

## 现金流业务带动的可比增长是多少？

买入（维持）

2018年07月07日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,815	5,083	7,047	9,770
同比（%）	36.7%	33.2%	38.6%	38.6%
净利润（百万元）	591	885	1,251	1,785
同比（%）	15.8%	49.8%	41.3%	42.7%
每股收益（元/股）	0.49	0.74	1.04	1.48
P/E（倍）	16.04	10.70	7.57	5.31

■ **事件：**公司发布半年度业绩预告，2018H1 预计归母净利润 3.12-3.62 亿元，同比增 25%~45%。

### 投资要点

■ **中金环境中期可比增长区间为 40.4%至 67.7%。**1) 18 年中期的扣非净利润是多少？根据业绩预告，2018 年中期归母净利润中值为 3.37 亿，其中 5500 万的非经是出售金山的投资收益，扣除出售金山收益后净利润中值是 2.82 亿。2) 2017 年中期可比扣非净利润是多少？17 年同期扣非净利润 2.34 亿。去年的业务构成为水泵、金山环保及中咨华宇，今年同期的业务构成为水泵、金泰莱及中咨华宇。因此，今年利润扣除掉出售金山的利润后，考虑到数据的可比性，去年同期的可比利润应扣除金山环保的利润并加回去年同期金泰莱的利润。3) 去年利润应扣除多少金山贡献？2017 半年报披露子公司金山利润 1.1 亿，考虑合并抵消实际并表保守估计为 0.95 亿。4) 去年同期金泰莱的业绩预测？重组报告书披露去年 1 到 5 月金泰莱的净利润为 3050 万，全年披露利润 1.4 亿。用全年月均值估算 6 月业绩为 1167 万，则估算去年上半年利润为 4217 万。如用 6 到 12 月利润月均估算 6 月业绩为 1565 万，则估算去年上半年金泰莱利润为 4615 万。5) 2017 半年报扣非净利润 2.34 亿，减金山净利润 0.95 亿，加回金泰莱净利润 4217 至 4615 万，则还原后的可比扣非净利润为 1.81 亿至 1.85 亿，中值 1.83 亿。2018 年扣非净利润区间 2.57 亿至 3.07 亿，中值 2.82 亿，以去年中值计，可比扣非增长区间 40.4%至 67.7%，中值增速 54%。

■ **三大现金流业务稳步增长。**公司目前咨询、危废及水泵均为现金流优质的业务：1) 环保咨询设计涵盖京津冀、广东、广西、云南、河南、陕西、安徽等，目前惠州华禹及洛阳水利南北呼应，资源共享；2) 金泰莱区域龙头，危废量价齐升的同时异地扩张。前 5 月订单均价 2,409 元/吨，同比+28.97%，目前订单已完成处理能力的 94%，全年 18 万吨满产可期，同时通过与中国铁物合作，开启首个水泥窑新增危废项目，实现省外扩张，模式更新；3) 水泵业务市占率稳步提升，带动业绩提升。

■ **金山尾款清偿完成，2018 年将确认转让收益约 8000 万。**根据公司 2018 年 6 月公告，金山尾款（4.73 亿）支付主要包括三部分：1、肥东蓝藻项目（总投资 3.105 亿，作价 2.1 亿），2、哈尔滨市区的商业用房（2000 万），3、金山市政的部分应收款（3.46 亿，70%折价，作价 2.43 亿）。此外，金山集团同意将周铁镇项目，作价 4535 万元，先行结算 2018 年运营补偿款，并签署了《委托运营协议之补充协议》。该资产邻近太湖蓝藻核心打捞点，有望与公司现有业务形成协同。

■ **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，以制造业为基础，咨询设计为龙头，危废处置为重点的战略布局，打造环境医院，根据我们的预测，2018 年轻资产/现金流的泵、咨询、污泥运营、危废利润占比有望达到 86%，业绩增长伴随现金流改善，内生增长更有质量！

■ **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 11、8 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)	7.88
一年最低/最高价	7.49/17.47
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	5839.25

### 基础数据

每股净资产(元)	3.93
资产负债率(%)	53.57
总股本(百万股)	1202.15
流通 A 股(百万股)	741.02

### 相关研究

- 1、《中金环境 (300145)：拟发行可转债，助力订单落地&水泵扩张》2018-05-16
- 2、《中金环境：核心层质押完成，看好轻资产&现金流业务整合发力：中金环境：核心层质押完成，看好轻资产&现金流业务整合发力》2018-05-07
- 3、《中金环境：与中国一冶首次实质合作，深层次入口导流效应凸显》2017-06-19

中金环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>4760</b>	<b>5370</b>	<b>8095</b>	<b>9964</b>	<b>营业收入</b>	<b>3815</b>	<b>5083</b>	<b>7047</b>	<b>9770</b>
现金	1022	1002	2063	3046	减:营业成本	2111	2902	4038	5598
应收账款	858	828	2214	2086	营业税金及附加	41	58	78	110
存货	570	1005	1187	1853	营业费用	325	449	617	855
其他流动资产	2310	2535	2631	2980	管理费用	454	559	710	984
<b>非流动资产</b>	<b>5105</b>	<b>5601</b>	<b>6260</b>	<b>7106</b>	财务费用	84	91	98	76
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	100	58	26	26
固定资产	764	1015	1397	1916	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	134	189	242	300	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1174	1365	1590	1860	<b>营业利润</b>	<b>721</b>	<b>966</b>	<b>1480</b>	<b>2121</b>
其他非流动资产	3033	3032	3031	3030	加:营业外净收支	-1	80	1	0
<b>资产总计</b>	<b>9865</b>	<b>10971</b>	<b>14355</b>	<b>17070</b>	<b>利润总额</b>	<b>721</b>	<b>1046</b>	<b>1481</b>	<b>2121</b>
<b>流动负债</b>	<b>4583</b>	<b>4751</b>	<b>7010</b>	<b>8040</b>	减:所得税费用	121	157	222	318
短期借款	991	1491	1491	1491	少数股东损益	9	4	8	18
应付账款	625	994	1433	2055	<b>归属母公司净利润</b>	<b>591</b>	<b>885</b>	<b>1251</b>	<b>1785</b>
其他流动负债	2967	2266	4085	4494	EBIT	797	1135	1577	2195
<b>非流动负债</b>	<b>568</b>	<b>677</b>	<b>642</b>	<b>618</b>	EBITDA	896	1209	1676	2329
长期借款	556	662	627	603					
其他非流动负债	12	15	15	15	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5151</b>	<b>5428</b>	<b>7652</b>	<b>8658</b>	每股收益(元)	0.49	0.74	1.04	1.48
少数股东权益	109	113	122	140	每股净资产(元)	3.83	4.52	5.47	6.88
归属母公司股东权益	4605	5430	6581	8272	发行在外股份(百万股)	1202	1202	1202	1202
<b>负债和股东权益</b>	<b>9865</b>	<b>10971</b>	<b>14355</b>	<b>17070</b>	ROIC(%)	10.5%	12.4%	15.1%	17.6%
					ROE(%)	12.7%	16.0%	18.8%	21.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	44.7%	42.9%	42.7%	42.7%
经营活动现金流	767	72	2019	2113	销售净利率(%)	15.5%	17.4%	17.7%	18.3%
投资活动现金流	-1216	-570	-758	-980	资产负债率(%)	52.2%	49.5%	53.3%	50.7%
筹资活动现金流	708	478	-199	-150	收入增长率(%)	36.7%	33.2%	38.6%	38.6%
现金净增加额	244	-20	1061	983	净利润增长率(%)	15.8%	49.8%	41.3%	42.7%
折旧和摊销	99	74	99	134	P/E	16.04	10.70	7.57	5.31
资本开支	872	493	659	846	P/B	2.06	1.74	1.44	1.15
营运资本变动	-124	-982	562	100	EV/EBITDA	12.82	10.03	6.61	4.35

数据来源: 贝格数据, 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>

