

2018年08月16日

中金环境：业务结构运营化，现金流显著改善

买入（维持）

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3815	4943	5779	6757
同比(%)	36.7%	29.6%	16.9%	16.9%
净利润(百万元)	591	832	924	1111
同比(%)	15.8%	40.8%	11.1%	20.4%
每股收益(元/股)	0.31	0.43	0.48	0.58
P/E (倍)	14.88	10.57	9.52	7.91

- **事件：**公司发布半年报，2018H1 归母净利润 3.22 亿元，同比增 28.84%，扣非归母净利润 2.74 亿元，同比增 17.17%

投资要点

- **2018H1 可比增长区间为 48%至 51%。**1) 公司 2017 年的业务构成为水泵、金山环保及中咨华宇，而今年为水泵、金泰莱、中咨华宇。因此，考虑到数据的可比性，去年同期应扣除金山环保的利润并加回去年同期金泰莱的利润。2) 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。3) 重组报告书披露去年 1-5 月金泰莱净利润为 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，则上半年利润约 4217 万。如用 6 到 12 月利润月均估算 6 月业绩为 1565 万，则上半年利润约 4615 万。**4) 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 4217-4615 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。2018H1 扣非净利润 2.74 亿，则可比扣非增长区间 48%至 51%，中值增速 50%。**
- **环保咨询设计工程及危废贡献主要增长：**1) 水泵业务上半年收入 11.95 亿，同比增 16.59%，占比 57%，净利润 1.27 亿元，同比增 7.62%，占比 40%，增长主要来自不锈钢泵市场拓展；2) 环保咨询设计与工程业务上半年收入 7.29 亿，同比增 161.4%，占比 35%，净利润 1.07 亿元，同比增 118.7%，占比 33%，除环境咨询外，以洛阳水利、华禹水利、中建华帆布局设计，同时部分工程项目陆续开工，全产业链优势显著；3) 危废业务受益上半年量价齐升，实现营业收入 1.48 亿元，占比 7%，净利润 7480 万，占比 23%，以去年预测净利润 4217-4615 万计，同比增 62%~77%，中值 70%；4) 2018H1 未新增污泥/蓝藻项目，在运营的项目营收 2279 万，占比 1.09%，净利润 1264 万，占比 3.93%。
- **业务结构运营化，经营性现金流显著改善：**2018H1 经营性现金流 2.94 亿，较去年同期-1.37 亿显著改善，主要受益于剥离金山，业务结构转向运营。2018 年现金流的泵、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！
- **毛利率回归合理：**毛利率 38.3%，同比-7.08PCT，分业务看，1) 水泵业务毛利率 39.92%，同比-1.49PCT，毛利率下降主要由于材料上涨（根据发改委钢材价格指数，2017H1 平均指数为 99.8，处于相对低位，2017 全年平均 108.11，2018H1 平均 114.2，同比上涨 18%，如果钢价下半年回稳，全年数据有望改善）；2) 环保咨询设计与工程毛利率 32.47%，同比-20.30PCT，主要由于工程业务进入建设期，占比提升所致；3) 危废毛利率 54.75%，业务规模扩大盈利能力回归合理。
- **费用控制卓有成效，三项费用率同比-4.08PCT：**三项费用率 19.95%，同比-4.08PCT。1) 销售费用率 7.19%，同比-2.03PCT，2) 管理费用率 9.93%，同比-2.05PCT，3) 财务费用率 2.83%，与去年同期持平，公司费用控制卓有成效，同时危废业务较去年的工程业务盈利能力增强。
- **金山尾款清偿完成，2018 年确认转让收益：**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账款（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。
- **盈利预测：**我们预计公司 18、19 年净利润分别为 8.32、9.24 亿，EPS 为 0.43、0.48 元 对应 PE 分别为 11、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。

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.57
一年最低/最高价	4.47/10.85
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	5418.37

基础数据

每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	49.26
总股本(百万股)	1923.44
流通 A 股(百万股)	1185.64

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)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4760	5377	6695	7541	营业收入	3815	4943	5779	6757
现金	1022	1071	1698	2284	减:营业成本	2111	2913	3405	3981
应收账款	858	782	1713	1261	营业税金及附加	41	55	75	88
存货	570	1012	837	1324	营业费用	325	400	475	555
其他流动资产	2310	2512	2447	2672	管理费用	454	480	580	678
非流动资产	5105	5563	5943	6383	财务费用	84	90	101	87
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	100	61	63	63
固定资产	764	985	1136	1303	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	134	181	186	190	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1174	1365	1590	1860	营业利润	721	944	1081	1305
其他非流动资产	3033	3032	3031	3030	加:营业外净收支	-1	47	24	24
资产总计	9865	10940	12638	13924	利润总额	721	991	1105	1329
流动负债	4583	4773	5735	6077	减:所得税费用	121	156	175	211
短期借款	991	1491	1491	1491	少数股东损益	9	4	6	7
应付账款	625	1000	1047	1434	归属母公司净利润	591	832	924	1111
其他流动负债	2967	2282	3197	3152	EBIT	797	1080	1204	1414
非流动负债	568	677	642	618	EBITDA	896	1153	1295	1523
长期借款	556	662	627	603					
其他非流动负债	12	15	15	15	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	5151	5450	6377	6695	每股收益(元)	0.31	0.43	0.48	0.58
少数股东权益	109	113	119	127	每股净资产(元)	2.39	2.80	3.19	3.69
归属母公司股东权益	4605	5377	6142	7103	发行在外股份(百万股)	1202	1923	1923	1923
负债和股东权益	9865	10940	12638	13924	ROIC(%)	10.5%	11.8%	12.0%	12.6%
					ROE(%)	12.7%	15.2%	14.9%	15.5%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	44.7%	41.1%	41.1%	41.1%
经营活动现金流	767	102	1360	1353	销售净利率(%)	15.5%	16.8%	16.0%	16.4%
投资活动现金流	-1216	-532	-471	-549	资产负债率(%)	52.2%	49.8%	50.5%	48.1%
筹资活动现金流	708	479	-262	-218	收入增长率(%)	36.7%	29.6%	16.9%	16.9%
现金净增加额	244	49	627	586	净利润增长率(%)	15.8%	40.8%	11.0%	20.3%
折旧和摊销	99	73	91	109	P/E	14.88	10.57	9.52	7.91
资本开支	872	456	380	440	P/B	1.91	1.63	1.43	1.24
营运资本变动	-124	-897	238	39	EV/EBITDA	10.69	8.81	7.36	5.89

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>