

2017年6月6日

收购惠州华禹，环境咨询服务业务再强化

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	0.60	0.81	1.02
PE	19.85	25.47	18.95	15.03
PB	2.50	3.91	3.32	2.78

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

事件:

子公司中建华帆于2017年6月2日与惠州华禹水利水电工程勘测设计有限公司现有股东签署《股权转让框架协议》，拟出资1.39亿元购买其持有的55%股权，收购市盈率为9倍。

投资要点:

■ **二次出手，延续收购水利设计龙头，强化环境咨询服务业务：公司两次收购标的均采用现金收购低市盈率高成长区域龙头：1)**先后收购的洛阳水利和惠州华禹均为a、**区域龙头**分别辐射华北与珠三角、b、**收购市盈率均较低**估值优势明显（分别为7.5倍/9倍），c、**高成长性**（承诺17年净利润分别为2400/2800万，**惠州华禹2017-2020年承诺净利润对应增速为20%**）。2)此次收购 a、提高公司在水利行业的设计、治理等业务实力，强化公司环境咨询服务业务能力。b、是公司进军全产业链重要一环，**有效拓展公司环保治理产业链。**

■ **南北呼应，布局全国百亿水利设计市场：1)**“十三五”时期，我国水利建设投资估算2.43万亿（来源中国证券网），以2.71%中标费率计算（中标小浪底项目设计费率），**全国水利设计费用空间约为658亿。**2)与**洛阳水利南北呼应，辐射全国**：此次收购完成后，形成洛阳水利在北，惠州华禹在南的格局，影响力辐射全国，快速把握全国市场动态。

■ **入口导流优势明显，占惠州百亿PPP市场先机。**1)入口导流优势明显：**“十三五”惠州计划水利投资198亿元**，曾参与其中部分项目前期设计的惠州华禹占据先机（曾中标惠城区河涌整治工程2016年设计项目，此项目目前为PPP项目，来源中国招标网），**预计惠州华禹将成为公司在珠三角设计业务和水生态治理PPP拓展的重要支点。**2)入口效应持续强化：17年以来，清河PPP项目+陆良县项目连续落地，持续验证入口导流逻辑！随着公司完成在规

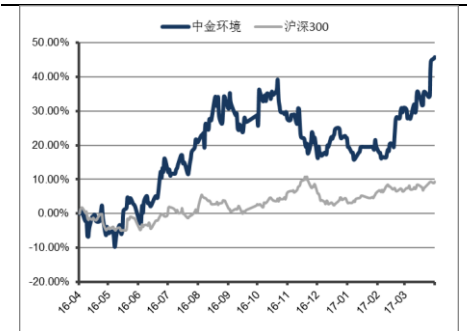
首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

[yuanl@dwzq.com.cn](mailto:yuanl@dwzq.com.cn)

021-60199782

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.16
一年最低价/最高价	13.07/17.62
市净率	4.41
流通A股市值(百万元)	11325

基础数据

每股净资产(元)	3.42
资产负债率(%)	43.10
总股本(百万股)	1,202
流通A股(百万股)	742

相关研究

1. 轻资产板块亮眼，金山污泥业务扩张  
2016年8月9日
2. 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
3. 首个PPP合同落地，环境咨询价值凸显  
2017年1月11日
4. 扣非业绩增长超80%，环境咨询价值凸  
2017年3月2日
5. 污泥连摘硕果，夯实长期增长  
2017年3月7日
6. 污泥项目市场打开，未来发展基础牢固  
2017年3月10日
7. 一季度业绩超预期，环境医院新征程  
2017年4月7日
8. 细读年报，上调盈利预测！  
2017年4月12日
9. 入口逻辑再度强化！  
2017年4月19日

划环评，监理，水保，验收，后评价，设计一系列产业链的布局，咨询内涵多元丰富化，入口导流优势进一步提升，未来更多项目落地可期。

图表 1：洛阳水利及惠州华禹收购情况对比

标的名称	收购股份	估值(亿元)	业绩承诺(万元)				2017 年业绩承诺对应 PE	资质		
			2017	2018	2019	2020		水利工程	水资源	市政
洛阳水利	100%	1.8	2400	2017-2019 年实现净利润累计不低于 8736 万元			7.5	规划设计、工程勘察、工程咨询甲级、工程测绘乙级	水资源论证、水资源调查评价、水土保持乙级	工业与民用建筑设计丙级
惠州华禹	55%	2.52	2800	3360	4032	4838	9	工程咨询甲级、工程设计、工程测量、岩土工程(勘察)乙级	水土保持监测甲级、水资源论证、水土保持方案、水文水资源调查评价乙级、	市政(给排水、道路、桥梁)乙级、建筑工程、电力丙级

资料来源：WIND 咨询，公司官网，东吴证券研究所

### 2017 年，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**

#### 重点！17 年，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：16 年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%。**

■ 17 年坚定看好环境咨询入口导流：17 年以来，**清河 PPP 项目+陆良县项目连续落地，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**：公司清水河10亿PPP项目3月31日落地，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) 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。云南陆良县项目落地，公司入口导流逻辑再次开花结果。****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。

- **盈利预测与估值**：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，预测公司17-19年EPS 0.6、0.81、1.02元，对应PE 26、20、15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 2 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
<b>流动资产</b>	<b>2986.8</b>	<b>4146.9</b>	<b>4847.2</b>	<b>5090.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>2790.0</b>	<b>3722.4</b>	<b>4854.8</b>	<b>6125.3</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>4318.1</b>	<b>4669.7</b>	<b>5539.6</b>	<b>7176.8</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>583.0</b>	<b>829.3</b>	<b>1121.6</b>	<b>1419.8</b>
其他	2567.2	2567.2	2567.2	2567.2	营业外净收支	25.7	20.0	20.0	20.0
<b>资产总计</b>	<b>7304.9</b>	<b>8816.7</b>	<b>10386.8</b>	<b>12267.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>608.7</b>	<b>849.3</b>	<b>1141.6</b>	<b>1439.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>2648.3</b>	<b>2418.8</b>	<b>3155.2</b>	<b>3966.9</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>510.0</b>	<b>720.6</b>	<b>968.9</b>	<b>1221.7</b>
其他	976.7	1303.7	1692.6	2137.9	EBIT	679.0	911.4	1206.5	1516.4
<b>非流动负债</b>	<b>513.7</b>	<b>1613.7</b>	<b>1613.7</b>	<b>1613.7</b>	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	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>3162.1</b>	<b>4032.5</b>	<b>4769.0</b>	<b>5580.6</b>	每股收益(元)	0.76	0.60	0.81	1.02
少数股东权益	87.8	87.8	87.8	87.8	每股净资产(元)	6.07	3.91	4.60	5.49
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	1202.1	1202.1	1202.1
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7304.9</b>	<b>8816.7</b>	<b>10386.8</b>	<b>12267.7</b>	ROIC(%)	12.1%	15.1%	19.1%	19.2%
					ROE(%)	12.6%	15.3%	17.5%	18.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	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>

