

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2019年11月01日
市场数据

目前股价	12.88
总市值（亿元）	20.61
流通市值（亿元）	12.49
总股本（万股）	16,001
流通股本（万股）	9,701
12个月最高/最低	17.10/11.08

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

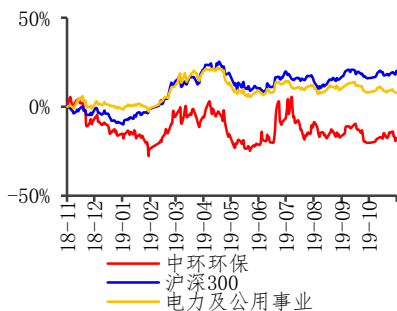
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

定增强化资金实力，订单增长助力业绩高增

——中环环保（300692）公司动态点评

盈利预测

百万元	2019E	2020E	2021E
营业收入	605	744	878
(+/-%)	55.0%	23.0%	18.0%
净利润	85	105	127
(+/-%)	41.0%	23.6%	20.5%
摊薄 EPS	0.53	0.66	0.79
PE	25	20	17

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司近期发布非公开预案。对此点评如下：
- **非公开发行募资 5.5 亿元，用于垃圾发电、供排水一体化项目等。**本次发行为面向特定对象的非公开发行，发行对象为不超过 5 名的特定投资者。本次非公开发行股票数量不超过发行前公司总股本的 20%，并以中国证监会关于本次发行的核准文件为准。按目前股本测算，本次非公开发行 A 股股票数量为不超过 3,200 万股（含本数）。本次发行价格不低于发行期首日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十。本次非公开发行股票募集资金不超过 55,000.00 万元（含发行费用），扣除发行费用后的净额全部用于以下项目：

表 1：非公开发行募集资金用途

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	惠民县生活垃圾焚烧发电项目	31,741.56	25,000.00
2	泰安市岱岳新兴产业园供排水一体化 PPP 项目	23,927.59	22,000.00
3	补充流动资金	8,000.00	8,000.00
合计		63,669.15	55,000.00

资料来源：公司公告，长城证券研究所

- **惠民县生活垃圾发电项目规模 600 吨/日，总投资 3.17 亿元，税后内部收益率为 8.13%。**1) 到 2020 年惠民县生活垃圾产量将达到 592 吨/日，现阶段处理能力不能满足该生活垃圾增长量。根据《惠民统计年鉴》，2014 年惠民县户籍总人口为 656,883 人，预计到 2020 年，惠民县总人口将达到约 70 万人左右。根据人均垃圾产生量法预测，到 2020 年，惠民县生活垃圾产量将达到约 592.50 吨/日。现阶段惠民县生活垃圾仅由惠民县生活垃圾处理场统一处理。而惠民县生活垃圾处理场设计处理能力目前基本趋于饱和。因此，现阶段惠民县的垃圾处理能力

已不能满足其人口增长所带来的生活垃圾增长量。惠民县生活垃圾焚烧发电项目达产后日处理生活垃圾达 600 吨，能够有效满足未来惠民县生活垃圾的处理需求，项目处理能力可得到充分利用。**2) 惠民生活垃圾发电项目日处理规模 600 吨/日。**惠民县生活垃圾焚烧发电项目拟建于惠民县孙武街道办事处王辛庄村（惠民县垃圾处理厂），总占地面积 63,921 平方米。项目主要建设焚烧发电厂房、烟囱、栈桥、综合水泵房、清水池、冷水池、冷却塔、综合处理间、油库油泵房、门卫、综合楼等基础设施，并新建 2 台 300t/d 的机械炉排焚烧炉和 2 台 27.3t/h 余热锅炉，配套 1 台 12MW 凝汽式汽轮发电机组。本项目设计日处理生活垃圾 600 吨，采用 2×300t/d 焚烧线。本工程焚烧烟气排放指标达到国内先进水平，烟气净化系统采用成熟、可靠的“SNCR+半干法（石灰浆液）+干法（氢氧化钙干粉）+活性炭喷射+布袋除尘”工艺流程，污染物控制严格按照《生活垃圾焚烧污染控制标准》（GB18485-2014）执行并预留后续提标空间。**3) 本项目总投资 31,741.56 万元，本次拟使用募集资金投入 25,000.00 万元。**实施方式本项目采用 BOT 模式建设运营，实施主体为公司控股子公司山东惠民京城环保产业有限公司，中环环保持有项目公司 85.00% 股权，北京京城环保股份有限公司持有项目公司 15.00% 股权。本项目建设期 3 年，特许经营期 30.00 年（不含建设期）。**4) 已获地方发改委和环评批复。**政府审批情况本项目已获得《滨州市发展和改革委员会关于山东惠民京城环保产业有限公司惠民县生活垃圾焚烧发电项目核准的批复》（滨发改能交[2017]347 号）以及滨州市环境保护局出具的《关于惠民县生活垃圾焚烧发电项目环境影响报告书的批复》（滨环字[2018]55 号）。**5) 经济效益估算经测算，本项目税后内部收益率为 8.13%。**

- **泰安市岱岳新兴产业园供排水一体化 PPP 项目由四个子项目组成，各子项目具体情况如下：1) 泰安岱岳新兴产业园污水处理厂及配套管网工程：**泰安岱岳新兴产业园污水处理厂占地约 30,000 平米，总设计污水处理规模为 30,000m³/d，其中一期污水处理厂污水处理规模为 10,000m³/d，二期污水处理厂污水处理规模为 20,000m³/d；同时，本工程还需新建配套污水管网 23.66km。本次募集资金全部投向一期污水处理厂和配套污水管网工程。一期污水处理厂建设期为 1 年，运营期 29 年；配套污水管网采用边建设边运营的方式，建设期为 8 年，运营期为每段管网建设期结束至污水处理厂合作期 30 年届满。该污水处理厂采用“常规预处理+传统（改良）A₂/O+深度处理工艺”，出水水质达到一级 A 标准，污水收集范围包括范镇北部的镇区生活区和南部产业园区。**2) 泰安岱岳新兴产业园供水工程：**泰安岱岳新兴产业园供水厂占地面积约 24,868 平方米，总设计规模为 37,000m³/d，其中供水厂一期设计规模为 15,000m³/d，供水厂二期设计规模为 22,000m³/d；同时，本工程还需新建配套供水管网 30.58km。本次募集资金全部投向一期供水厂和配套供水管网工程。一期供水厂建设期为 1 年，运营期 29 年；配套供水管网采用边建设边运营的方式，建设期为 8 年，运营期为每段管网建设期结束至供水厂合作期 30 年届满。该供水厂主要服务范围为范镇镇区、新兴产业园区的生活用水和园区的工业用水。**3) 泰安岱岳新兴产业园污水处理厂下游人工湿地水质净化工程：**为进一

步净化泰安岱岳新兴产业园污水处理厂出水水质，该工程拟在岱岳区范镇污水处理厂出水口下游建设日处理规模为 30,000m³/d 的潜流湿地（占地约 200,000 平方米）以及在牟汶河范镇段建设 5 公里河道表流湿地。工程主要内容为：对河道清理修复，在河道内铺设生态驳岸，种植芦苇、芦竹、黄菖蒲、荷花、睡莲等水生植物。该项目建设期 2 年，运营期 13 年。**4) 泰安岱岳新兴产业园水务综合控制中心工程：**该工程拟在岱岳区新兴产业园区建设污水处理厂、供水厂、下游人工湿地的集中调度中心，其中一期控制中心建筑面积 4,000 平方米，同时配套供水、供电、道路、绿化工程。本次募资资金全部投向一期工程。该项目建设期 2 年，运营期 13 年。

表 2: 泰安市岱岳新兴产业园供排水一体化 PPP 项目投资明细

项目	投资金额	募集资金投入
泰安岱岳新兴产业园污水处理厂一期工程	3,718.48	22,000.00
泰安岱岳新兴产业园供水厂一期工程	4,307.62	
污水处理厂及供水厂配套管网工程	5,045.57	
泰安岱岳新兴产业园污水处理厂下游人工湿地水质净化工程	9,000.00	
泰安岱岳新兴产业园水务综合控制中心工程	1,855.92	
合计	23,927.59	22,000.00

资料来源：公司公告，长城证券研究所

- **泰安市岱岳新兴产业园供排水一体化 PPP 项目总投资 2.39 亿元，税后内部收益率为 7.7%。** 1) **实施主体：**本项目实施主体为公司控股子公司泰安岱岳区中环水务有限公司，项目公司由泰安市岱岳区人民政府、中环环保及山东黄河工程集团有限公司按照 10%：89%：1% 的比例进行出资。2) **政府审批情况：**泰安市岱岳新兴产业园供排水一体化 PPP 项目已获得泰安市岱岳区发展和改革局出具的《关于岱岳新兴产业园污水处理厂建设项目批复意见》（泰岱发改字[2017]113 号）、《关于岱岳新兴产业园供水工程建设项目批复意见》（泰岱发改字[2018]022 号）、《关于岱岳新兴产业园污水处理厂下游人工湿地水质净化工程项目的批复意见》（泰岱发改字[2017]174 号）、《关于岱岳新兴产业园水务综合控制中心项目批复意见》（泰岱发改字[2018]021 号）。子项目泰安岱岳新兴产业园污水处理厂下游人工湿地水质净化工程已获得泰安市生态环境局岱岳分局的环评审批同意（泰岳环境审报告表[2019]36 号），其余子项目环境影响报告审批正在积极办理中。3) **经测算，本项目（一期）税后内部收益率为 7.71%。**
- **公司 2019 年前三季度公司实现营收 4.3 亿元，同比增长 69.8%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 46.2%。** 归母净利润增长原因为营收增长。公司第三季度实现营收 2.1 亿元，同比增长 91.9%；实现归母净利润 0.3 亿元，同比增长 66.7%。公司三季度营收接近翻倍，增速喜人。
- **公司今年新签订单超 20 亿元，订单获取加速，在手订单充足。** 2019 年上半年，公司新增工程类订单 3.8 亿元（其中，桐城农村生活污水 PPP 项目建设工程 2.9 亿元），期末在手订单 2.9 亿元。2019 年上半年，

公司新增特许经营类订单 6.8 亿元，未完成投资金额 11.6 亿元。2019 年三季度，公司新签订单包括泰安市岱岳新兴产业园供排水一体化 PPP 项目（3.0 亿元）、衢州市城东污水处理厂（三期）施工总承包+运营工程（3.2 亿元）、蜀山区西部新城污水处理厂（小庙污水处理厂二期）工程 DBO 项目（3.4 亿元）等。

- **2019 年 6 月，公司发行 2.9 亿元可转债完成，初始转股价为 12.31 元/股。**其中，2 亿元用于桐城市农村生活污水处理 PPP 项目、9000 万用于滨州市阳信县河流镇陆港物流园区污水处理厂工程 PPP 项目。债券利率：第一年为 0.5%、第二年为 0.8%、第三年为 1.6%、第四年为 2.2%、第五年为 3.0%。转股期限：2019 年 12 月 16 日至 2024 年 6 月 9 日止。本次发行的可转债的初始转股价格为 12.31 元/股。
- **投资建议：首次覆盖，给予推荐评级。**预计公司 2019~2021 年归母净利润分别达到 0.85、1.05、1.27 亿元，对应市盈率 25、20、17 倍。公司今年新签订单超 20 亿元，订单获取加速，在手订单充足，全年业绩保持快速增长。非公开发行募资 5.5 亿元，用于垃圾发电、供排水一体化项目等，强化公司投资实力。
- **风险提示：**订单推进进度或低于预期、非公开发行进度或低于预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	232.53	390.14	604.71	743.80	877.68	成长性					
营业成本	140.21	268.50	428.27	526.77	621.58	营业收入增长	30.7%	67.8%	55.0%	23.0%	18.0%
销售费用	1.28	2.68	3.35	4.25	5.19	营业成本增长	52.4%	91.5%	59.5%	23.0%	18.0%
管理费用	20.89	14.73	22.83	28.08	33.14	营业利润增长	48.6%	9.9%	43.6%	24.6%	22.4%
研发费用	0.00	12.83	4.97	7.65	11.28	利润总额增长	6.7%	11.5%	48.2%	24.0%	19.3%
财务费用	7.16	15.07	30.02	32.42	31.99	净利润增长	9.7%	19.2%	41.0%	23.6%	20.5%
其他收益	12.24	12.90	6.28	7.85	9.82	盈利能力					
投资净收益	1.75	1.04	0.81	0.95	1.14	毛利率	39.7%	31.2%	29.2%	29.2%	29.2%
营业利润	70.80	77.83	111.80	139.26	170.50	销售净利率	23.2%	16.4%	15.0%	15.1%	15.4%
营业外收支	0.51	1.67	6.03	6.85	3.76	ROE	7.1%	7.7%	9.9%	11.0%	11.7%
利润总额	71.31	79.49	117.82	146.11	174.27	ROIC	7.5%	7.2%	7.6%	9.7%	10.2%
所得税	17.42	15.45	26.91	33.45	39.03	营运效率					
少数股东损益	3.20	3.60	5.67	7.28	8.20	销售费用/营业收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
净利润	50.69	60.44	85.25	105.39	127.03	管理费用/营业收入	9.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.0%	3.3%	0.8%	1.0%	1.3%
						财务费用/营业收入	3.1%	3.9%	5.0%	4.4%	3.6%
流动资产	318.17	374.04	268.53	326.48	365.06	投资收益/营业利润	2.5%	1.3%	0.7%	0.7%	0.7%
货币资金	27.61	90.94	0.00	69.89	24.75	所得税/利润总额	24.4%	19.4%	22.8%	22.9%	22.4%
应收票据及应收账款	49.24	101.07	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	4.44	5.19	0.00	0.00	0.00
其他应收款	12.30	53.88	48.71	77.47	71.42	存货周转率	3.48	4.10	4.10	4.10	4.10
存货	70.18	60.72	148.07	108.75	194.30	流动资产周转率	0.92	1.13	1.88	2.50	2.54
非流动资产	752.97	1369.43	1383.39	1419.05	1445.03	总资产周转率	0.25	0.28	0.36	0.44	0.49
固定资产	49.16	79.05	169.68	230.76	282.36	偿债能力					
资产总计	1071.14	1743.48	1651.92	1745.53	1810.09	资产负债率	28.9%	52.4%	44.6%	41.4%	36.2%
流动负债	164.25	484.83	357.33	377.38	362.31	流动比率	1.94	0.77	0.75	0.87	1.01
短期借款	9.95	91.00	156.23	91.00	91.00	速动比率	0.54	0.51	0.14	0.39	0.27
应付款项	80.42	195.23	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
非流动负债	145.82	428.52	379.96	344.45	293.34	EPS	0.32	0.38	0.53	0.66	0.79
长期借款	45.71	290.14	241.58	206.06	154.96	每股净资产	4.36	4.70	5.20	5.83	6.60
负债合计	310.06	913.36	737.29	721.83	655.65	每股经营现金流	-0.62	2.07	-0.43	1.55	0.51
股东权益	761.07	830.12	914.63	1023.70	1154.44	每股经营现金/EPS	-1.96	5.47	-0.81	2.36	0.64
股本	106.67	160.01	160.01	160.01	160.01	估值					
留存收益	175.19	230.30	316.42	421.65	545.74	PE	42.49	35.63	25.26	20.44	16.95
少数股东权益	63.60	77.54	83.20	90.48	98.68	PEG	2.42	1.57	1.16	0.73	0.60
负债和权益总计	1071.14	1743.48	1651.92	1745.53	1810.09	PB	3.09	2.86	2.59	2.31	2.04
现金流量表						EV/EBITDA	29.27	24.57	19.56	15.01	12.92
						EV/SALES	9.98	6.73	4.56	3.50	2.97
经营活动现金流	-92.45	-224.00	-68.80	248.58	81.07	EV/IC	2.80	2.12	2.04	1.91	1.82
其中营运资本减少	-162.09	239.14	-197.28	91.00	-102.66	ROIC/WACC	0.89	0.86	0.91	1.09	1.12
投资活动现金流	-105.26	-141.93	-21.50	-48.15	-42.48						
其中资本支出	1.12	86.42	13.96	35.66	25.98						
融资活动现金流	158.29	385.78	-65.86	-65.32	-83.72						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>