

第三期员工持股购买完成，高位激励彰显信心

公司简报

◆事件：

2017年5月17日，公司公告第三期员工持股购买完成，合计购买上市公司股份2241万股，总计5.6亿元，成交均价25.02元/股。

◆高位激励彰显信心，利益绑定齐力向前

公司在2016年10月25日公告了第三期员工持股及股权激励的预案，并于同年11月21日完成了股权激励的授予，行权价格是27.84元/股，激励范围超过700人。此次第三期员工持股完成后，增持均价为25.02元/股。5月8日，公司总经理、中咨华宇董事长郭少山先生完成1461万元的增持，增持均价29.22元/股。截止到5月17日收盘，公司股价为30.63元/股，高出行权价格10%，持股计划增持价格20%。这次激励完成后，公司管理层及主要核心骨干都完成了利益的绑定，凸显出公司成员对自身发展的信心。

◆污泥拓展或持续超预期

按照2020年无害化处置率达到90%以上的要求，我国市政污泥无害化处置产能将在2020年达到4496万吨/年（湿泥），新增2503万吨/年（湿泥）产能。金山环保2016年收入结构中污泥收入5.16亿元，占比超过65%。随着公司太阳能低温复合膜技术不断被市场认可，中金环境将充分受益于“十三五”污泥行业的爆发增长。

◆坚定看好中咨华宇入口价值，PPP为公司带来业绩弹性

2017年1月，公司中标清水河生态综合治理工程PPP项目，总金额达10.33亿元。此项目为以环评为入口为公司带来的第一个大型PPP综合项目。我们认为这次订单是公司环评“入口”价值有效验证。我们持续看好公司环评“入口”带订单的逻辑，PPP将成为公司未来业绩弹性的主要来源。

◆维持“买入”评级

我们维持公司17-19年1.17、1.63、2.11元的盈利预测，对应17-19年26倍、19倍、14倍。我们暂不上调目标价格，维持36.90元的目标价格不变。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,948	2,790	4,547	5,957	7,418
营业收入增长率	23.98%	43.20%	62.96%	31.01%	24.53%
净利润(百万元)	284	510	778	1,089	1,407
净利润增长率	44.27%	79.68%	52.57%	39.92%	29.24%
EPS(元)	0.42	0.76	1.17	1.63	2.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.98%	12.58%	16.28%	18.80%	19.85%
P/E	72	40	26	19	14
P/B	6	5	4	4	3

买入(维持)

当前价/目标价：30.41/36.90元

目标期限：6个月

分析师

陈俊鹏 (执业证书编号：S0930511120004)

021-22169041

chenjunpeng@ebsec.com

宋磊 (执业证书编号：S0930516070002)

021-22169317

songlei1@ebsec.com

郑小波 (执业证书编号：S0930515080002)

0755-23945524

zhengxb@ebsec.com

联系人

殷中枢

021-22169040

yinzs@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：6.68

总市值(亿元)：206

一年最低/最高(元)：18.41/31.80

近3月换手率：23.72%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.27	26.66	47.02
绝对	5.26	26.32	57.52

相关研报

中咨华宇及金山环保均超预期业绩承诺，河北省PPP项目具有示范效应

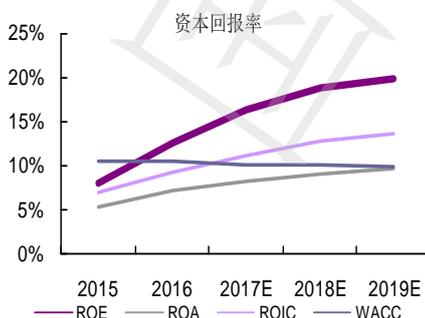
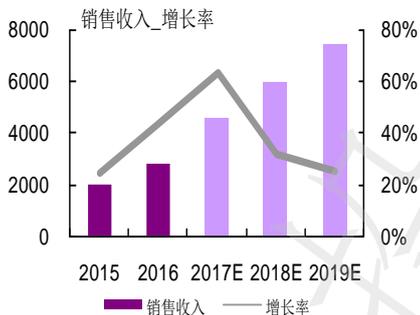
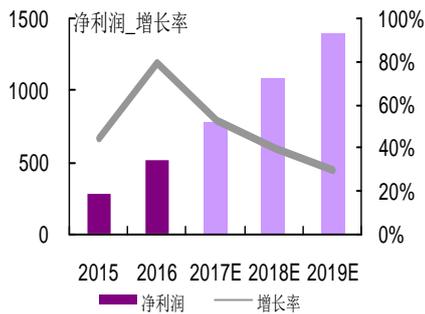
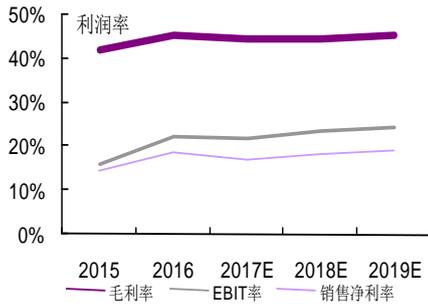
.....2017-04-10

外延内生齐发力，业绩靓丽超预期

.....2017-04-06

污泥持续发力，长期看好公司未来发展

.....2017-03-07



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,948	2,790	4,547	5,957	7,418
营业成本	1,132	1,526	2,526	3,302	4,062
折旧和摊销	64	86	217	259	305
营业税费	19	33	43	51	63
销售费用	260	266	455	596	742
管理费用	198	286	455	578	705
财务费用	-4	39	93	136	171
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	0	3	7	8	9
营业利润	315	583	897	1,262	1,637
利润总额	333	609	917	1,283	1,659
少数股东损益	-2	7	1	2	3
归属母公司净利润	283.83	509.99	778.10	1,088.73	1,407.13

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	5,363	7,305	9,544	11,947	14,565
流动资产	2,523	2,987	4,798	6,739	8,942
货币资金	1,132	814	1,591	2,085	2,596
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	617	1,009	1,512	2,264	3,171
应收票据	193	112	455	715	1,039
其他应收款	36	175	136	221	321
存货	388	576	879	1,184	1,498
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	216	0	1	2	2
固定资产	878	898	1,170	1,467	1,754
无形资产	457	757	836	934	1,029
总负债	1,731	3,162	4,675	6,065	7,382
无息负债	874	1,781	1,990	2,657	3,277
有息负债	857	1,382	2,685	3,408	4,105
股东权益	3,632	4,143	4,869	5,882	7,183
股本	333	668	668	668	668
公积金	2,468	2,173	2,251	2,360	2,393
未分配利润	751	1,203	1,850	2,752	4,017
少数股东权益	76	88	89	91	95

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	192	578	287	690	799
净利润	284	510	778	1,089	1,407
折旧摊销	64	86	217	259	305
净营运资金增加	569	173	1,447	1,281	1,590
其他	-724	-192	-2,155	-1,939	-2,503
投资活动产生现金流	-83	-1,348	-675	-713	-712
净资本支出	-142	-381	-700	-720	-720
长期投资变化	216	0	-1	-1	-1
其他资产变化	-157	-967	25	8	9
融资活动现金流	587	416	1,165	516	424
股本变化	71	335	0	0	0
债务净变化	828	524	1,303	723	697
无息负债变化	362	906	210	667	620
净现金流	699	-348	778	494	511

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.98%	43.20%	62.96%	31.01%	24.53%
净利润增长率	44.27%	79.68%	52.57%	39.92%	29.24%
EBITDA/EBITDA 增长率	50.03%	88.03%	70.31%	37.48%	27.56%
EBITEBIT 增长率	50.44%	98.74%	59.07%	41.42%	29.35%
估值指标					
PE	72	40	26	19	14
PB	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	28	31	19	14	12
EV/EBIT	34	36	24	17	14
EV/NOPLAT	40	42	28	20	16
EV/Sales	5	8	5	4	3
EV/IC	3	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	41.90%	45.32%	44.44%	44.56%	45.24%
EBITDA 率	19.23%	25.25%	26.39%	27.69%	28.37%
EBIT 率	15.97%	22.16%	21.63%	23.35%	24.25%
税前净利润率	17.07%	21.82%	20.17%	21.54%	22.37%
税后净利润率 (归属母公司)	14.57%	18.28%	17.11%	18.28%	18.97%
ROA	5.26%	7.07%	8.17%	9.13%	9.68%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.98%	12.58%	16.28%	18.80%	19.85%
经营性 ROIC	6.93%	9.26%	11.07%	12.73%	13.55%
偿债能力					
流动比率	1.48	1.13	1.18	1.26	1.35
速动比率	1.25	0.91	0.97	1.04	1.12
归属母公司权益/有息债务	4.15	2.94	1.78	1.70	1.73
有形资产/有息债务	4.57	3.07	2.40	2.57	2.75
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.42	0.76	1.17	1.63	2.11
每股红利	0.05	0.08	0.12	0.16	0.21
每股经营现金流	0.29	0.87	0.43	1.03	1.20
每股自由现金流(FCFF)	-0.53	0.18	-1.51	-0.78	-0.64
每股净资产	5.32	6.07	7.16	8.67	10.61
每股销售收入	2.92	4.18	6.81	8.92	11.11

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。

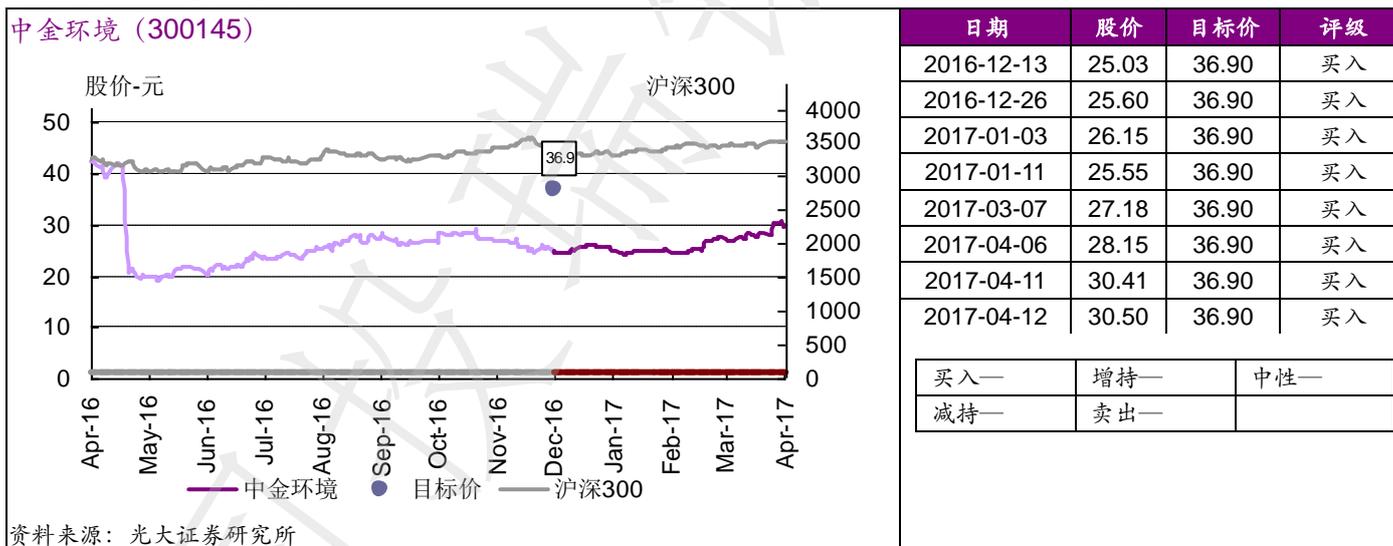
分析师介绍

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



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

上海市新闻路 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@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com