

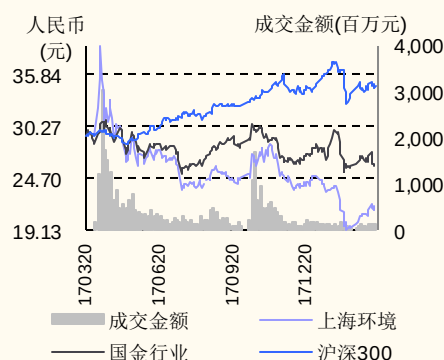
上海环境 (601200.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.72 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	672.33
总市值(百万元)	15,259.25
年内股价最高最低(元)	38.98/19.13
沪深 300 指数	4074.25
上证指数	3279.25



相关报告

- 1.《固废项目拓展加速，静待新兴业务“结果”-上海环境公司点评》，2017.10.31
- 2.《中报业绩略超预期，异地扩张+区域龙头优势显著-上海环境公司点...》，2017.8.31
- 3.《分立上市的环保龙头，固废危废齐腾飞-上海环境公司深度研究》，2017.7.19

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

项目储备丰富巩固龙头地位，“4+2”战略全面开启

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	N/A	0.713	0.827	1.048	1.362
每股净资产(元)	1.91	7.68	8.51	9.56	10.92
每股经营性现金流(元)	0.39	1.24	1.01	1.67	1.91
市盈率(倍)	N/A	0.713	26.26	20.73	15.95
行业优化市盈率(倍)	0.00	32.32	32.32	32.32	32.32
净利润增长率(%)	53.88%	7.78%	15.93%	26.68%	29.97%
净资产收益率(%)	9.50%	9.28%	9.72%	10.96%	12.47%
总股本(百万股)	0.00	702.54	702.54	702.54	702.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 17 年年报，实现营收 25.66 亿元，同增 0.59%；归母净利 5.06 亿元，同增 8.79%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.80 元（含税）。

经营分析

- 部分项目迁建、Q4 系统集中检修等因素致固废处理业务增速放缓，但污水处理业务增长迅速。第四季度实现收入 8.12 亿，但归母净利为 3180 万，主因 1) 公司上市后加大市场化拓展和绩效考核力度；2) 前三季度因环保督查各项目全力运营，为保证项目后续运营，四季度实施系统化集中检修。同时因部分项目停产（宝林焚烧 1200 吨/日+宁波填埋+渗滤液）影响处理量。分业务看，因提标改造致污水处理费提升，因而整体污水处理业务同增 22%；但承包及设计规划业务下滑 15%（因 2016 年基数高，而 17 年 EPC 项目进度较慢）。订单方面，17 年拿单顺利（新签 2 个焚烧项目、技术服务合同额 1.28 亿），项目（在建焚烧规模 5050 吨/日及新兴业务）集中于 18-19 年转运营后将支撑业绩增长。同时 18 年拿单，已公告奉化项目并储备新项目。
- 新战略：“2+4”确保发展为“3+3”并力争向“4+2”发展。公司作为上海的环保平台及优秀的技术及运营实力，于上市后通过项目拓展、产业并购、资产重组等方式拼抢 2 大主业，并强化新兴业务的拓展。未来公司将重点强化危废医废（管理运营经验极强）、土壤修复业务（桃浦项目），并力争培育污泥、固废资源化业务，同时在以主业细分的环卫一体化等试水突破。
- 上海城投集团旗下环境平台，受益十三五期间全国千亿、上海百亿环保投资，环境集团三年后营收有望超 50 亿。全国来看，“十三五”期间，垃圾焚烧总投资额 1700 亿。公司在多领域已成功实现异地复制，预计三年后公司外埠市场收入可达 20 亿/年。而从上海市场来看，预计到 2020 年固废、污水运营及新建投资额达 250 亿，公司的竞争优势可在上海市场的收入达 30 亿/年。更重要的是全国危废市场缺口大，仅上海地区供需缺口达 30 万吨/年，公司标杆性的静脉产业园为五年后收入至百亿奠定基础。另外大股东旗下环保资产丰富，危废若市场化利润可达 4 亿，资产注入可期。

投资建议

- 预计 2018-20 EPS 0.83、1.05、1.36 元/股，对应 PE26X、21X、16X。

风险提示

- 项目进展不达预期、应收账款过高的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,650	2,551	2,566	2,917	3,639	4,587
增长率		54.6%	0.6%	13.7%	24.8%	26.0%
主营业务成本	-1,087	-1,665	-1,701	-1,895	-2,374	-2,998
%销售收入	65.9%	65.3%	66.3%	65.0%	65.2%	65.4%
毛利	563	886	865	1,021	1,265	1,589
%销售收入	34.1%	34.7%	33.7%	35.0%	34.8%	34.6%
营业税金及附加	-19	-40	-38	-41	-51	-64
%销售收入	1.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-142	-221	-220	-248	-309	-390
%销售收入	8.6%	8.6%	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	402	625	607	733	905	1,135
%销售收入	24.4%	24.5%	23.7%	25.1%	24.9%	24.7%
财务费用	-115	-138	-114	-105	-104	-106
%销售收入	7.0%	5.4%	4.5%	3.6%	2.9%	2.3%
资产减值损失	7	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	17	-2	15	80	90	120
%税前利润	4.6%	n.a	2.2%	10.2%	9.2%	9.7%
营业利润	311	486	617	708	891	1,149
营业利润率	18.9%	19.1%	24.1%	24.3%	24.5%	25.1%
营业外收支	67	165	68	80	85	90
税前利润	378	651	686	788	976	1,239
利润率	22.9%	25.5%	26.7%	27.0%	26.8%	27.0%
所得税	-63	-101	-85	-97	-120	-152
所得税率	16.8%	15.6%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
净利润	315	550	601	691	856	1,087
少数股东损益	13	85	100	110	120	130
归属于母公司的净利润	302	465	501	581	736	957
净利率	18.3%	18.2%	19.5%	19.9%	20.2%	20.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	315	550	606	691	856	1,087
少数股东损益	13	85	100	110	120	130
非现金支出	163	294	234	142	157	181
非经营收益	131	146	59	-36	-46	-75
营运资金变动	155	1	-32	-84	207	152
经营活动现金净流	763	990	868	713	1,174	1,344
资本开支	-1,761	-1,127	-706	-552	-469	-769
投资	717	8	28	-401	-800	-1,100
其他	42	44	484	80	90	120
投资活动现金净流	-1,002	-1,076	-194	-873	-1,179	-1,749
股权募资	22	23	0	0	0	0
债权募资	444	-72	-510	349	311	553
其他	-133	-184	-144	-240	-124	-130
筹资活动现金净流	333	-233	-653	110	187	423
现金净流量	94	-318	20	-50	182	18

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	618	633	650	600	782	800
应收账款	280	477	686	751	912	1,097
存货	178	105	128	140	163	205
其他流动资产	317	492	793	1,019	1,086	1,309
流动资产	1,392	1,708	2,256	2,511	2,944	3,411
%总资产	15.5%	14.4%	18.2%	18.6%	19.4%	19.6%
长期投资	4,211	5,913	6,006	6,406	7,206	8,306
固定资产	250	369	350	337	341	344
%总资产	2.8%	3.1%	2.8%	2.5%	2.2%	2.0%
无形资产	3,085	3,876	3,705	4,200	4,583	5,248
非流动资产	7,575	10,184	10,128	11,023	12,225	14,008
%总资产	84.5%	85.6%	81.8%	81.4%	80.6%	80.4%
资产总计	8,967	11,892	12,384	13,533	15,168	17,420
短期借款	588	963	714	689	500	553
应付款项	1,135	1,562	1,416	1,552	1,918	2,406
其他流动负债	114	218	368	290	340	405
流动负债	1,836	2,742	2,497	2,531	2,758	3,364
长期贷款	1,564	2,091	1,832	2,032	2,232	2,432
其他长期负债	1,454	1,223	1,746	1,970	2,323	2,681
负债	4,853	6,057	6,075	6,534	7,312	8,477
普通股股东权益	3,713	4,893	5,399	5,980	6,716	7,673
少数股东权益	401	942	910	1,020	1,140	1,270
负债股东权益合计	8,967	11,892	12,384	13,533	15,168	17,420

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	0.713	0.827	1.048	1.362
每股净资产	1.450	1.911	7.685	8.512	9.560	10.921
每股经营现金净流	0.298	0.387	1.235	1.015	1.672	1.913
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.14%	9.50%	9.28%	9.72%	10.96%	12.47%
总资产收益率	3.37%	3.91%	4.05%	4.29%	4.85%	5.49%
投入资本收益率	4.98%	5.86%	5.92%	6.52%	7.39%	8.23%
增长率						
主营业务收入增长率	49.99%	54.64%	0.59%	13.66%	24.78%	26.04%
EBIT增长率	15.41%	55.50%	-2.90%	20.72%	23.50%	25.42%
净利润增长率	30.18%	53.88%	7.78%	15.93%	26.68%	29.97%
总资产增长率	14.65%	32.62%	4.14%	9.28%	12.08%	14.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.1	41.4	67.3	76.0	75.0	72.0
存货周转天数	49.1	31.0	25.0	27.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	232.3	232.6	269.9	255.0	250.0	247.0
固定资产周转天数	54.8	49.3	45.6	37.9	30.2	23.8
偿债能力						
净负债/股东权益	46.94%	41.50%	30.05%	30.30%	24.82%	24.43%
EBIT利息保障倍数	3.5	4.5	5.3	7.0	8.7	10.7
资产负债率	54.13%	50.94%	49.06%	48.28%	48.21%	48.66%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	16
增持	0	0	1	4	10
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.80	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-07-19	买入	23.81	26.00~28.00
2	2017-08-31	买入	25.87	N/A
3	2017-10-31	买入	26.47	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH