

公司研究/公告点评

2017年07月13日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.89  
合理价格区间(元): 12.0-12.5

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
wangweijia@htsc.com

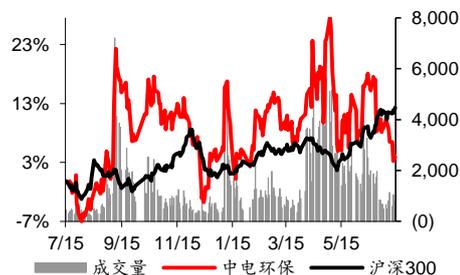
**徐科** 010-56793939  
联系人 xuke2@htsc.com

**张雪蓉**  
联系人 zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1 《中电环保(300172,买入): 业绩增长 8%, 关注非电、污泥潜力》2017.03
- 2 《中电环保(300172): 三季度业绩回升, 新签 6 个污泥 PPP 项目》2016.10
- 3 《中电环保(300172): 大龄应收账款蚕食污水、烟气亮点》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

## 17H 业绩预增 10%-30%，看好污泥持续发力 中电环保(300172)

### 17H 业绩预增 10%-30%，污泥板块持续发力

公司 2017 年上半年预计实现归母净利润 5263.23 万元~6220.18 万元，同比增长 10%-30%，符合预期。同时，预计非经常性损益预计对公司净利润的影响为 1300 万元（上年同期非经常性损益为 336.08 万元），扣非净利润同比增速为 -11%~11%。公司归母净利润实现稳步增长，主要原因是：公司污泥耦合发电业务实现了快速增长，工业水处理和烟气治理业务保持平稳；同时，公司环保产业创新和科技服务平台获得可观收益。我们认为，污泥板块有望持续发力，17 年全年业绩仍将维持当前增速平稳增长。

### 污泥耦合发电具备竞争力，厚积薄发落地加速

公司在污泥耦合发电领域具备技术优势，同时借助“生物质耦合发电”新商业模式的先发优势，积极拓展市场，快速复制布点，公司推广的“污泥+电厂耦合干化焚烧处置”模式因其电厂客户资源而具备低成本、易外延的竞争优势，将支撑公司在固废板块的拿单能力。公司 2017 年一季度固废处理新承接订单额为 2.63 亿元，在手订单为 21.81 亿元，我们认为，2017 年上半年新签订单和在手订单将延续高增长态势，保障公司未来业绩增长。

### 烟气治理保持平稳，未来关注非电拓展

公司烟气治理业务保持平稳，在热电、非电领域双管齐下，从 2017 年一季报的披露情况来看，公司在煤化工、焦化焦炉等非电领域承接订单完成情况良好，并且不断开拓采用低温脱硝等领先技术的标杆性订单。我们认为当前我国超低排放仍有市场空间，后续非电烟气治理市场有望提供增量空间，公司的烟气业务有望持续受益。

### PPP 项目已有斩获，提供增长驱动力

公司在 2016 年新拓展了六个总投资 2.2 亿元固废处置 PPP 项目，17 年上半年中标 2.6 亿元徐州市污泥耦合发电 PPP 项目，公司采用 PPP 模式在污泥处置领域再下一城。PPP 拿单能力符合预期，未来随着公司污泥 PPP 项目的陆续实施，为公司业绩提供增长驱动力。

### 看好污泥持续发力与非电拓展，维持“买入”评级

考虑到公司所处水务板块增速偏低，我们略微下调 17-19 年归母净利润至 1.19（前次 1.25）、1.34（前次 1.46）、1.62（前次 1.65）亿元，2017~2019 年 EPS 为 0.24/0.26/0.32 元，目前股价对应 2017-2019 年 PE 为 42/37/31 倍。参考水务板块可比公司 40x 的平均 PE，公司在水务、烟气、污泥等细分领域布局合理，业务前景向好，享有一定的估值溢价，给予公司 2017 年 50-52 倍 PE，小幅下调 17 年目标价至 12.0-12.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：新订单量不及预期，项目进度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	507.00
流通 A 股 (百万股)	341.89
52 周内股价区间 (元)	8.90-12.20
总市值 (百万元)	5,014
总资产 (百万元)	1,754
每股净资产 (元)	2.21

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	607.61	648.26	723.06	811.26	904.52
+/-%	0.08	6.69	11.54	12.20	11.50
归属母公司净利润 (百万元)	100.89	109.04	119.34	133.80	161.91
+/-%	20.97	8.08	9.44	12.12	21.01
EPS (元, 最新摊薄)	0.20	0.22	0.24	0.26	0.32
PE (倍)	49.70	45.98	42.02	37.48	30.97

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,080	1,202	1,274	1,363	1,476
现金	422.81	223.55	209.91	289.67	322.69
应收账款	350.70	412.28	459.85	515.95	575.26
其他应收账款	38.75	19.15	21.36	23.97	26.72
预付账款	34.20	38.76	43.24	48.62	54.23
存货	147.77	226.98	253.25	192.71	198.40
其他流动资产	85.60	281.73	286.54	292.22	298.22
非流动资产	430.81	519.32	613.22	715.32	825.47
长期投资	3.68	3.69	3.69	3.69	3.69
固定资产投资	51.70	48.85	102.69	188.60	286.12
无形资产	73.96	67.37	61.38	55.96	51.04
其他非流动资产	301.46	399.41	445.45	467.08	484.63
资产总计	1,511	1,722	1,887	2,078	2,301
流动负债	438.83	542.93	605.52	680.42	759.91
短期借款	0.00	43.00	47.96	53.81	60.00
应付账款	326.70	371.73	414.76	466.33	520.12
其他流动负债	112.13	128.20	142.80	160.28	179.79
非流动负债	31.59	36.48	36.48	36.48	36.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	31.59	36.48	36.48	36.48	36.48
负债合计	470.41	579.40	642.00	716.90	796.39
少数股东权益	24.16	34.15	43.18	53.30	65.55
股本	338.00	507.00	507.00	507.00	507.00
资本公积	290.61	121.61	121.61	121.61	121.61
留存公积	387.46	479.60	573.59	679.65	810.46
归属母公司股	1,016	1,108	1,202	1,308	1,439
负债和股东权益	1,511	1,722	1,887	2,078	2,301

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	57.78	6.93	104.93	210.23	173.56
净利润	100.89	109.04	119.34	133.80	161.91
折旧摊销	11.64	12.09	15.65	20.81	26.89
财务费用	(7.40)	(7.60)	(4.69)	(4.26)	(6.21)
投资损失	(2.94)	(4.43)	(6.69)	(10.09)	(15.22)
营运资金变动	(70.46)	(136.49)	(27.72)	59.83	(6.07)
其他经营现金	26.05	34.32	9.03	10.12	12.25
投资活动现金	(77.02)	(230.52)	(102.87)	(112.83)	(121.82)
资本支出	20.06	98.22	109.55	122.92	137.05
长期投资	50.82	154.50	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6.14	(22.20)	(6.69)	(10.09)	(15.22)
筹资活动现金	(15.90)	27.57	(15.70)	(17.64)	(18.71)
短期借款	0.00	43.00	4.96	5.85	6.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	169.00	169.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(169.00)	(169.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(15.90)	(15.43)	(20.66)	(23.49)	(24.90)
现金净增加额	(35.14)	(196.02)	(13.64)	79.76	33.02

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	607.61	648.26	723.06	811.26	904.52
营业成本	413.47	431.30	481.23	541.06	603.47
营业税金及附加	4.22	4.61	5.14	5.76	6.43
营业费用	18.24	20.31	22.66	25.42	28.34
管理费用	61.27	70.71	77.29	84.99	92.86
财务费用	(7.40)	(7.60)	(4.69)	(4.26)	(6.21)
资产减值损失	15.64	18.06	20.14	22.60	14.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.94	4.43	6.69	10.09	15.22
营业利润	105.12	115.29	127.96	145.77	180.37
营业外收入	14.38	19.06	19.06	19.06	19.06
营业外支出	0.02	0.12	0.12	0.12	0.12
利润总额	119.48	134.23	146.91	164.71	199.31
所得税	15.58	16.94	18.54	20.78	25.15
净利润	103.90	117.29	128.37	143.92	174.16
少数股东损益	3.01	8.25	9.03	10.12	12.25
归属母公司净利润	100.89	109.04	119.34	133.80	161.91
EBITDA	122.05	133.41	152.39	174.84	200.31
EPS (元)	0.20	0.22	0.24	0.26	0.32

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.08	6.69	11.54	12.20	11.50
营业利润	14.45	9.67	10.99	13.91	23.74
归属母公司净利润	20.97	8.08	9.44	12.12	21.01
获利能力 (%)					
毛利率	31.95	33.47	33.44	33.31	33.28
净利率	16.60	16.82	16.50	16.49	17.90
ROE	10.36	10.27	10.33	10.66	11.79
ROIC	17.09	13.22	11.56	12.06	12.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.14	33.65	34.02	34.49	34.61
净负债比率 (%)	0	7.42	7.47	7.51	7.53
流动比率	2.46	2.21	2.10	2.00	1.94
速动比率	2.12	1.80	1.69	1.72	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.40	0.40	0.41	0.41
应收账款周转率	1.79	1.70	1.66	1.66	1.66
应付账款周转率	1.45	1.24	1.22	1.23	1.22
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.22	0.24	0.26	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.01	0.21	0.41	0.34
每股净资产(最新摊薄)	2.00	2.19	2.37	2.58	2.84
估值比率					
PE (倍)	49.70	45.98	42.02	37.48	30.97
PB (倍)	4.93	4.52	4.17	3.83	3.48
EV_EBITDA (倍)	41.08	37.59	32.90	28.68	25.03

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com