7304.9	8816.7	10386.8	12267.7	利润总额	608.7	849.3	1141.6	1439.8
流动负债	2648.3	2418.8	3155.2	3966.9	所得税费用	91.9	128.8	172.7	218.1
短期借款	880.3	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	6.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	791.4	1115.0	1462.6	1828.9	归属母公司净利润	510.0	720.6	968.9	1221.7
其他	976.7	1303.7	1692.6	2137.9	EBIT	679.0	911.4	1206.5	1516.4
非流动负债	513.7	1613.7	1613.7	1613.7	EBITDA	764.9	1043.5	1372.7	1750.2
长期借款	501.2	1601.2	1601.2	1601.2					
其他	12.5	12.5	12.5	12.5	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	3162.1	4032.5	4769.0	5580.6	每股收益(元)	0.76	1.08	1.45	1.83
少数股东权益	87.8	87.8	87.8	87.8	每股净资产(元)	6.07	7.03	8.28	9.88
归属母公司股东权益	4055.0	4696.4	5530.0	6599.3	发行在外股份(百万股)	667.9	667.9	667.9	667.9
负债和股东权益总计	7304.9	8816.7	10386.8	12267.7	ROIC(%)	12.1%	15.1%	19.1%	19.2%
					ROE(%)	12.6%	15.3%	17.5%	18.5%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	45.3%	42.3%	41.9%	42.4%
经营活动现金流	577.8	819.9	1054.9	1419.9	EBIT Margin(%)	24.3%	24.5%	24.9%	24.8%
投资活动现金流	-1347.7	-373.0	-1061.1	-1896.0	销售净利率(%)	18.3%	19.4%	20.0%	19.9%
筹资活动现金流	416.5	140.4	-135.2	-152.4	资产负债率(%)	43.3%	45.7%	45.9%	45.5%
现金净增加额	-347.7	587.3	-141.4	-628.6	收入增长率(%)	43.2%	33.4%	30.4%	26.2%
企业自由现金流	-421.6	399.7	23.8	-436.1	净利润增长率(%)	79.7%	41.3%	34.5%	26.1%

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>

