中金环境（300145）研究报告

首个 PPP 合同落地，环境咨询价值凸显

买入（维持）

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,948	3,033	3,783	4,551
同比(+/-%)	24.0%	55.7%	24.7%	20.3%
净利润(百万元)	284	538	717	882
同比(+/-%)	44.3%	89.7%	33.2%	23.0%
毛利率(%)	41.9%	42.5%	42.2%	41.8%
净资产收益率(%)	8.0%	13.3%	15.6%	16.6%
每股收益（元）	0.85	0.81	1.08	1.32
PE	30.08	31.57	23.68	19.37
PB	2.40	4.22	3.70	3.20

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司发布公告，联合河北磊源建筑工程有限公司、中建华帆建筑设计院有限公司中标清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP，中标金额 10.33 亿元，占公司 2015 年营业收入 53.03%。

投资要点：

- **首个PPP合同落地，环境咨询价值凸显：1）**清河县PPP项目主要涉及**三羊大街（三羊大桥向北侧延伸200米）至乌江大街段的水利工程、市政路桥及综合管廊工程、景观工程以及建筑场馆工程四大板块的工程建设**，总体设计面积197.2985公顷，水面面积44.3435公顷。**2）清河项目是公司首个正式中标即将签约的全产业链PPP项目**，联合中标方中建华帆（公司的孙公司，隶属中咨华宇）主营业务包括建筑工程、园林景观、市政工程、环保工程、都市规划设计优化咨询等综合性设计服务。**3）**清河项目再次验证我们此前对公司产业链顶端【导流优势】的判断。**环境咨询服务业作为产业入口，技术含量最高，对接后端产业链价值数百倍。中咨华宇作为优质环境咨询机构拥有大量资金、资源实力强劲的央企等大型客户，在PPP大力发展中必将占领行业先机。且环境咨询业务也将提升盈利能力和项目筛选能力，未来有望带来重要业绩弹性**。

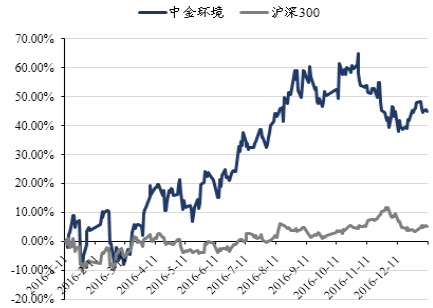
- **咨询治理双发力，业绩快速增长：**公司2017年1月5日发布业绩预告，预计2016年实现净利润4.6~5.3亿元，同比增长62%~87%。**公司2016年将中咨华宇和金山环保纳入合并报表，中咨华宇和金山环保业务进展顺利，推动业绩迅速增长**。

2017 年 1 月 11 日

首席证券分析师　袁理
执业资格证书号码：S0600511080001
yuanl@dwzq.com.cn
021-60199782

研究助理　翟堃
zhaik@dwzq.com.cn
021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价（元）	25.57
一年最低价/最高价	25.1/26.56
市净率	4.46
流通 A 股市值（百万元）	10080

基础数据

每股净资产（元）	5.53
资产负债率（%）	39.13
总股本（百万股）	668
流通 A 股（百万股）	360

相关研究

1. 打造绿色水动力综合服务专家
   2015 年 07 月 31 日
2. 重组无条件通过，环保航母起航
   2015 年 10 月 09 日
3. 逻辑逐步兑现，环境医院版图渐成
   2015 年 11 月 09 日
4. 环境医院首扬帆，激励理顺促发展
   2015 年 11 月 24 日
5. 环评大超预期，环境医院加速腾飞
   2016 年 4 月 26 日
6. 污泥渐露锋芒
   2016 年 5 月 19 日
7. 总经理更替管理优化，协同效应超预期可待
   2016 年 7 月 1 日
8. 轻资产板块亮眼，金山污泥业务扩张
   2016 年 8 月 9 日
9. 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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **污泥异地项目落地，金山污泥蓝藻处理望加速复制：1）**金山环保维持工业水处理领先地位的同时大力拓展污泥及蓝藻处理，低温复合膜干化技术可将污泥、蓝藻含水率降低至8%，且可将处理产物资源化销售，实现真正的“减量化、无害化、资源化”。**2）**2016年12月3日子公司金山环保与肥东县环保局及住建局签署3.1亿元市政污泥及蓝藻处理项目特许经营协议。**肥东项目落地标志着金山环保将太阳能低温复合膜技术拓展到江苏省、太湖流域外，示范效应进一步显现，未来更多大单可期**。

- **员工持股+股票期权，双重激励推动发展：1）**公司继二期员工持股计划完成后，紧接第二期推出第三期员工持股计划，**6亿规模（劣后4亿为董事长无息借给员工）为此前3倍，覆盖员工范围更广，激励更加强劲！2）**股票期权完成授予，行权价格27.84元，业绩考核要求2016-2018年净利润相对2015年分别增长70%、125%、170%（复合增速39%）；**激励目标涵盖中咨华宇环评师团队和金山环保业务骨干，充分激励留住人才，进一步提升业绩弹性！**

- **盈利预测与估值：**按照中咨华宇备考业绩预测公司 16-18 年 EPS 0.81、1.08、1.32 元，对应 PE 32、24、19 倍。公司**携手中核建成立并购基金拓展产业资源，环评掌舵人任总经理彰显公司对解决方案智库价值认可，行业经验+产业资源带来协同效应超预期，**维持“买入”评级！

- **风险提示：**项目回款风险；业务拓展不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 1 中金环境盈利预测

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	**2522.6**	**2974.7**	**3778.9**	**4878.8**
现金	1131.5	1796.9	2330.6	3150.2
应收款项	846.2	373.9	466.4	561.1
存货	387.9	597.2	748.9	907.5
其他	157.0	206.7	233.0	260.0
非流动资产	**2840.5**	**2963.1**	**3260.7**	**3201.6**
长期股权投资	216.0	215.9	431.9	431.9
固定资产	939.9	1077.8	1174.2	1129.2
无形资产	456.7	441.5	426.7	412.5
其他	1227.9	1227.9	1227.9	1227.9
资产总计	**5363.0**	**5937.8**	**7039.6**	**8080.4**
流动负债	**1710.1**	**1804.4**	**2116.5**	**2451.8**
短期借款	845.7	500.0	500.0	500.0
应付账款	383.0	589.7	739.4	896.1
其他	481.4	714.7	877.1	1055.8
非流动负债	**21.3**	**21.3**	**21.3**	**21.3**
长期借款	11.6	11.6	11.6	11.6
其他	9.7	9.7	9.7	9.7
负债总计	**1731.5**	**1825.8**	**2137.9**	**2473.1**
少数股东权益	75.7	75.7	75.7	75.7
归属母公司股东权益	3555.9	4036.5	4610.2	5315.7
负债和股东权益总计	**5363.0**	**5938.0**	**6823.7**	**7864.5**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	192.4	1305.7	907.3	1080.9
投资活动现金流	-83.1	-236.9	-230.3	-84.9
筹资活动现金流	587.4	-403.4	-143.4	-176.4
现金净增加额	698.8	665.4	533.7	819.7
企业自由现金流	-1381.5	1071.4	660.7	974.2

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**1948.4**	**3032.9**	**3783.2**	**4550.8**
营业成本	1132.1	1743.1	2185.6	2648.6
营业税金及附加	18.8	27.3	34.0	41.0
营业费用	259.5	315.5	362.3	421.7
管理费用	204.2	316.1	362.1	429.0
财务费用	-4.3	13.0	-4.8	-13.7
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-22.7	-4.8	-10.3	3.2
营业利润	**315.4**	**613.3**	**833.7**	**1027.5**
营业外净收支	17.2	20.0	10.0	10.0
利润总额	**332.5**	**633.3**	**843.7**	**1037.5**
所得税费用	50.6	95.0	126.6	155.6
少数股东损益	-1.9	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	**283.8**	**538.3**	**717.1**	**881.9**
EBIT	340.3	646.3	853.9	1024.8
EBITDA	402.8	758.2	977.5	1157.9

重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益(元)	0.85	0.81	1.08	1.32
每股净资产(元)	10.67	6.06	6.92	7.98
发行在外股份(百万股)	333.2	666.4	666.4	666.4
ROIC(%)	10.1%	14.6%	21.8%	26.4%
ROE(%)	8.0%	13.3%	15.6%	16.6%
毛利率(%)	41.9%	42.5%	42.2%	41.8%
EBIT Margin(%)	17.5%	21.3%	22.6%	22.5%
销售净利率(%)	14.6%	17.7%	19.0%	19.4%
资产负债率(%)	32.3%	30.7%	30.4%	30.6%
收入增长率(%)	24.0%	55.7%	24.7%	20.3%
净利润增长率(%)	44.3%	89.7%	33.2%	23.0%

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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