

公司研究

环保/环保综合

投资评级 买入

评级变动 首次评级

总股本 6.68 亿股

流通股本 3.94 亿股

EPS (TTM) 0.654 元

每股净资产 5.735 元

当前股价 24.98 元

注：上述财务数据截止 2017 年 1 月 25 日

长城国瑞证券研究所

分析师：

刘宾

lb@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120001

分析师助理：

李凌翔

lilingxiang@gwgsc.com

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

中金环境（300145）

——传统主业稳定发展，打造环保领域双引擎

主要观点：

◆公司是我国生产不锈钢冲压焊接离心泵的龙头企业，在保持主营业务稳定发展的同时，积极向环保行业转型。2015 年起，公司先后收购金山环保和中咨华宇，逐步打造环境评估+环境治理的双增长引擎。

◆红顶中介脱钩助力中咨华宇发展。2016 年 4 月，环保部发文督促并要求红顶中介 2016 年内完成脱钩工作。中咨华宇作为民营环评机构的龙头，有望抓住这一契机，抢占环评市场份额。2016 年 1-9 月，中咨华宇实现收入 25,057 万元，净利润 7,550 万元，达去年全年水平，政策红利逐步体现。

◆独创技术有望抢占污泥市场。金山环保首创的太阳能低温复合膜无害化与资源化技术解决了污泥处理现有难题。目前该技术逐渐获得市场认可，已签订无锡、宜兴等项目，项目总金额达 15 亿元。“十三五”期间有望抢占近千亿污泥处理市场份额。

◆公司拟推行第二期股权激励计划及第三期员工持股计划。激励股票期权 3869.95 万股，行权价格 27.84 元。本次股权激励对象人数 729 人，是上期股权激励人数的 5 倍，股权激励及员工持股计划规模的扩大将赋予公司发展新的活力。

投资建议：预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 30.65 亿元、42.68 亿元、51.25 亿元，净利润分别为 4.94 亿元、7.42 亿元、9.15 亿元，EPS 为 0.74 元/股、1.11 元/股、1.37 元/股。中金环境通过外延式并购布局环保上游环评及下游环境治理领域。我们看好中咨华宇未来的市场空间及金山环保的技术和拿单能力。首次关注，给予买入评级。

风险提示：市场竞争加剧导致公司毛利率下降的风险；应收账款回款不及时导致运营资金风险；并购子公司所导致的管理风险。

主要财务数据及预测

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1948.35	3064.73	4268.35	5124.54
增长率（%）	23.98%	57.30%	39.27%	20.06%
归属母公司股东净利润（百万元）	283.83	494.85	742.19	915.11
增长率（%）	43.72%	76.05%	49.20%	23.33%
EPS—最新股本摊薄（元）	0.42	0.74	1.11	1.37
销售毛利率	41.90%	45.37%	47.19%	47.89%
净资产收益率（ROE）	7.98%	12.21%	15.51%	16.09%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目录

1 中金环境：传统业务稳定发展，外延式并购转型环保行业.....	3
1.1 传统水泵业务稳定发展	3
1.2 完善环保产业布局，打造“环境评估+环保工程”双增长引擎.....	3
2 全资子公司受益于红顶中介脱钩	4
3 金山环保独创技术拿单能力强	5
4 股权激励+员工持股计划赋予公司发展新活力	6
4.1 股权激励人数扩大凸显公司对未来的信心	6
4.2 员工持股计划赋予公司发展新动力	6
5 盈利预测与投资评级	7
5.1 基本假设	7
5.2 盈利预测	7
5.3 投资评级	7
6 风险提示	8

图索引

图 1 中金环境传统水泵业务收入	3
图 2 中金环境 2016H 主营收入结构	4
图 3 中心环境 2015 年主营收入结构.....	4
图 4 太阳能低温复合膜无害化与资源化处理污泥及温室种植集成技术特点	5

表索引

表 1 金山环保 2016 年新签污泥处理订单协议.....	6
表 2 中金环境员工持股计划实施情况	7
表 3 中金环境估值水平.....	7

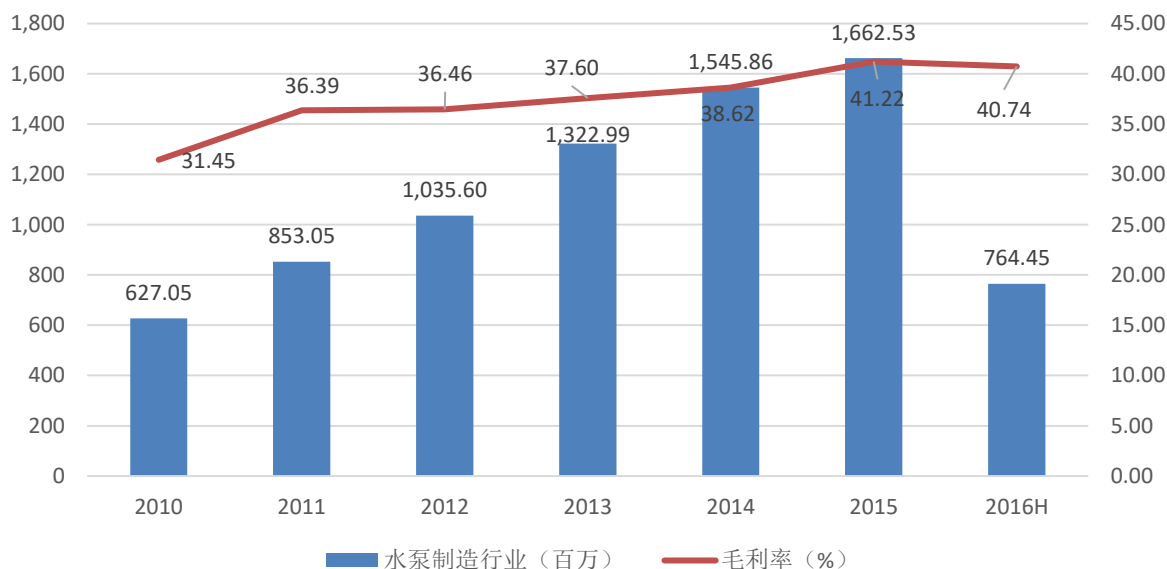
1 中金环境：传统业务稳定发展，外延式并购转型环保行业

1.1 传统水泵业务稳定发展

中金环境成立于 1991 年，原名“南方泵业”，是一家专业从事不锈钢冲压焊接离心泵及无负压变频供水设备研发、制造和销售的企业。

自 2010 年上市以来，公司传统水泵业务保持稳定发展，保持较好的盈利水平。水泵业务收入由 2010 年的 6.27 亿元增长至 2015 年的 16.63 亿元，年复合增长率达 21.53%；毛利率也由 2010 年的 31.45% 上升至 2015 年的 41.22%。

图 1 中金环境传统水泵业务收入



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016 年以来，面对竞争日趋激烈的不锈钢冲压焊接离心泵市场，公司对现有生产能力的布局依据市场做出积极调整，丰富公司产品系列，扩大产能及服务规模。2016 年上半年，公司主导产品 CDL 系列、CHL 系列由于销售基数较高增速基本持平；成套变频供水设备市场份额继续扩张，其营业收入同比实现 17.53% 的增幅；零配件及其他系列产品保持了快速的增长态势，2016 年上半年同比增长 171.23%；污水泵、中开泵、管道泵等产品市场也逐步打开，拉动公司经营业绩和产品利润的稳定增长。

1.2 完善环保产业布局，打造“环境评估+环保工程”双增长引擎

在保持传统水泵业务稳定增长的同时，公司通过外延式并购积极布局环保产业，打造

公司增长新引擎。

2015 年 5 月，公司发布公告，作价 17.94 亿元收购金山环保 100%股份，进军污水、污泥处理市场。同年 11 月，公司完成金山环保的收购，并纳入合并报表。

2015 年 12 月，在完成收购金山环保之后，公司又以 2.16 亿现金收购中咨华宇 30%的股权，布局环境评估、咨询领域。2016 年，公司以 9.28 亿元现金收购中咨华宇剩余 70%的股权，收购完成后，中咨华宇成为公司全资子公司。

收购中咨华宇后，公司完成了环保上游环评到环保下游治理的产业布局，2016 年前三季度，金山环保实现营业收入 3.78 亿元，净利润 1.06 亿元；中咨华宇实现营业收入 2.51 亿元，净利润 7550 万元，环保行业收入占公司营业收入比例超过 30%，金山环保和中咨华宇已成为公司业绩增长的双引擎。

图 2 中金环境 2016H 主营收入结构

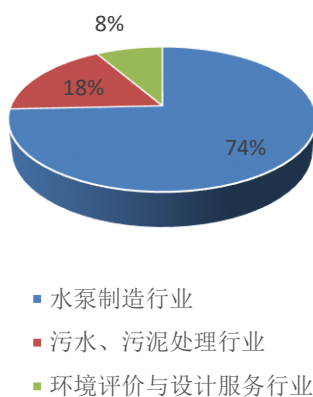
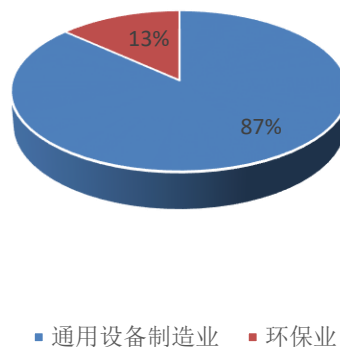


图 3 中金环境 2015 年主营收入结构



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 全资子公司受益于红顶中介脱钩

北京中咨华宇环保技术有限公司创立于 2005 年，是目前国内民营环境评价与规划的龙头之一。

2016 年 4 月，环保部发布了《关于推进环保系统环评机构脱钩工作相关要求的通知》，再次督促红顶中介脱钩，目前尚有 150 余家需在今年年底前完成，预计红顶中介脱钩完成后，将释放 70% 的环评市场空间。此外，2015 年新的《建设项目环境影响评价资质管理办法》也大幅提高了环评机构的设立与升级门槛。

中咨华宇作为民营环评机构的龙头，拥有环评甲级资质和 50 名注册环评师资源，在未来将受益红顶中介脱钩加速等政策红利，抢占环评领域市场份额，成为公司未来业绩新的

增长点。

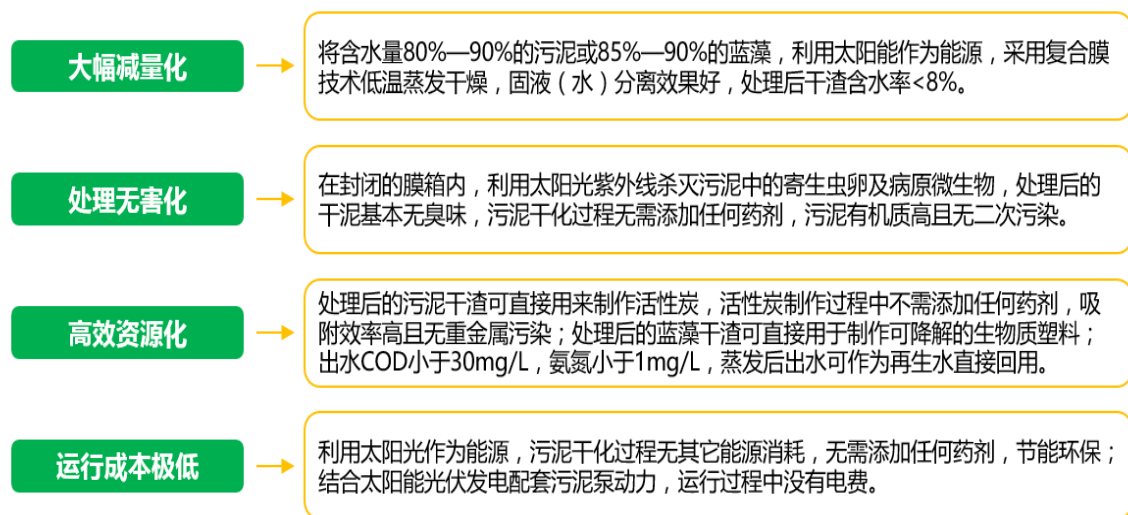
2015年，中咨华宇实现收入2.6亿元，净利润7447万元；2016年前三季度，中咨华宇实现营业收入2.51亿元，净利润7550万元，利润已达去年全年水平，红顶中介脱钩带来的红利已逐步体现，预计随着2016年底红顶中介的全面脱钩，中咨华宇的市场份额将会得到进一步的扩大。

3 金山环保独创技术拿单能力强

金山环保是一家主要从事工业及市政污水处理相关业务，具有总承包能力的大型水处理综合性的公司。2016年以来，金山环保在保持传统污水处理业务稳定增长的同时，大力推广污泥处理及蓝藻处理业务的发展。

金山环保独创的“太阳能低温复合膜无害化与资源化处理污泥及温室种植集成技术”凭借其减量化、无害化、资源化以及低成本的优点，攻克了污泥处理的难点，在有效处理污泥的同时又获得副产品活性炭，使污泥处理的干渣得到利用，在市场具有较强的竞争力，未来市场空间十分广阔。

图 3 太阳能低温复合膜无害化与资源化处理污泥及温室种植集成技术特点



资料来源：公司网站，长城国瑞证券研究所

目前该项技术推广顺利，公司公告已签订5个污泥、蓝藻处理订单协议，总金额达15亿元，项目协议的签订体现了该技术较强的竞争力和拿单能力。

表 1 金山环保已签污泥处理订单协议

项目名称	金额（亿元）	运营期限（年）
无锡市污泥处理项目协议书	4.27	25
无锡奥尔吉太阳能集成处理蓝藻系统合同	3.25	
肥东县市政污泥及蓝藻处理项目特许经营协议	3.11	30
宜兴市蓝藻打捞、藻水分离及藻泥干化 BOT 项目	1.67	
太阳能集成无害化处理工业污泥项目	2.72	
合计	15.02	

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

根据《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》的要求，“十三五”期间，新增或改造污泥（按含水率 80%的湿污泥计）无害化处理处置规模 6.31 万吨/日，对应近千亿市场空间。预计未来公司凭借自身过硬的技术实力和拿单能力，将分享“十三五”污泥处理领域快速增长的蛋糕。

4 股权激励+员工持股计划赋予公司发展新活力

4.1 股权激励人数扩大凸显公司对未来的信心

2016年10月，公司董事会通过2016年股权激励计划，拟向激励对象授予总计3869.95万份股票期权，占公司股本总额的5.81%，行权价格为27.84元，激励对象人数从首期股权激励计划的145人大幅增加到729人。

本次股权激励计划将自授予日起满12个月后，在未来36个月内按30%、30%、40%的比例解锁，解锁条件为以2015年净利润为基数，2016年、2017、2018年净利润增长分别不低于70%、125%和170%。

本次股权激励计划较上期相比，人数增长了5倍，行权条件也更加高，凸显了公司对未来的发展的信心。

4.2 员工持股计划赋予公司发展新动力

2016年10月，公司董事会通过第三期员工持股计划方案，拟通过实际控制人沈金浩先生借款筹集资金总额不超过4亿元，计划在通过股东大会决议后六个月内，于二级市场购买公司股票。本次员工持股计划的参与人数不超过120人，锁定期为12个月，存续期为24个月。

2016年12月，公司已基本完成本期员工持股计划购买，公司实际控制人沈金浩先生减持股票售予员工持股计划，减持股票共计1680万股，交易均价为24.00元，成交金额为人民币4.03亿元。交易的股票数量占公司总股本的比例为2.52%。

自2014年起，公司连续三年开展员工持股计划，本次计划人数虽不及前两次员工持股计划（150人），但募集资金超过前两次员工持股计划总和，激励的效果更加明显，将给公司发展增添新的动力。

表 2 中金环境员工持股计划实施情况

	购买金额（万元）	参与人数	实际持股数量（万股）	购买成本（元）	实际持股比例（%）
第一期	13717	150	562	24.41	2.14
第二期	19651	150	442	44.46	1.68
第三期	40320	120	1680	24.00	2.52

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

5 盈利预测与投资评级

5.1 基本假设

- 1、假设公司在手污泥处理订单进展顺利，2017 年起正式投入运营。
- 2、假设公司 2017、2018 年分别新增污泥处理能力订单 10、18 亿元。

5.2 盈利预测

预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 30.65 亿元、42.68 亿元、51.25 亿元，净利润分别为 4.94 亿元、7.42 亿元、9.15 亿元，EPS 为 0.74 元/股、1.11 元/股、1.37 元/股。

5.3 投资评级

中金环境通过外延式并购布局环保上游环评及下游环境治理领域。我们看好红顶中介脱钩给中咨华宇带来的市场空间及金山环保的技术和拿单实力。公司估值水平低于环保行业均值，首次关注，给予买入评级。

表 3 中金环境估值水平

名称	估值倍数	2015	2016E	2017E	2018E
环保	P/E	73.59	52.76	33.55	26.15
	P/B	3.59	3.66	3.27	2.73
中金环境	P/E	57.55	33.75	22.50	18.23
	P/B	4.59	4.12	3.48	2.93
	P/S	8.38	5.44	3.91	3.26
	EV/EBIT	25.78	26.86	17.92	14.41
	EV/EBITDA	21.64	23.76	15.99	12.72

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

6 风险提示

市场竞争加剧导致公司毛利率下降的风险；应收账款回款不及时导致运营资金风险；
并购子公司所导致的管理风险。

附表： 中金环境财务数据预测（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1021.91	2709.66	2811.61	2857.86	营业收入	1948.35	3064.73	4268.35	5124.54
应收票据及账款	810.43	845.33	1460.70	1307.90	营业成本	1132.08	1674.21	2254.06	2670.65
预付账款	67.24	40.53	104.57	67.35	营业税金及附加	18.80	29.57	41.18	49.44
其他应收款	35.72	41.79	66.17	63.44	销售费用	259.54	408.25	568.58	682.64
存货	387.89	666.92	753.22	929.39	管理费用	197.60	345.09	480.62	577.02
其他短期资产	89.75	89.75	89.75	89.75	财务费用	-4.25	11.94	40.94	58.60
流动资产总计	2522.56	4393.98	5286.02	5315.70	资产减值损失	29.28	29.28	29.28	29.28
长期股权投资	216.00	216.00	216.00	216.00	投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00
固定资产	877.60	879.49	927.15	1003.71	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	62.27	65.64	50.00	100.00	营业利润	315.36	566.40	853.70	1056.92
无形资产	456.68	655.70	1038.25	1535.50	其他非经营损益	17.17	17.50	17.50	17.50
长期待摊费用	1.83	2.41	1.50	1.50	利润总额	332.53	583.90	871.20	1074.42
其他长期资产	32.55	32.55	32.55	32.55	所得税	50.61	87.59	130.68	161.16
非流动资产合计	2840.46	2061.15	2474.81	3098.62	净利润	281.92	496.32	740.52	913.25
资产总计	5363.02	6455.13	7760.84	8414.32	少数股东损益	-1.91	1.46	-1.67	-1.85
短期借款	844.78	844.78	1172.71	1172.71	归属母公司股东净利润	283.83	494.85	742.19	915.11
应付票据及账款	383.00	380.63	680.19	613.88	现金流量表（百万元）				
其他短期负债	356.37	444.01	592.42	611.92	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动负债合计	1710.15	1669.42	2445.32	2398.51	经营性现金净流量	192.35	392.50	563.79	1105.94
长期带息债务	11.60	650.60	450.60	250.60	投资性现金净流量	-83.07	666.37	-538.12	-788.12
非流动负债合计	21.32	656.03	456.03	256.03	筹资性现金净流量	587.45	628.88	76.28	-271.56
负债合计	1731.47	2325.45	2901.35	2654.54	现金流量净额	698.79	1687.75	101.95	46.25
股本	333.18	667.86	667.86	667.86	主要财务比率				
资本公积	2374.99	2049.05	2049.05	2049.05	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
留存收益	847.70	1335.64	2067.11	2969.25	EPS	0.42	0.74	1.11	1.37
归属母公司权益	3555.87	4052.54	4784.01	5686.15	营收增长率	23.98%	57.30%	39.27%	20.06%
少数股东权益	75.68	77.14	75.47	73.62	净利润增长率	43.72%	76.05%	49.20%	23.33%
股东权益合计	3631.55	4129.68	4859.48	5759.77	毛利率	41.90%	45.37%	47.19%	47.89%
负债和股东权益合计	5363.02	6455.13	7760.84	8414.32	ROE	7.98%	12.21%	15.51%	16.09%

数据来源：长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。