

2017年04月12日

公司研究·证券研究报告

中金环境 (300145.SZ)

公司快报

外延并购打造“环境医院”，业绩持续增厚

投资要点

事件：4月11日公司披露2016年年报，报告期内公司实现营业收入27.90亿元（+43.20%）、归母净利润5.10亿元（+79.68%）。分红预案：以2016年末总股本为基数，每10股派息0.80元，每10股转增8股。公司已于4月7日披露2017年第一季度业绩，预计实现归母净利润8,120-9,270万元，同比增长110%-140%。

◆ **外延式并购促毛利率提升、业绩增厚：**金山环保、中咨华宇分别于2015年11月、2016年5月纳入合并范围，公司目前形成不锈钢泵制造、污水及污泥处理、环保咨询与环保设计三大业务板块，2016年分别实现营业收入18.26亿元（+7.94%）、7.13亿元（+178.11%）、2.51亿元。报告期内公司制造板块、污水污泥处理业务毛利率分别提升1.08、1.98个百分点，新增环评设计业务毛利率高达56.53%，使得公司整体毛利率提升3.42个百分点至45.32%，因而归母净利润增速高于营收增速。2016年公司经营性现金净流入5.78亿元（+200.37%），主要系金山环保和中咨华宇并表。另外，公司2017年一季度业绩增速较高主要由于上年同期中咨华宇尚未并表，基数较低。

◆ **污泥处理技术领先，订单拓展顺利：**金山环保首创“太阳能集成处理污泥、蓝藻无害化、资源化技术”于2016年初投入市场并拓展顺利，截至2017年3月末金山环保污水污泥处理在手订单约20亿元，污泥占比约80%，为2017年业绩增长奠定基础。报告期内金山环保实现扣非后归母净利润2.4亿元，超额完成1.9亿元的业绩承诺。根据《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，至2020年我国地级及以上城市污泥无害化处置率达到90%，县城力争达到60%，与2015年53%、24.3%的现状相比，污泥无害化处理能力提升空间大，公司有望受益。

◆ **环评龙头转型综合治理服务商，PPP拿单可期：**中咨华宇2016年整体实现营业收入3.61亿元（+38.90%），扣非后归母净利润1.01亿元，超额完成8,500万元业绩承诺，实际并表净利润7,142.71万元。报告期内中咨华宇相继完成对安徽同济、陕西绿馨、陕西科荣、国环建邦等环保咨询机构，业务范围拓宽至冶金机电、采掘等行业类别，有效扩充环评资质。中咨华宇由单一的环保咨询机构向拥有咨询、设计、施工监理的水利全产业链公司转型，其前端环评客户资源协同效应可期。环境治理综合服务能力的提升有望为公司引入更多PPP项目。目前公司已中标10.33亿元的河北省清河县清水河区域生态综合治理PPP项目，清水河是保定市7条黑臭水体之一，政策催化下，治理进度有望加速。

◆ **泵类产品进一步完善，制造板块业绩稳定增长：**报告期内公司水泵制造业实现营收18.26亿元（+7.94%），归母净利润2.38亿元。公司不锈钢冲压离心泵定位中高端路线，产品系列不断完善，毛利率水平有所提升，水泵销售有望保持稳中有升。

◆ **投资建议：**2017年金山环保、中咨华宇业绩承诺分别为3亿元和1.1亿元，公司外延式并购打造“环境医院”战略持续推进。我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为1.09、1.40和1.80元，维持买入-A建议，6个月目标价为35元，相当

电力及公用事业 | 环保 III

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

35元

股价(2017-04-11)

30.50元

交易数据

总市值(百万元)	20,369.74
流通市值(百万元)	12,023.85
总股本(百万股)	667.86
流通股本(百万股)	394.22
12个月价格区间	18.41/43.00元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.97	20.4	64.53
绝对收益	11.31	19.37	48.52

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsec.cn
021-20655643

报告联系人

宋怡萱
songyixuan@huajinsec.cn
021-20655737

相关报告

中金环境：业绩预告超预期增长，转型成效显著 2016-07-06

中金环境：签订污泥处理项目协议书，技术推广获重大进展 2016-05-25

中金环境：环保布局逐步推进，新型技术助推业绩提升 2016-01-18

于 2017 年 32 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**项目进度不及预期、竞争加剧

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,948.4	2,790.0	4,274.4	5,693.5	7,299.1
同比增长(%)	24.0%	43.2%	53.2%	33.2%	28.2%
营业利润(百万元)	315.4	583.0	834.4	1,085.9	1,403.7
同比增长(%)	47.5%	84.9%	43.1%	30.1%	29.3%
净利润(百万元)	283.8	510.0	725.0	937.1	1,204.0
同比增长(%)	44.3%	79.7%	42.2%	29.3%	28.5%
每股收益(元)	0.42	0.76	1.09	1.40	1.80
PE	71.8	39.9	28.1	21.7	16.9
PB	5.7	5.0	4.3	3.6	3.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,948.4	2,790.0	4,274.4	5,693.5	7,299.1
减:营业成本	1,132.1	1,525.6	2,379.9	3,197.1	4,171.7
营业税费	18.8	33.2	40.8	59.0	77.4
销售费用	259.5	266.4	505.3	658.4	801.3
管理费用	197.6	286.0	447.5	585.7	754.4
财务费用	-4.3	39.5	34.6	67.9	47.7
资产减值损失	29.3	60.8	32.9	41.0	44.9
加:公允价值变动收益	-	1.2	-	-	-
投资和汇兑收益	0.0	3.1	1.1	1.4	1.9
营业利润	315.4	583.0	834.4	1,085.9	1,403.7
加:营业外净收支	17.2	25.7	19.7	20.9	22.1
利润总额	332.5	608.7	854.2	1,106.8	1,425.8
减:所得税	50.6	91.9	128.3	167.3	215.0
净利润	283.8	510.0	725.0	937.1	1,204.0

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,131.5	813.8	1,246.7	1,660.6	2,128.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	652.8	1,184.7	629.3	2,235.3	2,549.6
应收票据	193.4	111.7	359.7	589.2	627.3
预付帐款	67.2	33.4	78.9	110.3	129.4
存货	387.9	575.9	900.8	1,105.1	1,508.6
其他流动资产	89.8	267.4	220.4	192.5	226.8
可供出售金融资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	216.0	-	-	-	-
投资性房地产	19.2	18.2	18.2	18.2	18.2
固定资产	877.6	897.8	1,006.6	1,190.0	1,256.5
在建工程	62.3	96.5	96.5	96.5	96.5
无形资产	456.7	756.6	743.2	729.8	716.3
其他非流动资产	1,208.6	2,548.9	2,436.3	2,489.2	2,490.2
资产总额	5,363.0	7,304.9	7,736.6	10,416.9	11,748.5
短期债务	844.8	722.2	1,008.0	1,206.9	1,443.8
应付帐款	473.4	1,080.6	732.3	1,890.4	1,726.1
应付票据	8.3	71.4	23.6	61.0	76.0
其他流动负债	383.6	774.2	637.3	966.8	1,057.2
长期借款	11.6	501.2	552.5	593.5	671.0
其他非流动负债	9.7	12.5	11.0	11.1	11.5
负债总额	1,731.5	3,162.1	2,964.7	4,729.7	4,985.7
少数股东权益	75.7	87.8	88.7	91.0	97.8
股本	333.2	667.9	667.9	667.9	667.9
留存收益	3,219.4	3,376.3	4,015.5	4,928.3	5,997.1
股东权益	3,631.5	4,142.9	4,772.0	5,687.1	6,762.7

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	281.9	516.8	725.0	937.1	1,204.0
加:折旧和摊销	63.6	86.4	104.6	130.0	146.9
资产减值准备	29.3	60.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-1.2	-	-	-
财务费用	0.3	47.5	34.6	67.9	47.7
投资损失	-0.0	-3.1	-1.1	-1.4	-1.9
少数股东损益	-1.9	6.8	0.8	2.4	6.8
营运资金的变动	-342.1	-115.3	-335.2	-622.8	-868.5
经营活动产生现金流量	192.4	577.8	528.8	513.2	535.1
投资活动产生现金流量	-83.1	-1,347.7	-198.4	-263.4	-221.7
融资活动产生现金流量	587.4	416.5	102.5	164.1	155.0

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	24.0%	43.2%	53.2%	33.2%	28.2%
营业利润增长率	47.5%	84.9%	43.1%	30.1%	29.3%
净利润增长率	44.3%	79.7%	42.2%	29.3%	28.5%
EBITDA 增长率	50.2%	89.6%	37.5%	31.8%	24.5%
EBIT 增长率	50.3%	100.1%	39.6%	32.8%	25.8%
NOPLAT 增长率	49.4%	100.4%	39.7%	32.6%	25.8%
投资资本增长率	221.2%	39.4%	13.0%	15.6%	16.8%
净资产增长率	140.4%	14.1%	15.2%	19.2%	18.9%
盈利能力					
毛利率	41.9%	45.3%	44.3%	43.8%	42.8%
营业利润率	16.2%	20.9%	19.5%	19.1%	19.2%
净利润率	14.6%	18.3%	17.0%	16.5%	16.5%
EBITDA/营业收入	19.2%	25.4%	22.8%	22.5%	21.9%
EBIT/营业收入	16.0%	22.3%	20.3%	20.3%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	32.3%	43.3%	38.3%	45.4%	42.4%
负债权益比	47.7%	76.3%	62.1%	83.2%	73.7%
流动比率	1.48	1.13	1.43	1.43	1.67
速动比率	1.25	0.91	1.06	1.16	1.32
利息保障倍数	-73.17	15.76	25.11	17.00	30.42
营运能力					
固定资产周转天数	134	115	80	69	60
流动营业资本周转天数	49	42	36	60	82
流动资产周转天数	340	355	270	295	322
应收帐款周转天数	77	119	76	91	118
存货周转天数	66	62	62	63	64
总资产周转天数	685	817	633	574	547
投资资本周转天数	364	464	375	322	292
费用率					
销售费用率	13.3%	9.5%	11.8%	11.6%	11.0%
管理费用率	10.1%	10.3%	10.5%	10.3%	10.3%
财务费用率	-0.2%	1.4%	0.8%	1.2%	0.7%
三费/营业收入	23.2%	21.2%	23.1%	23.0%	22.0%
投资回报率					
ROE	8.0%	12.6%	15.5%	16.7%	18.1%
ROA	5.3%	7.1%	9.4%	9.0%	10.3%
ROIC	28.2%	17.6%	17.6%	20.7%	22.5%
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.08	0.13	0.16	0.20
分红比率	11.7%	10.5%	11.8%	11.4%	11.2%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.42	0.76	1.09	1.40	1.80
BVPS(元)	5.32	6.07	7.01	8.38	9.98
PE(X)	71.8	39.9	28.1	21.7	16.9
PB(X)	5.7	5.0	4.3	3.6	3.1
P/FCF	-21.3	-137.6	49.0	44.9	32.8
P/S	10.5	7.3	4.8	3.6	2.8
EV/EBITDA	25.7	28.9	21.0	15.8	12.6
CAGR(%)	49.4%	32.8%	54.7%	49.4%	32.8%
PEG	1.5	1.2	0.5	0.4	0.5
ROIC/WACC	2.9	1.8	1.8	2.1	2.3

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn