

# 规模、效率提升促增长，集团环保平台价值凸显

## ——上海环境(601200)中报点评

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

### 证券研究报告-中报点评

### 增持(首次)

#### 市场数据(2017-09-04)

发布日期: 2017年09月05日

收盘价(元)	25.46
一年内最高/最低(元)	42.37/23.33
沪深300指数	3845.62
市净率(倍)	3.66
流通市值(亿元)	79.23

#### 基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	7.39
每股经营现金流(元)	0.64
毛利率(%)	39.19
净资产收益率-摊薄(%)	5.77
资产负债率(%)	49.45
总股本/流通股(万股)	70254.39/31118.31
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

#### 投资要点:

- **主营业务收入缓慢增长，盈利增长超预期。**17年上半年，公司实现销售收入11.97亿元，同比增长9.25%，归母净利润2.99亿元，同比增长33.24%。公司收入增长主要受益于垃圾焚烧发电业务发展。毛利率的提升、管理费用和财务费用的下降导致公司归母净利润增速超过收入增速。
- **垃圾焚烧发电规模效应显著，预计17年全年垃圾焚烧发电收入稳定增长。**17年上半年公司入厂垃圾282.37万吨，同比增长17.78%；垃圾焚烧上网电量8.37亿度，同比增长23.2%。松江天马、奉贤东石塘和崇明项目合计3500吨/天的产能于2016年下半年投产提升公司运行产能。另外，发电效率提升和均价提高促进收入增加。
- **管理费用、财务费用同比减少，预计全年期间费用率有望持续下行。**17年上半年，公司三费合计支出1.46亿元，同比下降6.44%。管理费用下降原因为研发费用的减少；财务费用受归还短期借款利息支出减少影响。
- **全面拓展“2+4”业务，有望形成新的利润增长点。**公司正在培育污泥、危险废物处置、餐厨垃圾处理及土壤修复业务，实现向综合环境服务提供商的转型。公司先后中标桃浦地区污染土壤与地下水修复工程、新沂危废填埋场工程、莆田餐厨垃圾处理工程等项目，预计后续逐步贡献业绩。
- **股东背景强势，旗下污水处理资产及固废资产构成潜在资产注入预期。**公司作为城投集团旗下的环保资产上市平台，实际控制人为上海市国资委。集团承诺分立上市后三年，将控制的污水、固废等环境类资产和业务注入公司。若后续资产注入，公司经营资产规模将大幅度提升。
- **首次给予公司“增持”评级。**预计公司2017、18年EPS分别为0.81、0.90元，按照9月4日25.46元/股收盘价计算，对应PE分别为29.8和26.9倍。目前公司估值相对于行业水平合理，首次给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**项目建设进度不及预期；公用事业服务价格调整滞后。

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,009.4	2,551.1	2,991.9	3,421.2	3,848.9
增长比率	400.5%	27.0%	17.3%	14.4%	12.5%
净利润(百万元)	341.4	465.1	572.4	635.5	732.8
增长比率	384.5%	36.2%	23.1%	11.0%	15.3%
每股收益(元)	0.49	0.66	0.81	0.90	1.04
市盈率(倍)	50.0	36.7	29.8	26.9	23.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

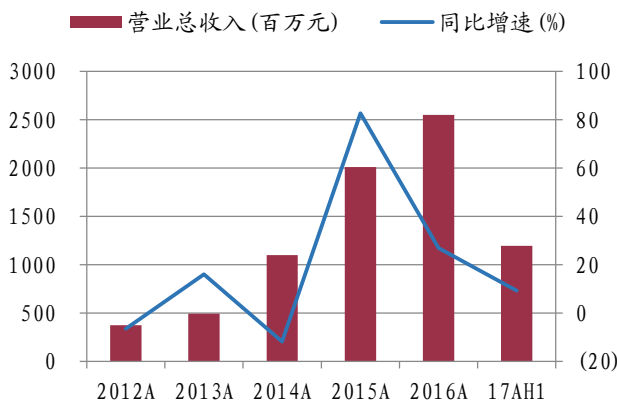
## 1. 事件

2017年8月31日,公司公布2017年半年度报告:上半年公司实现营业收入11.97亿元,同比增长9.25%;营业利润3.86亿元,同比增长47.35%;归母净利润2.99亿元,同比增长33.24%;经营活动现金净流量4.47亿,同比增长-20.32%;基本每股收益0.43元,同比增长33.24%。

## 2. 点评

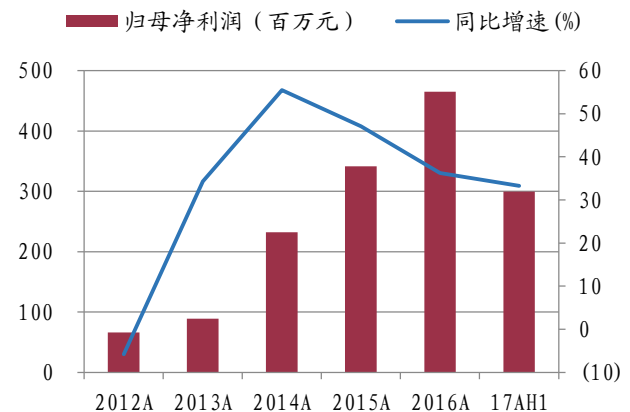
**主营业务收入缓慢增长,费用下降致盈利超预期。**17年上半年,公司实现销售收入11.97亿元,同比增长9.25%,归母净利润2.99亿元,同比增长33.24%。归母净利润增速超过营收,略超预期。分季度来看,第二季度公司实现营业收入6.61亿元,同比增长4.29%;实现归母净利润1.45亿元,同比增长24.71%。单季度营收、归母净利润增速均呈现回落趋势。17年上半年公司收入增长主要受益于垃圾焚烧发电业务新项目投产和单位垃圾焚烧发电量提升,而垃圾填埋、垃圾中转、污水处理业务均持平。综合毛利率的提升、管理费用和财务费用的下降导致公司归母净利润增速超过收入增速。

图 1: 2012-17 年公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司归母净利润及增速



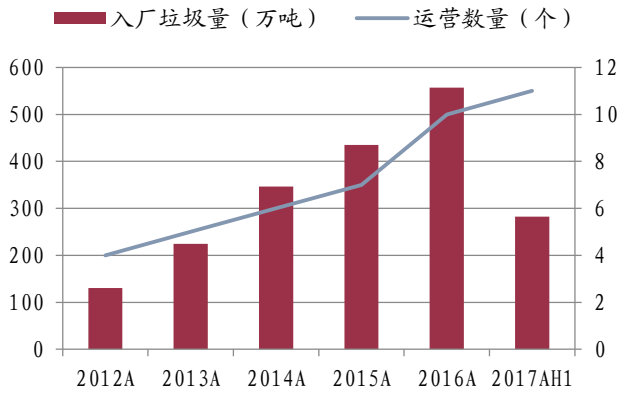
资料来源: Wind, 中原证券

**垃圾焚烧发电规模效应显著,预计17年全年垃圾焚烧发电收入稳定增长。**17年上半年公司入厂垃圾282.37万吨,同比增长17.78%;垃圾焚烧上网电量8.37亿度,同比增长23.2%。垃圾入库量增加的原因:松江天马项目、奉贤东石塘和崇明项目合计3500吨/天的产能于2016年下半年投产。随着公司垃圾焚烧发电项目规模扩大以及产能利用率的提高,单位入库垃圾上网电量提高到296.33KWH,经营效率逐步提升。

2016年末,公司在建以及运营的垃圾焚烧发电总设计能力为1.86万吨/日。至17年6月底,公司在建项目中太原市生活垃圾焚烧发电厂BOT项目已取得施工许可证;新昌县生活垃圾卫生填埋场工程一期库区边坡膜铺设完成12万平方米,二期垃圾坝填筑完成40%;长远岗垃圾填埋场污水处理厂已完工试运行。新项目逐步投运将会增加公司垃圾焚烧、填埋产能。

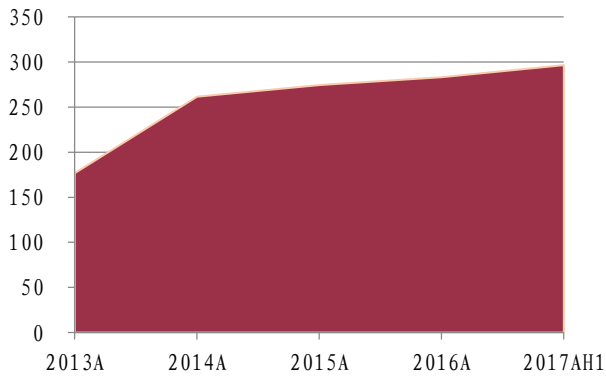
从焚烧处理价格上看,公司新投产的天马、东石塘、崇明垃圾处理单价为 257.87、207.36、133.55 元/吨,显著高于已经投运项目单价。预计 17 年下半年公司产能利用率继续提高,全年垃圾焚烧发电收入稳定增长。

图 3: 2012-17 年公司垃圾焚烧厂数量和入厂垃圾量



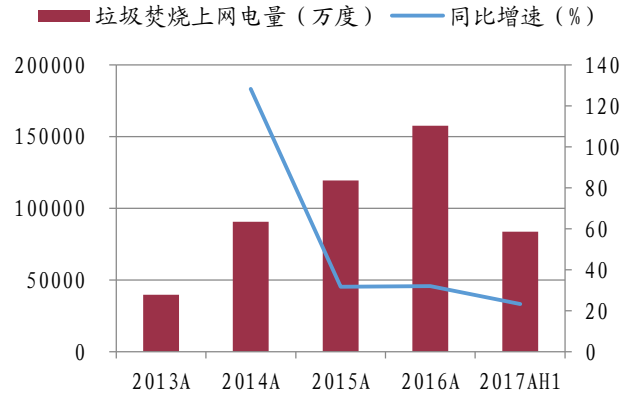
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 单位入库垃圾上网电量 (KWH)



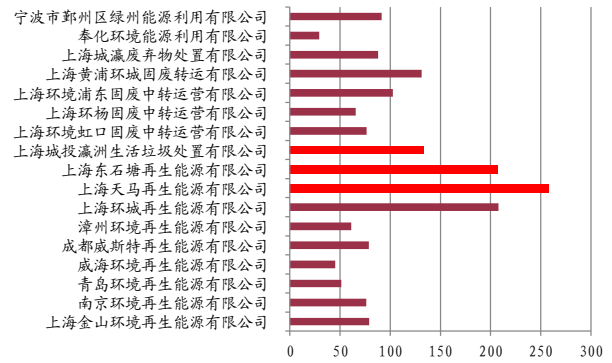
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 2013-17 年公司垃圾焚烧上网电量及增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 6: 公司主要垃圾焚烧发电/填埋/中转项目单价

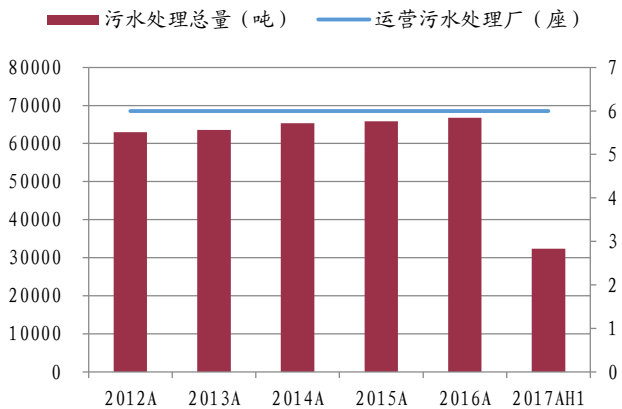


资料来源: 公司公告, 中原证券

其他运营类业务发展平稳, 预计全年其他运营类业务收入与去年持平。公司的其他环保运营类业务包括: 生活垃圾填埋、垃圾中转、市政污水处理。目前, 公司拥有 5 个垃圾填埋项目、5 座垃圾中转站、6 座市政污水处理厂, 设计产能分别为 6850 吨/天、3620 吨/天、182.3 吨/天。另外, 公司拥有一座沼气发电项目, 功率为 15MW。

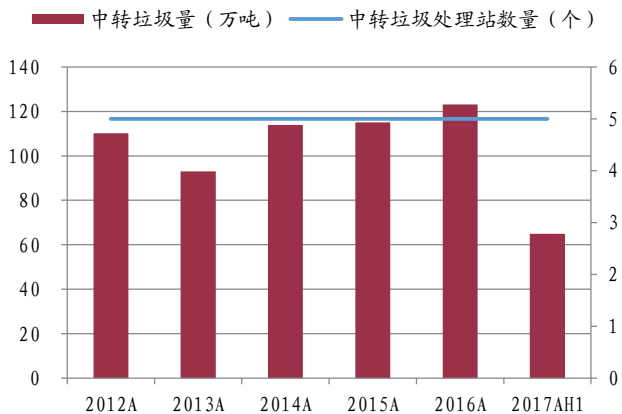
17 年上半年, 公司填埋垃圾量、中转垃圾量、污水处理量分别达到 155.73 万吨、64.95 万吨、3.24 亿吨, 同比基本持平。老港沼气发电项目上网电量 0.38 亿度, 也基本跟前几年差别不大。考虑公用事业服务定价原则, 预计填埋价格、中转价格、污水处理单价及沼气发电上网电价全年保持稳定, 因此, 预计其他运营类业务收入同比基本持平。

图 7: 2012-17 年公司运营污水处理厂数目及总处理量



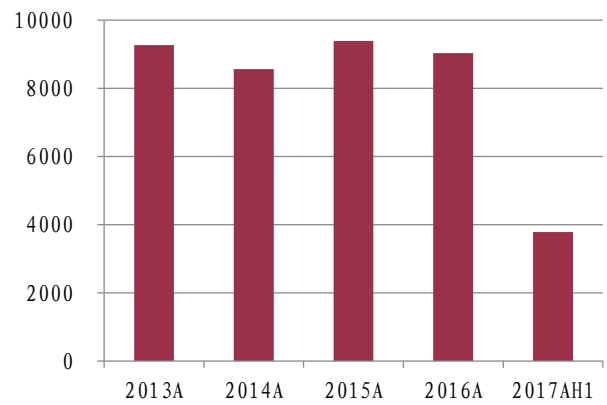
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 9: 2012-17 年公司垃圾中转站数量及中转垃圾量



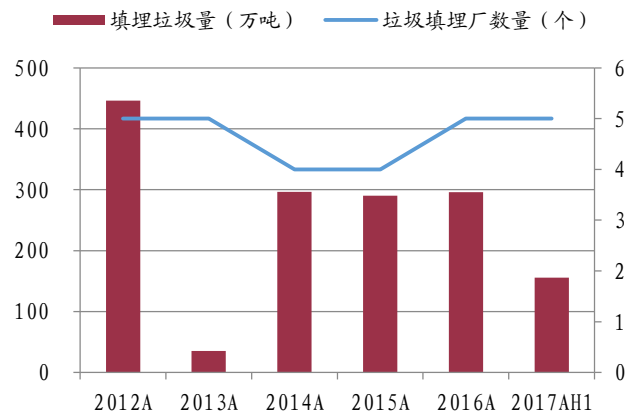
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 8: 老港沼气发电项目全年上网售电量 (万度)



资料来源: 公司公告, 中原证券

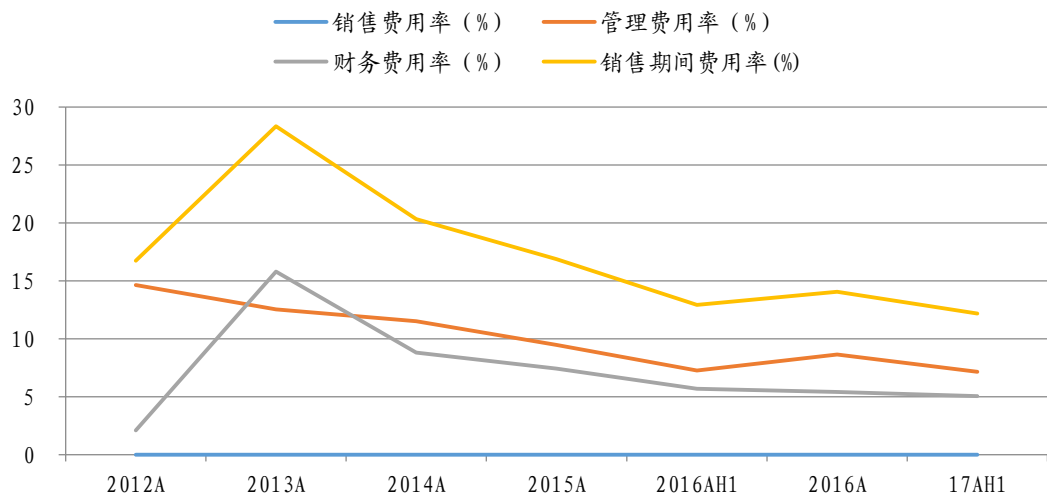
图 10: 2012-17 年公司垃圾填埋厂数量及填埋量



资料来源: 公司公告, 中原证券

管理费用、财务费用同比减少, 预计全年期间费用率有望持续下行。17 年上半年, 公司三费合计支出 1.46 亿元, 同比下降 6.44%, 对应三项费用率为 12.18%, 与 16 年上半年回落 4.31 个百分点。其中, 管理费用为 8545 万元, 同比下降 4.82%, 下降的主要原因为研发费用的减少; 财务费用 6035 万元, 同比下降 8.65%, 主要受归还短期借款利息支出减少影响。

图 11: 2012-17 年公司三项费用率



资料来源：Wind，中原证券

**全面拓展“2+4”业务，有望形成新的利润增长点。**传统市政污水处理、垃圾焚烧发电市场逐步成熟，行业天花板显现，而公司正在培育污泥和危险废物处置以增加市场规模，并以餐厨垃圾处理 and 土壤修复业务为新兴业务力争项目突破，实现向综合环境服务提供商的转型。公司先后中标桃浦地区污染土壤与地下水修复工程、新沂危废填埋场工程、莆田餐厨垃圾处理工程等项目，预计后续逐步贡献业绩。

**股东背景强势，旗下污水处理资产及固废资产构成潜在资产注入预期。**公司由城投控股吸收合并阳晨 B 并拆分而来，作为集团旗下的环保资产上市平台，实际控制人为上海市国资委。上海城投集团旗下控股子公司上海环境实业、上海老港固废（3000 吨/日垃圾焚烧能力）、上海城投水务集团（600 万吨/日污水处理，528 吨/日污泥干化处理能力）经营业务与上市公司类似。为了解决同业竞争问题，集团承诺分立上市后三年，逐步将控制的污水、固废等环境类资产注入公司。若后续资产注入公司，公司经营资产规模将会大幅度提升。

### 3. 盈利预测及估值

不考虑摊薄等因素，预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 0.81 元、0.9 元，按照 2017 年 9 月 4 日收盘价 25.46 元/股计算，相应 PE 分别为 29.8 倍、26.90 倍。目前估值相对于同行业水平基本合理，首次给予公司“增持”投资评级。

### 4. 风险提示

- 1) 新业务拓展不及预期;
- 2) 垃圾焚烧发电项目建设进度不及预期;
- 3) 垃圾焚烧发电垃圾处理费、污水处理价格、垃圾填埋价格调整滞后。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,009.4	2,551.1	2,991.9	3,421.2	3,848.9	成长性					
减: 营业成本	1,295.8	1,665.0	1,819.4	2,014.4	2,226.6	营业收入增长率	400.5%	27.0%	17.3%	14.4%	12.5%
营业税费	22.1	40.4	47.3	54.1	60.8	营业利润增长率	338.9%	29.0%	28.1%	14.2%	19.2%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	384.5%	36.2%	23.1%	11.0%	15.3%
管理费用	190.0	220.6	228.9	227.5	256.0	EBITDA 增长率	362.8%	17.8%	43.8%	22.7%	15.3%
财务费用	149.2	138.0	273.5	414.1	458.1	EBIT 增长率	817.4%	18.4%	43.9%	25.5%	16.0%
资产减值损失	-7.1	0.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	848.2%	20.6%	43.6%	25.5%	16.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.8%	-8.3%	47.3%	11.4%	5.9%
投资和汇兑收益	17.4	-1.6	-	-	-	净资产增长率	162.7%	10.7%	-20.2%	16.1%	16.0%
营业利润	376.7	486.1	622.9	711.2	847.4	利润率					
加: 营业外净收支	109.5	165.0	178.5	178.5	178.5	毛利率	35.5%	34.7%	39.2%	41.1%	42.2%
利润总额	486.2	651.1	801.4	889.7	1,025.9	营业利润率	18.7%	19.1%	20.8%	20.8%	22.0%
减: 所得税	82.1	101.4	124.8	138.5	159.7	净利润率	17.0%	18.2%	19.1%	18.6%	19.0%
净利润	341.4	465.1	572.4	635.5	732.8	EBITDA/营业收入	38.7%	35.9%	44.1%	47.3%	48.5%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	26.2%	24.4%	30.0%	32.9%	33.9%
货币资金	926.4	633.2	742.6	849.2	955.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	49	51	39	31	24
应收帐款	282.5	477.0	447.0	628.6	602.8	流动营业资本周转天数	-67	-111	-120	-121	-118
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	202	246	220	219	215
预付帐款	47.2	58.3	67.1	83.0	82.9	应收帐款周转天数	38	54	56	57	58
存货	177.6	105.3	213.9	150.7	264.7	存货周转天数	19	20	19	19	19
其他流动资产	348.0	433.8	479.6	491.6	488.3	总资产周转天数	1,321	1,610	1,589	1,623	1,604
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	396	330	332	366	353
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	115.4	100.7	100.7	100.7	100.7	ROE	7.7%	9.5%	15.9%	15.0%	14.7%
投资性房地产	11.6	11.0	11.0	11.0	11.0	ROA	3.7%	4.6%	4.7%	4.6%	4.8%
固定资产	371.9	344.8	311.3	274.5	233.1	ROIC	22.0%	21.6%	33.9%	28.9%	30.0%
在建工程	17.9	24.1	14.4	7.2	4.3	费用率					
无形资产	3,726.4	3,870.3	5,302.6	5,899.1	6,392.9	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	4,908.3	5,833.0	6,830.6	7,829.3	8,829.2	管理费用率	9.5%	8.6%	7.7%	6.7%	6.7%
资产总额	10,933.2	11,891.6	14,520.7	16,324.9	17,965.2	财务费用率	7.4%	5.4%	9.1%	12.1%	11.9%
短期债务	66.0	74.0	2,631.0	2,945.1	3,536.3	三费/营业收入	16.9%	14.1%	16.8%	18.8%	18.6%
应付帐款	1,045.7	1,369.3	1,471.6	1,785.8	1,814.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	51.8%	50.9%	68.0%	66.9%	65.1%
其他流动负债	1,097.8	1,299.2	1,725.6	1,731.5	1,799.7	负债权益比	107.4%	103.8%	212.0%	202.0%	186.5%
长期借款	1,953.6	2,091.5	2,715.8	3,034.7	3,020.5	流动比率	0.81	0.62	0.33	0.34	0.33
其他非流动负债	1,498.0	1,223.1	1,323.0	1,423.0	1,523.0	速动比率	0.73	0.58	0.30	0.32	0.30
负债总额	5,661.1	6,057.1	9,867.0	10,920.0	11,694.1	利息保障倍数	3.52	4.51	3.28	2.72	2.85
少数股东权益	844.1	941.5	1,045.7	1,161.4	1,294.8	分红指标					
股本	702.5	702.5	702.5	702.5	702.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	1,867.9	2,333.0	2,905.4	3,540.9	4,273.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5,272.1	5,834.5	4,653.7	5,404.9	6,271.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	404.1	549.7	572.4	635.5	732.8	EPS(元)	0.49	0.66	0.81	0.90	1.04
加: 折旧和摊销	253.0	295.7	422.7	493.4	561.3	BVPS(元)	6.30	6.96	5.14	6.04	7.08
资产减值准备	-7.1	-0.6	-	-	-	PE(X)	50.0	36.7	29.8	26.9	23.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.5	4.7	4.0	3.4
财务费用	157.8	143.2	273.5	414.1	458.1	P/FCF	10.1	28.1	5.9	17.2	17.8
投资收益	-17.4	1.6	-	-	-	P/S	8.5	6.7	5.7	5.0	4.4
少数股东损益	62.7	84.7	104.2	115.7	133.4	EV/EBITDA	19.4	15.7	12.7	10.2	8.6
营运资金的变动	-2,909.6	-706.7	-664.3	-823.0	-767.7	CAGR(%)	23.0%	16.4%	103.3%	23.0%	16.4%
经营活动产生现金流量	1,040.2	1,015.4	708.5	835.6	1,117.8	PEG	2.2	2.2	0.3	1.2	1.4
投资活动产生现金流量	-1,013.5	-1,075.6	-1,847.7	-1,047.9	-997.5	ROIC/WACC	2.4	2.3	3.6	3.1	3.2
融资活动产生现金流量	155.2	-233.0	1,248.6	318.9	-14.2	REP	2.6	2.8	1.4	1.5	1.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券投资的的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。