

中金环境（300145）研究报告

一季度业绩超预期，环境医院新征程

买入（维持）

2017 年 4 月 7 日

盈利预测及估值

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,948	2,840	3,783	4,551
同比(+/-%)	24.0%	45.8%	33.2%	20.3%
净利润(百万元)	284	508	717	882
同比(+/-%)	44.3%	79.1%	41.0%	23.0%
毛利率(%)	41.9%	43.2%	42.2%	41.8%
净资产收益率(%)	8.0%	12.6%	15.6%	16.6%
每股收益(元)	0.85	0.76	1.08	1.32
PE	33.12	37.04	26.06	21.33
PB	2.54	4.47	3.92	3.40

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司公布一季度业绩预告，盈利 8120-9270 万，同比增长 110%-140%。

我们的解读。

中金环境 15 年正式踏足环境产业，时间并不长，但业绩持续超预期，现象背后，本质是什么？我们认为的是公司独到精准的战略眼光，和超强的执行力！

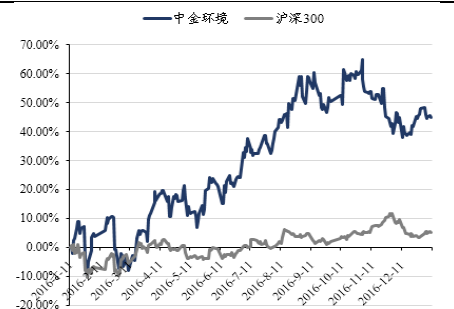
15 年从水和污泥角度切入，短短数月，慧眼识珠布局环境产业顶端的智库，咨询服务业，并且 16 年迅速从环评为主的业务结构成长为环境咨询、设计的全方位布局。这些布局，不仅仅带来利润的增厚，更为公司拓展全产业链环境医院，厉兵秣马，储备了必要环节！我们认为，真正做好生态治理，必须懂技术，懂设计，懂环保，甚至也必须懂工程管理。

公司在环境产业的布局可以用两个词总结：前瞻、精准！公司的业绩持续超预期，则是战略布局和超强执行力的必然结果。我们有理由相信，好公司永远是稀缺资源，价值会被逐步发掘。17 年又将是一个全新的开始，产业链后端数百倍空间的延伸，河北首个示范项目已经开工。工欲善其事，必先利其器，前期咨询技术设计能力布局体现的协同效应值得期待！

投资要点：

■ **扣非业绩增长中位数130%，超预期：**公司2017年一季度预计非经常性损益约100万元，扣非后业绩为8020-9170万，增速区间为114%-145%，中位数129.6%，超出市场预期。主要因为：1）公司16年4月并表中咨华宇，增加70%权益；2）金山环保污泥处理项目陆续开工建设，业绩贡献较大；3）制造板块稳健发展，降本增效，泵产品销售上升，严控成本有所成效。我们预计，剔除股权激励费用影响，实际可比口径增速约65%，超预期！

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.15
一年最低价/最高价	23.6/29.1
市净率	4.91
流通 A 股市值(百万元)	11097

基础数据

每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	40.12
总股本(百万股)	668
流通 A 股(百万股)	394

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
10. 首个 PPP 合同落地，环境咨询价值凸显
2017 年 1 月 11 日

- **17年看好公司环境咨询入口导流：**17年2月清河PPP项目正式落地，验证入口导流逻辑，对接百倍后续产业链价值，中咨华宇4亿收入理论上千亿产值。1) 公司1月中标清水河10亿PPP项目，系公司首个全产业链PPP项目，包含沿线路段的水利、市政、景观、场馆建设四大内容。2) 清河项目所在邢台市为河北唯一入选发改委住建部PPP创新工作城市，以点带面后续落地可期。3) **中咨华宇布局完成：环境咨询服务业+后端设计+PPP项目工程：**1) **环境咨询服务业务：**受益于16年底红顶中介脱钩完成，行业环评甲级资质机构占比由17.2%提升至20.13%，行业集中度提升，龙头受益。2) **规划设计业务：**16年12月，中咨华宇以1.8亿完成收购洛阳水利100%股权，洛阳水利主要业务是水利水电工程设计和建筑规划设计，承诺2017-2019年净利润累计不低于8736万元（2017年不低于2400万元）。通过并购，公司完成在咨询和设计端的布局，产业链后移，形成协同效应。3) **PPP：**借助公司环境咨询平台，一方面可以提升项目生命周期盈利能力，另一方面可以提升项目筛选的能力
- **金山环保污泥项目捷报频传，独有污泥技术获市场认可：**1) 金山环保为污水处理行业龙头及污泥处理领域领军企业，其“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”为国内首创，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) 17年3月，连中徐州、郴州两个污泥项目订单，表明子公司金山环保的太阳能集成处理污泥、蓝藻无害化、资源化系统得到了市场的认可。3) **污泥重大订单7个共计21亿，为17-18年发展奠定基础：**根据公司2016年三季报，子公司已签订重大订单中共有污泥项目4个，合计11.91亿元。考虑到16年尚未执行的肥东污泥蓝藻项目（2016年12月公告签订，合同金额为3.11亿）+17年3月新签订徐州&滨州项目，公司污泥重大订单金额为21.1亿，占2015年营收108.3%，工程类重大订单金额为24.3亿，为17-18年的发展奠定基础。我们看好公司未来订单落地以及项目运营期逐步放量。
- **坚定转型，环境医院扬帆起航：**1) 公司15年收购金山，16年收购中咨华宇，转型执行力强。收购完成后，公司业务由产业链最前端向后延伸，形成协同效应，未来全产业链发展可期！环境医院扬帆起航！
- **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 0.76、1.08、1.32 元，对应 PE 37、26、21 倍。我们认为，公司未来将继续以环评为入口，有望拿下巨量 PPP 项目，公司的全产业链逻辑将持续兑现，成为专业环境医院领航者，维持“买入”评级！
- **风险提示：**项目回款风险；业务拓展不及预期；订单进度不如预期；污泥处置费用过低。

图表 2 中金环境盈利预测

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2522.6	4252.8	3778.9	4878.8	营业收入	1948.4	2840.1	3783.2	4550.8
现金	1131.5	3130	2330.6	3150.2	营业成本	1132.1	1613.2	2185.6	2648.6
应收款项	846.2	350.2	466.4	561.1	营业税金及附加	18.8	27.3	34	41
存货	387.9	552.7	748.9	907.5	营业费用	259.5	282.8	362.3	421.7
其他	157	219.9	233	260	管理费用	204.2	289.1	362.1	429
非流动资产	2840.5	2967.9	3260.7	3201.6	财务费用	-4.3	39.9	-4.8	-13.7
长期股权投资	216	215.9	431.9	431.9	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	939.9	1082.6	1174.2	1129.2	其他	-22.7	-9.8	-10.3	3.2
无形资产	456.7	441.5	426.7	412.5	营业利润	315.4	585	833.7	1027.5
其他	1227.9	1227.9	1227.9	1227.9	营业外净收支	17.2	20	10	10
资产总计	5363	7220.4	7039.6	8080.4	利润总额	332.5	614.7	843.7	1037.5
流动负债	1710.1	2203.1	2332.4	2667.7	所得税费用	50.6	89.7	126.6	155.6
短期借款	845.7	1000	500	500	少数股东损益	-1.9	0	0	0
应付账款	383	545.8	739.4	896.1	归属母公司净利润	283.8	508.5	717.1	881.9
其他	481.4	657.3	1093	1271.6	EBIT	340.3	643	853.9	1024.8
非流动负债	21.3	901.3	21.3	21.3	EBITDA	402.8	755.1	977.5	1157.9
长期借款	11.6	891.6	11.6	11.6					
其他	9.7	9.7	9.7	9.7	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	1731.5	3104.4	2353.7	2689	每股收益(元)	0.85	0.81	1.08	1.32
少数股东权益	75.7	66.3	75.7	75.7	每股净资产(元)	10.67	6.06	6.92	7.98
归属母公司股东权益	3555.9	4049.7	4610.2	5315.7	发行在外股份(百万股)	333.2	666.4	666.4	666.4
负债和股东权益总计	5363	7220.4	7039.6	8080.4	ROIC(%)	10.10%	14.60%	21.80%	26.40%
					ROE(%)	8.00%	13.30%	15.60%	16.60%
现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	41.90%	42.50%	42.20%	41.80%
经营活动现金流	192.4	1305.7	907.3	1080.9	EBIT Margin(%)	17.50%	21.30%	22.60%	22.50%
投资活动现金流	-83.1	-236.9	-230.3	-84.9	销售净利率(%)	14.60%	17.70%	19.00%	19.40%
筹资活动现金流	587.4	-403.4	-143.4	-176.4	资产负债率(%)	32.30%	30.70%	30.40%	30.60%
现金净增加额	698.8	665.4	533.7	819.7	收入增长率(%)	24.00%	45.80%	33.20%	20.30%
企业自由现金流	-1381.5	1071.4	660.7	974.2	净利润增长率(%)	44.30%	79.10%	41.00%	23.00%

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

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>

