

中金环境(300145)

核心层质押完成，看好轻资产&现金流业务整合发力

买入(维持)

2018年5月6日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,815	5,330	7,195	8,634
同比(%)	36.7%	39.7%	35.0%	20.0%
净利润(百万元)	591	885	1,250	1,545
同比(%)	15.8%	49.8%	41.3%	23.6%
每股收益(元/股)	0.49	0.74	1.04	1.28
P/E(倍)	21.57	14.41	10.20	8.25

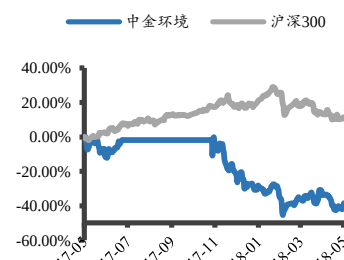
事件:

公司公告，金山集团除被冻结的 33 万股外，其余股份均已履行质押借款手续，该 33 万股将在解除冻结后办理质押手续。

投资要点

- **金山集团股权质押完成，高管和核心板块激励进一步深化！**目前金山集团除被冻结的 33 万股外，其余股份均已按照 2017 年 12 月签订的《借款协议》履行质押借款手续，该 33 万股将在解除冻结后办理质押手续，同时金山集团、钱盘生、钱伟博已于 17 年 12 月公告，放弃全部股份对应的表决权。而质押质权人为公司总经理及金泰莱核心层，同时戴云虎、宋志栋承诺优先用于金泰莱业绩补偿，高管和核心板块激励进一步深化！有利于打消市场并购标的业绩低预期的疑虑。
- **2018 年预计轻资产模式 / 现金流业务占比近九成：**公司 18 年初置入金泰莱、置出金山完成对业务结构的调整，实现“一体四翼”的战略布局，未来以“生态环境医院”为核心，引领环保咨询设计、污水污泥处理、危废处理、设备制造四大业务板块协同发展。根据我们的测算，预计 2018 年公司轻资产/现金流的泵、咨询、污泥运营、危废利润占比主营业务达 86%，业绩增长伴随现金流改善，增长更有质量！
- **咨询龙头筛选获取优质项目，产业链后移：**公司自 16 年收购洛阳水利、17 年收购河北磊源、华禹水利后，原有的环境咨询业务产业链后移，设计业务不断强化，2017 年公司设计、工程业务在环保咨询设计与治理板块中占比分别由 23.5%、8.3% 提升至 35.3%、13.6%。目前环保咨询设计与治理板块共 25 亿在执行订单，入口导流，咨询龙头筛选获取优质项目逻辑不断兑现，未来 PPP 绩效考核时代，优势更强。
- **危废执行力强业绩超预期：**金泰莱 17 年承诺业绩 1.35 亿，实际 1.4 亿（对应 12 万吨资质），目前资质 18 万吨，且进一步扩产计划正在审批，2018Q1 净利润 0.35 亿，全年顺利完成业绩承诺 1.7 亿可期。
- **盈利预测：**我们认为，公司未来凭借良好的现金流业务结构应给予更高估值中枢。预计公司 18、19 年扣非净利润分别为 8.85、12.5 亿，EPS 为 0.74、1.04 元，对应 PE 分别为 14、10 倍，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.60
一年最低/最高价	8.82/16.72
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	7855

基础数据

每股净资产(元)	3.93
资本负债率(%)	53.57
总股本(百万股)	1202
流通 A 股(百万股)	741

相关研究

1. 中金环境点评：收购惠州华禹，环境咨询服务业务再强化 -20170606
2. 中金环境一季报点评：“环保制造”双轮驱动，业绩持续超预期！ --20170425
3. 中金环境：细度年报，上调盈利预测！ -20170413
4. 中金环境：污泥项目市场打开，未来发展基础牢固 -20170312
5. 中金环境：扣非业绩增长超 80%，环境咨询价值凸显 -20170302

目录

■ 2017 年业绩回顾，实际经营业绩符合预期，制造&环保持续发力	3
■ 金山集团股权质押完成，高管和核心板块激励进一步深化	5
■ 公司 2018 年初置入金泰莱、置出金山完成对业务结构的调整，未来现金流更佳，低估值高增速优质标的！	6
■ 环境咨询自身内涵持续丰富，龙头优势显著	7
■ 股东增持+股权激励+员工持股+业绩绑定，安全边际充足！	8
■ 盈利预测及风险提示	8

■ 2017 年业绩回顾，实际经营业绩符合预期，制造&环保持续发力：

1) 公司 2017 年度实际业绩基本符合预期：公司 17 年归母净利润 5.9 亿，同比+15.8%，主要由于金山集团及金山环保未能及时支付转让尾款（5.1 亿元，其中 3.57 亿应于 3 月底前支付），公司出于谨慎性原则，暂不确认此次交易带来的 8000 万非经损益，待 2018 年金山集团支付尾款或公司通过法律途径主张权益后再进行确认，如果扣除该部分非经常性损益影响，公司 2017 年度实际业绩基本符合预期。

2) 可比口径下 17 年利润增速约 11.62%：中咨华宇 16 年 5 月并表（并表利润 6874 万，并购之前的投资收益为 943 万，共贡献利润 7817 万），将 16 年全年利润考虑在内的话（9729 万），公司可比口径下 17 年归母净利润增速约 11.62%。

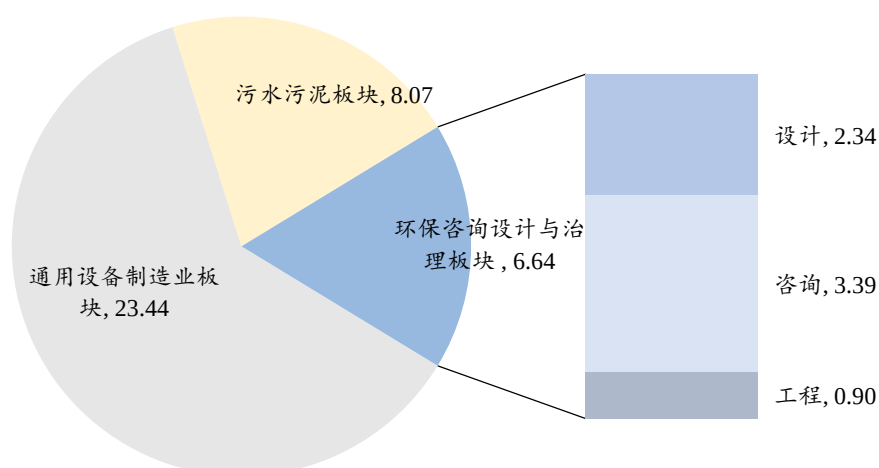
图表 1：公司可比口径下 17 年归母净利润增速约 11.62%

	2016	2017	同比增速
归母净利润，亿	5.10	5.91	15.8%
其中：中咨华宇投资收益，亿	0.09	-	-
中咨华宇并表利润，亿	0.69	1.35	-
环保工程与设计板块利润，亿	0.97	1.35	38.6%
可比口径业绩，亿	5.29	5.91	11.6%

资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

3) 从收入端看，制造&环保持续发力：公司 2017 年营收 38.15 亿，分板块来看：考虑中咨华宇并表时间(2016 年中咨华宇实现营收 3.61 亿，其中咨询、设计、工程板块分别收入 2.47、0.85、0.3 亿元)，可比口径下：1) 设备板块 2017 年收入 23.4 亿，同比+28.33%，占比 61.45%，可比口径下同比-1.52 PCT。主要受益于宏观经济形势转好及公司不锈钢泵市占率的提升。2) 环保咨询设计与治理板块 2017 年收入 6.64 亿，可比口径下同比+83.72%，占比 17.4%，可比口径下同比+4.94 PCT，其中咨询、设计、工程板块分别收入 3.39、2.34、0.9 亿元，同比口径下分别增 37.7%、175.8%、201.7%，在环保咨询设计与治理板块中占比分别为 51.1%、35.3%、13.6%，同比 -17.1%、+11.8%、+5.3 PCT。公司 16 年 12 月收购洛阳水利、17 年 6 月收购华禹水利 65% 股权后，环境咨询业务产业链后移，设计业务强化，依靠环保咨询+工程设计实现双核驱动。3) 污水及污泥板块 2017 年实现收入 8.07 亿，同比 13.22%，占比 21.15%，同比-3.42 PCT，主要受益无锡市 350 吨/日污泥处理项目（合同金额 4.37 亿）、大丰港工业区 10 万吨供水 BOT 项目及 3 万吨供水提标配套项目（合同金额合计 4 亿）等前期签订项目的顺利推进。其中，工程、设备、运营分别收入 6.47、1.47、0.13 亿，同比+11.61%、+25.53%、-18.29%。

图表 2：2017 年营收构成，亿



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

4) 从利润端看，各版块均完成业绩承诺，经营良好：公司归母净利润 5.91 亿，分版块看：1) 设备制造板块实现净利润 3.28 亿元，同比+37.83%，由于制造板块需要承担各板块的财务费用及管理费用，如果扣除上述费用，利润大约 2.17 亿。2) 环保咨询设计与治理板块实现净利润 1.35 亿，以去年中咨华宇全年净利润（9729 万）计，可比口径下净利润增速约 38.61%。其中：1) 中咨华宇净利润 1.42 亿，对应 2017 年业绩承诺 1.105 亿，业绩达成率 129%；设计子版块：2) 洛阳水利实现净利润 2719 万，对应 2017 年承诺业绩 2400 万，达成率为 113%；3) 华禹水利实现净利润 3348 万元，对应 2017 年度承诺业绩 2800 万，达成率为 120%。3) 污水及污泥板块实现净利润 2.39 亿，同比+18.96%；其中金山环保 2017 年实现扣非归母净利润 2.73 亿，业绩承诺期（2015 年-2017 年）累计实现扣非归母净利润 6.39 亿，承诺业绩达成率为 105%。

图表 3：公司各版块均完成业绩承诺

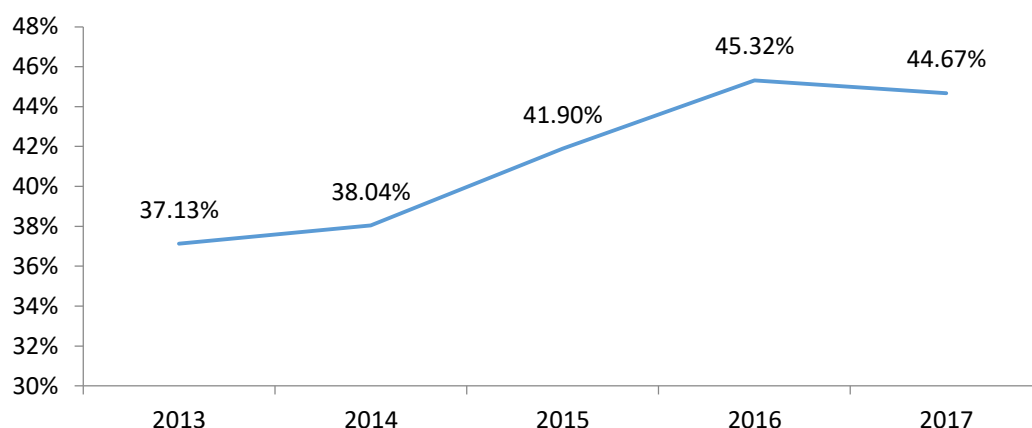
子公司	业绩承诺	2017 年净利润，万	业绩达成率
中咨华宇	2016、2017、2018 年净利润不低于 8,500、11,050、13,260 万元	14,235.61	129%
洛阳水利	2017-2019 年累计净利润不低于 8,736 万元,其中 2017 年不低于 2400 万，2018 年及 2019 年累计不低于 6,336 万	2,719.35	113%
华禹水利	2017-2020 年不低于 2,800、3,360、4,032、4,838.4 万元。	3,348.52	120%
金泰莱	2017-2020 年净利润不低于 13,500、17,000、20,000、23,500 万	14,003.12	104%
金山环保	2015-2017 年累计净利润 61,000 万元	2015 年-2017 年累计净利润 63,927 万	105%

资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

5) 毛利率 44.67%，同比-0.65PCT。分业务看，1) 设备制造业毛利率 41.2%，同比略降 0.91 PCT，主要由于成本增速略高于收入增速；2) 污水污泥板块毛利率 48.84%，同比-0.75 PCT，其中工程、设备、运营板块毛利率分别为 48.39%、51.05%、46.44%，

同比-0.39、1.55、-24.71 PCT，运营板块毛利率下滑较多，但公司 2017 年污泥运营收入体量较小，仅 1305 万，影响有限；3) 环境咨询设计与治理板块毛利率 51.84%，同比-4.69 PCT，主要由于工程业务的快速增长及咨询业务毛利率下滑所致，其中环境咨询毛利率 53.12%，同比-11.48 PCT，设计业务毛利率 60.31%，同比+21.59 PCT，工程业务毛利率 24.89%，同比-10.11 PCT。

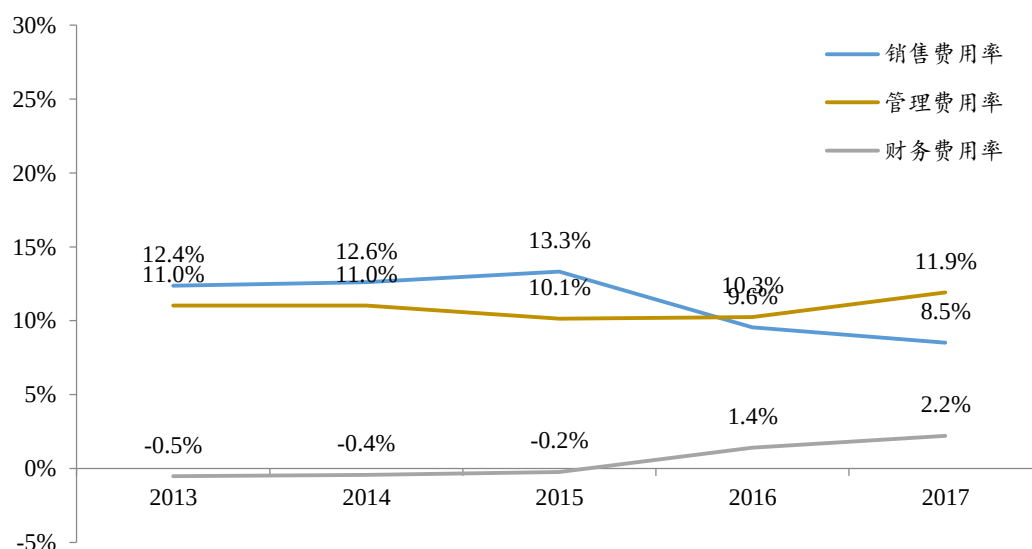
图表 4：公司毛利率整体稳定



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

6) 费用率 22.63%，同比 1.41 PCT。公司销售、管理、财务费用率分别为 8.51%、11.91%、2.21%，同比-1.04、1.66、0.79 PCT，其中管理费用率上升主要由于职工薪酬、研发费用及股权激励费用增长所致，财务费用率上升主要系公司融资利息和外币汇兑损失增加所致。

图表 5：公司三项费用率 22.63%，同比 1.41 PCT



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

■ **金山集团股权质押完成，高管和核心板块激励进一步深化！**目前金山集团除被冻结的 33 万股外，其余股份均已按照 2017 年 12 月签订的《借款协议》履行质押借款手续，该 33 万股将在解除冻结后办理质押手续同时金山集团、钱盘生、钱伟博已于 17 年 12 月公告，放弃全部股份对应的表决权。而质押质权人为公司总经理及金泰莱核

心层，同时戴云虎、宋志栋承诺以该笔债权及产生的孳息为履行业绩补偿义务提供保障，优先用于履行业绩补偿义务，未来高管和核心板块激励进一步深化！有利于打消市场并购后标的业绩低预期的疑虑。

图表 6：目前金山集团已根据《借款协议》的约定进行股份质押

出质人（借款人）	质权人（出借人）	已质押股数（股）
金山集团	安吉同光	84,537,779
金山集团	戴云虎	34,255,667
金山集团	宋志栋	26,058,589
金山集团	朱安敏	17,491,994
金山集团	郭少山	8,745,997
合计		171,090,026

资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

- 公司 18 年初置入金泰莱、置出金山完成对业务结构的调整，未来现金流更佳，低估值高增速优质标的！公司一季度归母净利 1.22 亿，同比 32.13%，符合此前预期，期待业务结构调整后续发力：

1) 相比于此前污泥业务需不断承接新工程订单来支撑业绩增长，金泰莱作为高景气危废处置企业确定性更强。金泰莱 17 年承诺业绩 1.35 亿，实际完成 1.4 亿（17 年 12 月之前为 12 万吨的危废处置资质），目前公司已取得 18 万吨的资质，2018Q1 实现净利润 0.35 亿，全年完成顺利业绩承诺 1.7 亿值得期待。

2) 保留污泥、供水核心技术与优质运营资产：根据转让条例，金山环保将污泥处理及蓝藻相关专利技术无偿转让给上市公司，上市公司保留有无锡 350t/d 污泥处置(宜兴南方中金环境治理有限公司)、工业污泥项目（江苏南方中金污泥处理有限公司）、宜兴 100t/d 污泥蓝藻项目(宜兴清凌)、大丰港 10 万吨供水项目（江苏金山水务），前三者委托金山环保运营，后者承诺无锡项目、工业污泥项目年收益不低于 3545 万元，清凌项目不低于 990 万元，不足由金山环保补齐，超额部分 50%奖励给金山。根据行业平均回报率及业绩承诺，委托项目+金山未做承诺的大丰供水运营项目，预计每年产生净利润约 8175 万元。2018 年随着新危废业务的并表，以及在手污泥、供水项目陆续进入运营期，公司业绩的增长将伴随着现金流改善，增长更有质量！

图表 7：污泥污水订单情况

项目实施主体	对应项目名称	后续执行情况	委托运营承诺利润（万元）	投资额（亿）	目前进度	预测 ROA	预测年化净利润（万元）
江苏金山水务有限公司	大丰港工业区 10 万吨供水 BOT 项目	上市公司执行		3.25	建设完成	6%	2400
	大丰港工业区 3 万吨供水提标项目			0.75	投产前调试及相关手续报批		
宜兴市清凌环保科技有限公司	宜兴市 100 吨/日蓝藻打捞、藻水分离藻泥干化项目	委托金山环保运营至 2023 年 12 月 31 日	年净利润不低于 990 万元	1.66	已进入运营期	6.60%	1095.6
江苏南方中金污泥处理有限公司	工业污泥项目	委托金山环保运营至 2018 年 12 月 31 日	年净利润合计不低于 3545 万元	2.72	建设完成	6.60%	1795.2
宜兴南方中金环境治理有限	无锡市 350 吨/日污泥处理项目			4.37	建设完成	6.60%	2884.2

公司						
-	南京水务 500t/d 污泥项目	落地后由上市公司执行	8	签订意向合作协议		
合计						8175

资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

- **环境咨询自身内涵持续丰富，龙头优势显著：1) 环境咨询业务市场呈现多元化趋势。**国家的环境监管正趋向全过程事中事后管理，环保产业从粗放步入精细化发展。2) **环境咨询产业链后移，涵盖项目全生命周期。**16 年 12 月收购洛阳水利、17 年 6 月收购华禹水利 65% 股权后，设计、工程业务在环保咨询设计与治理板块中占比分别由 23.5%、8.3% 提升至 35.3%、13.6%，环境咨询业务产业链后移，设计业务强化，未来绩效考核时代环境咨询入口优势更强，价值将凸显。
- **持续引流，环境咨询逻辑继续兑现，目前在手 PPP+BOT+EPC 项目合计 25 亿，价值提升！**公司自 16 年 12 月收购洛阳水利、17 年 5 月收购河北磊源、17 年 6 月收购华禹水利 65% 股权后，原有的环境咨询业务产业链后移，设计业务不断强化，2017 年公司设计、工程业务在环保咨询设计与治理板块中占比分别由 23.5%、8.3% 提升至 35.3%、13.6%。此次“花海水城”项目由子公司中建华帆与河北磊源联合中标，并且是公司在清河县继清水河综合治理 PPP 项目之后的第二个大单，中标内容包括清河县花海水城项目的设计、施工直至竣工验收合格及整体移交、工程保修期内的缺陷修复和保修工作。根据公司披露口径，公司环境治理综合板块目前共 11 个在执行订单，金额总计 25 亿，入口导流+全产业链优势不断体现。近期，公司清河成功入选第四批示范项目，是示范项目中河北省唯一的生态建设和环境保护类项目，充分证明公司凭借入口优势带来的项目筛选能力。

图表 8：环保咨询设计与治理板块订单情况

序号	项目名称	项目类型	合同金额（万元）	实施主体	中标时间	执行进度
1	清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP 项目	PPP	103313.00	中金环境	2017.1	设计工作已完成，进入施工阶段
2	河北省邯郸市大名县城西工业园区污水处理厂（PPP）项目	PPP	5256.00	中金环境	2018.1	项目进入设计阶段
3	沙河市故河道改造提升工程 PPP 项目	PPP	27496.00	中金环境	2018.4	已取得中标通知书
4	陆良县废弃菜叶无害化处理项目	BOO	29700.00	中金环境	2017.4	设计工作已完成，进入施工阶段
5	大理市海东片区上登工业园排水及再生水系统工程（一期）建设项目	BOT	7494.00	中金环境	2017.7	进入施工准备阶段
6	枣强县大营污水处理厂配套管网工程 EPC 项目	EPC	3028.00	中咨华宇	2018.2	设计工作已完成，进入施工阶段
7	秦岭国家植物园丝路植物展示区 EPC 总承包工程项目	EPC	7500.00	中咨华宇	2017.12	设计工作已完成，进入施工阶段
8	洛阳市小浪底南岸灌区项目	勘察设计	5500.00	洛阳水利	2017.6	已完成可行性研究报告编写
9	洛阳市“三渠联动”项目	勘察设计	4270.00	洛阳水利	2017.11	已完成可行性研究报告编写
10	洛阳市“四河同治”项目	勘察设计	4695.00	洛阳水利	2017.12	基本完成初步设计工作
11	清河县花海水城项目设计施工总承包（EPC）项目	EPC	53038.97	中建华帆+河北磊源	2018.4	中标
总计			251290.97			

资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

■ **股东增持+股权激励+员工持股+业绩绑定，安全边际充足！**

1) 董事长增持，高管动力增强：公司董事长沈金浩于 11 月 22 日增持 43.9 万股，成交均价 13.81 元/股，成交额 606 万元；副董事长郭少山于 11 月 23 日增持 20.95 万股，成交均价 13.84 元/股，成交额 290 万元（此前郭总于 5 月 9 日增持 90 万股，成交价 16.19 元/股，目前累计增持 110.95 万股，均价 15.75 元/股）。

2) 股权激励+员工持股，公司上下一心一意：公司股票期权完成授予（2017 年 1 月完成授予，行权价送转后 15.42 元/股）、购买第三期员工持股（二级市场购买成本转送后 13.85 元/股），完成员工与公司利益绑定。

3) 员工逆势买入，彰显信心：公司 2 月 8 日发布倡议书，截止 2 月 9 日已有 446 名员工买入，至增持期结束共 629 名员工增持，共计超过十分之一的员工增持，且人均增持金额达 20.6 万元。考虑到增持期大盘暴跌市场恐慌情绪弥漫的背景，我们认为公司员工逆势增持充分反映员工基于当前业务景气度而真正看好公司的态度！

■ **盈利预测：**我们认为，公司未来凭借良好的现金流业务结构应给予更高估值中枢！预计公司 18、19 年扣非净利润分别为 8.85、12.5 亿，EPS 为 0.74、1.04 元，对应 PE 分别为 14、10 倍，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。

中金环境三大财务预测表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4760	5961	7913	8726	营业收入	3815	5330	7195	8634
现金	1022	1386	1941	2772	减:营业成本	2111	3057	4144	4973
应收账款	858	911	2196	1604	营业税金及附加	41	61	80	97
存货	570	1089	1161	1539	营业费用	325	449	617	740
其他流动资产	2310	2575	2615	2811	管理费用	454	559	710	852
非流动资产	5105	5665	6292	6822	财务费用	84	94	102	76
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	100	66	63	64
固定资产	764	1067	1429	1687	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	134	206	253	263	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1174	1360	1579	1842	营业利润	721	1046	1480	1833
其他非流动资产	3033	3032	3031	3031	加:营业外净收支	-1	0	0	2
资产总计	9865	11626	14205	15548	利润总额	721	1046	1480	1835
流动负债	4583	5406	6920	6877	减:所得税费用	121	157	222	275
短期借款	991	1847	1491	1491	少数股东损益	9	4	8	16
应付账款	625	1080	1411	1688	归属母公司净利润	591	885	1250	1545
其他流动负债	2967	2479	4018	3698	EBIT	797	1140	1582	1911
非流动负债	568	677	642	618	EBITDA	797	1221	1690	2047
长期借款	556	662	627	603	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	12	15	15	15	每股收益(元)	0.49	0.74	1.04	1.29
负债合计	5151	6083	7562	7495	每股净资产(元)	3.83	4.52	5.47	6.68
少数股东权益	109	113	122	137	发行在外股份(百万股)	1202	1202	1202	1202
归属母公司股东权益	4605	5430	6521	7915	ROIC(%)	10.5%	11.9%	15.1%	15.7%
负债和股东权益	9865	11626	14205	15548	ROE(%)	12.7%	16.0%	18.8%	19.1%
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	44.7%	42.7%	42.4%	42.4%
经营活动现金流	767	174	1908	1702	销售净利率(%)	15.5%	16.6%	17.4%	17.9%
投资活动现金流	-1216	-641	-735	-664	资产负债率(%)	52.2%	52.3%	53.0%	47.8%
筹资活动现金流	708	475	-263	-207	收入增长率(%)	36.7%	39.7%	35.0%	20.0%
现金净增加额	244	8	911	831	净利润增长率(%)	15.8%	49.8%	41.3%	23.6%
折旧和摊销	0	81	108	136	P/E	20.74	13.85	9.80	7.92
资本开支	872	558	627	529	P/B	2.66	2.26	1.86	1.52
营运资本变动	0	-889	441	-69	EV/EBITDA	16.35	11.19	7.51	5.78

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 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>